

الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك

كلية الإدارة والاقتصاد

قسم الاقتصاد

دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي

اعداد

اياد فلاح حسن الزبيدي

المشرف

الاستاذ الدكتور وليد الحياي

المشرف المشارك

الدكتورة اعتصام الشكرجي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم

الاقتصادية

اذار، 2009

المحتويات

<u>الصفحة</u>	<u>المحتويات</u>
ا	قرار لجنة المناقشة
ب	شكر وتقدير
ج	الاهداء
د	الملخص
2	المقدمة
2	مشكلة البحث
3	فرضيات البحث
3	اهمية البحث
3	منهجية البحث
4	هدف البحث
4	مصادر البحث
4	مشكلات الباحث
4	هيكلية البحث
8	الفصل الاول: الاسواق المالية .. ماهيتها والية عملها
10	المبحث الاول: دور الاسواق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي
10	اولا: اهمية اسواق المال في تنشيط القطاعات الاقتصادية
12	ثانيا: دور اسواق المال في توفير السيولة
15	المبحث الثاني: ماهي اسواق المال
15	اولا: التعريف باسواق المال
16	ثانيا: علاقة الادخار والاستثمار باسواق المال
17	ثالثا:المشاركون في اسواق المال
18	رابعا: انواع اسواق المال

20	المبحث الثالث: ادوات اسواق المال
20	اولا: الاسهم
21	ثانيا: السندات
23	ثالثا: المشتقات
25	المبحث الرابع: تحليل الاسواق المالية
25	اولا: التحليل المالي
26	ثانيا: التحليل الاساسي
27	ثالثا: التحليل الفني
29	المبحث الخامس: الاستثمار في اسواق المال
29	اولا: ما هو الاستثمار
30	ثانيا: مخاطر الاستثمار في اسواق المال
32	ثالثا: نظرية محفظة الاوراق المالية
34	رابعا: مؤشرات جودت الاسهم في السوق المالي
37	المبحث السادس: صناديق الاستثمار المشتركة
37	اولا: تعريف صناديق الاستثمار
38	ثانيا: انواع صناديق الاستثمار
41	ثالثا: مزايا صناديق الاستثمار
43	الفصل الثاني: سوق المال المصري
45	المبحث الاول: نظرة عامة حول الاقتصاد المصري
46	اولا: طبيعة الاقتصاد المصري
47	ثانيا: تطور سوق المال المصري
48	ثالثا: صعوبات ومشاكل الاقتصاد المصري
51	المبحث الثاني: الاصلاح المالي في الاقتصاد المصري
51	اولا: اصلاح هيكل النفقات العامة
52	ثانيا: اصلاح هيكل الايرادات العامة

52	ثالثا: اصلاح هيكل تمويل الموازنة العامة
53	رابعا: اصلاح السياسة السعرية
54	خامسا: اصلاح السياسة التجارية
55	سادسا: اصلاح سياسة الاستثمار
55	سابعا: اصلاح سياسة سعر الصرف
57	المبحث الثالث: تأثير الاصلاحات المالية في سوق المال المصري
57	اولا: الخصخصة ودورها في تنمية السوق المالي
58	ثانيا: دور الاصلاحات في تنشيط السوق المالي
60	ثالثا: مؤشرات نتائج الاصلاح في السوق المالي
62	المبحث الرابع: تحليل سوق المال المصري
62	اولا: نمو سوق المال المصري
63	ثانيا: الادوات المالية المتداولة في السوق المالي
68	المبحث الخامس: الهيكل الاداري والتنظيمي
68	اولا: ادارة الافصاح
69	ثانيا: ادارة البحوث وتنمية الاسواق
69	ثالثا: ادارة التسويق والاعلان
69	رابعا: ادارة الرقابة على الاعضاء
71	الفصل الثالث: سوق المال العراقي
73	المبحث الاول: نظرة عامة حول الاقتصاد العراقي
73	اولا: نبذة تاريخية حول الاقتصاد العراقي
75	ثانيا: الاقتصاد العراقي بعد عام 2003
76	ثالثا: مؤشرات الوضع الاقتصادي في العراق
80	رابعا: تشجيع الاستثمار في العراق
82	المبحث الثاني: سوق بغداد للاوراق المالية
82	اولا: البدايات والتاسيس

82	ثانيا: انواع السوق المالي العراقي
83	ثالثا: اهم المعلومات والمؤشرات لسوق بغداد للاوراق المالية
84	رابعا: شركات الاستثمار المالي
86	المبحث الثالث: سوق العراق للاوراق المالية
86	اولا: تنظيم السوق
87	ثانيا: اهداف السوق
87	ثالثا: مجلس محافظي السوق
88	رابعا: مؤشرات التداول المتحققة في عام 2006
89	خامسا: انجازات سوق العراق للاوراق المالية
90	سادسا: خطط وبرامج السوق المتوقعة
91	سابعا: مميزات سوق العراق عن سوق بغداد للاوراق المالية
93	المبحث الرابع: مؤشرات سوق المال العراقي
93	اولا: المؤشرات والنسب المالية
97	ثانيا: المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية
100	الفصل الرابع: تقييم سوق المال العراقي
102	المبحث الاول: تحليل سوق المال العراقي
102	اولا: مقارنة مؤشرات سوق المال المصري مع مؤشرات سوق المال العراقي
103	ثانيا: مشكلات سوق المال العراقي
112	المبحث الثاني: البيئة الاقتصادية لسوق المال العراقي
112	اولا: السياسة الاقتصادية
114	ثانيا: السياسة المالية
115	ثالثا: القطاع المصرفي
117	رابعا: الموازنة العامة
119	خامسا: الهيكل التشريعي والقانوني
121	سادسا: المشكلات والمعوقات الاخرى

123	المبحث الثالث: عوامل تنشيط سوق المال العراقي
123	اولا: الشركات المساهمة
124	ثانيا: المستثمرون في السوق المالي
126	ثالثا: وسطاء السوق
127	رابعا: ادارة السوق
129	المبحث الرابع: اصلاح البيئة الاقتصادية لسوق المال العراقي
129	اولا: اصلاح السياسة الاقتصادية
130	ثانيا: اصلاح السياسة المالية
131	ثالثا: اصلاح القطاع المصرفي
133	رابعا: اصلاح الموازنة العامة
134	خامسا: اصلاح الهيكل القانوني والتشريعي
136	سادسا: اصلاح التضخم
138	سابعا: اصلاح الناتج المحلي الاجمالي
140	الاستنتاجات
143	التوصيات
146	المصادر

نوقشت هذه الرسالة (دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي
للسوق المالي العراقي) واجيزت بتاريخ

التوقيع

اعضاء لجنة المناقشة

الاهداء

الى شعبي الجريح.....والى امي الغالية

شكر وتقدير الى.....

كل السيدات والسادة الكرام الذين ساعدوني في انجاز هذا الجهد المتواضع
واخص بالشكر الجزيل المشرف على هذا البحث الاستاذ الدكتور وليد
الحيالي المحترم والمشرفة المشاركة الدكتورة الفاضلة اعتصام الشكرجي
لما بذلاه من جهد في توجيهنا وارشادنا وتصويب بعض اراءنا، وكذلك
الشكر الجزيل الى الدكتور رشيد الجزراوي لما اسداه لنا من اراء توجيهية
قيمة بخصوص بحثنا.

المخلص

الفصل الاول

اسواق المال ما هيتهها . . وآلية عملها

يتناول هذا الفصل نظرة عامة حول اسواق المال من حيث مكوناتها وادواتها وآلية عملها وطريقة الاستثمار فيها وتقييم وتحليل الاسواق المالية ويسبق ذلك توضيح لاهمية اسواق المال في النمو الاقتصادي، اذ يتم تناول هذه الموضوعات في سنة مباحث وهي

المبحث الاول

دور الاسواق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي

تمارس الاسواق المالية دورا مهما في زيادة معدلات النمو الاقتصادي بسبب ما توفره من رؤوس اموال لقطاعات واسعة من الاعمال من جهة، وما تضيفه من ارباح وفوائد لمقدمي تلك الاموال من جهة اخرى . فقد اصبحت اسواق المال من المواضيع المهمة التي تبحث في علم الاقتصاد بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة ، وما تلعبه من تاثير على مستوى الاقتصاد العالمي ، بحيث اصبحت هذه الاسواق مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة او تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من البلدان ، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي بين كل من قطاعي الاعمال والمالية، فقطاع الاعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الانتاج، فكلما زاد الانتاج زادت معه الايرادات ومن ثم زيادة عوائد اسواق المال والتي تنعكس بشكل زيادة في الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي حدوث النمو في الاقتصاد القومي.

المبحث الثاني

ما هي اسواق المال

ان اسواق المال هي احد الاسواق الثلاثة التي يتكون منها الاقتصاد الحديث وهما سوق السلع والخدمات وسوق الموارد ، ويرتبط سوق المال بهذين السوقين عن طريق ما يوفره من رؤوس اموال لغرض انتاج السلع والخدمات اللازمة للاقتصاد ، (فاسواق المال عبارة عن مؤسسات مالية يتم من خلالها تقديم المدخرون لاموالهم للمقترضين)¹ ، فالطرف الاول وهم المقترضون والذين يمثلون قطاع الانتاج والخدمات والطرف الثاني وهم المقرضون والذين يمثلون قطاع الادخار ، فالمقترضون وهم المنتجون للسلع والخدمات يقومون باصدار الاوراق المالية وبيعها في السوق المالي لغرض الحصول على رؤوس الاموال اللازمة لعملياتهم الانتاجية ، ومن ثم قيام المقرضون وهم المدخرون بشراء تلك الاوراق المالية ، فالمنتجون يحصلون على ارباحهم من خلال القيمة المضافة المتحققة نتيجة لمبيعاتهم ، واما المدخرون فيحصلون على ارباحهم عن طريق العوائد التي يجنونها نتيجة لامتلاكهم تلك الاوراق المالية.

المبحث الثالث

ادوات اسواق المال

ان اسواق المال تمارس عملها من خلال الادوات التقليدية المتمثلة في الاوراق المالية مثل الاسهم والسندات وكذلك المشتقات وسوف نببحث في كل منها على حدة.

اولا: الاسهم (Equities)

ان اكثر ادوات الاستثمار في الاسواق المالية شيوعا بين المستثمرين هو الاستثمار

¹ Mankiw, Gregory, principles Of Economics, Harcourt College Publishers, Second Edition, USA, 2001, p555.

في الاسهم، حيث تقوم الشركات بتصديرها من اجل تمويل احتياجاتها طويلة الاجل، وهي تمثل شهادات ملكية ذات ارباح سنوية اضافة الى الارباح الراسمالية التي تحققها من خلال التغيرات الحاصلة في اسعارها السوقية.

ثانيا : السندات (Bonds)

تمثل السندات شهادات اقراض ذات فائدة ثابتة تاخذ صيغة سعر فائدة سنوي او فصلي اضافة الى الارباح الراسمالية الناجمة عن التغيرات في اسعارها السوقية وتسترد قيمتها عند حلول اجل استحقاقها وكذلك يمكن بيعها قبل نضوج ذلك الاجل في السوق الراسمالية، تعتبر السندات من مصادر التمويل المهمة للشركات وخصوصا الكبيرة منها ، وتعتبر كذلك من الادوات المهمة للتحكم في عرض النقد خصوصا في البلدان المتقدمة اقتصاديا وذلك عن طريق عمليات السوق المفتوحة (open market operations) حيث تعتبر وسيلة مهمة في التأثير على حجم الائتمان لدى المصارف.²

ثالثا: المشتقات (Derivatives)

ينظر الى المشتقات على انها عقود مالية تعطي لمالكها الحق في شراء او بيع موجود حقيقي او مالي او نقدي معين بسعر محدد وبكميات محددة خلال فترة زمنية معينة وتدعى بالمشتقة لان قيمتها مشتقة من قيمة موجود معين ، ولها اسواق خاصة بها ، وهي لاتعتبر مصدر للتمويل وانما وسيلة لتغطية المخاطر.

المبحث الرابع

تحليل الاسواق المالية

ان التعامل مع الاسواق المالية والنفوذ اليها مرتبط اساسا بتحليل تلك الاسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها ومدى علاقة الاسواق مع بعضها البعض لغرض الوصول الى النتائج التي من خلالها تمكن المستثمر من اتخاذ

² Kidwell , David and others , financial institutions ,markets and money ,8th edition ,USA ,2003 ,p62

القرار السليم ، وعليه فان تحليل الاسواق المالية مرتبط تماما بالتعامل بتلك الاسواق بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة لتبني الاداة الاستثمارية المناسبة في الوقت المناسب وفي المكان المناسب ، فبدون التحليل العلمي المستند على معلومات وبيانات شفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية سوف يكون الاستثمار معرض الى مخاطر كبيرة وقد يكون ضياع لمبدأ الاستثمار نفسه ، ولذا فان من ابرز وسائل تحليل اسواق المال هو التحليل المالي والتحليل الاساسي والتحليل الفني.

المبحث الخامس

الاستثمار في اسواق المال

سوف نتناول هذا المبحث عبر الفقرات التالية وهي ما هية الاستثمار والمخاطر المتوقعة من الاستثمار واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى واخيرا مؤشرات جودة الاسهم في الاسواق المالية.

ما هو الاستثمار:

الاستثمار هو تكوين راس المال العيني الجديد الذي يتمثل في زيادة الطاقة الانتاجية وهو لذلك يعتبر زيادة صافية في راس المال الحقيقي للمجتمع وتتكون عناصره من الموجودات مثل الارض، المباني، الآلات، المكائن، التجهيزات، ووسائل النقل . . الخ³.

مخاطر الاستثمار في اسواق المال:

هناك مخاطر عديدة يواجهها المستثمرون في اسواق المال الدولية والمحلية على السواء، وان كانت تختلف نسبتها من دولة الى اخرى بحسب الحالة الاقتصادية للبلد المعني،ومن هذه المخاطر هي خطر الركود الاقتصادي وخطر التضخم وخطر سعر الفائدة ومخاطر عدم التسديد والخطر السياسي.

³سالم، عماد عبد الطيف، دراسات في الاقتصاد العراقي،بيت الحكمة، بغداد، 2001، ص246.

نظرية محفظة الاوراق المالية:

لكي يتم الاستثمار في اسواق المال بصورة ناجحة وسليمة لابد حينها من اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى التي تعتمد على الاسس العلمية الصحيحة لاختيار الاصول الاستثمارية المناسبة وذلك عن طريق المزج او التوفيق بين الاوراق المالية لغرض التنويع بالاستثمار في اكثر من اصل واحد ذي مخاطرة والتي تستند على عناصر اساسية.

مؤشرات جودة الاسهم في السوق المالي:

هناك مؤشرات كثيرة لقياس جودة الاسهم في الاسواق المالية من اجل اختيار الاسهم ذات العوائد الجيدة والتي تتمتع شركاتها بمركز مالي جيد وسوف نقتصر على اهمها وكالاتي: نصيب السهم من الربح الموزع، معدل العائد على السهم، ربحية السهم الواحد، مضاعف او مكرر الارباح للاسهم واخيرا القيمة الدفترية للسهم.

المبحث السادس

صناديق الاستثمار المشتركة

ان الاستثمار في اسواق المال قد يأخذ الشكل المؤسسي والذي يشكل نسبته في الدول المتقدمة 90% او الشكل الفردي والذي يشكل نسبته في المنطقة العربية 90% ، اي ان النسبة معكوسة تماما ، وهناك فرقا شاسعا بين الشكلين بحيث ان الاستثمار المؤسسي في الغالب يمتاز بالخبرة والتجربة وامكانية الحصول على المعلومات الضرورية وتوافر عدد كبير من المحللين بحيث يتفوق في عملياته الاستثمارية على الاستثمار الفردي، ومن اشهر اشكال الاستثمار المؤسسي هو صناديق الاستثمار المشتركة (mutual funds) ،حيث انتشرت هذه الصناديق خلال العقود الثلاثة الماضية وخاصة في التسعينات حيث استقطبت جزء اكبر من اموال المستثمرين في انحاء العالم وخاصة في الولايات المتحدة الامريكية واوروبا وشرق اسيا، وبعد انهيار حائط

برلين والاتحاد السوفيتي انتشرت سياسة السوق الحر في روسيا الاتحادية ودول اوروبا الشرقية وامريكا اللاتينية ودول شرق اسيا وغالبية دول الشرق الاوسط ، حيث قامت غالبية هذه البلدان بتخصيص شركات القطاع العام وبانشاء بورصات لتداول اسهم الشركات فامتصت رؤوس اموال الكثير من المستثمرين الذين وظفوا جزءا لا باس به من اموالهم في صناديق استثمار مشتركة ، ففي المملكة العربية السعودية مثلا قامت البنوك بتاسيس عدد كبير من صناديق الاستثمار المشتركة للتعامل بالاسهم المحلية والاجنبية والعملات وغيرها.

الفصل الثاني

السوق المالي المصري

يعتبر السوق المالي المصري من اكثر الاسواق تطورا في المنطقة العربية، وهو يعتبر من الاسواق الناشئة على مستوى العالم، وذلك لان هذا السوق قد مر بمراحل وادوار من التطور الاقتصادي قد افرزت خبرة تراكمية جديرة للاستفادة منها ومقارنتها بموضوع بحثنا حول السوق المالي العراقي، بسبب تشابه الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي مر بها البلدين، بحيث يجعلهما جديرين بالمقارنة ومن ثم الخروج بالنتائج التي يمكن من خلالها معرفة الادوات والوسائل الناجعة التي ادت الى تطوير السوق المالي المصري والتي يمكن من خلالها العمل على تطوير السوق المالي العراقي .

المبحث الاول

نظرة عامة حول الاقتصاد المصري

قبل التحدث عن اسواق المال نود التعرف على طبيعة الاقتصاد المصري من حيث طبيعة توجه هذا الاقتصاد والملامح الرئيسية التي تميزه والمراحل التي

قطعها خلال تاريخه المعاصر واخيرا ابرز سلبياته التي دعت الى اجراء عمليات الاصلاح المالي والتي ساعدت في تطوير السوق المالي في مصر.

طبيعة الاقتصاد المصري:

تنتمي مصر من حيث درجة تطورها الاقتصادي الى منظومة الدول النامية (developing countries) والتي تمتاز بالتطور النسبي في المنطقة العربية والتي مرت عبر تاريخها المعاصر بمراحل من التغير والتطور الاقتصادي من حيث مستوى التنظيم والاداء ومن حيث طبيعة التوجه .

تطور السوق المالي المصري:

ان السوق المالي المصري يعتبر من الاسواق العريقة في العالم العربي ، حيث يرتبط تاريخ تاسيسه بتاريخ تاسيس قناة السويس فقد تاسس هذا السوق في عام 1864⁴ وكان يحمل اسم سوق القاهرة للاوراق المالية (the cairo stock exchange) وكانت في طليعة الشركات المدرجة والمتداولة اسهمها في هذا السوق هي المصارف التجارية وشركات الاستثمار وشركات النقل ، وكانت غالبية ملكية هذه الشركات عائدة لراس المال الاجنبي بسبب ضعف التمويل المحلي وبسبب توافر الخبرة والامكانيات لدى المستثمر الاجنبي ، وتعد بورصتا القاهرة والاسكندرية هو الاسم الرسمي لنظام سوق الاوراق المالية في مصر.

المبحث الثاني

الاصلاح المالي في مصر

بسبب ما ذكرنا من عوامل سلبية للاقتصاد المصري وما افرزته من نتائج سلبية على المستويين الاقتصادي والاجتماعي فان دواعي الاصلاح المالي كانت ضرورية في سبيل النهوض بالاقتصاد المصري نحو التنمية الاقتصادية الشاملة عن طريق وضع الخطط والبرامج الاصلاحية وبالتعاون مع صندوق النقد

⁴ Wilson , p96

الدولي وكان من اهم ما اشتمل عليه البرنامج الاصلاحى والذي ابتدا تنفيذه فى عام 1991 هو معالجة الاختلالات والسلبيات فى القطاع المالى .

