

دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية

أسرار فخري عبد اللطيف

باحث إحصائي في البنك المركزي العراقي - المديرية العامة للإحصاء والأبحاث
- قسم بحوث الائتمان

المقدمة

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة , حيث انه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الرأسمالية ، وتبرز أهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كأحدي الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة هذا بالإضافة الى أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر الى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة .

وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي . وبصفة عامة يمكن القول أن أسواق رأس المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف يمكن تلخيصها فيما يلي :

- 1- تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي .
- 2- زيادة كفاءة تخصيص الموارد (الاستثمارات) .
- 3- رفع معدل إنتاجية الاستثمار .
- 4- زيادة حجم الاستثمارات .

مما سبق يمكن تعريف ((سوق الأوراق المالية)) بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية أسهم وسندات بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (أفراد - مؤسسات) الى وحدات الاستثمار (مشاريع الأعمال والحكومة) .

المبحث الأول

السوق الأولية للأوراق المالية الحكومية

ودورها في الاقتصاد

السوق الأولية (Primary Market).

وهي سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل الجمهور ، أي أنها السوق التي تنشأ

فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقترض والمقرض وتعتبر

الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق حيث ان الاولى تقوم بوظيفة تعهد

إدارة وتغطية الإصدار ، بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة .

وهذه السوق تتميز بقدرتها على العطاء في ردد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال الجديدة حيث تتجمع فيها المدخرات ويتم تحويلها الى استثمارات جديدة عن طريق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو التزامات مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل وهذا يعمل على إنشاء وقيام مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد الى جانب المشاريع القائمة ، او يساهم في إجراء توسعات في المشاريع القائمة لزيادة فاعليتها ورفع كفاءتها الإنتاجية ، وبالتالي فإن نجاح (السوق الأولية) في صب المدخرات في قنوات الاستثمار المجدي يساهم في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال من خلال تفاعل المستثمرين مع عمليات الاكتتاب وفق قواعد محددة تصون مدخراتهم عن طريق رسم القوانين لأصول مشاركتهم وسبل دعوتهم للاكتتاب بما يحمي هذه المدخرات لذا نجد إن من أهم قواعد وأساليب الحماية التي توفرها التشريعات في الدول المتقدمة للمستثمرين توفير المعلومات والبيانات حول الجهة المصدرة للأوراق المالية ، وهو ما يعرف بالإفصاح ، ويتم التعامل في (السوق الأولية) عن طريق توجيه لعامة المستثمرين وتسمى بـ (الاكتتاب العام) Public Offering أو لفئة معينة منهم تسمى بـ (الاكتتاب الخاص)

Placement Private وذلك للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة .

دور السوق الأولية للإصدارات في الاقتصاد.

تقوم السوق الأولية بتنظيم عمليات الأوراق المالية من حيث إصدارها وطرحها على الجمهور ، وتعد تغطيتها ، وهي سوق تتم فيها دعوة الجمهور للاكتتاب في هذه الأوراق المطروحة ، ويبرز دور (السوق الأولية) من خلال قدرتها على تحريك المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات من دائرة الاكتناز الى دائرة الاستثمار النافع والمجدي ، وتوفير الأموال اللازمة للعمل الإنتاجي ومشاريع التنمية من مصادرها المختلفة وخاصة القطاع الخاص والذي تسعى السوق الى تعظيم مشاركته في عملياتها نظراً للفوائض المالية الكبيرة المتوفرة لديها والدور الكبير الذي يتوقع ان تساهم به في خدمة التنمية في حال قيامها برفد المشاريع الإنتاجية بالأموال الضرورية اللازمة لها من خلال مشاركتها في عمليات إصدارات (السوق الأولية) .

المبحث الثاني

I- السوق الثانوية للأوراق المالية الحكومية ودورها في الاقتصاد:

السوق الثانوية (Secondary Market).

وهي سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في (السوق الأولية) بمعنى آخر هي تلك السوق التي تتحد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال النقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة وهذا يعني أن (السوق الثانوية) تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية الى نقد .

السوق الثانوية شكلان : سوق منظمة Organized Quasi Auction Market وسوق غير منظمة Unorganized Market فالسوق المنظمة هي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية ، و(البورصة) كلمة تطلق على المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين

متخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة .

وتعرف (البورصة) أيضا بأنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية وهناك من يعرف البورصة بأنها سوق منظمة تتعد في مكان معين في أوقات دورية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية وبالمثلثيات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد، وقد أقيمت أول بورصة للبضائع في باريس عام (1304) على جسر عرف باسم الصرافة (Pont Au Change) إما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم فهو بناء مدينة انفراس بيلجيا عام (1460) وأما بورصة لندن فقد أنشئت علم (1773) .

أن سوق الأوراق المالية المنظمة تقسم الى : سوق مركزية وأسواق المناطق او الأسواق المحلية ويقصد بـ (السوق المركزية) السوق التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي لمصدر الورقة المالية ومن الأمثلة على هذه السوق بورصة طوكيو وبورصة لندن وبورصة نيويورك أما (بورصات المناطق) فتتعامل بأوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة ولكن لا يوجد ما يمنع من تعامل الأسواق المحلية في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المركزية ،وبالنسبة لهيكل سوق مسقط للأوراق المالية فهو على نفس النسق المعروف لهيكل أسواق الأوراق المالية فهي تتكون من سوقين هما (السوق الأولية) و(السوق الثانوية) وتنقسم (السوق الثانوية) الى أسواق ثلاث لكل واحد منها شروط أدرج خاصة بها وهي: السوق النظامية والسوق الموازية والسوق الثالثة .

أما السوق غير المنظمة يطلق عليها اسم over – the Counter Market أو السوق الموازية وتجري عمليات التداول في هذا النوع من (السوق الثانوية) دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها فبالإمكان أن تتم هذه العمليات بواسطة الهاتف أو الحاسوب وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء وعلى هذا فان السوق غير المنظمة تعتبر أسلوبا لإجراء المعاملات بدلا من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات .

وهناك من يضيف شكلاً ثالثاً وهو (السوق الثانوية المنظمة جزئياً) مثل سوق الأسهم السعودية وهذه السوق لا يتم فيها من خلال قاعة تداول ولا عن طريق المزايعة وإنما يتم عن طريق مكاتب موزعة على البنوك وفروعها .

دور السوق الثانوية في الاقتصاد .

يمكن أن يتسائل البعض منا هل لنشاط (السوق الثانوية) أو سوق تبادل وانتقال الملكية اثر ودور في الاقتصاد ؟ وهل كثافة عمليات التداول تخدم التنمية الاقتصادية؟ أن القطاعات الاقتصادية المنتجة ليس لها مصلحة من جراء هذا النشاط ، فهو لا يعني بالضرورة زيادة حجم المدخرات الوطنية وزيادة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية ، لان التداول في (السوق الثانوية) لا يمثل أي إضافة الى الاستثمار الفعلي ، ولا يعد استثماراً حقيقياً جديداً ، وإنما الأمر مجرد انتقال للملكية من فرد لآخر ، وهذا لا يخدم الاقتصاد الوطني بصورة مباشرة ، ولكن من المعروف أن من أهم مهام (الأسواق الثانوية) للأوراق المالية توفير السيولة للإصدارات الأولية للأسهم والسندات وذلك بتسيير تداول هذه الأوراق وتحويلها الى نقد بسرعة ويسر متى ما رغب حاملها بذلك . فإذا كان الاستثمار في الأوراق المالية قابلاً للتصرف به في مدة قصيرة وبأسعار تنافسية فان ذلك يرفع من قيمة هذا الاستثمار وبالتالي يرفع من المردود النسبي لهذه الأوراق مقارنة بالأدوات المالية الأخرى ، لذلك فإن ضعف (السوق الثانوية) يترتب عليه قلة أو انخفاض المردود النسبي للأوراق المالية ، وبالتالي يؤدي الى انخفاض الطلب عليها وهذا يتضمن تكاليف مرتفعة لرأس المال ويقلل من الحوافز على الاستثمار في المشاريع الجديدة ، وهذا بطبيعة الحال ليس من مصلحة الاقتصاد في شيء ، ومن هنا فان (الأسواق الثانوية) تعتبر من العوامل الهامة في نمو الاقتصاد القومي لأنها تساهم في تخصيص المدخرات المتوفرة على المنشآت المستحقة لها كما أن نجاح (السوق الثانوية) وزيادة نشاطها يضيف على الأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين ، وهذا ينعكس ايجابياً على (السوق الأولية) للإصدارات حيث يؤدي الى زيادة إقبال المستثمرين وتفاعلهم مع عمليات (السوق الأولية) المتمثلة في الاصدارات والاكتتابات الجديدة سواء كانت الشركات جديدة تؤسس لأول مرة ، ام لزيادة رؤوس أموال الشركات القادمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية ، وهذا بلا شك يعظم من فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة وهو ما تسعى اليه سوق الأوراق المالية الى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني .

II - كيفية تطوير السوق الثانوية للأوراق المالية:

يمثل تطوير أسواق ثانوية نشطة للأوراق المالية الحكومية أحد أكثر المهمات صعوبة على صعيد تطوير أسواق كفاءة لهذه الأدوات وذلك لاحتياج عملية التطوير هذه لجهود ومشاركة كافة الأطراف والفعاليات كالمسلطتين المالية والنقدية وهيئات السوق المالي والمستثمرين المؤسسين وشركات الوساطة.