المبحث الثالث

تأثير الاصلاحات المالية على السوق المالى المصرى

لقد لعبت الاصلاحات المالية دورا كبيرا فى تنشيط السوق المالى المصرى عبر السياسات المالية والاقتصادية الواقعية التى تبنتها مصر بما يتماشى مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية والتى افرزت تغييرا ملحوظا على صعيد القطاع المالى عموما والسوق المالى خصوصا، بحيث جعلت من السوق المالى المصرى من اكبر الاسواق المالية الرائدة فى المنطقة العربية ومن اكبر الاسواق الصاعدة فى العالم.⁵ اذ ادت الاصلاحات الى خلق المناخ الاستثمارى التى وفرتها العوامل الاصلاحية المذكورة انفا من تحرير اسعار الصرف ورفع القيود عن اسعار السلع والخدمات المنتجة وخضوعها الى تفاعلات قوى العرض والطلب فى السوق ورفع سيطرة الدولة على الاقتصاد ووجود جهاز رقابى واشرافى اكثر فاعلية على الجهاز المصرفى المصرى بالشكل الذى يدعم ويقوى الاصلاحات المالية.

المبحث الرابع

تحليل السوق المالى المصرى

نمو السوق المالى المصرى:

برز استخدام ادوات الملكية الممثلة فى الاسهم خلال السنوات العشر الماضية كاتجاه متزايد فى سوق راس المال المصرية وتظهر الاحصائيات ان عدد الشركات التى قيدت اسهمها فى بورصة القاهرة والاسكندرية قد بلغ 656

⁵ سوق الاوراق المالية المصرى.

شركة في عام 1993 ارتفع الى 746 شركة بنهاية 1995 والى 1070 شركة في نهاية عام 2001 وارتفع عدد الاسهم المقيدة من 424 مليوناً الى 116،7 مليوناً ثم الى 5135،7 مليوناً خلال نفس الفترات على التوالي وقد اجتذبت هذه الاسهم مستثمرين من الافراد والمؤسسات ، وفي عام 1993 بلغ عدد المستثمرين الافراد في البورصة 90000 شخص وتشير التقديرات الحالية الى ان هذا العدد قد اصبح 500-600 الف شخص وهذه قفزة كبيرة، كما تشير البيانات ايضا الى نمو المدخرات والاستثمارات التي تمت تعبئتها لتمويل شركات عن طريق الاسهم ، حيث ارتفع اجمالي القيمة السوقية للاوراق المالية المقيدة (المسجلة) في البورصة من 8،8 مليار جنيه عام 1991 الى 27،4 مليار عام 1995 ثم الى 120،9 مليار عام 2000 قبل ان تهبط الى 112،3 مليار عام 2001 وبلغت نسبة اجمالي القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي 8% في عام 1991 و 13،4% في عام 1995 و 35،33% في عام 2000 وتشكل الاسهم العادية نحو 80% من اجمالي القيمة السوقية .

المبحث الخامس

الهيكل الاداري والتنظيمي

تقسم البورصة المصرية من الناحية التنظيمية الى سوقين رئيسيين الاولى وتسمى بالسوق داخل المقصورة اي السوق المنظمة (organized market) والثانية هي السوق خارج المقصورة اي الموازية (over the counter) فالاسواق المنظمة هي تلك الاسواق التي تحتوي على الشركات المقيدة (المسجلة) في البورصة والتي تخضع لشروط التسجيل والافصاح (proforma) في حين ان السوق الموازية هي تلك السوق التي تتداول اسهمها خارج السوق المنظمة ولا تخضع لشروط التسجيل او الافصاح⁶. وهناك بعض الشركات من كانت

⁶البورصة المصرية ، تداول الاوراق المالية.

في السوق المنظمة وقد تم شطبها وتحويلها الى السوق الغير المنظمة(الموازية) بسبب عدم تطبيقها لشروط التسجيل او عدم تطبيقها لشروط الافصاح.

الفصل الثالث

سوق المال العراقي

بعد ان تناولنا دراسة اسواق المال بشكلها العام في الفصل الاول ودراسة سوق المال المصري في الفصل الثاني سوف نقوم في هذا الفصل بدراسة سوق المال العراقي مبتدئين بالقاء الضوء على اقتصاده بشكل عام باعتبار ان الطبيعة الاقتصادية لاي بلد سوف تؤثر على الاسواق المالية فيه بسبب عوامل الترابط القوية بين العوامل الاساسية للاقتصاد وبين القطاع المالي بشكل عام واسواق المال بشكل خاص موضحين بذلك التغيرات التي طرات على الاقتصاد العراقي وكيف القت بظلالها على السوق المالي في العراق.

المبحث الاول

نظرة عامة حول الاقتصاد العراقي

بعد سقوط النظام السياسي في العراق عام 2003 سقطت معه طريقة ادارة الاقتصاد (فضلا عن طريقة ادارة الدولة) ، فالسمة الاساسية للاقتصاد العراقي تنحو الان نحو الاقتصاد الحر ، وما طبيعة قانون الاستثمار العراقي والطرح الدوري للمؤشرات الاقتصادية العراقية الا تعبيراً واضحاً حول توجه هذا الاقتصاد ، اصف الى ذلك طبيعة الهيكل التنظيمي والاداري للمؤسسات الاقتصادية الحالية والتي تتمتع بالاستقلالية الادارية وعدم تبعيتها الى الحكومة العراقية، لغرض ضمان استقلالية سياساتها وقراراتها ، فالبنك المركزي لم يعد تابعا للحكومة ولا سوق المال العراقي وبالتالي لم يعد تابعا لوزارة المالية ،

والمؤشرات الاقتصادية والمالية التي توضح حالة الاقتصاد العراقي يجب ان تنشر وتبين الى العلن.

المبحث الثاني

سوق بغداد للاوراق المالية

تاسس سوق بغداد للاوراق المالية بموجب القانون المرقم 24 لسنة 1991⁷ ويتمتع السوق بالشخصية المعنوية وبالاستقلال المالي والاداري وهو مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح وانما يهدف الى تنظيم ومراقبة تداول الاوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وصحته وسهولته وسرعته ودقته لحماية الاقتصاد الوطني ومصالحه المتعاملين وتنظيم مهنة الوساطة في التعامل بالاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الاطراف المعنية والسبل الكفيلة لحماية مصالحها المشروعة وتنمية الادخار وتطوير الوعي الاستثماري عن طريق تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني ، وقد اصدرت وزارة المالية في 1996/12/22 النظام الداخلي لسوق بغداد للاوراق المالية استنادا للفقرة ج من البند اول من المادة 26 من قانون سوق بغداد ويقتصر التداول في السوق على حوالات الخزينة وجميع السندات الصادرة من حكومة العراق والاسهم وسندات الشركات المساهمة العراقية التي يقرر مجلس السوق قبول تداولها في السوق وكذلك تم اصدار التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية استنادا للبند (اولا- د) من المادة 26 من قانون السوق ، وقد افتتح السوق رسميا في 1992/3/23.

المبحث الثالث

سوق العراق للاوراق المالية

⁷ النجفي، حسن، سوق بغداد للاوراق المالية، مطبعة النجفي، بغداد، 1992، ص80.

تأسس سوق العراق للاوراق المالية بموجب القانون المؤقت المرقم 74 في 18 نيسان 2004 وبأشر نشاطه في اول جلسة تداول له في 24 حزيران 2004. شكل مجلس المحافظين عام 2004 بموجب قانون الاوراق المالية المؤقت وتم تسمية اعضائه من قبل مجلس الحكم العراقي ونشرت في الوقائع العراقية بالعدد المرقم 3983 الصادر في نيسان 2004 وكان لهم الدور الاساسي في تاسيس وافتتاح السوق واستمراره باداء اعماله بعد استحصال موافقة هيئة الاوراق المالية على اجازة مزاولة النشاط ، ويتم تعيين اعضاء المجلس عن طريق الاقتراع السري كل سنة ويتكون من تسعة اعضاء ومهمتهم الرئيسية هي تنظيم السوق ورسم السياسة العامة له والاشراف على نشاطاته.

المبحث الرابع

مؤشرات سوق المال العراقي

توجد هناك نوعين من المؤشرات التي تقيس مستوى نشاط الشركات في اسواق المال ، فبالنسبة للاول هي تلك المؤشرات والنسب المالية التي تقيس كل شركة على حدة ، وبالنسبة للثانية هي تلك المؤشرات التي تقيس مجموعة من الشركات ، فبالنسبة للنوع الاول يوجد هناك 40 مؤشرا يقيس المستوى المالي للشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية وبالنسبة للنوع الثاني فمؤشر (isx price index) الذي يقيس عموم الشركات العراقية المسجلة في السوق.

الفصل الرابع

تقييم سوق المال العراقي

من اجل تقييم سوق المال العراقي فسوف نتبع في ذلك منهجين ، منهج تحليلي

قائم على اساس المعطيات الواردة في الفصل الاول ، ومنهج مقارن قائم على اساس معطيات الفصل الثاني، وسوف نتناول اربعة مباحث في هذا الفصل، الاول يتناول تحليل سوق المال العراقي، والثاني يتناول تحليل البيئة الاقتصادية العراقية، والثالث يتناول عوامل تنشيط سوق المال العراقي، والرابع يتناول عوامل اصلاح البيئة الاقتصادية العراقية.

المبحث الاول

تحليل سوق المال العراقي

من خلال عرض المؤشرات المصرية مع مثيلاتها العراقية سوف نجد ان مستوى ارتفاع المؤشرات المصرية تتفوق كثيرا على مثيلاتها العراقية ، اذ بلغ عدد الشركات المصرية المسجلة في البورصة المصرية 1070 شركة بينما بلغ هذا العدد في العراق 93 شركة فقط ، والقيمة السوقية للاوراق المالية المقيدة في البورصة المصرية بلغت 120 مليار جنيه مصري اي ما يقارب 22 مليار دولار ، بينما القيمة السوقية للاوراق المالية المسجلة في سوق العراق بلغت 3160 مليار دينار عراقي اي ما يعادل 3 مليارات دولار، وهناك انواع عديدة من الادوات المالية المستخدمة في السوق المصري فهناك الاسهم بكتلتها نوعيها العادية والممتازة وهناك سندات طويلة ومتوسطة وقصيرة الاجل وكذلك شهادات الايداع الدولية بينما في سوق العراق لا يتداول فيها سوى الاسهم العادية ، وفي السوق المصري يوجد 57 صندوق استثماري بينما في السوق العراقي لا يوجد صندوق استثماري واحد ، وبلغ حجم الاستثمار الاجنبي في السوق المصري مليار دولار تقريبا بينما في السوق العراقي بلغ 6 مليون دولار.

المبحث الثالث

عوامل تنشيط سوق المال العراقي

بعد ان قمنا بتحليل سوق المال العراقي عبر تناول فئاته المكونة للسوق بالعرض والتحليل، فسوف نتناول هنا العوامل المقترحة لتنشيط السوق باتجاه خدمة وتنمية الاقتصاد العراقي. حيث يتم طرح العوامل المقترحة لتنشيط وتطوير الاوضاع الخاصة بالشركات المساهمة في السوق، ومعالجة السلبيات المتعلقة بالمستثمرين، ووضع الاسس الصحيحة لتطوير وضع الوسطاء، وتطوير الطاقم الوظيفي لادارة السوق من اجل تقديم اداء افضل للسوق المالي العراقي.

المبحث الرابع

اصلاح البيئة الاقتصادية لسوق المال العراقي

بعد ان استعرضنا اوضاع البيئة الاقتصادية العراقية في مبحث سابق فسوف نقوم هنا بعرض الحلول المقترحة لاصلاح تلك البيئة لانها تؤثر كثيرا على اتجاه تنشيط السوق المالي. حيث يتم تناول الحلول المقترحة لاصلاح السياسة الاقتصادية والسياسة المالية والقطاع المصرفي والموازنة العامة والنتائج المحلي الاجمالي والتضخم والتشريعات والقوانين الخاصة بالشؤون الاقتصادية.

المقدمة

تحتل اسواق المال في الاقتصاديات الحديثة اهمية متنامية لما لها من دور فعال واساسي في نمو تلك الاقتصاديات بسبب ما تحتويه من ادوات مالية تعمل على تمويل قطاعات واسعة من الاعمال ، وبسبب دورها في امتصاص وتنظيم المدخرات المحلية والاجنبية وتوظيفها باتجاه خدمة الاستثمارات المحلية والدولية ، الامر الذي ادى الى بروز دور واضح في تأثير اسواق المال في تنشيط حركة الانتاج في القطاع السلعي والخدمي وفي تنمية الاقتصاديات الحديثة ومن ثم في دفع عجلة النمو الاقتصادي نحو الازدهار والتطور.

من هذا المنطلق دفعنا الاهتمام الى البحث والدراسة حول دور سوق المال في الاقتصاد العراقي الحديث ، ودرجة تأثير البيئة الاقتصادية العراقية في نشاط السوق المالي ، اي من خلال معرفة التأثيرات المتبادلة لكل من السوق والاقتصاد العراقيين ، الامر الذي سوف يعيننا لمعرفة نقاط الضعف والقوة في كل من السوق والاقتصاد العراقيين ، لمعالجة نقاط الضعف ولدعم نقاط القوة في الاقتصاد العراقي ، الامر الذي سوف يعمل على محاولة تحسين اداء سوق المال العراقي ومن ثم ايجاد وسائل تمويل لقطاع الاعمال العراقي من خلال تنشيط السوق عبر اصوله المالية المتداولة المتمثلة بالاسهم والسندات ، في سبيل تحقيق عمليات التنمية والاصلاح الشامل في الاقتصاد العراقي بعد ما عاناه من خراب ودمار في بناء التحتية الاساسية والخدمية ومن تدهور خطير في انخفاض معدلاته الانتاجية . ولذا سوف تكون دراسة متواضعة لدفع عجلة الاقتصاد العراقي الى امام من خلال تنشيط وتطوير سوق المال العراقي وذلك على اساس الاعتماد على الاسس المنهجية الاتية:

مشكلة البحث:

ان لاسواق المال اهمية في تحريك النشاط الاقتصادي وتحفيزه عبر تدوير رؤوس الاموال وتنشيط الاعمال ، ولذا تنطلق مشكلة البحث من وجود سوق

مالي عراقي غير نشيط وغير متطور وغير مواكب للتطورات الحديثة في اسواق المال العالمية وحتى المحلية والعربية وبالتالي سينعكس الامر سلبا على قطاع الاعمال وتمويلها وحركة رؤوس الاموال وتدفقاتها.

فرضيات البحث:

هناك ثلاث فرضيات ينطلق منها البحث وهي اولا وجود علاقة قوية بين اسواق المال والنمو الاقتصادي، والثانية هو اعتبار اسواق المال مركز رئيسي لتجميع مدخرات الافراد والمؤسسات المحلية والاجنبية والتي تشكل الشريان الاساسي لتدفق رؤوس الاموال للقطاعات الاستثمارية، والثالثة هي ان اسواق المال تتعامل مع الشركات المساهمة والتي تمتاز بكبر حجمها وتنظيمها وقدرة بعضها على انجاز المشاريع الكبيرة، والعراق هو احوج ما يكون الى وجود مثل تلك الشركات.

اهمية البحث:

تندرج اهمية البحث من كون عدم وجود دراسات كثيرة تربط فيما بين درجة تطور اسواق المال ومستوى نشاطها من جهة وبين تأثيرها في رفع مستوى النمو الاقتصادي في العراق من جهة اخرى، فهذا البحث هو محاولة للفت الاذهان الى اهمية تلك العلاقة الترابطية للاهتمام بها ومحاولة اصلاح ثغراتها .

منهجية البحث:

تم الاعتماد في هذا البحث على المنهج المقارن والمنهج التحليلي النظري، حيث في المنهج المقارن تم مقارنة سوق المال العراقي بسوق المال المصري من حيث مستوى ادائه ودرجة تأثيره في الاقتصاد المصري ومن خلال التعرف على الاصلاحات المالية التي قامت بها مصر في سبيل تطوير وتنشيط سوقها المالي، وفي المنهج التحليلي النظري قد تم فيه عرض لماهية اسواق المال وما هو عليه واقع سوق المال العراقي، مع استخدام اساليب المقارنة لبعض الاحصائيات والارقام للخروج بنتائج معينة او من خلال ذكر بعض المؤشرات

الرقمية ذات الدلالات المالية او الاقتصادية.

هدف البحث:

ان الهدف الرئيسي من البحث هو اصلاح وتطوير سوق المال العراقي بالشكل الذي يعمل على تنشيط حركة السوق بحيث يكون فاعلا ومؤثرا في الاقتصاد العراقي مثل ما يحدث لكثير من البلدان المتقدمة والنامية، بحيث يساهم وبشكل كبير في رفع مستوى الناتج المحلي الاجمالي.

مصادر البحث:

ان مصادر البحث كانت معتمدة على بعض الكتب العربية والكتب الاجنبية والدوريات والنشرات الاخرى وعلى بعض مواقع الانترنت لمؤسسات وهيئات ووزارات حكومية ولشركات ومؤسسات بحثية، وكذلك على بعض المعلومات الميدانية التي حصلنا عليها من قسم العلاقات العامة في سوق العراق للاوراق المالية.

مشكلات الباحث:

ان من المشاكل التي واجهت الباحث هي قلة المصادر التي تبحث في اسواق المال في اللغة العربية وخصوصا فيما يرتبط بعلاقة اسواق المال بالدول النامية فان اغلب الكتب المؤلفة تتناول اسواق المال بشكلها المتطور وليس بشكلها الناشئ او المبتدأ، وبقلة المعلومات المتوافرة عن الاقتصاد العراقي، ومن صعوبة الوضع الامني في العراق بحيث تعيق الحركة والتنقل، ومن اختلاف بعض المصطلحات المالية المتداولة بين الدول العربية ومن الاختلاف في ترجمة بعض المصطلحات الانكليزية.

هيكلية البحث:

ان خطة البحث قد اعتمدت بتقسيمه الى اربعة فصول، فالاول يتناول اسواق المال بالشرح والتوضيح وبشكل موجز، والثاني يتناول تجربة سوق المال المصري، والثالث يتناول سوق المال العراقي، والرابع يتناول موضوع تقييم سوق المال العراقي بالتحليل والمقارنة بالاعتماد على المعطيات التي

وردت في الفصلين الاول والثاني، واما محتويات الفصول فهي موضحة كالآتي:

الفصل الاول: في الفصل الاول يتم فيه توضيح لماهية اسواق المال من حيث الالية والادوات وطريقة عملها ومؤسساتها ومدى علاقتها بالنشاط الاقتصادي والذي يحتوي على عدة مباحث وهي:
المبحث الاول ويبحث في دور الاسواق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

المبحث الثاني ويبحث في ماهية اسواق المال من حيث تعريفها وانواعها والمشاركون فيها وعلاقتها بالادخار والاستثمار.

المبحث الثالث ويتناول بالتوضيح والشرح الموجز لابرز ادوات اسواق المال وهي الاسهم والسندات والمشتقات.

المبحث الرابع ويتناول موضوع تحليل الاسواق المالية من خلال وسائل التحليل المعروفة وهي التحليل المالي والتحليل الاساسي والتحليل الفني.

المبحث الخامس والذي يتطرق الى موضوع الاستثمار في اسواق المال من حيث تعريف وتوضيح الاستثمار المالي في اسواق المال وابرز مخاطره والتطرق الى نظرية المحفظة المالية واخيرا الى ابرز المؤشرات المالية لاختيار جودة الاسهم.

المبحث السادس ويتناول موضوع صناديق الاستثمار المشتركة من حيث التعريف والتوضيح والانواع والمزايا التي تمتاز بها.

الفصل الثاني:يتناول الفصل الثاني البحث في سوق المال المصري من حيث الاليات المطبقة والادوات المالية المتداولة وطريقة الادارة وابرز العوامل الاصلاحية التي ادت الى تطوره وتنشيطه للاستفادة من تجربته في تطوير وتنشيط سوق المال العراقي، ويحتوي على المباحث الآتية:

المبحث الاول ويلقي نظرة عامة على الاقتصاد المصري، حيث يتم التعرف فيه على طبيعة الاقتصاد المصري والتعرف على مراحل تطور سوقها

المالي وبرز المشاكل الاقتصادية التي يعاني منها الاقتصاد المصري والتي تعيق تطور سوقها المالي.