أن مساعي تنشيط الأسواق الثانوية تتطلب أيضا توافر مجموعة ليست باليسيرة من المتطلبات والمقومات وان اتخاذ الإصلاحات المطلوبة وتوفير هذه المتطلبات والمقومات قد لا يكون كافيا لتنشيط السوق الثانوية إذا ما افتقد المستثمرون الثقة بسياسات الحكومة واستقرار الأوضاع الاقتصادية ، وهناك بعض الجوانب التي يمكن أن تساهم في تنشيط السوق الثانوية مثل تطوير إجراءات وآليات التداول وتحسين البنية التحتية للسوق وتوسيع قاعدة المستثمرين بالإضافة الى وجود إصدارات ومنحنى عائد مرجعي.

أ- أدوات التداول.

تقتصر التعاملات في أغلب أسواق الأوراق المالية الحكومية العربية على التعاملات الفورية وتبين التجارب أن توسيع نطاق أدوات وعمليات التداول المتاحة من شأنه ان يعمق السوق الثانوية ويزيد من كفاءتها ، ومن أهم هذه الأدوات (اتفاقية إعادة الشراء وعمليات إقراض واقتراض الأوراق المالية الحكومية والبيع القصير والتداول الأجل وعلى الرغم من إدخال العمل باتفاقيات إعادة الشراء على نطاق واسع في معاملات السلطات النقدية في أغلب الدول العربية الا أن التعامل بهذه الاتفاقيات في سوق ما بين البنوك والمؤسسات المالية ما زال محدودا.

أن تنشيط سوق اتفاقيات إعادة الشراء سيساهم في تعزيز سيولة السوق الثانوية للسندات الحكومية ، وكذلك في إنشاء إدارة نشطة لدى الحكومة لإدارة الأرصدة النقدية وإدارة الدين ، فمن جانب يساهم استخدام الأوراق المالية الحكومية كضمانات لعمليات ((الريبو)) مع السماح بمشاركة جهات وأطراف عديدة في هذه العمليات في تعزيز الطلب والتداول على هذه الأوراق في السوق الثانوية مما يعزز من تنافسية هذا السوق الأمر الذي من شأنه أن ينعكس إيجابا على أسعار الفائدة في السوق الأولى وبالتالي على كلفة الدين العام ومن جانب آخر فإن اتفاقيات إعادة الشراء تمثل آلية لوسطاء السوق لتمويل المراكز طويلة الجل من

الأوراق المالية الحكومية وخلق مراكز قصيرة الأجل منها مما يعزز من سيولة السوق الثانوية لهذه الأدوات، أن تطوير سوق " الريبو " بين البنوك في الدول العربية يمثل عاملاً مهماً لتنشيط الأسواق الثانوية للأوراق المالية الحكومية وهناك عدة أسباب وراء عدم تطور سوق " الريبو " بين البنوك في الدول العربية أهمها ضيق السوق النقدية من حيث قلة المعاملات التي يتجاوز استحقاقها فترة يوم واحد وكذلك الضعف النقي في حساسية المؤسسات المصرفية والمالية تجاه مخاطر السيولة في معظم هذه الدول.

ب - أنظمة التداول.

تلعب أنظمة التداول للأوراق المالية الحكومية دوراً مهماً في تنشيط السوق الثانوية لهذه الأوراق فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار ونشاط التداول ولذلك فإنها وكلما ازدادت كفاءتها ستساهم بشكل أفضل في تحسين التعريف بالسوق وزيادة المنافسة وتعزيز السيولة. وهناك نمطان رئيسيان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول هذه هما السوق غير المنظمة (OTC) والسوق المنظمة في إطار البورصة ويلاحظ أن الصيغة غير المنظمة هي السمة الغالبة على تعاملات الأوراق المالية الحكومية في معظم الدول العربية ويمكن أن تتراوح هذه السوق غير المنظمة (Dealer-Based-QuoteDriven) من إطار أولي غير منظم إلى إطار متطور وقائم على شبكة إلكترونية للتداول بين الوسطاء، ويمكن أن يتم تدريجياً توسيع نطاق السوق غير المنظمة على أن يتم وضع ضوابط وإطار للتعاملات في هذه السوق بما في ذلك تطوير شبكات آلية. أن مسألة تطوير الوساطة في السوق الثانوية للسندات الحكومية تستحوذ على أهمية كبيرة وتقوم الوساطة في هذه السوق بوظيفتين رئيسيتين وهما توفير السندات إلى المستثمر النهائي وخلق سيولة في السوق ويعتبر نشاط صناعة السوق من أهم أنشطة الوساطة ويلاحظ أن هذا النشاط محدوداً في أغلب الدول العربية لأن هذا النشاط يحمل في طياته مخاطر كبيرة لهؤلاء الوسطاء بما في ذلك الدول التي أدخلت العمل بنظام الوسطاء الأوليين.