المبحث الثاني ويبحث في الاصلاحات المالية التي تبنتها مصر والتي ادت الى تطوير وتنشيط سوقها المالي.

المبحث الثالث ويتناول تاثيرات الاصلاحات المالية والاقتصادية على سوق المال المصري.

المبحث الرابع ويتناول تحليل سوق المال المصري من حيث قياس مستوى النمو الحادث في السوق وتحليل ادواته المالية.

المبحث الخامس ويتناول فيه الاطلاع على هيكل السوق الاداري والتنظيمي.

الفصل الثالث: يتناول هذا الفصل البحث في سوق المال العراقي بشقيه سوق بغداد للاوراق المالية المنحل وسوق العراق للاوراق المالية الحالي مع عرض لوضع البيئة الاقتصادية العراقية المؤثرة في السوق، وهو يحتوي على المباحث الآتية:

المبحث الاول ويلقي من خلاله نظرة عامة على الاقتصاد العراقي قبل الفترة 2003 وبعدها، مع عرض لابرز المؤشرات الاقتصادية العراقية.

المبحث الثاني ويبحث في سوق بغداد للاوراق المالية المنحل من حيث البدايات والتاسيس وانواع سوق المال العراقي ومؤشرات التداول المتحققة.

المبحث الثالث ويتناول سوق العراق للاوراق المالية الذي تأسس بعد العام 2003 ويبحث في الاهداف التي تأسس من اجلها السوق وطرق التنظيم وابرز مؤشراتته المعلنة وانجازاته الحديثة وما يميزه عن سوق بغداد المنحل.

المبحث الرابع ويتناول مؤشرات السوق الخاصة والعامة حيث قمنا بتوضيح مؤشرات السوق المالية الاربعين التي من خلالها يتم اختيار جودة اسهم الشركات المساهمة، وعرض وشرح لمؤشر السوق العام مع امثلة لمؤشرات بعض اسواق المال العربية.

الفصل الرابع: يبحث هذا الفصل في تقييم سوق المال العراقي من خلال مقارنته بسوق المال المصري وكذلك من خلال المعطيات التي وردت في الفصل الاول ويحتوي على المباحث الاتية:

المبحث الاول ويتناول تحليل سوق المال العراقي من خلال مقارنة مؤشرات سوق المال العراقي مع سوق المال المصري وتبيان لابرز مشكلات السوق مع تحليل لواقع المشاركين فيه.

المبحث الثاني ويتناول تحليل البيئة الاقتصادية العراقية باعتبارها البيئة الحاضنة للسوق والمؤثرة على نشاطه.

المبحث الثالث ويتناول الحلول والمعالجات المقترحة لتحسين اداء السوق من خلال رفع كفاءة اداء المشاركين فيه.

المبحث الرابع ويبحث في الطرق والحلول اللازمة في تحسين ومعالجة مشكلات البيئة الاقتصادية العراقية.

الفصل الأول

الأسواق المالية ... ما هيها والية عملها

سوف نتناول في هذا الفصل المحاور والآليات التي تكون عمل الأسواق المالية من حيث مكوناتها وأدواتها وطريقة الاستثمار فيها وتقييم وتحليل الأسواق ويسبق كل ذلك توضيح لأهمية ودور أسواق المال في النمو الاقتصادي، وسوف يقسم هذا الفصل الى ستة مباحث، يتناول الاول دور الاسواق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، والثاني يوضح ماهية اسواق المال، والثالث يتناول ادوات اسواق المال، والرابع يتناول تحليل اسواق المال، والخامس يتناول الاستثمار في اسواق المال، واخيرا يتناول السادس موضوع صناديق الاستثمار المشتركة.

المبحث الاول

دور الاسواق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي

تمارس الاسواق المالية دورا مهما في زيادة معدلات النمو الاقتصادي بسبب ما توفره من رؤوس اموال لقطاعات واسعة من الاعمال من جهة، وما تضيفه من ارباح وفوائد لمقدمي تلك الاموال من جهة اخرى . فقد اصبحت اسواق المال من المواضيع المهمة التي تبحث في علم الاقتصاد بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة ، وما تلعبه من تأثير على مستوى الاقتصاد العالمي ، بحيث اصبحت هذه الاسواق مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة او تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من البلدان ، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي بين كل من قطاعي الاعمال والمالية ، فقطاع الاعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الانتاج ، فكلما زاد الانتاج زادت معه الايرادات ومن ثم زيادة عوائد اسواق المال والتي تنعكس بشكل زيادة في الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي حدوث النمو في الاقتصاد القومي.

ولكي نوضح مدى اهمية تلك العلاقة فسوف نبحثها في الموضوعين الاتيين وهما اهمية اسواق المال في تنشيط القطاعات الاقتصادية اولا ودورها في توفير السيولة لتمويل تلك القطاعات ثانيا.

اولا: اهمية اسواق المال في تنشيط القطاعات الاقتصادية

في الاقتصاد الحديث اصبحت اسواق المال تحتل اهمية كبيرة في تنشيط القطاعات الاقتصادية الانتاجية والخدمية بسبب ما توفره من تمويل لتلك القطاعات والتي تتضح في النقاط الاتية:

1- عند حصول قطاعات الاعمال على الاموال اللازمة للتشغيل من السوق المالي سوف يزداد نطاق عملها ويتسع انتاجها ، هذا اذا افترضنا ان تلك القطاعات هي عبارة عن شركات مساهمة كبيرة يتكون راسمالها من مجموع رؤوس اموال شهادات الملكية وهي الاسهم بالاضافة الى الاموال المقرضة من

خلال شهادات الاقراض وهي السندات والتي يتم الحصول عليها بواسطة السوق المالي.

2- ان قطاعات الاعمال تمثل وحدات انفاقية في السوق المالي في مقابل الوحدات الادخارية التي تقدم تلك الاموال والتي تحصل على مكافئات لقاء تقديم تلك الاموال اما على شكل ارباح على الاسهم او فوائد على السندات وبالتالي سوف تضيف تلك المدخرات عوائد اضافية لاصحابها ومن ثم زيادة في دخولها والتي تنعكس بشكل زيادة في الدخل القومي وبالتالي زيادة في النمو الاقتصادي.

3- ان اتساع نشاط قطاع الاعمال وازدهاره يؤدي الى زيادة معدل الاستخدام ومن ثم يعمل على انخفاض معدل البطالة مما يؤدي الى زيادة دخول الافراد ومن ثم زيادة الدخل القومي والذي يؤدي بالنتيجة الى زيادة النمو الاقتصادي.

4- ان اتساع نشاط قطاع الاعمال افقيا وعموديا يؤدي الى زيادة عوائد الدولة الضريبية على شكل ضرائب على ارباح الاسهم والسندات بالاضافة الى ضرائب الدخل التي تضيفها دخول الافراد العاملين في تلك القطاعات والتي تنعكس بشكل زيادة في ايرادات الدولة الضريبية ومن ثم زيادة في الايرادات التي تمول ميزانية الدولة ، اضافة الى ذلك تشكل الطبيعة التنظيمية الى الشركات المساهمة وسيلة مهمة للوقاية من التهرب الضريبي الذي يحدث لدى الافراد الغير مرتبطة بدخولهم بالشركات ، فعلى سبيل المثال ينتظم ما يقارب 85% من العاملين في امريكا في شركات بينما يقل هذا العدد في فرنسا الى 60% وهذا يعني وجود تهرب ضريبي مقداره 15% في امريكا بينما يزداد نسبته في فرنسا والذي يبلغ 40%.⁸

ان النقاط المذكورة اعلاه تؤثر بمجملها في النمو الاقتصادي ومن ثم في الدخل القومي بسبب (الدور المركزي الذي تشكله الاسواق المالية في الاقتصاد الحديث)⁹ فقد كشفت احدى الدراسات التي قام بها البنك الدولي بوجود علاقة

⁸ عتلم ، محمد باهر ، اقتصاديات المالية العامة، مطبعة مركز التعليم المفتوح في جامعة القاهرة لسنة 1998، ص106.

⁹ Michael burda and Charles wyplosz , macroeconomics , oxford university press 1993, p9

ايجابية قوية بين السيولة التي توفرها الاسواق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي¹⁰ وتعتمد هذه العلاقة بالدرجة الاساس على درجة فعالية السوق وحجمها ، فتقوى هذه العلاقة بوجود سوق مالي متطور وفاعل وتضعف هذه العلاقة مع وجود سوق مالي غير فاعل وغير متطور مثل ما نشهده في اغلب البلدان النامية.

ثانيا: دور اسواق المال في توفير السيولة

ان حجم السيولة المالية التي توفرها الاسواق المالية الى قطاع الاعمال والقطاع الحكومي هي صاحبة الدور الحاسم بالتاثير في النمو الاقتصادي في ضوء العلاقة المؤثرة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي ، ويتم قياس هذا التاثير من خلال نسبة رسملة السوق المالية الى الناتج المحلي الاجمالي ، وتعرف رسملة السوق المالية على انها قيمة اسهم الشركات المدرجة في السوق تبعا لاسعار السوق المالية.¹¹ فعندما تزداد نسبة رسملة السوق المالية الى الناتج المحلي الاجمالي سوف يزداد معها قوة تاثير هذه السوق في النمو الاقتصادي وعندما تقل نسبة الرسملة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي سوف تقل معها نسبة تاثير السوق المالي في النمو الاقتصادي. واذا ما تم قياس نسبة هذه الرسملة الى الناتج المحلي المصري مثلا سوف نجدها تشكل 35%، وهذه نسبة مرتفعة نسبيا لدولة نامية مثل مصر وفي نفس الوقت تبين لنا مدى اهمية اسواق المال في توفير السيولة الى قطاع الاعمال. لكن ما الذي يجعل السوق المالي فاعلا ومؤثرا بحيث يعمل على جذب المستثمرين المحليين والاجانب ويكون مؤثرا في النمو الاقتصادي؟.

بالحقيقة ان صاحب الدور الاساسي في مدى فاعلية السوق المالي هو درجة كفاءة السوق المالية والتي تتصف بالاتي¹²:

1- ان كفاءة السوق تعني تساوي القيمة الحقيقية للاستثمارات مع سعرها

¹⁰ د.العاني، عماد محمد علي ، اندماج الاسواق المالية الدولية ،بغداد، نشر بيت الحكمة سنة 2002،ص63

¹¹ نفس المصدر ص 61.

¹²العريبي، عصام فهد، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية،دمشق، دار الرضا للنشر ، 2002، ص47.

في السوق.

2- في ضوء كفاءة السوق يكون السعر الحالي للورقة المالية هو افضل قيمة لها في فترة معينة .

3- يكون السوق الكفاء دائما في حالة توازن مستمر.

4- تنعكس المعلومات بسرعة وبطريقة عشوائية غير متحيزة في اسعار الاستثمارات ، بمعنى ان اسعار الاستثمارات تعكس جميع المعلومات المتاحة عنها بالسوق وبالتالي فان الاسعار في هذه الحالة تمثل افضل مؤشر للقيمة الحقيقية للمعلومات المتاحة .

5- في ضوء كفاءة السوق لا يكون من السهل تحقيق ارباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لان هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلا في السعر.

قد يطرح السؤال الاتي: ان العوامل الاقتصادية المؤدية الى نجاح السوق المالي قد تتواجد في الدول ذات الاقتصاديات المتطورة وليست في الدول ذات الاقتصاديات النامية بحيث تكون مؤثرة في النمو الاقتصادي.

بالحقيقة ان درجة تاثير اسواق المال على القطاعات الاقتصادية تختلف باختلاف درجة تطورها والتي تتصف بالاتي:

1 – الاسواق الناضجة وهي الاسواق التي وصلت الى مستوى من التطور من حيث كمية حجم التداول فيها وتنوع ادواتها الاستثمارية ونسبة كفاءتها ومن امثلتها الاسواق المالية في الولايات المتحدة واليابان وانكلترا والمانيا وفرنسا.

2- الاسواق الناشئة وهي الاسواق التي تمتاز بمستوى كفاءة نسبي يقل عما هو عليه في الاسواق الناضجة ومن امثلتها هي اسواق جنوب شرق اسيا المعروفة بالنمور الاسيوية.

3- الاسواق المبتدئة وهي الاسواق التي تمتاز بحجم تداول منخفض نسبيا ومقتصرا على عدد محدود من الادوات المالية وتتميز بانخفاض كفاءتها النسبية ومن امثلتها ما نشاهده في اغلب الاسواق المالية العربية.

في ضوء التقسيمات الانفة الذكر نجد ان هناك اسواقا كانت في عداد الاسواق المبتدئة وبسبب الاصلاحات الاقتصادية والمالية فقد ادت الى تطوير اسواقها لتصل الى مستوى الاسواق الناشئة وهي النور الاسيوية وعلى راسها ماليزيا التي اوصلت بلدها الى عاشر دولة صناعية في العالم ، لانها ادركت تماما سوف لن تطور قطاع الاعمال ما لم توفر القنوات اللازمة لتمويل هذا القطاع وتحديدًا عن طريق تطوير الاسواق المالية ، فكان احد اسباب نجاحها هو اهتمامها وتطويرها لسوقها المالي بحيث خرجت من منظومة الاسواق المالية المبتدئة الى منظومة الاسواق المالية الناشئة ، وكذا الحال لسوق دبي المالي الذي جذب رؤوس اموال خليجية كانت مستثمرة في الاسواق الدولية ، بل ادى الاهتمام بهذا السوق الى جذب رؤوس اموال اجنبية كانت مستثمرة في اسواق مالية دولية ناضجة بسبب درجة الثقة المتزايدة في هذا السوق ، وكذلك لا ننسى الدور الذي لعبته هذه الاسواق في ولادة شركات جديدة وتوسيع شركات قائمة عن طريق تمويلها بالسيولة اللازمة والتي ادت الى توسع في قطاع الاعمال في هذه الدول ومن ثم ساهمت في دفع عجلة النمو الاقتصادي الى الامام وبالتالي الى زيادة الدخل القومي . فمثلا عند مساهمة الاسواق المالية الامريكية في زيادة النمو الاقتصادي بنسبة 80%¹³ فعندها يمكن ان تساهم هذه الاسواق في زيادة نسبة النمو في بعض البلدان النامية وان كان بنسبة اقل هذا اذا تم الاهتمام في هذا القطاع وخلق العوامل الاقتصادية والمالية والتشريعية الملائمة لنجاحه بمعنى ان نسبة مساهمتها في النمو الاقتصادي سوف تكون ضئيلة نسبيا في البداية لكن مع تراكم الخبرة والتجربة سوف يتحسن ادائها ويرتفع مستوى مساهمتها في النمو الاقتصادي ومن ثم الدخل القومي ، وجمهورية مصر العربية مثال حي لذلك.

¹³ العاني، عماد محمد علي، اندماج الاسواق المالية الدولية، بغداد، بيت الحكمة، 2002، ص 65.

المبحث الثاني ما هي اسواق المال

لاعطاء فكرة موجزة عن ما هية اسواق المال ، لذا سوف نتطرق اليها من خلال المواضيع الاتية:

اولا من حيث التعريف باسواق المال ، وثانيا علاقة الادخار والاستثمار باسواق المال ، وثالثا انواع اسواق المال ، ورابعا المشاركون في اسواق المال.

اولا: التعريف باسواق المال

ان اسواق المال هي احد الاسواق الثلاثة التي يتكون منها الاقتصاد الحديث وهما سوق السلع والخدمات وسوق الموارد ، ويرتبط سوق المال بهذين السوقين عن طريق ما يوفره من رؤوس اموال لغرض انتاج السلع والخدمات اللازمة للاقتصاد ، (فاسواق المال عبارة عن مؤسسات مالية يتم من خلالها تقديم المدخرون لاموالهم للمقترضين)¹⁴ ، فالطرف الاول وهم المقترضون والذين يمثلون قطاع الانتاج والخدمات والطرف الثاني وهم المقرضون والذين يمثلون قطاع الادخار ، فالمقرضون وهم المنتجون للسلع والخدمات يقومون باصدار الاوراق المالية و بيعها في السوق المالي لغرض الحصول على رؤوس الاموال اللازمة لعملياتهم الانتاجية ، ومن ثم قيام المقرضون وهم المدخرون بشراء تلك الاوراق المالية ، فالمنتجون يحصلون على ارباحهم من خلال القيمة المضافة المتحققة نتيجة لمبيعاتهم ، واما المدخرون فيحصلون على ارباحهم عن طريق العوائد التي يجنونها نتيجة لامتلاكهم تلك الاوراق المالية.

ان الاوراق المالية تكون على نوعين وهما الاسهم والسندات ، فالاسهم هي شهادات ملكية تثبت لحاملها حق الامتلاك لحصة معينة في مشروع معين ، واما السندات فهي شهادات اقراض تثبت لصاحبها حق اقراض مبلغ من المال الى مشروع معين لقاء الحصول على سعر فائدة محدد ، وعليه فان سوق المال

¹⁴ Mankiw, Gregory, principles Of Economics, second edition, USA, Harcourt College Publishers, 2001, p555.

يتصف بالاتي:

- 1- يساعد على امتصاص المدخرات الموجودة لدى المجتمع وتوجيهها نحو المشاريع المختلفة .
- 2- يساعد اصحاب المشاريع الانتاجية في الحصول على الاموال اللازمة لتشغيل تلك المشاريع.
- 3- يتيح للدولة فرصة تطبيق ادق للسياستين المالية والنقدية وذلك بسبب ما يوفره السوق من معلومات حول حركة الاموال واتجاهاتها وكمياتها المتداولة.
- 4- يساعد على جذب المدخرات الخارجية الى الداخل(اذا ما تمتع بدرجة من الفاعلية) بحيث يعمل على سد الثغرة (اذا ما حصلت) ما بين الطلب المرتفع على الاموال وبين العرض المنخفض لها.
- 5- يشكل السوق المالي الفاعل والمتطور المرآة العاكسة لمستوى الاقتصاد من حيث مستوى نموه ودرجة تطوره بحيث يساعد على تحديد درجة اقبال المستثمرين المحليين والدوليين الى اقتصاد ذلك البلد.

ثانيا: علاقة الادخار والاستثمار باسواق المال

ان المدخرات الموجودة في مجتمع ما هي التي تمول استثماراته وان اسواق المال هي افضل طريقة لتنظيم حركة انتقال السيولة من جانب المدخرين الى جانب المستثمرين ، فالمدخرات كلما ازداد حجمها ازدادت معها حجم السيولة المتدفقة على الاستثمار، اي ان هناك علاقة وطيدة بين حجم الادخار في مجتمع ما وبين تطور اسواق المال في ذلك المجتمع ، لكن ما هو الادخار وكيف يتم تكوينه.

ان الادخار يتكون من ادخار خاص (private saving) وادخار عام (public saving) واللذان يشكلان بمجموعهما الادخار القومي (national saving)

اي ان الادخار القومي = الادخار العام + الادخار الخاص.¹⁵

فالادخار العام يتكون من الفائض المتحقق من الميزانية العمومية
واما الادخار الخاص فينشأ من ما يخصصه الافراد من مجموع دخولهم
لغرض الاستثمار.

ومن معادلات الدخل القومي نرى ان:

الادخار = الاستثمار

اي ان كلما ازداد الادخار ازداد الاستثمار والعكس صحيح كلما انخفض
الادخار انخفض معه الاستثمار، اي ان المجتمع الذي يهدف الى زيادة معدل
استثماراته فعليه ان يزيد من معدل ادخاراته والذي يتم عن طريق خلق فائض
في ميزانية الدولة وكذلك عن طريق تخصيص جزء من دخول الافراد كادخار
لغرض الاستثمار.¹⁶ والذي يؤدي بالنتيجة الى ازدهار اسواق مال ذلك
المجتمع.