ج - أنظمة الحفظ المركزي والتسوية.

يمثل نظام مقاصة وتسوية عمليات تداول الأوراق المالية الحكومية إلى جانب أنظمة التداول الركن الأساسي للبنية التحتية اللازمة لسوق الأوراق المالية الحكومية ويتوقف تصميم هذا النظام على اعتبارات عديدة تتصل بمخاطر النظام المالي والمصرفي ومستوى المنافسة في السوق وطبيعة المشاركين وبغض النظر

عن هذه الاعتبارات فإن القواعد الأساسية تلزم بوجود حسابات للسندات الحكومية بما يقود الى تعاملات لاورقية بهذه السندات من شأن ذلك ان يساهم في تحسين سرعة وكفاءة عمليات تسوية الأوراق المالية الحكومية ويرتبط العمل بحسابات للأوراق المالية الحكومية بوجود نظام للحفظ المركزي لهذه الأوراق ويتواجد مثل هذا النظام في جميع الدول العربية باستثناء اليمن وتختلف تجارب الدول العربية فيما يتعلق بالجهة المكلفة بإدارة هذا النظام ، ان من أهم متطلبات نظام التسوية الكفاءة لمعاملات تداول الأوراق المالية الحكومية إدخال العمل بمبدأ التسوية مقابل الدفع علما بان تطبيق ذلك بكفاءة يتوقف على تسوية المدفوعات المرتبطة بعملية تداول الأوراق المالية الحكومية بالوقت المناسب في نظام المدفوعات.

د- قاعدة المستثمرين.

يمثل توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية الحكومية واحدا من أهم محاور تطوير وتعميق هذه الأوراق كما يساعد هذا التوسيع الحكومة على زيادة فترات استحقاق سنداتها وخفض كلفة مديونيتها ولا يعود الأمر لمجرد الزيادة في حجم الاستثمارات من جراء ذلك على أهميتها بل للتمايز الذي يمكن ان يتحقق من خلال وجود توجهات مختلفة لأنماط الاستثمار لدى المستثمرين المختلفين وتفضيلاتهم فيما يتعلق بفترات الاستحقاق ونوع المخاطر وعادات التداول وان هذا التمايز من شأنه ان يعزز من سيولة السوق من جهة ونخفف من حدة التقلبات من جهة أخرى وكذلك ان تنويع المستثمرين في أسواق السندات الحكومية يخلق الفرص أمام إدخال ابتكارات مالية جديدة لمقابلة الاحتياجات المختلفة لهؤلاء المستثمرين مما يساهم في زيادة عمق وكفاءة هذه الأسواق.

هـ - يشكل تطوير إصدارات مرجعية من الأوراق المالية الحكومية عاملا حيويا ورئيسيا في إرساء أسواق نشطة لهذه الأوراق وبالتالي الانتفاع من العديد من هذه المزايا التي تحققها هذه الأسواق ويجيء ذلك لان تركيز طرح هذه الأوراق في عدد محدود من الإصدارات النموذجية ولفترات استحقاق محددة وبأحجام كبيرة من شأنه تعزيز سيولة هذه الإصدارات والمساهمة بالتالي في كلفة الإصدار كما يمكن للسوق ان يستخدم هذه الإصدارات ذات السيولة المرتفعة كمؤشر لتسعير أصول وأدوات مالية أخرى مما يشجع على ظهور أسواق لهذه الأدوات، وتتطلب عملية خلق إصدارات ومنحني عائد مرجعي على الأوراق المالية الحكومية الموازنة بين منافع وجود مثل هذه الإصدارات وبين التكاليف والمخاطر التي قد تترتب على ذلك واختيار البدائل والحلول الملائمة لوضع السوق لتحقيق هذا التوازن كما يتطلب الأمر قبل كل شيء أدراك اتجاهات ورغبات السوق لان السلطات تستطيع

تركيز السندات المطروحة في إصدارات معينة ولكن السوق هو الذي يعتمد هذه الإصدارات كإصدارات مرجعية كما ان أول وأهم الخطوات في هذا الشأن تتمثل في معالجة ظاهرة تشتت أدوات وإصدارات الدين الحكومية عبر دمج وتوحيد هذه الإصدارات في إصدارات محددة ونموذجية ويمثل التشتت عائقا كبيرا أمام تنشيط السوق الثانوية وتعزيز السيولة وأمام خلق عائد مرجعي بالشكل الذي يتجاوز معه فائدته المتمثلة في تنويع بدائل الاستثمار المتاحة، واخيرا يجدر التأكيد على ان خطوات بناء منحى عائد مرجعي للأوراق المالية الحكومية وما تتضمنه سواء من إجراءات لتوحيد الإصدارات وتقليل دوريتها واستخدام آليات الفتح والاسترداد المبكر يتوقف نجاحها على وجود إدارة نشطة كفوءة للدين العام وتنسيق فعال ومستمر مع السلطات النقدية.