ثالثا: المشاركون في اسواق المال

تتكون اسواق المال عادة من:

- 1- قطاع الاعمال وهي الشركات المساهمة (corporations) المصدره
للاوراق المالية والتي تكون مسجلة في بورصة الاوراق المالية.
- 2- المدخرون الذين يخصصون جزء من دخولهم لغرض الاستثمار في
تلك الاوراق المالية وهم يمثلون القطاع الاستهلاكي ، فهؤلاء المدخرون اما ان
يقوموا باقتناء الاوراق المالية بصورة مباشرة عن طريق السماسرة المعتمدين
(brokers) او بصورة غير مباشرة عن طريق المؤسسات المالية الوسيطة.
- 3- الوسطاء الماليون (financial intermediaries) وهي تلك
المؤسسات المالية التي تتوسط بصورة غير مباشرة بين المدخرين والمستثمرين
وهي تتكون عادة من مؤسسات مالية ودائعية (depository institutions)

¹⁵ N. Gregory Mankiw, principles of economics, second edition, USA, Harcourt College Publishers, 2001, p562.

¹⁶ نفس المصدر السابق، ص562.

مثل البنوك التجارية (commercial banks) واتحادات الائتمان (credit_unions) او غير ودائعية (non-depository institutions) مثل صناديق الاستثمار المشتركة (matual funds) وصناديق التقاعد (pension funds).

4- البنوك المركزية وهي من المشاركين في اسواق المال ، وذلك للقيام بوظيفتين رئيسيتين وهما الرقابة على كمية النقود المتداولة عن طريق التحكم بعرض النقد وفقا لمتطلبات السياسة النقدية ، والثانية هي تنظيم السوق المالي.¹⁷

5- القطاع الحكومي ، والذي له دور كبير في اسواق المال وخصوصا في البلدان المتقدمة اقتصاديا حيث يقوم هذا القطاع ببيع السندات الحكومية لغرض تغطية العجز الحاصل في ميزانية الدولة .

6- القطاع الاجنبي والذي له مشاركة واسعة في اسواق المال وخصوصا في الاقتصاديات المنفتحة على الخارج سواء عن طريق فتح المصارف الاجنبية في البلد المعني او عن طريق المتاجرة في الاوراق المالية في اسواق المال.

رابعاً: انواع اسواق المال

هناك عدة تقسيمات لاسواق المال تبعا للخواص التي تمتاز بها، منها ووفق

الاتي:

1- **تقسيم حسب طبيعة التمويل** : ياخذ طريقة التمويل في اسواق المال شكلين الاول طريقة التمويل المباشر والثانية طريقة التمويل غير المباشر.¹⁸ فالاولى تتم في الاسواق الاولية وذلك عند قيام الشركات والمؤسسات باصدار الاوراق المالية لأول مرة وبدون وسيط مالي او حتى سمسار تجاري وتتم عن طريق الاكتتاب العام او الاكتتاب الخاص ولذلك يطلق على هذا السوق احيانا بسوق الاصدارات بحيث يتم التعامل فيه بين طرفين ، الاول وهو الطرف المصدر للاوراق المالية والطرف الثاني وهو المشتري لتلك الاوراق المالية وبدون وجود طرف ثالث وهو الوسيط.

¹⁷ Mishkin, Frederic, Financial Markets Institutions, Fourth Ed., USA, Addison Wesley , 2003. p149.

11 السيد علي، عبد المنعم والعيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والاسواق المالية، عمان، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004، ص118.

واما طريقة التمويل غير المباشر فتتم في الاسواق الثانوية وذلك عند قيام المشتري الاول ببيع اوراقه المالية لطرف اخر وعبر وسيط مالي او سمسار تجاري ولذلك تسمى هذه الاسواق باسواق التداول ، بسبب تداول الاوراق المالية فيها بالبيع والشراء من قبل الاطراف المتعاقدة.

وتكون الاسعار التي تصدر بها الاوراق المالية في السوق الاولي هي اسعار اسمية بحيث محددة سلفا من قبل سلطة قانونية رسمية ، بينما الاسعار في السوق الثانوي تفوق في اغلب الاحيان الاسعار الاسمية حيث تخضع لظروف العرض والطلب ولذلك تسمى بالاسعار السوقية.

2- تقسيم على اساس مدة الاستحقاق : تقسم اسواق المال في ضوء هذا التقسيم الى اسواق نقدية واسواق راسمالية.¹⁹ فالاولى مخصصة لطرح الاوراق المالية ذات الاجل القصير والتي تكون فترتها اقل من سنة مثل اذونات الخزينة التي يصدرها البنك المركزي لتصحيح الخلل المؤقت الحاصل في ميزانية الدولة ، وكذلك مثل الاوراق التجارية التي تصدرها الشركات لسد الخلل الانني بين ايرادات الشركات وبين مصروفاتها.

واما الاسواق الراسمالية فهي مخصصة لطرح الاوراق المالية ذات الاجل المتوسط والطويل والتي تكون اكثر من سنة مثل حوالات الخزينة و سندات الخزينة والتي يصدرها البنك المركزي لغرض سد الخلل الطويل الاجل الحاصل في ميزانية الدولة او لتمويل المشروعات ذات الاجل الطويل ، وكذلك مثل سندات الشركات التي تصدرها شركات ذات القطاع الخاص لغرض تمويل مشروعاتها.

¹⁹ Madura, Jeff, Financial Markets and institutions, 5th Ed, USA, South Western College Publishing, ,2001,p2.

المبحث الثالث ادوات اسواق المال

ان اسواق المال تمارس عملها من خلال الادوات التقليدية المتمثلة في الاوراق المالية مثل الاسهم والسندات وكذلك المشتقات وسوف نبحت في كل منها على حدة.

اولا: الاسهم (Equities)

ان اكثر ادوات الاستثمار في الاسواق المالية شيوعا بين المستثمرين هو الاستثمار في الاسهم ، حيث تقوم الشركات بتصديرها من اجل تمويل احتياجاتها طويلة الاجل ، وهي تمثل شهادات ملكية ذات ارباح سنوية اضافة الى الارباح الراسمالية التي تحققها من خلال التغيرات الحاصلة في اسعارها السوقية وليس لها اجل استحقاق ، وتكون ارباحها متغيرة بتغير ايرادات الشركة ، وليس لحامل الاسهم الحق في المطالبة باسترداد قيمة الاسهم الا عند تصفية الشركة ، وليس له الحق في الحصول على ايرادات عند عدم تحققها في الشركة ، لكن في نفس الوقت تمنح بعض الشركات حقوقا تشجيعية لمساهميها لغرض جذب رؤوس اموالهم ولغرض حصر ملكية الاسهم لدى مالكيها الاساسيين من اجل السيطرة على ادارتها ، ومن امثال تلك الحقوق:

1- حصر بيع الاسهم الجديدة المصدرة الى حاملي الاسهم عن طريق الاكتتاب الخاص.

2- منح الاسهم المصدرة حديثا مجانا (scrip issues)²⁰ الى حاملي الاسهم وكل بحسب نسبة مشاركته في اسهم الشركة المساهمة وذلك بدلا من منحهم ارباحا نقدية على اسهمهم.

3- هناك بعض الشركات الاستثمارية من تشتري اسهم باعداد كبيرة من شركات مساهمة تصل الى 80% من مجموع اسهمها الكلية ، فعند اصدار اسهم جديدة

²⁰ Becket, Michael, how the stock market works, printed in Great Britain by Thanet press, 2002, p160.

سوف لن يتم الاخلال بالمحافظة على تلك النسبة ، وعليه وفقا لذلك تصدر الشركات المساهمة حقوقا تسمى (preemption rights)²¹ .

4- اصدار حقوق الاسهم (stock rights) ، وهي تلك الحقوق التي تمنح لحاملي الاسهم والتي تسمح بشراء كمية معينة ولمدة محددة اسهم الاصدارات الجديدة والتي يمكن بعد ذلك بيع تلك الحقوق في السوق المالي خلال تلك الفترة المحددة.

هذا وتجدر الاشارة الى ان هناك نوعين من الاسهم وهما الاسهم العادية (common stock) والاسهم الممتازة (preferred stock) والفرق بينهما في ان الاسهم الممتازة لها الاولوية في موجودات الشركة في حالة تصفيتها ولكن بعد تسديد حقوق الدائنين ، والفرق الاخر هو ان عائد الاسهم الممتازة يكون ثابتا على عكس الاسهم العادية الذي يكون متغيرا ، وان كان الاتجاهات الجديدة قد قادت الى ظهور اسهم ممتازة ذات عائد متغير.

ان هناك حقوقا اساسية وثابتة لحاملي الاسهم منها حق التصويت فيما يتعلق بانتخاب ممثليهم في مجلس ادارة الشركة او في اقتراح بعض الخطط والاجراءات التي قد تكون ذات نفع لادارة الشركة ، كزيادة عدد الاسهم مثلا، الا ان هذه الاقتراحات لسيت ملزمة لمجلس الادارة.

ومن الحقوق الاخرى الممنوحة للمساهمين هو حق الحصول على حصة من ارباح الشركة حيث تقوم عادة معظم الشركات المساهمة بالاعلان عن هذه الارباح في حساباتها الختامية الربعية بالاضافة الى الاعلان عن الجزء المخصص من هذه الارباح للتوزيع على المساهمين في هذه الفترة المالية فمجرد الاعلان عن هذه الارقام تصيح الشركة ملزمة بتسديد ما يلزم للمساهمين ، ويعتبر هذا الحق من اهم الحقوق التي يمتلكها المساهمين.

ثانيا : السندات (Bonds)

تمثل السندات شهادات اقراض ذات فائدة ثابتة تاخذ صيغة سعر فائدة سنوي او فصلي اضافة الى الارباح الراسمالية الناجمة عن التغيرات في اسعارها السوقية وتسترد قيمتها عند حلول اجل استحقاقها وكذلك يمكن بيعها قبل نضوج ذلك الاجل في السوق الراسمالية ، تعتبر السندات من مصادر التمويل المهمة للشركات وخصوصا الكبيرة منها ، وتعتبر كذلك من الادوات المهمة للتحكم في عرض النقد خصوصا في البلدان المتقدمة اقتصاديا وذلك عن طريق عمليات السوق المفتوحة (open market operations) حيث تعتبر وسيلة مهمة في التأثير على حجم الائتمان لدى المصارف .²² ان هناك انواع كثيرة من السندات ولكن ما نود التطرق اليه هو تلك الانواع المرتبطة باختلاف اجالها والذي يحدد درجة الاقبال عليها وهي كالآتي:

- 1- سندات قصيرة الاجل والتي يكون اجلها اقل من السنة والتي تكون متداولة فقط في السوق النقدي ولا يحتاج ان يتم تداولها في السوق الثانوي بسبب قصر اجلها مثل اذونات الخزينة (treasury bills) التي يصدرها البنك المركزي والاوراق التجارية (commercial papers) التي تصدرها الشركات.
- 2- سندات قصيرة الاجل والتي يكون اجلها بين السنة والسبعة سنوات والتي يتم طرحها ابتداء في السوق الاولي ومن ثم يتم تداولها في السوق الثانوي مثل حوالات الخزينة (treasury notes) التي يصدرها البنك المركزي.
- 3- سندات طويلة الاجل والتي تكون فترتها بين السبعة سنوات والثلاثين سنة مثل سندات الخزينة (treasury bonds) التي تصدرها الحكومة ، وهناك بعض الشركات الامريكية التي تصدر سندات يصل اجلها الى مئة سنة مثل شركة (IBM) و (Disney).²³
- 4- هناك سندات دائمة ليس لها اجل وهي لا تنطفئ ابدا ولا يسمح باسترداد قيمتها ولكن يتم دفع سعر فائدتها بشكل مستمر مثل تلك السندات التي تصدرها

²² Kidwell , David and others , financial institutions ,markets and money ,8th edition ,USA ,2003 ,p62

²³ Arnold , Glen ,corporate financial management , printed in Great Britain by William Clowes Ltd , p448

الحكومة البريطانية والتي تسمى (perpetuity)²⁴.

ان هناك انواع من السندات تختلف باختلاف نوع الايرادات المتأتية منها وكالاتي:

1- سندات لا تحمل معدل كوبون (zero coupon bonds): اي لا تعطي فائدة لقاء اقتنائها وانما يتم بيعها بسعر خصم كبير من قيمتها الاسمية وذلك لان الشركات التي تقوم بتصدير مثل هذه السندات سوف تتخلص من دفع الفوائد الدورية ويستفيد من يقتني مثل هذه السندات من قيمة الخصم الكبير المقدم اليه.

2- سندات ذات فائدة عائمة (floating rate bonds): من المعلوم ان اسعار الفوائد على السندات تكون ثابتة لكن بسبب الموجات التضخمية ادى الى ابتكار نوع من السندات ذات فائدة عائمة اي متغيرة بحيث تتغير كل ستة اشهر تبعا لاسعار سندات اخرى حيث يتم بذلك تلافي التأثيرات التضخمية على السندات بسبب وجود العلاقة العكسية ما بين سعر الفائدة واسعار السندات.²⁵

3- سندات رديئة (junk bonds): تتميز هذه السندات بارتفاع معدل عوائدها مع ارتفاع مستوى مخاطرها لانها تصدر من شركات تعاني من صعوبات مالية او لتمويل عمليات الاندماج بين الشركات او لتمويل الشركات المعاد هيكلتها.²⁶

4- سندات الدخل (income bonds): وهي تلك السندات التي يتم دفع الفوائد لها عندما تكتسب الشركة دخلا ، اذ لا يجوز حينها المطالبة بالفوائد عندما لا تحقق الشركة ارباحا.²⁷

ثالثا: المشتقات (Derivatives)

ينظر الى المشتقات على انها عقود مالية تعطي لمالكها الحق في شراء او بيع موجود حقيقي او مالي او نقدي معين بسعر محدد وبكميات محددة خلال فترة زمنية معينة وتدعى بالمشتقة لان قيمتها مشتقة من قيمة موجود معين.²⁸ ولها

²⁴ Mankiw, Principels of economics , p555(مصدر سابق)

²⁵العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية(مصدر سابق) ص201.

²⁶ نفس المصدر السابق، ص201.

²⁷ نفس المصدر، ص201.

²⁸ Valdez, Stephen, An Introduction To Global Financial Markets, London, Published by Macmillan Press LTD, 2th Ed. 1997, P226.

اسواق خاصة بها ، وهي لاتعتبر مصدر للتمويل وانما وسيلة لتغطية المخاطر فمثلا عند قيام مصدر ما بتصدير سلعة الى خارج بلده فان قيمة السلعة سوف يستلمها بالعملة الاجنبية ، ولكن بعد فترة زمنية وفي لحظة الاستلام قد تهبط قيمة تلك العملة ، لذا يعتمد المصدر الى اجراء عقد اخر بان يقوم ببيع نفس المبلغ بالعملة الاجنبية ولكن بالسعر الحالي على ان يقوم بالتسليم بالمستقبل ، وبذلك سوف يتجنب مخاطر انخفاض سعر صرف العملة الاجنبية. ان توقيت التنفيذ هو ابرز ما يميز الاسواق الفورية (spot markets) والتي تعقد فيها العقود ويتم فيها التنفيذ بشكل اني وفوري عن تلك الاسواق التي تنفذ فيها العقود اجلا وهي المشتقات.

ان من ابرز انواع المشتقات هي المستقبلات (futures) والخيارات (options).²⁹ ففي الاسواق المستقبلية (future markets) يتم الاتفاق على شراء اسهم او سندات او عملات اجنبية وتسليمها في موعد يتفق عليه في المستقبل وبسعر متفق عليه في وقت توقيع عقد الشراء ، واما اسواق الخيارات (options markets) فهي تتشابه كثيرا مع اسواق المستقبلات سوى ان عقود الخيارات سوف لن تكتسب الصفة الالزامية في تنفيذ العقود ومن هنا جاءت تسمية الخيارات على عكس عقود المستقبلات التي سوف تكتسب صفة الالزام في تنفيذ عقودها.

²⁹ نفس المصدر السابق، ص226.

المبحث الرابع تحليل الاسواق المالية

ان التعامل مع الاسواق المالية والنفوذ اليها مرتبط اساسا بتحليل تلك الاسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها ومدى علاقة الاسواق مع بعضها البعض لغرض الوصول الى النتائج التي من خلالها تمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم ، وعليه فان تحليل الاسواق المالية مرتبط تماما بالتعامل بتلك الاسواق بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة لتبني الاداة الاستثمارية المناسبة في الوقت المناسب وفي المكان المناسب ، فبدون التحليل العلمي المستند على معلومات وبيانات شفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية سوف يكون الاستثمار معرض الى مخاطر كبيرة وقد يكون ضياع لمبدا الاستثمار نفسه ، ولذا فان من ابرز وسائل تحليل اسواق المال هو التحليل المالي والتحليل الاساسي والتحليل الفني.

1- التحليل المالي (Financial analysis):

ان التحليل المالي من المواضيع المهمة التي توجه النشاط الاستثماري في عالم المال والاعمال وهناك شركات كبيرة متخصصة في هذا المجال مثل شركة (ميري لينش) التي تقدم لزيائنها المشورة المالية عبر افرعها المنتشرة في العالم.

يقصد بالتحليل المالي هو) دراسة وفحص البيانات والقوائم المالية بشكل تفصيلي ودقيق مع استقراء العلاقات القائمة بين عناصرها واجزائها والتوصل الى مجموعة من المؤشرات ذات الدلالة التي يمكن به الحكم على اداء الشركة التي يروم الاستثمار فيها بشكل لا ينصرف الى الماضي فقط وانما ايضا يرتبط بالاوضاع الحاضرة بالاضافة الى المساهمة في استشراق المستقبل ومن ثم اصدار حكم موضوعي على حقيقة الوضع المالي للشركة المراد الاستثمار

فيها)³⁰ ، ان التحليل المالي يعتمد اساسا على القوائم المالية المنشورة سنويا (annual) او دوريا (interim) اضافة الى معلومات اخرى مالية وغير مالية عن سوق الاوراق المالية وعن الاقتصاديين الكلي والجزئي (macroeconomics and microeconomics).

يتم تحليل التقارير المالية (financial reports) من خلال ثلاث مستويات ، اولها ما يعرف بالتحليل على مستوى الشركة حيث يتم في هذا المستوى دراسة نتائج عمل الشركة وكذلك المركز المالي للشركة من خلال استخراج النسب المالية (financial ratio) من قوائمها المالية لعدد من السنين الماضية ، وثانيا التحليل على مستوى القطاع الذي تنتمي اليه الشركة والذي يتم فيه دراسة الشركات الاخرى المماثلة في البلد التي تعمل فيها واجراء المقارنات الملائمة ، وثالثا التحليل على مستوى الظروف الاقتصادية العامة والتي يتم فيها دراسة ظروف الاقتصاد الكلي من حيث مستوى التضخم (inflation) والركود (recession) وارتفاع الاسعار وتأثيرها على منتجات الشركة.

2- التحليل الاساسي (fundamental analysis) :

في الاسواق المالية توجد هناك طريقتان رئيسيتان في البحث فيما يتعلق بالتحليلات الخاصة بالاوراق المالية وهما التحليل الاساسي والتحليل الفني ، فالتحليل الاساسي يستند الى المبدأ القائل بان المعيار الاساسي لانتقاء الاسهم المناسبة للاستثمار هو قدرة الشركة على تحقيق الارباح على المدى البعيد.³¹ ولغرض التنبؤ بارباح الشركات المستقبلية يجب ان نأخذ بعين الاعتبار وضع الشركة الداخلي بالاضافة الى وضع الصناعة التي تدرج نشاط الشركة ضمنها ، فمعظم التحليلات الاساسية تشير الى وجوب القيام بتحليل ظواهر الاقتصاد الكلي من اجل التوصل الى القرار الاستثماري الصائب ، حيث يتم البدا بالاتجاهات الاقتصادية العامة مثل مؤشر الناتج القومي الاجمالي ومعدلات

³⁰ د لطفى ، امين السيد احمد ، التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة، الاسكندرية، الدار الجامعية ،

2006، ص41.

³¹ الموصلى ، بشر ، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار ، القاهرة، دار شعاع للنشر والعلوم ، 2003 ، ص97.

التضخم والبطالة ونظم الضرائب واسعار الفائدة واسعار الصرف ، حيث يحاول المحللون عن طريق دراسة الاوضاع الاقتصادية في اي بلد التنبؤ باتجاه سوق البورصة فيه ، فمن المعروف ان البورصات تتجه بشكل عام للصعود في فترات النمو الاقتصادي والهبوط في فترات الركود الاقتصادي فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الاسهم والخروج منه ، ثم يتم الانتقال الى الخطوة الثانية وهي اختيار قطاعا صناعيا معيناً حيث يتم فيه دراسة مقدار حجم الطلب على منتج ذلك القطاع ودورة حياة المنتج واتجاهات الصناعة ومستوى المنافسة ، حيث يحاول هنا المستثمر معرفة اي من القطاعات يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة ، وفي الخطوة الثالثة يتم الانتقال الى دراسة الظواهر الاقتصادية الجزئية الخاصة بشركة معينة في هذا القطاع ووجه الاستثمار فيها حيث يتم دراسة القوائم المالية والمؤشرات المالية والاتجاهات في تلك الشركة ، يهدف مستوى التحليل هنا بالدرجة الاولى تحديد مستوى ربحية الشركة ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في نفس القطاع ، ان دراسة اوضاع الشركات ومتابعة احوالها باستمرار تمكنان المستثمرين من التعرف بشكل مبكر على اي تغيرات قد تطرا على ربحية هذه الشركات او ظروفها المالية ، يهدف التحليل الاساسي بشكل عام الى تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرارات الاستثمار وتحديد الاسهم التي تم تسعيرها باقل من قيمتها الحقيقية لضمها الى محفظة الاستثمار فالتحليل الاساسي بمستوياته الثلاث يهدف في النهاية الى التوصل الى القيمة الذاتية والحقيقية للاستثمار (intrinsic value) ومدى قربها او بعدها عن القيمة السوقية له.

3- التحليل الفني (Technical analysis):

ان التحليل الفني يعتبر من اهم التحليلات السائدة في اسواق المال لان وسائله تنصب على حركة تلك الاسواق ، حيث يفترض هذا التحليل ان اسعار الاسهم او معدل العائد المتوقع منها مستقبلا انما يعتمد على تحليل اتجاهات

الاسعار او العائد في الفترات السابقة، اي انه يعتمد على تكرار ما حدث في الماضي بمعنى ان اسعار الاسهم تمر بسلسلة ما تتكرر خلال الفترات الزمنية وان القيمة السوقية للاستثمار تتحدد بناءا على العرض والطلب عليها ويعتمد هذا التحليل على المعلومات المتدفقة عن حجم التعامل ومستوى الاسعار السوقية والمؤشرات السوقية التي تنتجها البورصة عن التعامل فيها ولذا فانه يمثل دراسة للظواهر الخاصة باتجاهات اسعار الاوراق المالية كل ورقة على حدة والتي تتجمع لتمثل قوى العرض والطلب في السوق وذلك لاكتشاف العوامل الاساسية التي تؤثر على حركة الاسعار بالاضافة الى تحديد الدوافع المختلفة لمتخذ القرار، هذا وان هناك عدة اساليب تستخدم في التحليل الفني منها:

1- نظرية داوجونز:

يعتقد مؤسس هذه النظرية ان اسعار الاسهم تسير في موجات او تحركات مثل الماء وهذه الموجات قد تكون طويلة او متوسطة او قصيرة ، اي ان هناك اتجاها رئيسيا للاسعار ومهمة المحلل الفني هنا هو معرفة هذه الموجات حتى يمكنه ان ينصح المستثمر بشراء السهم قبل ان تصل الموجة الى قمته اذ يمكنه الشراء بسعر اقل والبيع بسعر اعلى عندما تصل حركة الاسعار الى قمته.³²

2- الرسوم البيانية (charts):

تعتبر الرسوم البيانية اداة العمل الرئيسية للمحلل الفني وهي كثيرة ومتنوعة ومن اهمها واكثرها شيوعا واستخداما هي الخط البياني (line chart) ، والخطوط العمودية او الاعمدة البيانية (bar chart) ، والشموع اليابانية (japanese candlesticks) ، واخيرا طريقة النقطة والحرف (point and figure).³³

23العريبيد ، عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق ،دمشق، دار الرضا للنشر ، 2002، 143.
33 المهيلمي ، عبد المجيد ، التحليل الفني للاسواق المالية ، الطبعة الرابعة ، القاهرة، مطبعة البلاغ 2006 ، ص 63 .

المبحث الخامس

الاستثمار في اسواق المال

سوف نتناول هذا المبحث عبر الفقرات التالية: وهي ما هية الاستثمار، والمخاطر المتوقعة من الاستثمار، واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى ، واخيرا مؤشرات جودة الاسهم في الاسواق المالية.

اولا: ما هو الاستثمار

الاستثمار هو تكوين راس المال العيني الجديد الذي يتمثل في زيادة الطاقة الانتاجية وهو لذلك يعتبر زيادة صافية في راس المال الحقيقي للمجتمع وتتكون عناصره من الموجودات مثل الارض، المباني، الآلات، المكائن، التجهيزات، وسائل النقل . . الخ³⁴. ان الاستثمار بشكل عام يأخذ ثلاث اشكال رئيسية وهي اما الاستثمار في الاصول المالية او الاصول الحقيقية او الاصول النقدية ، وما يهمننا هنا هو الاستثمار في الاصول المالية والذي يطلق عليه بالاستثمار المالي والذي يعني عملية توظيف اموال في اصول مالية تنتج عنها عوائد مستقبلية دورية او غير دورية ، ويعتمد قرار الاستثمار من حيث شكله وهدفه وتوقيته على البيانات والمعلومات الضرورية لاتخاذ الاشكال الثلاثة لقرار الاستثمار وهي الشراء او البيع او حيازة الاوراق المالية ، ويتم اتخاذ القرارات الاستثمارية على اساس القاعدة التي تقارن القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للاوراق المالية ، فاذا كانت القيمة السوقية اكبر او اقل من القيمة الحقيقية للاوراق المالية يتم اتخاذ القرارات اما بيعا او شراءا ، ولا يقتصر التغير على القيمة السوقية للورقة المالية فقط وانما تتغير القيمة الحقيقية للورقة المالية ولكن بصورة اقل .

تستمد القيمة الحقيقية للاوراق المالية من واقع المعلومات والبيانات الصادرة عن الشركات المصدرة لهذه الاوراق ونظرا لاهمية هذه البيانات والمعلومات فلا بد حينها من دراسة الاوضاع المالية للشركات من واقع بياناتها وقدراتها

³⁴سالم، عماد عبد الطيف، دراسات في الاقتصاد العراقي، بغداد، بيت الحكمة ، 2001، ص246.

الانتاجية ومدى الاستمرار في تنفيذ اعمالها . ان المستثمر دائما يهدف الى تعظيم العائد وذلك عن طريق اختيار الاصول المالية التي تعظم ذلك العائد ضمن مستوى معين من المخاطرة ، ولكي نعرف ماهي المخاطرة فسوف نتعرض لها في الفقرة القادمة.

ثانيا: مخاطر الاستثمار في اسواق المال

هناك مخاطر عديدة يواجهها المستثمرون في اسواق المال العالمية والمحلية على السواء ولا توجد دولة او سوق مالي مستثنى من تلك المخاطر ومن هذه المخاطر:

1- الركود الاقتصادي:

ان الاقتصاديات بشكل عام وخصوصا الاقتصاديات الحرة تمر بثلاث حالات اقتصادية وهي حالة الانتعاش الاقتصادي (economic boom) وحالة النمو الاقتصادي (economic growth) وحالة الركود الاقتصادي (recession) والتي تشكل بمجملها الدورة الاقتصادية (business cycle) وكل حالة منها سوف تؤثر على طبيعة النشاط الاقتصادي ومن ثم على القطاع المالي³⁵، وذلك لان القطاع المالي يتاثر تلقائيا بالقطاع الانتاجي بسبب الترابط العضوي بين القطاعين ، ففي حالة الانتعاش الاقتصادي تزدهر الاعمال وتزداد ارباح الشركات ومن ثم تزداد ارباح الاسهم والسندات فترتفع اسعارها ، ولكن النتيجة تصبح معاكسة عندما يمر الاقتصاد بحالة الركود الاقتصادي حيث يهبط مستوى النشاط الاقتصادي وتنخفض ارباح الشركات مما يؤدي الى انخفاض ارباح الاسهم والسندات ومن ثم انخفاض اسعارها .

ان هذا الركود ممكن ان يؤدي الى افلاس الكثير من الشركات وخاصة الصغيرة منها اضافة الى الاضرار التي تصيب الشركات الكبيرة من انخفاض حاد في ارباحها او تعرضها الى الاعسار المالي (insolvency) وخصوصا الشركات الدورية (cyclical companies) مثل شركات صناعة السيارات

³⁵ Burda and Wyplosz, p6.

والمواد الكيميائية والمفروشات والالات ومواد البناء والورق والتعدين وغيرها، لكن في نفس الوقت هناك صناعات سوف لن تتأثر كثيرا بهذا الركود بسبب حاجتها الماسة للمجتمع مثل الصناعات الدوائية والمواد الغذائية والتي تسمى بالصناعات المقاومة للركود (recession resistant).

2- خطر التضخم :

هناك تضخم طبيعي سنوي وهناك تضخم فوق الطبيعي.³⁶ وفي كل الاحوال مهما كان مقدار التضخم فلا بد ان يؤخذ بنظر الاعتبار في حالة تأثيره على الاستثمار المالي ، فمثلا الاستثمارات القصيرة الاجل مثل ادونات الخزينة سوف لن تتأثر كثيرا بالتضخم بينما سوف يؤثر على الاستثمارات الطويلة الاجل، اما اذا كان التضخم كبيرا جدا بحيث يصل الى حد التضخم الجامح (hyper inflation) فيميل المستثمرون حينها الى الملاجئ الامنة مثل الذهب والعقارات والعملات المستقرة .

3- خطر سعر الفائدة:

من الاخطار التقليدية والمؤثرة بشكل كبير في اسواق المال هو سعر الفائدة³⁷ ، حيث يقوم البنك المركزي برفع سعر الفائدة لكبح جماح التضخم والتي تنعكس اثارها على اسواق المال بحيث تؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم والسندات وخصوصا السندات المتوسطة والطويلة الاجل ، والسبب في ذلك هو لجوء المستثمرين الى ايداع اموالهم في حسابات التوفير لدى المصارف وعزوفهم عن الاستثمار في الاوراق المالية بسبب ارتفاع تكاليف الشركات المصدرة لتلك الاوراق مما يؤدي الى انخفاض ارباحها.

4 - مخاطر عدم التسديد (Default risk):³⁸

وهي من الاخطار التي يتعرض لها المستثمرون في اسواق المال وتحديدا من الشركات الغير حكومية ، فعند تعرض هذه الشركات (corporates) الى

³⁶ نفس المصدر السابق، ص6.
³⁷ Saunders, Tony and Cornett, Marcha Millon, Financial Markets and Institutions, USA, Published By McGraw-Hill, 2001, p45.

³⁸ نفس المصدر، ص45.

الاعسار المالي سوف تعزف عن دفع فوائد السندات وفي احيان اخرى قد يتعرض مبدا القرض الى عدم التسديد ايضا ، لذا ينصح بالتأكد من مركز الشركة المالي وقدرتها على التسديد قبل شراء اوراقها المالية.

5- الخطر السياسي:³⁹

هناك احداث يتعرض لها السوق المالي بحيث تعمل على تغيير توقعات المستثمرين ومنها الاحداث السياسية والعسكرية المحلية والعالمية والتي تؤثر على نفسية المستثمرين ، وفي بعض الاحيان تكون هذه الاحداث فجائية وسريعة بحيث تتأثر بها نفسية المستثمرين فتعمل على تغيير اتجاه السوق المالي ، فمثلا في عام 1987 صرح رئيس الجمهورية الايرانية في ذلك الحين وهو علي خامنئي بغلق مضيق هرمز ومنع ناقلات النفط من المرور وكانت اليابان في حينها تستورد اغلب نفطها من الخليج بحيث ادى هذا التصريح الى هبوط حاد في مؤشر نيكاي الرئيسي في اليابان ومن ثم تعاقب الهبوط في كثير من المؤشرات الدولية الاخرى بسبب ترابط هذه الاسواق فيما بينها وبسبب نفسية المستثمرين.

ثالثا: نظرية محفظة الاوراق المالية

لكي يتم الاستثمار في اسواق المال بصورة ناجحة وسليمة لابد حينها من اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى التي تعتمد على الاسس العلمية الصحيحة لاختيار الاصول الاستثمارية المناسبة وذلك عن طريق المزج او التوفيق بين الاوراق المالية لغرض التنويع بالاستثمار في اكثر من اصل واحد ذي مخاطرة والتي تستند على عناصر اساسية وهي⁴⁰ :

1- العائد المتوقع من المحفظة: بموجب هذه النظرية يتوقف حساب العائد المتوقع من كل ورقة مالية على نوعين من المعلومات وهي ، اولا تقديرات لعدة نواتج متوقعة لكل نوع من انواع الاوراق المالية وتقديرات لاحتمالات تحقق هذه النواتج ، وثانيا نسبة ما يستثمر في كل نوع من انواع الاوراق المالية .

³⁹ حمامي، عبد الكريم، اهم طرق الاستثمار في اسواق المال، حلب، فصلت للدراسات و النشر، 1999، ص180.

⁴⁰ العريبي،(مصدر سابق) ص73.

2- المخاطرة في المحفظة: هناك نوعين من المخاطر التي تواجه المحفظة الاستثمارية وهي المخاطر المنتظمة والتي تتعلق بعموم الاقتصاد مثل مخاطر سعر الفائدة وخطر التضخم والتي تسمى كذلك بالمخاطر السوقية والتي يمكن معرفتها بواسطة عدة مقاييس مثل بيتا والانحراف المعياري ومتوسط التباين وتعتبر بيتا من اهم هذه المقاييس وافضلها ، واما النوع الاخر فهي المخاطر الغير منتظمة او العشوائية والتي تؤثر فقط على الاستثمار وليس لها علاقة بالاقتصاد ككل ولا بالسوق المالي مثل كفاءة الادارة وتفضيلات المستهلكين واضرابات العمال والتي يمكن تخفيضها عن طريق تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة .

3- المحفظة الفعالة:تحدد المحفظة الفعالة في ضوء دراسة تاثير معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات في كل محفظة حيث يكون هناك حاجة الى ايجاد نقطة مثلى تسمى المحفظة المثلى وتمثل مزيجا من الاوراق المالية او النسب المثلى من الاستثمار التي تمد المستثمر باعلى معدل من العائد عند درجة معينة من الخطر ويتطلب تحديد واختيار المحفظة الفعالة للمستثمر على ما يلي:

ا - مرحلة تحديد الفرص الاستثمارية بهدف تحديد مجموعة من المحافظ الفعالة للمستثمر، ويتم تحليل الفرص الاستثمارية حسب درجة العائد والمخاطرة المتوقعة من كل فرصة ، ويتم ذلك بتحديد الاستثمارات التي يجب ادراجها في المحفظة ومن ثم تحديد نسبة الاستثمار ضمن المحفظة.

ب - تحديد العائد والمخاطرة للمحافظ الفعالة المختارة ، ويلاحظ ان هناك بعض الفرص الاستثمارية التي تحقق صفقة من العائد والمخاطرة افضل من بعض الفرص الاخرى ، فالاستثمار الذي يقدم درجة اعلى من العائد لنفس المخاطرة التي يتعرض لها غيره يعتبر مفضلا عليه ، وينحصر اختيار المستثمر في تلك المحافظ الفعالة المثالية.

ج - اختيار المحفظة الفعالة، حيث يقوم المستثمر باختيار المحفظة التي تلائم تفضيلاته الشخصية تبعا لميوله ودرجة المخاطرة التي يمكنه تحملها حيث نجد

انه يختار المحفظة التي تحقق له اقصى منفعة متوقعة.

رابعاً: مؤشرات جودة الاسهم في السوق المالي

هناك مؤشرات كثيرة لقياس جودة الاسهم في الاسواق المالية من اجل اختيار الاسهم ذات العوائد الجيدة والتي تتمتع شركاتها بمركز مالي جيد وسوف نقتصر على اهمها وكالاتي:

1- نصيب السهم من الربح الموزع (Cash dividend per share):

من المعلوم ان العوائد الناتجة من ملكية الاسهم في الغالب سوف لا توزع كلها على المالكين وانما سوف يتم الاحتفاظ بجزء منها على شكل ارباح محتجزة (retained profits) لغرض تزويد الشركة بالتمويل الاضافي وهي تعتبر احد مصادر تمويلها وتعتبر كذلك ضمن حقوق المساهمين والتي يترتب عليها ارباح مستقبلية، اما القسم المتبقي فيوزع على شكل ارباح موزعة (dividend) ، ان نسبة الارباح المحتجزة تختلف عن نسبة الارباح الموزعة فقد تزداد او تقل احداها عن الاخرى وهذا يتوقف في الغالب على فترة تاسيس الشركة، فالشركات الحديثة التاسيس تخصص نسبة كبيرة من الارباح المحتجزة على حساب الارباح الموزعة ، بل ان هناك بعض الشركات من لا يدفع ارباحا موزعة لعدة سنوات من تاريخ بدا تاسيسها حتى ترى بوادر نجاحها ، وتقل نسبة الارباح المحتجزة في الغالب في الشركات التي مضى على تاسيسها فترة زمنية طويلة نسبيا ، ولكي نحسب نصيب السهم من الربح الموزع والذي نرسم له (س) فاننا نقسم مجموع الارباح الموزعة على المساهمين والذي نرسم له (ص) على عدد الاسهم المصدرة (ع) وبالشكل الاتي:

(س=ص/ع)⁴¹ ، في الاستثمار الناجح يجب ان تكون قيمة س موجبة ، وتزداد هذه القيمة كلما ازاددة قيمة ص ، اما اذا كانت قيمة س سالبة او صفرا فيجب تجنب هكذا اسهم والتوجه نحو اسهم افضل جودة.

⁴¹ لطفي، التحليل المالي، مصدر سابق، ص525.

2- معدل العائد على السهم (yield per share):

وهو يشير الى العائد الذي يحصل عليه المساهم مقابل الاحتفاظ بالسهم ، وهو عبارة عن نصيب السهم من الربح الموزع مقسوما على سعر الاقفال للسهم في نهاية العام ، فاذا رمزنا لهذا العائد (س) والربح الموزع (ص) وسعر الاقفال (ع) فان المعادلة تكون $(س = ص/ع \times 100\%)$ ⁴² حيث تزداد قيمة س كلما ازداة قيمة ص او بانخفاض قيمة ع ، في حين تنخفض قيمة س بانخفاض قيمة ص او عند ارتفاع قيمة ع.

3- ربحية السهم الواحد (Earning per share):

ويقاس هذا المؤشر حصة او نصيب السهم الواحد من الفائض القابل للتوزيع (اوصافي الربح بعد الضرائب) ويتم استخراج ذلك المؤشر بقسمة صافي الربح السنوي بعد خصم الضريبة(وذلك سواء اكان هذا الربح موزع جزئيا على شكل كوبون او محتجز في شكل احتياطات وارباح مرحلة غير موزعة) على عدد الاسهم المكتتب بها ، وتجدر الاشارة الى انه يتعين استبعاد الحصص التي لا تخص المساهمين من صافي الربح مثل حصة العاملين ومكافآت مجلس الادارة واي حصص اخرى بحيث يقتصر الامر على الربح السنوي الموزع على المساهمين والمحتجز على شكل احتياطات وارباح محتجزة ، فاذا فرضنا الرمز (س) لمعدل العائد على السهم و(ص) الفائض المحتجز كاحتياطات و(ع) نصيب المساهمين و(د) عدد الاسهم المصدرة ، لذا فان شكل المعادلة سيكون $(س = ص + ع/د)$ ⁴³ ، ان س تزداد بزيادة ص او ع او بزيادة كليهما وتنخفض س بانخفاض ص او ع او بانخفاض كليهما.