المبحث الثالث

أسواق الاوراق المالية في العراق

تمثل سوق الاوراق المالية بأحد وجهيها المناخ الاستثماري لحركة رأس المال كما يعكس وجهها الآخر فعاليات وحجم الانتاج وتطور نشاط المشاريع الخاصة والمختلطة وهي من اجهزة الادخار والاستثمار المهمة ، ففيها تستثمر أموال الافراد والمصارف وشركات الاستثمار والتأمين والشركات المالية الوسيطة، ويتم فيها تداول الاوراق المالية التي تمثل حصصا في رؤوس أموال المنشآت، وبذلك فإن السوق تهئ للمقترض ائمانا متوسط وطويل الأجل وللمقرض وجها لتوظيف أمواله ببسر وسهولة وعائد مناسب.

والرغم ما حققته الشركات المساهمة من ارباح إلا انها تعرضت الى التدهور أدت الى انخفاض اسهم أغلب الشركات المساهمة في السوق لاسباب عديدة منها:

- 1- الاوضاع السياسية المضطربة بسبب الحصار والهجمات العسكرية المتكررة على العراق أدت الى انخفاض سعر صرف الدينار العراقي .
- 2- الزيادة الكبيرة في رؤوس الاموال للشركات التي أدت الى اغراق السوق بالاسهم المصدرة .
- 3- الممارسات الضارة لبعض الوسطاء العاملين في السوق .
- 4- الاشاعات التي يروجها العديد من المستثمرين والوسطاء من أجل رفع أو خفض أسهم شركة من شركات السوق لغرض الحصول على الربح السريع.

5- غالبية المستثمرين لا يملكون الحد الأدنى من المعرفة بعملية التداول في السوق.

6- غياب الشركات (صانعة السوق) التي من شأنها الحفاظ على مستوى الاسعار من التدهور واعادة التوازن اليه.

تطورات السوق ما بعد حرب آذار 2003

استمرت سوق بغداد قرابة (15) شهرا وعاودت العمل في 24 /6/ 2004 وفق قانون مؤقت لعام 2004 وضعته الادارة المدنية المؤقتة آنذاك وبتسمية جديدة تعرف بـ ((سوق العراق للأوراق المالية)) يهدف الى فتح الباب لدخول الاستثمارات الاجنبية وتمكين العرب والاجانب من بيع وشراء الاسهم اسوة بالمستثمر العراقي .

وانطلاقا من هذه الوظائف جاء تأسيس (سوق بغداد للأوراق المالية) للقيام بمجموعة من المهام المحددة في قانونها رقم (24) لسنة 1991 وقد عملت ادارتها على تنظيم حركة تداول الاسهم وقرار الية سعرية تقوم على قاعدة للتفاعل بين قوى العرض والطلب وفق هامش محدد للحد من المغالاة في ارتفاع وانخفاض الاسعار دون مبررات اقتصادية واقعية .

انطلاقا من التوجهات الجديدة للاقتصاد العراقي وانسجاما مع سياسة التحرر الاقتصادي وايلاء دور أكبر للقطاع الخاص للتنمية ثم الغاء (سوق بغداد للأوراق المالية) المؤسسة بموجب القانون رقم (24) لسنة 1991 وتأسيس ((سوق العراق للأوراق المالية)) بموجب القانون المرقم (74) الصادر في 18/4/2004 والذي شكل بموجبه مجلس المحافظين المكون من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح في الاقتصاد العراقي وقد بدأ المجلس عمله برسم السياسة والخطط الكفيلة ببناء هذه السوق وأخذ في سبيل تحقيق ذلك القرارات اللازمة مثل :-

- 1- اختيار مكان مناسب لأقامة وتأسيس السوق .
- 2- اختيار مدير تنفيذي لسوق العراق .
- 3- تحديد مستلزمات التشغيل وتخويل المدير التنفيذي مهمة توفيرها .
- 4- قبول الشركات المساهمة المشمولة بالادراج .

5- اقرار تعليمات التداول التي تنظم عمل الوسطاء والشركات المساهمة مع السوق .

6- تنفيذ جلسات تداول تدريبية وتجريبية .

7- عقد عدة لقاءات مع هيئة سوق المال لأستحصال موافقتها على بدء العمل .

وتتميز ((سوق العراق للأوراق المالية)) لأول مرة بأنها سوق ذات تنظيم ذاتي وقانوني ومالي وأداري مستقل ولا تهدف الى الربح وتكون علاقتها مع الشركات تجارية وفق القانون ، وتهدف السوق الى تنظيم وتسهيل ودقة التعاملات الخاصة للأوراق المالية ، وتعتمد على نظام المزايمة العلنية وفق الية تدوين البيانات التي تدون على لوحات مخصصة لكل شركة مساهمة وتسعى السوق في الفترة القريبة القادمة الى اعتماد النظام الالكتروني لتدوين عمليات التداول . وتعد هذه السوق سوق ناشئة تتداول فيها أسهم الشركات العراقية حصرا ومن قبل المساهمين انفسهم وتضم السوق قطاعات عديدة وهي : (المصارف ، الصناعة ، الفنادق ، الزراعة ، شركات التأمين ، شركات الاستثمار المالي) ، وقد صاحب نشوء السوق انشاء اتحاد الوسطاء الذي يضطلع بمهمة استقطاب وبلورة نشاط المستثمرين بصورة تساهم في تنمية مساهمتهم في السوق ، ولتحقيق أهداف ((سوق العراق للأوراق المالية)) والتي حددها القانون المؤقت المرقم (74) لسنة 2004 يقوم ((سوق العراق للأوراق المالية)) بالسعي لأنجاز الاهداف التالية :

1- حماية المستثمرين والحفاظ على ثقتهم بالسوق من خلال تنظيم الاعضاء والشركات المدرجة في قائمة الشوق.

2- تعزيز مصالح المستثمرين بسوق فعال ومضمون تنافسي يتسم بالشفافية والصدق.

3- تنظيم وتبسيط للتعاملات المنتظمة للأوراق المالية بضمنها عمليات التقاص والتسوية لهذه التعاملات.

4- تنظيم آلية تعاملات اعضاء السوق بكل ماله ببيع وشراء الاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الاطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة.

5- المساعدة في زيادة رؤوس أموال الشركات المدرجة أو التي تنوي الإدراج في قائمة السوق.

6- أعداد برنامج توعية المستثمرين بشأن الفرص الاستثمارية.

7- جمع وتحليل ونشر الاحصاءات والمعلومات الضرورية.

8- التواصل مع أسواق الاوراق المالية والعربية التي تساعد في تطوير السوق.

أن توسع قاعدة السوق اضافة الى الخطوات الجادة في نوعية الاداء باستخدام التقنيات العالية في عمليات التداول ، وانشاء كيانات اقتصادية للتعامل بالاوراق المالية:

1- هيئة الاوراق المالية العراقية التي تتولى الرقابة المنتظمة على عمليات تداول الاوراق المالية أو الشركات المسجلة في السوق وشركات الوساطة المجازة.

2- الرقابة على تداول سوق العراق للاوراق المالية الذي أنشئ لينظم عمليات التداول للاوراق المالية ويتولى عمل الوسيط مع الشركات المساهمة.

3- الاسعار المتداولة في السوق تتم بأسلوب بعيد عن التعقيد والذي كان معمولاً به في سوق بغداد حيث كان التداول يتم وفق نسب محددة تبلغ أداها (5%) وأقصاها (10%) لضبط عمليات التبادل مما جعلها توشح حالة سلبية من اداء السوق آنذاك.

4- عمليات التداول قائمة على أساس العرض والطلب والمعلومات عن الاسهم التي تبحث عنها السوق والشركات المساهمة ووسطاء السوق بشكل جدي ومفصل لنشرها عبر وسائل الاعلام أو من خلال (الويب سات) وبشكل حيادي من أجل تحقيق فائدة عامة.

المؤثرات التي تحد من عمليات التطوير

- تتأخر اصدار شهادات الاسهم من قبل الشركات المساهمة لفترة قد تصل شهر كامل نتيجة لظروف عديدة منها خاص بالشركة والمتمثلة بالوضع الأمني والاستقرار، وان علاج هذه الحالة من خلال انشاء مركز ايداع وحفظ مركزي وتداول الكتروني.

- عدم سلامة ودقة الشهادات المتداولة من قبل المستثمرين المتطلبة توثيق الشهادات من خلال وثائق تدقيقية جديدة ككتب التأييد لبيان صحة اصدار الشهادة وكونها مرهونة أو محجوزة .

- وجود ملابسات تخص الشركة كقدرتها الانتاجية والتنافسية في اقتصاد العراق الجديد الذي يمتاز بانفتاحه على العالم.

الآفاق المستقبلية لسوق العراق للأوراق المالية:

1- يتطلع السوق الى اختيار نظام تداول الكتروني يتناسب مع البيئة العراقية غير بعيد عن المستجدات الحديثة املا في الوصول الى سوق عالمية بعد اجراء عدد من التشريعات والتعليمات والانظمة والبرامجيات المتطورة.

2- استخدام نظام الايداع المركزي من خلال تشكيل مؤسسة مصرفية تمنح المستثمر رقم حساب بايداعاته يؤهله لدخول عمليات التداول وتمويل الاسهم بعملية سريعة ودقيقة تتطلب ايجاد شبكة من الوسطاء تمتد على مستوى أنحاء العراق وترتبط بالية ربط الكتروني بين مختلف المكاتب معالسوق لتساعد المستثمر على متابعة حركة السوق من خلال موقعه أو من خلال شبكة مصرفية تعرض آخر مسجديات تداول أسهم الشركات.