4 - مضاعف او مكرر الارباح للاسهم (price earning ratio):

يعتبر هذا المؤشر من اهم المقاييس العالمية لاختبار القيمة الحقيقية للسهم في التداول حيث انه يحقق التكامل والترابط بين القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين وربحية السهم السنوي سواء اكان هذا الربح موزع جزئيا على شكل

⁴² نفس المصدر السابق، ص 526.

⁴³ نفس المصدر، ص 526.

كوبون او محتجز على شكل احتياطات او ارباح محتجزة . فهذا المؤشر يقيس او يوضح عدد مرات الارباح السنوية التي يمكن ان يشتريها سعر السهم ويعتبر ذلك المؤشر معيارا ملائما لتقرير ما اذا كان السهم قد حدثت مغالات في قيمته السوقية او على العكس حدث تخفيض فيها . ان ارتفاع ذلك المؤشر عن معدل الشركات المنتمية الى صناعة واحدة يعني اما ان السهم مغالى في تقييمه او ان ثقة السوق في مستقبل الشركة عالية والعكس صحيح ، ويتم استخراج ذلك المؤشر على اساس عدد مرات سعر السهم في السوق او سعر الاقفال في نهاية العام(او اي سعر خلال العام الى ربحية السهم الواحد) فاذا كان نصيب السهم من الربح الموزع يمثل (س) وسعر الاقفال في نهاية السنة(ص) وربحية السهم(ع) فان شكل المعادلة سيكون (س=ص/ع)⁴⁴ ، ان (س) هنا تتغير طرديا مع (ص) وعكسيا مع (ع) ، فتزداد (س) بزيادة (ص) او بانخفاض (ع) والعكس صحيح.

5- القيمة الدفترية للسهم(Book value per share):

توضح تلك القيمة نصيب السهم من حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية والتي يتم مقارنتها بقيمة السهم السوقية طبقا لتاريخ الاقفال ، علما بان حقوق المساهمين تشمل راس المال المدفوع والاحتياطات والارباح المرحلة مطروحا منها الخسائر وقيمة الاصول غير الملموسة ، فاذا رمزنا لنصيب السهم(س) وحقوق المساهمين(ص) والخسائر المرحلة (ع) وعدد الاسهم المصدرة (د) فان شكل المعادلة سيكون (س=ص-ع/د)⁴⁵، ان س هنا تزداد بزيادة ص وبانخفاض ع والعكس صحيح اي ان س تتغير طرديا مع ص وعكسيا مع ع.

⁴⁴ Vandyk, Charles, Financial Ratio Analysis, Canada, Trafford Publishing 2006, p149.

⁴⁵ لطفى، التحليل المالي، ص530.

المبحث السادس

صناديق الاستثمار المشتركة

ان الاستثمار في اسواق المال قد يأخذ الشكل المؤسسي والذي يشكل نسبته في الدول المتقدمة 90% او الشكل الفردي والذي يشكل نسبته في المنطقة العربية 90% (لاحظ ان النسبة معكوسة تماما) وهناك فرقا شاسعا بين الشكلين بحيث ان الاستثمار المؤسسي في الغالب يمتاز بالخبرة والتجربة وامكانية الحصول على المعلومات الضرورية وتوافر عدد كبير من المحللين بحيث يتفوق في عملياته الاستثمارية على الاستثمار الفردي. ان من اشهر اشكال الاستثمار المؤسسي هو صناديق الاستثمار المشتركة (mutual funds) ،حيث انتشرت هذه الصناديق خلال العقود الثلاثة الماضية وخاصة في التسعينات اذ استقطبت جزء اكبر من اموال المستثمرين في انحاء العالم وخاصة في الولايات المتحدة الامريكية واوروبا وشرق اسيا ، وبعد انهيار حائط برلين والاتحاد السوفيتي انتشرت سياسة السوق الحر في روسيا الاتحادية ودول اوروبا الشرقية وامريكا اللاتينية ودول شرق اسيا وغالبية دول الشرق الاوسط ، حيث قامت غالبية هذه البلدان بتخصيص شركات القطاع العام وبانشاء بورصات لتداول اسهم الشركات فامتصت رؤوس اموال الكثير من المستثمرين الذين وظفوا جزءا لا باس به من اموالهم في صناديق استثمار مشتركة ، ففي المملكة العربية السعودية مثلا قامت البنوك بتأسيس عدد كبير من صناديق الاستثمار المشتركة للتعامل بالاسهم المحلية والاجنبية والعملات وغيرها ، ولذا سوف نتناول شرح هذه الصناديق من حيث التعريف والانواع والمزايا.

اولا: تعريف صناديق الاستثمار

ان اي صندوق من صناديق الاستثمار المشتركة هو عبارة عن شكل من اشكال شركات الاستثمار التي انشأت في حينه في اوروبا وامريكا بهدف تجميع اموال صغار المستثمرين الافراد للحصول على راس مال كاف لتوظيفه في الاسواق

المالية⁴⁶ وهناك نوعين منها وهما :

1- صناديق الاستثمار المفتوحة (open- end investment funds).

2- صناديق الاستثمار المغلقة (closed- end investment funds).

يطلق على النوع الاول في الولايات المتحدة اسم (mutual funds)⁴⁷ بينما يطلق عليها في بريطانيا (unit trusts)⁴⁸، ان النوع الثاني اقدم بكثير من النوع الاول فقد انشأت اولى شركات الاستثمار المغلقة في بريطانيا عام 1860 في حين بدأت شركات الاستثمار المفتوحة العمل في الولايات المتحدة الامريكية عام 1934⁴⁹ . ومنذ ذلك الحين انتشر النوع الاول من صناديق الاستثمار المشتركة بشدة في العالم وتفوق من حيث العدد والاموال المستثمرة على النوع الثاني المغلق لسهولة الانضمام اليه وبسبب مزايا عديدة سنتعرف عليها لاحقا ، واما الفروقات التي تميز احداها عن الاخرى فهي كالاتي:

1- ان عدد اسهم اي صندوق من صناديق الاستثمار المغلقة ثابت في حين ان

عدد اسهم الصناديق المفتوحة متغيرا.

2- يسمح بتسجيل صناديق الاستثمار المغلقة بالبورصة وتداول اسهمها فيها في

حين لا يسمح بذلك للصناديق المفتوحة ويتم شراء هذه الاسهم مباشرة من

الصناديق وبيعها ايضا اليها.

3- لا يسمح لصناديق الاستثمار المغلقة بالترويج لاسهمها في وسائل الاعلام

المختلفة في حين يسمح بذلك للصناديق المفتوحة ، وهذا الذي ساعد هذا النوع

من الصناديق بالانتشار.

وسنقتصر في كلامنا القادم على صناديق الاستثمار المفتوحة بسبب انتشارها

واتساع نطاق العمل بها.

⁴⁶ حمامي، عبد الكريم، صناديق الاستثمار المشتركة، حلب، فصلت للدراسات والنشر، 2000 ، ص11.

⁴⁷ Collin, peter, dictionary of business, third edition, great Britain 2001, p258.

⁴⁸ نفس المصدر السابق ص258.

⁴⁹ حمامي ، عبد الكريم ، صناديق الاستثمار المشتركة، حلب، الناشر فصلت للدراسات والنشر والترجمة، 2000، ص11.

ثانيا: انواع صناديق الاستثمار

تقسم صناديق الاستثمار الى انواع طبقا لمعايير مختلفة وهي كالاتي:⁵⁰

1- تقسيم صناديق الاستثمار طبقا لاداة الاستثمار وهي

ا- صناديق استثمار للاسهم (stock mutual funds):

وهي صناديق استثمار هدفها توظيف اموالها في اسهم الشركات وهذا النوع من الصناديق هو الاكثر انتشارا ويشكل الجزء الاكبر من مجمل صناديق الاستثمار في العالم والتي تبلغ 57%.⁵¹ وهي تقسم كذلك الى ثلاث فئات طبقا لنوع الاسهم وللسياسة الاستثمارية المتبعة لكل منها وهي صناديق الاستثمار المجازفة (aggressive) التي تستثمر في اسهم النمو (growth stocks) والثانية صناديق الاستثمار الغير مجازفة التي لا تتبع سياسات استثمارية مجازفة كالسابقة التي تستثمر في اسهم النمو والثالثة صناديق الاستثمار التي تستثمر في اسهم الدخل (income stocks)

ب - صناديق استثمار للسندات (bonds mutual funds):

وهي صناديق مخصصة للاستثمار في السندات الحكومية او سندات الشركات والتي تشكل 12%⁵² من مجمل صناديق الاستثمار في العالم.

ج - صناديق استثمار للاسواق النقدية (money market funds):

وهي تلك الصناديق التي تستثمر في الادوات المالية القصيرة الاجل والتي تشكل 27%⁵³ من مجمل صناديق الاستثمار في العالم.

د - صناديق استثمار للاسهم والسندات (hybrid mutual funds):

وهي صناديق ذات محافظ استثمارية مشكلة من الاسهم والسندات وان كانت نسبتها قليلة قياسا بالصناديق السابقة.

ه - صناديق استثمار متخصصة (specialized mutual funds):

وهي تلك الصناديق التي تتخصص بنوع معين من الاستثمارات مثل صناديق

⁵⁰ للاطلاع على هكذا انواع من الصناديق يراجع الموقع الالكتروني لكل من صناديق الاستثمار الاسلامية السعودي وبنك بوست النرويجي.
⁵¹ Mishkin, Frederic, and Eakins, Stanley, financial markets and institutions, fourth edition, USA, 2003, p584.
⁵² نفس المصدر السابق، ص584.
⁵³ نفس المصدر، 584.

الاستثمار في العملات او صناديق الاستثمار في المعادن الثمينة او استثمار في قطاعات اقتصادية معينة.

2- تقسيم صناديق الاستثمار طبقا لرسوم البيع (sales load) التي يتقاضاها الصندوق من المستثمر الذي يود الانضمام لديه وهي

ا - صناديق خالية من رسوم البيع (no-load funds):

وهي تشكل عامل جذب لبعض المستثمرين بسبب انخفاض كلفة الاستثمار فيها.

ب - صناديق ذات رسوم بيع (load funds):

وتكون هذه الرسوم على نوعين فمنها ما يقتطع هذه الرسوم لدى الشراء

(front-end-load funds) ومنها من يؤجلها عند انسحاب المستثمر من

الصندوق (back-end-load funds)

3 تقسيم صناديق الاستثمار جغرافيا الى

ا- صناديق استثمار وطنية (national funds):

يستثمر هذا النوع من الصناديق في الادوات المالية ذات الاصدار الوطني اي

التي تم اصدارها من قبل بلد الصندوق ولا يتعدى الى ما وراء ذلك.

ب - صناديق استثمار عالمية (international funds):

وهي تلك الصناديق التي تستثمر اموالها في وسائل استثمارية من شتى انحاء

العالم مستفيدة بذلك من استراتيجية التنويع.

4- تقسيم صناديق الاستثمار حسب موقع تاسيسها الى

ا- صناديق استثمار منشأة في الداخل (onshore funds):

هناك صناديق استثمارية تنشأ في داخل البلد ، والتي تتحمل بعضها ضرائب

عالية قد تصل الى 30%.

ب - صناديق استثمار منشأة في الخارج (offshore):

هناك بعض الصناديق الاستثمارية قد تنشأ صناديقها في بعض المناطق الخالية

من الضرائب مثل مناطق هونغ كونغ او جزر القنال او جزيرة برمودة او

جزيرة مان ، لغرض الاستفادة من الاعفاءات الضريبية ، اذ تعتبر ملاجئ من

الضرائب (tax shelter).

5- تقسيم صناديق الاستثمار طبقاً لتخصصها القطاعي الى

ا- صناديق استثمار متخصصة (sector funds):

وهي تلك الصناديق التي تستثمر في قطاعات معينة.

ب - صناديق استثمار عامة (general funds):

وهي تلك الصناديق التي تنوع استثماراتها بشكل كبير من مختلف القطاعات

مستخدمة استراتيجية التنوع (diversification) ، ومثل هكذا صناديق تمتاز

بمعرفة باقتصاديات العالم بسبب ما تمتلكه من عدد كبير من الخبراء .

ثالثاً: مزايا صناديق الاستثمار المشتركة

هناك مزايا توفرها صناديق الاستثمار المشتركة بالنسبة للاستثمار

الفردى (individual investment) وهي⁵⁴:

1- تضمن صناديق الاستثمار مستوى قويا من التنوع ، فبالنسبة لصناديق

الاسهم يتم توظيف اموال الصندوق باسم عدد كبير من الشركات وقد يكون

من قطاعات اقتصادية مختلفة ، الامر الذي لا يستطيع الفرد القيام به بمفرده.

2- يتم ادارة الصندوق من قبل ادارة استثمار محترفة وبتكاليف ضئيلة ، الامر

الذي لا يستطيع تامينه المستثمر الفردي.

3- يتلقى المستثمر وبشكل مستمر ومنتظم من ادارة الصندوق تقارير كل ستة

اشهر تبين فيها الوضع المالي ومدى نجاح استثماراته في الفترة الماضية

وتوقعاته المستقبلية ، ويتم تدقيق التقرير المالي السنوي من قبل محاسب قانوني

مستقل يتوجب على ادارة الصندوق تعيينه حسب القوانين السارية.

4- ترسل ادارة الصندوق لكل مستثمر باستمرار اشعارات (statements)

بقيمة حصة المستثمر في الصندوق (investors holding) وعدد الاسهم التي

يملكها وقيمة السهم الواحد واية ارباح يتم توزيعها او اية صفقات يقوم بها

المستثمر من بيع لجزء من اسهمه في الصندوق او من شراء اسهم اضافية فيه ،

⁵⁴صناديق الاستثمار المشتركة، (مصدر سابق)، ص19.

ان هذه الاشعارات تمثل مستندات مهمة تساعد المستثمر على تتبع استثماراته في الصندوق وعلى حساب ما يترتب عليه من ضرائب ان وجدت بشكل سهل وواضح.

5- تقوم غالبية الصناديق بتوفير خدمات عديدة لمستثمريها ، منها على سبيل المثال امكانية استثمار الربح الموزع من قبل الصندوق بشكل ذاتي عن طريق اعادة استثماره في الصندوق بشراء اسهم اضافية ، وكذلك امكانية سحب مبلغ بشكل منتظم من الصندوق عن طريق بيع عدد من الاسهم لتوفير المبالغ المراد سحبها بانتظام من قبل المستثمر، بالاضافة الى خدمات مالية اخرى.

الفصل الثاني

السوق المالي المصري

يعتبر السوق المالي المصري من اكثر الاسواق تطورا في المنطقة العربية، وهو يعتبر من الاسواق الناشئة على مستوى العالم بسبب مروره عبر مراحل وادوار من التطور الاقتصادي قد افرزت خبرة تراكمية جديرة للاستفادة منها عبر مقارنتها بموضوع بحثنا حول السوق المالي العراقي ، وذلك لتشابه الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي مر بها البلدين ، بحيث يجعلهما جديرين بالمقارنة ومن ثم الخروج بالنتائج التي يمكن من خلالها معرفة الادوات والوسائل الناجعة التي ادت الى تطوير السوق المالي المصري والتي يمكن من خلالها العمل على تطوير السوق المالي العراقي .

ان السوق المالي المصري قد قام بقفزات نوعية تثبتتها الارقام والوقائع المنشورة والتي تبين حجم الشركات المشاركة في السوق وحجم التداول وحجم السيولة ودور السوق في جذب الرساميل المحلية والاجنبية وانواع الادوات المالية المتداولة وحجم الاستثمار المؤسسي وتأثير السوق على القطاع المالي في مصر وتأثير السوق بالتالي في الاقتصاد القومي . ان الادوار التي قطعها السوق المالي المصري في سبيل الوصول الى هذه النتيجة لم تاتي من فراغ وانما جاءت نتيجة لمراحل تطويرية واصلاحية قطعتها مصر في سبيل تطوير السوق المالي ورفع درجة كفاءته وتأثيره على الاقتصاد المصري ليشكل دعامة مهمة في ردف عملية التنمية والتحديث في مصر . كانت الخبرة والارادة المصريتين والدعم الخارجي الدولي المتمثل في الصندوق الدولي لهما اثران كبيران في تخطيط وتنفيذ الاصلاح المالي في مصر والتي اتضحت اثارها على القطاع المالي ومن ثم على السوق المالي والتي سوف نقوم بعرضها في هذا الفصل . ولكي نبين خطوات تلك الاصلاحات والنتائج المنبثقة عنها والمراحل التي قطعتها مصر واثارها على الاقتصاد المصري عموما وعلى السوق المالي خصوصا فسوف نقسم هذا الفصل الى عدة مباحث يتناول كل منها مرحلة من

مراحل الاصلاح والتطوير، اذ يتناول الفصل الاول النظرة العامة حول
الاقتصاد المصري، والثاني يتناول الاصلاح المالي في مصر، والثالث يتناول
تأثير الاصلاحات المالية على السوق المالي المصري، والرابع يتناول تحليل
السوق المالي، واخيرا يتناول المبحث الخامس الهيكل الادراي والتنظيمي للسوق
المالي.

المبحث الاول

نظرة عامة حول الاقتصاد المصري

قبل التحدث عن اسواق المال نود التعرف على طبيعة الاقتصاد المصري من حيث طبيعة توجه هذا الاقتصاد والملامح الرئيسية التي تميزه والمراحل التي قطعها خلال تاريخه المعاصر واخيرا ابرز سلبياته التي دعت الى اجراء عمليات الاصلاح المالي والتي ساعدت في تطوير السوق المالي في مصر.

اولا: طبيعة الاقتصاد المصري

تنتمي مصر من حيث درجة تطورها الاقتصادي الى منظومة الدول النامية (developing countries) والتي تمتاز بالتطور النسبي في المنطقة العربية والتي مرت عبر تاريخها المعاصر بمراحل من التغير والتطور الاقتصادي من حيث مستوى التنظيم والاداء ومن حيث طبيعة التوجه . ففي مطلع القرن العشرين كان منحى الاقتصاد المصري نحو اقتصاد السوق وكان الانتاج الزراعي ابرز ما يميز هذا الاقتصاد وكان انتاج القطن يقف على راس هذا الانتاج ويشكل ابرز صادراته الرئيسية وكانت هناك بعض الصناعات البسيطة والتي تقف على راسها صناعة المنسوجات وكان الاستثمار الاجنبي له دورا واضحا في ذلك الاقتصاد ، فمن قطاع الصيرفة والتمويل الى قطاعي النقل والتجارة الخارجية.⁵⁵ كان الاقتصاد المصري يتمتع بالقدرة على المرونة والمنافسة المحلية والاقليمية في المنطقة العربية بسبب اتباعه منهج الاقتصاد الحر لكن سرعان ما قد تغير الى اسلوب الاقتصاد المركزي والمخطط بسبب اتباعه منهج الاقتصاد الاشتراكي وذلك في مطلع الستينات حيث قام بعمليات التاميم الواسعة وقام بالحاق اغلب فروع القطاعات الانتاجية والخدمية الى ملكية الدولة وربطها بادارة موحدة هي ادارة الدولة حيث تدار مركزيا وذلك وفقا للمنهج الاشتراكي ، واستمر هذا الحال الى نهايات السبعينات حتى بدأت عملية

⁵⁵ Wilson , Rodney , economic development in the middle east , great Britain by TJ press 1995, p97.

الانفتاح الاقتصادي وبدايات التوجه نحو الاقتصاد الحر مرة اخرى والتي تكلفت بعمليات الخصخصة (privatization) الواسعة في التسعينات ، وفتح ابواب مصر على مصراعيها امام الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر.⁵⁶ الامر الذي ادى الى سريان الاستثمار الاجنبي الى مصر والتي هي بامس الحاجة اليه بسبب ضعف مصادر التمويل المحلي وبسبب حاجتها الماسة اليه لغرض دعم عملية التنمية المحلية ورفد الاقتصاد المصري عبر هذا النوع من التمويل.