3- تحديد مشاركة الشركات العربية ولأجنبية في السوق وذلك بصورتعليمات وضوابط تتناسب مع بيئة العراق.

المبحث الرابع

كيفية معالجة أوجه النقص في أسواق الأوراق المالية الحكومية.

1- غياب الوساطة المتخصصة في الأوراق المالية الحكومية بما في ذلك قلة أو ضعف اهتمام المصارف العربية بتنشيط أسواق هذه الأوراق ويكون ذلك أما بسبب صغر هذه الأوراق أو لنقص الحوافز أو كلاهما.

2- عدم وجود إصدارات ومنحنى عائد مرجعي مستمر ويجسد ذلك من جانب حالة التشتت في أدوات الدين العام والإصدارات منها ، ومن جانب آخر قلة أو محدودية الإصدارات لفترات ذات آجال طويلة.

3- مشاركة محدودة للمستثمر المؤسسي (قطاع مؤسسات الادخار التقاعدي) في عمليات السوق الثانوية، وترتبط الأوراق المالية الحكومية بعائدات الاستثمار السائدة بالاحتفاظ بالسندات حتى الاستحقاق وبضعف حساسية إدارة أصول هذه المؤسسات تجاه التغيرات في أسعار الفائدة.

4- اقتصار التعاملات على الصفقات الفورية حيث لا يتم التعامل بالصفقات الآجلة وبقراض واقتراض الأوراق المالية الحكومية والبيع القصير وهي تعاملات ضرورية لتطوير الوساطة وصناعة السوق.

5- نقص المعلومات والإفصاح عن أسواق الأوراق المالية الحكومية بالشكل الذي يساهم في زيادة التعريف والوعي بهذه الأسواق ويلاحظ من جانب هنا انه لا يتم الإفصاح بوضوح عن برامج وخطط الإصدارات من هذه الأوراق هذا من جانب ومن جانب آخر لا تتوفر معلومات بصورة سريعة عن التعاملات بهذه الأوراق.

6- استخدام محدود لممارسات التسعير وفقا للسوق والتي تساهم في تنشيط السوق الثانوية ويعود ذلك لنقص التشريعات التي تلزم المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين والمؤسسين بتسعير محافظهم من الأوراق المالية وفقا للسوق.

7- على الرغم من التحسن النسبي في بعض جوانب البنية التحتية لاسواق الأوراق المالية الحكومية الا انه ما زال هناك الكثير من النقص في مستلزمات البنية التحتية السليمة سواء فيما يتعلق بأنظمة التداول ونشر المعلومات أو فيما يتعلق بطول فترة التسوية في بعض الحالات وعدم كفاية إجراءات إدارة المخاطر المرتبطة بها.

8- صغر حجم الأسواق وهو العامل الذي يفاقم من اوجه النقص السابقة نظرا لتأثير حجم السوق على إمكانية تحقيق الكثير من مزايا أسواق الأوراق المالية الحكومية.

ومهما تعددت الأسباب فانه من المتفق عليه ان هناك حاجة حقيقية لتفعيل وتكثيف جهود تطوير أسواق كفاءة للأوراق المالية الحكومية لذلك يتطلب على السلطات النقدية القيام بمسؤوليات وادوار عديدة في إرساء المقومات والممارسات الملائمة لتحقيق هذا الغرض.

الخاتمة:

تحظى قضية تطوير أسواق أدوات الدين باهتمام واسع في الدول العربية في هذه المرحلة في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجهها اقتصادات هذه الدول في تلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة في منطقة تجتذب قدرا ضئيلا من التدفقات والاستثمارات الاجنبية، كما ويعتبر تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في كثير من الأحوال حجر الزاوية أو العتبة الأولى في محاور إصلاح وتطوير قطاعات التمويل المحلية ويعود ذلك للوظائف المتعددة التي يمكن ان تحققها أسواق نشطة كفاءة للأوراق المالية الحكومية سواء على صعيد الاستقرار المالي أو على

صعيد تحفيز الفعاليات والأسواق المالية الحكومية العربية بالمقارنة مع مثيلاتها لا تزال في بدايتها ويتجسد ذلك بوجه خاص في ضعف عمق وسيولة الأسواق الثانوية وعدم قدرتها على لعب دور المحفز لتطوير أسواق الدين للقطاع الخاص ويعود السبب في ذلك الى افتقار هذه الأسواق لعدد من المتطلبات والمقومات اللازمة لتطورها.

الاستنتاجات والتوصيات:

الاستنتاجات:

1- أن هناك علاقة بين نشاط كل من السوقيين ((الأولية والثانوية)) ، فكلاهما تؤثر في الأخرى وتتأثر بها ، فالذي يتحقق في (السوق الثانوية) من مستويات نشاط مرتفعة تلمس أثره الايجابي في عمليات (السوق الأولية) ، (فالسوق الثانوية) ذات الكفاءة العالية والقدرة على إضفاء السيولة والضمان والربحية على الورقة المالية المتداولة في قاعتها بناء على أسس عادلة وسليمة ، تعمل على تشجيع الجمهور على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار عن طريق الاكتتاب باي إصدارات جديدة للأوراق المالية ، كما أن نجاح عمليات (السوق الأولية) في تغطية إصداراتها وزيادة حجم مشاركة الأفراد في عملياتها ينعكس ايجابيا على نشاط (السوق الثانوية) شكل زيادة في حجم التداول المتحقق فيها ، أي أن نجاح إحدى السوقيين وثيق الصلة بنجاح السوق الأخرى.

2- أن وجود سوق للأوراق المالية ليس الهدف منه زيادة حجم التداول وتحقيق مستويات نشاط قياسية في سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية) وإنما الهدف من ذلك إعطاء المستثمر صورة عن وجود سوق ثانوية تقوم بتسييل الورقة المالية وتوفير النقد لحملها ، وترسيخ القناعة لدى هذا المستثمر بان هناك إطارا تنظيميا وميكانيكية معينة تنظم هذه العملية وفق ضوابط وأسس معينة تضمن سلامتها وتحقق العدالة لإطرافها ، كما أن النجاح أو الأداء لا يقاس بكثافة وغازارة حجم التداول وإنما بحجم الأموال المستقطبة من خلال السوق الأولية ، وقدرة السوق على جذب المزيد من الأموال لتأسيس شركات جديدة تدخل لأول مرة الى سوق العمل الإنتاجي أو لتوسيع الشركات القديمة بزيادة رؤوس أموالها لتتمكن من توسيع طاقاتها الإنتاجية ، ليعمل الجميع معاً لخدمة الاقتصاد الوطني ويساهموا في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال .

التوصيات:

أن صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي يمثل عائقاً أمام الاستفادة من هذه المزايا وان علاج ذلك يعود الى عدد من الخيارات والتي أثبتتها التجارب في الدول العربية مثل السماح بدخول المؤسسات المالية المصرفية وشركات الوساطة الأجنبية سعياً لتوسيع السوق وتعزيز سيولته الا ان ذلك قد يتطلب وجود البيئة المناسبة لهذه المؤسسات والشركات ومن الخيارات الممكنة أيضاً إنشاء ما يمكن تسميته بأسواق السندات الإقليمية ويأخذ التعاون على صعيد هذه السوق الإقليمية أشكالاً عدة يمكن ان تتدرج من تشجيع المستثمرين المحليين على الاكتتاب والاستثمار بالسندات الى إنشاء مراكز إقليمية وما يتطلبه ذلك من وجود نظام إقليمي للمقاصة والتسوية والتداول والأدراج ومعاملة ضريبية متنسقة وعملة متفق عليها للإصدار ومن الخيارات أيضاً القيام ببعض الجهود المشتركة مثل إنشاء صندوق إقليمي للسندات على غرار صندوق السندات الآسيوي الذي أنشأه بنك التسويات الدولية بناء على مبادرة من المصارف المركزية الآسيوية نفسها.

المصادر:

- 1- نشأة الأسواق المالية وماهيتها - مجلة الوطن - آيار 2005 - ص 1-3 .
- 2- أسواق رأس المال ودورها في التنمية الاقتصادية - العدد السابق - ص 2 .
- 3- نجلاء ذكري - ندوة حول تطوير سوق المال - مجلة الأهرام - العدد (42579) - آذار لعام 2003 - ص 4-7 .
- 4- ندوة أقامها المعهد المصرفي حول الضوابط المناسبة لدخول البنوك في مجال التمويل - جريدة الأهرام - آذار لعام 2002 - ص 1 .
- 5- سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية) - منتدى الإمارات للأوراق المالية - تموز لعام 2004 - ص 1 .
- 6- سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية) - المصدر السابق .

7- محمد يسر برينه - دراسة حول أسواق الأوراق المالية الحكومية في
الدول العربية ودور السلطات النقدية - صندوق النقد العربي - أبو ظبي لعام
2004 .

8 - قضايا السوق الثانوية للأوراق المالية الحكومية وكيفية تطويرها - المصدر
السابق - ص 83 .

9- كيفية معالجة اوجه النقص في أسواق الأوراق المالية الحكومية - المصدر
السابق - ص 102 .

10- العمليات النقدية- الباب السادس - المادة (28،29،30) من قانون البنك
المركزي العراقي (المعدل) الصادر عن سلطة الائتلاف المؤقتة لعام 2004-
ص 25.