ثانيا: تطور السوق المالي المصري

ان السوق المالي المصري يعتبر من الاسواق العريقة في العالم العربي ، حيث يرتبط تاريخ تاسيسه بتاريخ تاسيس قناة السويس فقد تاسس هذا السوق في عام 1864⁵⁷ وكان يحمل اسم سوق القاهرة للاوراق المالية (the cairo stock exchange) وكانت في طليعة الشركات المدرجة والمتداولة اسهمها في هذا السوق هي المصارف التجارية وشركات الاستثمار وشركات النقل ، وكانت غالبية ملكية هذه الشركات عائدة لراس المال الاجنبي بسبب ضعف التمويل المحلي وبسبب توافر الخبرة والامكانيات لدى المستثمر الاجنبي ، وتعد بورصتا القاهرة والاسكندرية هو الاسم الرسمي لنظام سوق الاوراق المالية في مصر. وتاريخيا انشأت بورصتي القاهرة والاسكندرية في مدينتين مختلفتين لخدمة احتياجات سوقين مختلفتين ، فقد انشأت سوق الاسكندرية اساسا لخدمة حاجات شركات ومؤسسات القطن الغنية التي قامت وازدهرت منذ منتصف الخمسينات في القرن التاسع عشر . وهكذا استمر العمل في السوق المالي المصري حتى جذب الكثير من رؤوس الاموال الاجنبية ، لدرجة انه قام بجذب رؤوس اموال كثيرة كانت مستثمرة في اسواق مالية اوروبية واسيوية⁵⁸ . وقد وصل الى اوج عظمته في فترة الثلاثينات ، لكن في الفترة الواقعة بين عامي 1952 و1956 تعرض السوق الى تراجع حاد بسبب هروب رؤوس الاموال (flight of

⁵⁶ عيد الغفار ، هناء ، الاستثمار الاجنبي المباشر والتجارة الدولية ، بغداد، بيت الحكمة ، 2002 ، ص13.

⁵⁷ Wilson , p96

⁵⁸ Wilson, p 97.

(capital) الى الخارج نتيجة للاضطرابات السياسية والعسكرية التي عاشتها مصر، وفي اعقاب هذه الفترة تم تجميد نشاطات السوق اثر عمليات التاميم (nationalization) الواسعة للاقتصاد المصري ، وفي اواسط السبعينات اتبعت مصر سياسة الانفتاح الاقتصادي (open door policy) حتى عادت الى فتح الابواب لدخول الاستثمارات الاجنبية وعملت على دعم وتشجيع القطاع الخاص المحلي حتى تم احياء السوق المالي المصري من جديد في عام 1980 واستمر العمل فيه بالازدهار حتى وصل عدد الشركات المسجلة فيه الى 582 شركة في عام 1991 وفي رسمة (capitalization) سوقية وصلت الى 907 مليون دولار.⁵⁹

ثالثا: صعوبات ومشاكل الاقتصاد المصري

كانت هناك مشاكل يعاني منها الاقتصاد المصري وكانت تؤثر على القطاع المالي وتعيق عملية الاستثمار المحلي والاجنبي ، واذا ما ارادت مصر ان تنهض باقتصادها نحو عملية تنموية شاملة فلا بد ان تعرف مكامن الضعف في اقتصادها واين تكمن مواطن الاعاقة لحركة الاستثمار والتنمية في مصر. وهكذا استمرت مصر في عملية البحث والدراسة حتى اظهرت الارقام والمؤشرات الدالة على المواطن السلبية في الاقتصاد المصري والتي تعيق حركة الاستثمار والتنمية والتي ابرزها وجود ارتفاع كبير في عجز الموازنة العامة ، وارتفاع معدل البطالة ، وتباطئ معدلات النمو الاقتصادي ، وازدياد استعمال الدولار (dolarization) في المعاملات الداخلية ، ووجود سعر فائدة حقيقي سلبي قد انعكس سلبا على المدخرات، ونظام اسعار صرف معقدة.

والفقرات الاتية توضح اهم تلك السلبيات ذات التماس المباشر في القطاع المالي.

⁵⁹ Wilson , p 97.

1- عجز الموازنة العامة:

ان العجز المزمع في الموازنة العامة والذي ادى الى اتباع سياسات خاطئة لتغطية هذا العجز عن طريق طلب القروض الخارجية ومن ثم تفاقم اعباء هذه القروض ، ادى الى معرفة اسباب هذا العجز المتفاقم والذي كان من ابرز اسبابه زيادة الانفاق العام بفعل تزايد دور الدولة في النشاط الاقتصادي من ناحية والتزام الدولة بمسؤولية التوظيف وتوفير فرص العمل والحفاظ على مستوى الاجور، الامر الذي كان مساهما لمستوى الاسعار من ناحية اخرى ، فضلا عن تأثير التوسع في الانفاق العسكري وطريقة تمويل العجز المتزايد في الموازنة العامة للدولة من اقتراض مصرفي واصدار نقدي ومنح التسهيلات الائتمانية بصفة خاصة.

2- هيكل تمويل الموازنة العامة:

ان اي موازنة عامة تحتوي عادة على جانبين ، الاول جانب الايرادات والتي تبين مصادر تمويل الميزانية العامة والجانب الاخر وهو جانب النفقات والتي تبين طرق صرف هذه الايرادات ، فالعجز يحدث عند زيادة النفقات عن الايرادات ، ولحل مشكلة العجز يتم اما بتخفيض النفقات او بزيادة الايرادات . في ضوء المذكور اعلاه كان تمويل العجز في مصر يستند الى الجهاز المصرفي من خلال اصدارات نقدية متتالية في مقابل سندات حكومية تصدرها الحكومة لصالح البنك المركزي وباسعار فائدة متدنية تبعا للحاجة المستمرة لمواجهة العجز المتواصل في الموازنة العامة ، اذ اخذ البنك المركزي على عاتقه عملية الاصدار النقدي المتتالي ولم ينجم عن هذا الاسلوب في التمويل اي دفع باتجاه تقليص العجز وذلك بفعل انخفاض كلفة التمويل ، وعليه فان هيكل تمويل عجز الموازنة خلال عقد الثمانينات ارتكز على نحو مباشر على الجهاز المصرفي وعلى التمويل الخارجي في حين انه افتقر الى التمويل من الاوعية الادخارية المحلية الحقيقية.

3- السياسة السعرية:

من المعلوم ان مصر كانت تنتهج سياسة التسعير الاجتماعي فالدولة كانت تقدم دعما ماليا لوحدات القطاع الصناعي حتى تتمكن من بيع منتجاتها باسعار تقل عن الكلفة الحقيقية وذلك لاعتبارات اجتماعية ، وقد ادت سياسة التسعير هذه والتي كانت متبعة منذ فترة الستينات الى فقدان المنتجات الصناعية في مصر الميزة النسبية لهذا القطاع الصناعي الذي عملت الدولة الى تحوله الى قطاع عام في الستينات الامر الذي ادى الى حدوث اختلالات كبيرة عانى منها القطاع الانتاجي وكان لها انعكاسات مباشرة على عجز الموازنة العامة واستمراره، وخلال فترة السبعينات وحتى نهاية الثمانينات كان تراجع القطاع العام في ظل اتساع نطاق سياسات الانفتاح الاقتصادي يزداد ، اذ تراجعت الاستثمارات الموجه له وتم تنمية القطاعات الخدمية وتوجيه الاستثمارات لها على حساب القطاع الصناعي الانتاجي ، ونجمت مشاكل عديدة في ظل القيود السعرية التي كانت تفرضها الدولة انذاك وكان لهذه السياسة اثر مباشر وغير مباشر على كفاءة اداء القطاع العام وقدرته على توليد الارباح واستتبع ذلك تراجعا في القيمة المضافة تبعا لتراجع الاستثمارات الحكومية والعائد عليها ومن ثم تناقص حجم التراكم الراسمالي الذي يشكل عاملا مهما في زيادة حجم الاستثمارات المحلية.

المبحث الثاني الاصلاح المالي في الاقتصاد المصري

بسبب ما ذكرنا من عوامل سلبية للاقتصاد المصري وما افرزته من نتائج سلبية على المستويين الاقتصادي والاجتماعي فان دواعي الاصلاح المالي كانت ضرورية في سبيل النهوض بالاقتصاد المصري نحو التنمية الاقتصادية الشاملة عن طريق وضع الخطط والبرامج الاصلاحية وبالتعاون مع صندوق النقد الدولي وكان من اهم ما اشتمل عليه البرنامج الاصلاحى والذي ابتدا تنفيذه في عام 1991 هو الاتي:

اولا: اصلاح هيكل النفقات العامة

قامت مصر في اطار اجراءات الاصلاح المالي اتباعها لسياسة مالية منضبطة هدفت الى التحكم في الانفاق الحكومي وسعت الى المحافظة على الاستقرار المالي وقد نجحت مصر في مجال خفض الانفاق وبصورة خاصة نفقات الاستهلاك الحكومي تماشيا مع سياسة تقليص الدور الحكومي في الاقتصاد مقابل تفعيل دور القطاع الخاص ، بالاضافة الى ذلك فقد تم ترشيد الاستهلاك الحكومي وعلى وجه الخصوص ما يتعلق بجوانب الاستيراد من السلع الاستهلاكية وخفض اعانات الدعم المقدم للسلع والمواد التموينية الاساسية ، اذ تم ازالة جزء كبير من الدعم الحكومي لاستعادة تكاليف بعض الخدمات التي كانت تقدمها الدولة ، فقد اشار تقرير لجنة الشؤون المالية والاقتصادية لمجلس شورى الدولة ، من ان دعم السلع التموينية يمثل ثلث عجز الموازنة العامة وان تسعير الحاصلات الزراعية لا تمثل تكلفة الانتاج وان الشركات الزراعية تحصل على دعم وتخسر.⁶⁰ وبناء على ذلك يتبين ان جوهر الاصلاح المالي تبلور في ترشيد الانفاق العام وتحقيق اعادة هيكله للنفقات العامة عن طريق

⁶⁰ عبد العزيز ، اكرام ، الاصلاح المالي ، بغداد، نشر بيت الحكمة ، 2002 ، ص94.

تحجيم الدعم الحكومي وتقليص متطلبات الادارة الحكومية الى جانب تحديد مسار الانفاق الراسمالي في مشاريع البنية الاساسية.

ثانيا: اصلاح هيكل الايرادات العامة

ضمن نطاق الاجراءات المتخذة لتضييق عجز الموازنة العامة وتنويع مصادر تمويله والعمل على تزايدها ، دابة الحكومة المصرية على التوسع في الحصيلة الايرادية وتنويع مصادرها فمن نتائج تلك الاصلاحات ان قفزت قيمة الايرادات الجارية من 33067 مليون جنيه مصري في عام 1991 الى 67332 مليون جنيه في عام 1997 اي بزيادة قدرها 71% من الايرادات العامة و 23% من الناتج المحلي الاجمالي⁶¹ . وهذا يعبر عن نجاعة الاصلاحات المالية التي تبنتها مصر فبالاضافة الى تنمية مواردها من قطاعاتها وهيئاتها الاقتصادية المتمثلة بقطاع السياحة ودخول الهيئة العامة للبترول وقناة السويس والبنك المركزي والرسوم من النقد الاجنبي فقد اتجهت مصر الى تطوير نظامها الضريبي بحيث ارتكزت على اوعية ضريبية اكثر استقرارا واكثر تنوعا مع اصدار تشريعات وقوانين لخلق نظام ضريبي منضبط مثل معالجة عمليات التهرب الضريبي وتوسيع الية منح الائتمان الى الافراد والشركات بالشكل الذي يرتبط بالتوازن مع فرض ضرائب على الدخل الفردي ودخول الشركات وكذلك تحويل ضريبة المبيعات الى ضريبة القيمة المضافة على مستوى التجزئة بحيث شكلت حصيلة الايرادات الضريبية الجزء الاكبر لتمويل الميزانية العامة في مصر اذ شكلت 65%⁶² في المتوسط من اجمالي الايرادات الجارية الامر الذي يوضح اهمية الضرائب في الاقتصاد القومي.

ثالثا: اصلاح هيكل تمويل الموازنة العامة

ان السياسة التمويلية تغيرت كليا بعد بدا برنامج الاصلاح لعام 1991، حيث ارتكزت على ضرورة ايجاد نوع من التنسيق بين السلطات النقدية والمالية بشأن تقدير واحتواء العجز المالي في الموازنة ، حيث لجأت مصر في ظل ذلك الى

⁶¹ نفس المصدر ، ص95.

⁶² نفس المصدر ، ص65.

تمويل عجزها المالي بانشاء سوق لسندات الخزينة ورفع الفوائد على تلك السندات الى مستويات تتناسب مع المعدلات العالمية ، وقد ساعد ذلك على تحويل بعض الودائع المقومة بالدولار الى ودائع بالجنه المصري ، الامر الذي ادى الى تعزيز الاحتياطي من العملات الاجنبية ، اضافة الى ذلك تزايد حجم التدفق العكسي للتمويل الخارجي طوال سنوات الاصلاح ، مما يعكس وجود تحسن في امكانية مصر على تسديد الالتزامات الخارجية من قروض واستهلاكات الدين في ظل اجراءات الاصلاح ، الا ان ذلك لا يعني اغفال الدور الكبير والرئيسي لعمليات الشطب والالغاء للمتعلقات الخارجية التي تخص مصر في ظل الاتفاقات مع الصندوق والبنك الدوليين ، كما لا بد ان نشير الى دور اذونات الخزينة في تمويل العجز الحاصل في الميزانية العامة وذلك عن طريق اجراء المزادات لها والتي يشارك فيها كل من الافراد والشركات. ان سياسة تمويل العجز الكلي للموازنة قد اتجهت نحو الاعتماد المتزايد على الموارد المحلية وعدم اللجوء الى الاقتراض الخارجي الا في اضيق الحدود وللاغراض الاستثمارية فقط مما انعكس على تحسن مؤشر عجز الموازنة العامة .

رابعاً: اصلاح السياسة السعرية

ان اصلاح السياسة السعرية كانت من العوامل المهمة في برنامج الاصلاح المالي ، وذلك لان هذه السياسة لم تكن تخضع لاعتبارات اقتصادية صرفة وانما تخضع لاعتبارات اجتماعية بحتة ، الامر الذي ادى الى ظهور مشاكل عديدة، منها انخفاض مستوى الانتاج والانتاجية وانخفاض مستوى جودة المنتجات ومن ثم انخفاض القدرة على التصدير بفعل ضعف القدرة التنافسية ، وبسبب تلك السياسة ادت الى ظهور الكثير من العيوب في المنتجات المصرية ، كما ادت سياسة التسعير الى انعدام روح المنافسة بين الصناعات المتشابهة ، فالدولة هي المحتكر والمنتج الوحيد والشعب هو المستهلك الرئيسي لها وبذلك قد تلاشت الميزة النسبية للصناعة المصرية. وبسبب تلك العوامل تبنت مصر خطوات

الإصلاح السعرية عن طريق اعتماد اجراءات متنوعة لتحرير اسعار سلع القطاع العام وخدماته بما يفضي الى الغاء التشوهات في الاسعار اذ لجأت مصر الى رفع اسعار الطاقة الكهربائية والغت القيود على اسعار المحاصيل الزراعية والقيود على كميات الانتاج والتسويق الزراعي كما قلصت الدعم المتعلق بالاعلاف والاسمدة وعدلت من تعريفه النقل العام بما يكفل خضوعها للمراجعة باستمرار لتغطية التكاليف المباشرة.

خامسا: اصلاح السياسة التجارية

طرا تحسن كبير على الاقتصاد تبعا لتزايد نطاق تحرير التجارة الخارجية مما كان له دور في زيادة القدرة التنافسية لسعر الصرف للجنيه المصري وازالة القيود على الاستثمارات وتحرير الاسعار ، لقد كانت تحرير التجارة الخارجية احد المحاور الرئيسية لسياسة الإصلاح المالي والاقتصادي في مصر اذ ان فلسفتها قامت على السعي لتحقيق التوازن المالي الداخلي والخارجي والتوسع في تطبيق اليات السوق وزيادة مساهمة القطاع الخاص واستندت اجراءات تحرير التجارة على عناصر عدة اهمها⁶³ :

- 1- توحيد وتحرير سعر الصرف ليحدد على وفق الية السوق وذلك بهدف اظهار تكاليف الصادرات والواردات في صورتها الحقيقية وبالتالي زيادة الحافز على التصدير والمساهمة في الحد من الواردات.
- 2- اعادة هيكلة التعريفه الكمركية كاداة من ادوات ادارة الواردات وحماية المنتج المحلي وذلك بمراعاة عدم المغالات في التعريفه للحد من اثارها السلبية على اسعار الواردات الاستهلاكية والانتاجية وبالتالي المستوى العام للاسعار المحلية فضلا عن المنافسة المراد تحقيقها ، وقد تم تخفيض التعريفه بما يتماشى مع بنود اتفاقية الجات.
- 3- الالغاء التدريجي للقيود غير الكمركية على الواردات.
- 4- تبسيط اجراءات الاستيراد والتصدير من حيث الغاء شرط فتح الاعتماد

⁶³ نفس المصدر ، ص 121.

المستندي والزام المستوردين بدفع مقدم نقدي فضلا عن الغاء معظم القيود الكمركية مثل الحظر وحصص التصدير والموافقات السابقة.

سادسا: اصلاح سياسة الاستثمار

اولت الحكومة المصرية اهمية للاستثمار الاجنبي المباشر خلال عقد التسعينات في توفير استثمارات طويلة الاجل وفي توفير التكنولوجيا والمساهمة في النمو الاقتصادي واعتمدت سياسات مشجعة للاستثمار شملت اصدار قانون الاستثمار رقم 230 لعام 1989 الذي لعب دورا رئيسيا في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر وغيره وينطبق القانون المذكور على رؤوس الاموال العربية والاجنبية وبموجب القانون اعلاه يجوز تحويل الملكية بنسبة 100% لغير المصريين كما يمكن لمشاريع الاستثمار الاجنبي التمتع باعفاءات واسعة ، اذ اعفيت مشاريع الاستثمار الاجنبي من ضريبة الارباح الصناعية والتجارية وضريبة الشركات وضريبة راس المال المنقول والضريبة العامة على الدخل وضريبة الدمغة النسبية ورسوم الطوابع ورسوم التوثيق والاطار، وتعفى هذه المشاريع من الضرائب والرسوم اذا كانت نسبة المكونات المحلية في كل عوامل الانتاج تتجاوز 60%، كما اجاز القانون المذكور الحق للمستثمرين في فتح حسابات بالعملات الاجنبية واستيراد ما يحتاجونه لغرض الاستثمار ويحق للمستثمرين الاجانب تصدير منتجاتهم وتحويل الارباح وراس المال واجاز دخول وخروج الاموال العينية وقد منع القانون تحويل اكثر من 50% من دخل الموظفين والخبراء غير المصريين للخارج الى جانب ذلك فقد اعفى القانون هذه الشريحة من الضريبة العامة على الدخل اذا لم يتجاوز عملها سنة واحدة متصلة.

سابعا: اصلاح سياسة سعر الصرف

استهدف الاصلاح في هذا الجانب تحسين حالة سعر الصرف بما يخدم جوانب شتى بما فيها عملية استقطاب تحويلات العاملين والنفقات السياحية ، وكجزء من خطة اصلاح شامل تم اقامة سوق حرة للصرف الاجنبي لمعاملات الحساب الجاري في عام 1991 وحل سعر صرف موحد محل اسعار الصرف السائدة

الآخري جميعها وفي عام 1994 تم تحرير سوق الصرف الاجنبي بشكل اكبر عن طريق تخفيض القيود على حساب راس المال وشهد العام ذاته صدور قانون ينظم التعاملات بالعملة الاجنبية من حيث شراء العملات الاجنبية بحرية وتحويلها للخارج كما وامكن وضع معدلات للصرف الاجنبي وفقا لقوى السوق وقد شهد العام 1995 صدور لائحة تنفيذية لقانون النقد الاجنبي رقم 38 لسنة 1994 والذي عد بمثابة نقطة تحول جذرية في نظام الصرف الاجنبي في مصر وبموجبه تم التحرير الكامل للمعاملات مع العالم الخارجي كافة وذلك في ظل مواصلة البنك المركزي المصري لسياسة التعويم المدار لاسعار صرف الجنيه المصري.

المبحث الثالث

تأثير الإصلاحات المالية في سوق المال المصري

لقد لعبت الإصلاحات المالية دورا كبيرا في تنشيط سوق المال المصري عبر السياسات المالية والاقتصادية الواقعية التي تبنتها مصر بما يتماشى مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية والتي افرزت تغيرا ملحوظا على صعيد القطاع المالي عموما والسوق المالي خصوصا ، بحيث جعلت من السوق المالي المصري من اكبر الاسواق المالية الرائدة في المنطقة العربية ومن اكبر الاسواق الصاعدة في العالم.⁶⁴ فبالإضافة الى خلق المناخ الاستثماري التي وفرتها العوامل الإصلاحية المذكورة انفا من تحرير اسعار الصرف ورفع القيود عن اسعار السلع والخدمات المنتجة وخضوعها الى تفاعلات قوى العرض والطلب في السوق ورفع سيطرة الدولة على الاقتصاد ووجود جهاز رقابي واشرافي اكثر فاعلية على الجهاز المصرفي المصري بالشكل الذي يدعم ويقوي الإصلاحات المالية ، فقد خطت مصر خطوات حثيثة باتجاه تكملة الإصلاحات المالية ، اذ عززتها بخطوة مهمة جدا على صعيد دعم وخلق سوق مالي ناجح الا وهي الخصخصة والتي سوف نفردها لها فقرة خاصة لتوضيح اهميتها على صعيد نجاح السوق.

اولا: الخصخصة ودورها في تنمية سوق المال المصري

لقد اعتمدت استراتيجية الحكومة المصرية في تنفيذ برامج الخصخصة على ثلاث محاور رئيسية تتمثل في تشجيع المنافسة ، ودفع شركات قطاع الاعمال العام للعمل في سوق مفتوحة ، وتحفيز المواطنين على المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية من خلال طرح الاسهم والاصول للبيع والاستفادة من خبرات القطاع الخاص في مجال الادارة سواء كانوا في داخل مصر او خارجها ، حيث عملت على توفير الحوافز لجذب عودة الاف المغتربين ورجال الاعمال من

⁶⁴ سوق الاوراق المالية المصري،(العنوان الالكتروني في اخر البحث).

دول الخليج العربي واوروبا والولايات المتحدة لغرض توظيف رؤوس اموالهم نحو مشاريع استثمارية في داخل البلد واطاحة لهم فرصة المشاركة في عملية التنمية ، لكن في نفس الوقت اقتصر برنامج الخصخصة على شركات قطاع الاعمال العام والشركات المشتركة في مرحلة اولى ، غير انه ابقى على ملكية وادارة الكثير من المرافق في يد الدولة التي مثلت الجزء الاكبر من خدمات التعليم والصحة والمصانع الحربية وهياة قناة السويس والبتترول ومرافق الطرق والموانئ والمطارات وكذلك بناء الترع والسدود مع تشجيع القطاع الخاص للتوسع في انشاء مشروعات اقتصادية وخدمية جديدة لاقامة محطات الكهرباء والمياه والصرف الصحي والموانئ والطرق فضلا عما تملكه الدولة من هذه الخدمات ، كما وتم السماح للقطاع الخاص بملكية شركات قطاع الاعمال الرباحة وذلك لكي تتفرغ الدولة لتوفير الخدمات التي لا يقدم عليها القطاع الخاص ، وتحرير الشركات من القيود والقواعد التي تفرضها الملكية العامة ، وكذلك تم التركيز على اصلاح الهياكل المالية للشركات الخاسرة وذلك قبل طرحها للبيع ، بحيث اصبحت مشاركة القطاع الخاص في الوقت الحاضر 70% من اجمالي الناتج المحلي المصري⁶⁵. وهذا مهم جدا في توفير المناخ الاستثماري الملائم للاسواق المالية بوجود قطاع حر وواسع من الاعمال يستطيع المشاركة والتداول في اسواق المال عن طريق طرح اصوله للتداول بشكل حر وشفاف في السوق المالي.

ثانيا: دور الاصلاحات في تنشيط السوق المالي

لقد شهدت السوق المالية المصرية تطورا ملحوظا استند الى تظافر جملة من المتغيرات والتطورات على الصعيدين المحلي والخارجي فعلى الصعيد المحلي كانت الجهود تتجه نحو تطوير السوق المالية من النواحي التشريعية والمؤسسية حيث كانت مسالة تطوير الاسواق المالية تمثل محورا اساسيا من محاور الاصلاح المالي. ان التوجه الاصلاحى للسوق المالية ارتكز على توفير قدر اكبر

⁶⁵ البنك المركزي المصري، (العنوان الالكتروني في اخر البحث).

من المرونة في معدلات العائد ، اذ تم تحديد هيكل العائد على نطاق واسع فكان التركيز في مرحلة الاصلاح الاولى اساسا على تعديل اسعار الفائدة على الودائع كما واشتملت المرحلة المذكورة على تقوية الوضع المالي للجهاز المصرفي الذي يعكس معانات البنوك المصرية من كبر حجم الاصول غير المسددة ، حيث تم التوجه خلال المرحلة الاولى نحو اعادة رسملة البنوك بتحويلات مباشرة من الموازنة كما اتجهت مصر كذلك نحو اعتماد تعديل الية اعادة الخصم لتصبح اكثر تجاوبا مع اوضاع السوق وذلك بهدف تعزيز فاعلية الوساطة المالية التي تحتاج الى تعميق اسواق النقد وراس المال ، ذلك التعميق الذي يتيح استخدام عدد اكبر من الادوات المالية والابتعاد بذلك عن اكتساب اصول مادية وعن حيازة اصول مالية اجنبية كما انه يقوي الاساس المؤسسي لادوات الرقابة النقدية غير المباشرة ويقوي بالتالي عملية تخصيص الاموال المتاحة للاقراض. ويهدف تحقيق عملية تعميق اسواق النقد وراس المال فان مصر لجأت الى استخدام ادوات مالية جديدة واسلوب المزادات للاوراق المالية الحكومية القصيرة الاجل وتحسين نظم التجارة والابلاغ والمحاسبة وقد اتجهت مصر الى اصلاح واقع العملة واصلاح النظام المالي منذ وقت مبكر ، حيث جرت اصلاحات رئيسية في القطاع المالي لتقوية النظام المصرفي وتطوير الادوات النقدية على نحو فعال من اجل التحكم في السيولة المحلية ، ومنذ مطلع عام 1991 تم الاهتمام بمسألة الاخذ بتوحيد اسواق الصرف الاجنبي ورفع كفاءتها وعلى نحو متزايد رفعت الحدود الرسمية المفروضة على معدلات الفائدة وتم ايجاد مزادات لبيع حوالات الخزانة للاعوام 1992\1993 كما تم ازالة التحكم المباشر بالائتمان الممنوح الى القطاع الخاص والعام ، وقد اتجهت مصر من جانب اخر نحو توسيع نطاق الاسواق المالية ، اذ تم التحول نحو القطاع الخاص للشركات المصرفية والتأمينية ، وقد شهدت سوق المال في مصر العديد من الاجراءات وذلك عام 1997 ولا سيما في مجال تطوير اعمال البورصة وحماية المستثمرين ومن اهمها اصدار التعليمات بشأن الاحكام

المنظمة لإدارة بورصة القاهرة والاسكندرية وشؤونها المالية إذ تم توحيد اسعار الاوراق المالية المتداولة بهما وتسهيل إيرادات نقل الملكية كما وتم ايجاد نوع من التنسيق بين الجهاز المصرفي وسوق المال بانشاء العديد من صناديق الاستثمار من جانب البنوك للتعامل في السوق المالي . لقد شهد جانب الاصلاح استكمالاً للبنية الأساسية لسوق الاوراق المالية إذ تم استخدام نظام التداول الالي ونشر المعلومات عن حركة التداول على نحو منتظم وعلى اساس يومي مع ربط البورصة المصرية بكبرى شركات الاتصال في العالم كما تم انضمام سوق راس المال المصري الى قاعدة معلومات اسواق المال العربية فضلا عن صدور العديد من القرارات المهمة مثل اعفاء صافي الارباح الكلية لصناديق الاستثمار من الضريبة على الدخل 4% واعفاء الارباح الراسمالية الناتجة عن اعادة بيع الاوراق المالية من ضريبة الدمغة النسبية 2% . وقد اجاز المشرع المصري بيع اسهم البنوك والشركات التي لا تتجاوز الملكية العامة في رؤوس اموالها 49%، وفي هذا الاطار تم تعديل قانون البنوك والائتمان بحيث يسمح بزيادة نسبة ملكية غير المصريين في رؤوس اموال البنوك المشتركة والخاصة عن 49% كما سبق ذكره مع وضع الضوابط العديدة لعدم تركيز الملكية . ولعل التطور الذي تم احرازه في مجال السوق المالية يرجع في جذوره الى مطلع السبعينات نظرا لاتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي وتتابع اصدار القوانين المحفزة لاستقطاب رؤوس الاموال العربية والاجنبية للاستثمار وتوالي التشريعات والقوانين المنشطة لعمل السوق والتي ادت الى تنمية وتنظيم سوق المال ورفع كفاءة العاملين في السوق ونشر البيانات والمعلومات والتأكد من سلامة التعامل .

ثالثاً: مؤشرات نتائج الاصلاح في السوق المالي

ان حزمة الاصلاحات المالية في الاقتصاد المصري قد اثرت في السوق المالي واثمرت عن نتائج ملحوظة ، فقد اشارت الاحصاءات المتاحة الى حدوث تطور في حجم تداول الاوراق المالية واجمالي كمية الاسهم حيث عبرت عن تصاعد

ملحوظ اذ ارتفعت من 15 مليون سهم في عام 1989 الى نحو 298 مليون سهم في عام 1997 ، وبنسبة زيادة قدرها 1886,7% في حين ان حجم التداول قد ارتفع من 353 مليون جنيه الى 19637 مليون جنيه وبنسبة زيادة قدرها 5462,9% للاعوام ذاتها كما ان اجمالي عدد العمليات المتاحة في السوق قد ارتفع من 5,9 الى نحو 2717.⁶⁶ ويعزى نشاط السوق الى زيادة نشاط عمليات الخصخصة حيث عبر حجم الاكتتاب العام والمغلق في راس مال الشركات المباعة بالعملة المحلية وبالدولار عن تصاعد وتائرته اذ ارتفع الاكتتاب براس المال المقيم بالجنيه المصري من 645 مليون جنيه الى نحو 13559 مليون جنيه ثم الى 23172 مليون جنيه للاعوام 1983 ، 1986 ، 1998 ، اما في العملة الاجنبية فقد ارتفع من 289,4 الى نحو 716,1 ومن ثم الى 946 مليون دولار امريكي.⁶⁷ ولعل هذا التزايد في حجم الاكتتاب للعملة الاجنبية يعكس الى حد كبير التطور الذي احرزته مصر على الصعيد الخارجي من خلال فتح ابوابها لاستقطاب الاستثمار الاجنبي على وفق ظوابط واسس محددة وقد اظهرت المعاملات الراسمالية والمالية خلال السنة المالية 1996-1997 تزايد الاستثمار الاجنبي في الاوراق المالية في مصر ليصل الى 1,5 مليار دولار امريكي مقابل 257,6 مليون دولار خلال السنة المالية 1995-1996 وذلك في ظل اكتتاب الاجانب بسندات الخزانة المصرية وفي اذن الخزانة الامر الذي عكس تزيادا في مشترياتها في سوق الاوراق المالي⁶⁸.

⁶⁶ الاصلاح المالي،(مصدر سابق)، ص111.

⁶⁷ نفس المصدر السابق، ص112.

⁶⁸ نفس المصدر، ص112.

المبحث الرابع تحليل سوق المال المصري

سوف نتناول تحليل سوق المال المصري من خلال مستويات النمو في السوق
اولا والادوات المالية المتداولة فيه ثانيا.

اولا: نمو سوق المال المصري

برز استخدام ادوات الملكية الممثلة في الاسهم خلال السنوات القليلة الماضية
كاتجاه متزايد في سوق راس المال المصرية وتظهر الاحصائيات ان عدد
الشركات التي قيدت اسهمها في بورصة القاهرة والاسكندرية قد بلغ 656
شركة في عام 1993 ارتفع الى 746 شركة بنهاية عام 1995 والى 1070
شركة في نهاية عام 2001 وارتفع عدد الاسهم المقيدة من 424 مليوناً الى
116,7 مليوناً ثم الى 5135,7 مليوناً خلال نفس الفترات على التوالي وقد
اجتذبت هذه الاسهم مستثمرين من الافراد والمؤسسات ، وفي عام 1993 بلغ
عدد المستثمرين الافراد في البورصة 90000 شخص وتشير التقديرات الحالية
الى ان هذا العدد قد اصبح 500-600 الف شخص وهذه قفزة كبيرة ، كما تشير
البيانات ايضا الى نمو المدخرات والاستثمارات التي تمت تعبئتها لتمويل
شركات عن طريق الاسهم ، حيث ارتفع اجمالي القيمة السوقية للاوراق المالية
المقيدة (المسجلة) في البورصة من 8,8 مليار جنيه عام 1991 الى 27,4
مليار عام 1995 ثم الى 120,9 مليار عام 2000 قبل ان تهبط الى
112,3 مليار عام 2001 وبلغت نسبة اجمالي القيمة السوقية الى الناتج المحلي
الاجمالي 8% في عام 1991 و 13,4% في عام 1995 و 35,33% في
عام 2000 وتشكل الاسهم العادية نحو 80% من اجمالي القيمة السوقية.⁶⁹
بالرغم مما شهده السوق من طفرات تؤكد ارقام السابقة يرى المراقبون ان
سوق الاسهم في مصر لا تتمتع بالاتساع الكافي ويصف المحللون السوق بانها

⁶⁹البنك المركزي المصري، المعلومات الخاصة بسوق المال المصري للسنوات المذكورة.

جيدة الاتساع اذا ما كان التداول اليومي يتم على نسبة تتراوح من بين 30-40% من الاسهم المقيدة ، ويتركز التداول في مصر على عدد محدود من الاسهم ، ففي عام 1998 استحوذت اسهم 20 شركة فقط على نسبة 55،9% من اجمالي حجم التعاملات في البورصة ، وفي عام 2001 كان التداول على اسهم الثلاثين شركة الاكثر سيولة ونشاطا في البورصة يمثل نحو 88% من كمية الاسهم المتداولة و 82% من قيمة التداول ولذلك فان السعة الضيقة لسوق الاسهم في مصر تعتبر من السمات الواضحة ذات الاستمرارية ومن الممكن ان يتغير هذا الوضع مع تطبيق قواعد القيد(التسجيل) الجديدة في البورصة والتي ستجبر عدد كبير من الشركات محدودة النشاط ان تحول قيد اسهمها من الجداول الرسمية الى الجداول غير الرسمية او الى سوق التداول خارج المقصورة (اي في السوق الموازي).

ثانيا: الادوات المالية المتداولة في السوق المالي المصري

سوف نقوم بعرض وتحليل الادوات المالية المستخدمة في السوق المالي المصري من حيث السيولة والعائد المتوقع والمخاطر :

1- الاسهم العادية:

الاسهم العادية يمتلكها عدد كبير من الافراد والمؤسسات ويتم التداول عليها في البورصة وعادة ما تتمتع بدرجة عالية من السيولة وخاصة للاصدارات النشطة، اما في مصر فلا يتم التعامل على الكثير من اصدارات الاسهم ولا يمتلكها سوى عدد محدود من المستثمرين لذلك فان هذه الاسهم ليست عالية السيولة والاسهم المسجلة في السوق الغير رسمية (الموازية) اقل سيولة من تلك المسجلة في القوائم الرسمية في البورصة ، اما من حيث العائد المتوقع فالاسهم العادية تولد ارباحا وقد ترتفع قيمتها فتولد مكاسب راسمالية ، وتبين الاحصاءات في الاسواق الراسمالية المتقدمة ان الاستثمارات في الاسهم تفوق في ربحيتها جميع الاستثمارات الاخرى على المدى الطويل ، واما بالنسبة لمخاطرها فتكون معتدلة الى مرتفعة جدا حيث ان قيمة الاسهم معرضة الى الارتفاع او الهبوط

في قيمتها وذلك وفقا للعرض والطلب عليها ويؤدي عجز الشركات عن الاداء الى تصنيفيتها وفي هذه الحالات قد يحصل المستثمر على جزء بسيط من الاستثمار الاصيلي يضاف الى ذلك قد تقرر الشركات بعض الاحيان عدم توزيع ارباح على المساهمين لاسباب مختلفة ، ويتعرض اداء السهم عموما لمجموعة من المخاطر بما فيها الظروف الاقتصادية وتقلبات سعر الصرف وظهور منافسين جدد في القطاع او السوق.

2- الاسهم الممتازة:

وهي نوع من الاسهم التي تمنح مالكيها حقوق اضافية لا يتمتع بها صاحب الاسهم العادية وتعتبر صكوك مديونية على الشركة وتمنح لمالكيها حق التصويت المضاعف طبقا لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981⁷⁰. توفر الاسهم الممتازة للمستثمرين توزيعات محددة من الارباح مما يجعل التنبؤ بالارباح اكثر سهولة ، وبالنسبة لمخاطرها فهي معتدلة الى مرتفعة مع ان توقعات الارباح هنا اسهل مما هو عليه بالنسبة للاسهم العادية الا ان الشركات قد تقرر عدم توزيع ارباح لحاملي الاسهم لاسباب عديدة منها ضعف الاداء، ولهذا تاثير كبير على اسعار الاسهم الممتازة ومن الناحية الايجابية فان حقوق مالكي الاسهم الممتازة تفوق الاسهم العادية عند التصفية.

3- سندات الشركات :

تتنوع درجة سيولة اصدارات الشركات من السندات ، وفي مصر يتسم حجم التداول على السندات بالانخفاض الشديد وذلك بفعل محدودية تطور سوق المتعاملين في السندات وينتج عن ذلك اقتصر التعامل فيها تقريبا على البنوك والمؤسسات المالية الاخرى التي تتجه الى شراء السندات والاحتفاظ بها لفترات طويلة وغياب الافراد عن الاستثمار فيها ، ومن ناحية العائد توفر السندات دخلا مستقرا من خلال دفع فوائد محددة (عادة مرتين في السنة في مصر) ويختلف العائد الفعلي بناء على الجدارة الائتمانية للشركة المصدرة وفقا

⁷⁰البورصة المصرية ، تداول الاوراق المالية.

لدرجة التصنيف الائتماني للسند ، وبالنسبة لمستوى المخاطرة فهي منخفضة الى مرتفعة حيث تختلف احتمالات عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة السندات سواء تمثلت في دفعات الفوائد الدورية او سداد اصل قيمة السند من شركة الى اخرى وعند التصفية قد يحصل مالك السند على جزء بسيط من استثماره الاصلي ويواجه المستثمرون في السندات مخاطر تتعلق بتذبذب سعر الفائدة وبصفة خاصة على المدى الطويل.

4 - سندات الخزينة:

تتمتع سندات الخزينة بمستويات عالية جدا من السيولة في اسواق المال المتقدمة وذلك بالرغم انه لا يتم عادة التداول عليها الا فيما بين السماسرة المتخصصين (المتعاملون في السندات) وفي مصر تعتبر سيولة السوق محدودة نسبيا لان البنوك والمؤسسات تستأثر بعمليات شراء وتملك هذه الاوراق المالية ويتوقع ان تزداد نشاط السوق الثانوية مع دخول نظام المتعاملين الرئيسيين في السندات⁷¹. وبالنسبة لمستوى العائد فينطبق عليها ما ينطبق على سندات الشركات مع ملاحظة ان سندات الحكومة تدفع معدلات فائدة ادنى بسبب انخفاض مخاطرها ، لان المصدر لها هو الحكومة وهي الضامن لها وعلى غرار سندات الشركات يتعرض حملة سندات الخزينة لمخاطر تذبذب سعر الفائدة.

5- اذونات الخزينة:

تسيطر البنوك والمؤسسات المالية الكبيرة على سوق اذونات الخزينة اكثر مما هو عليه الحال بالنسبة لسندات الخزينة ومن الممكن ان تكون سوقا سائلة جدا وان عوائدها منخفضة بسبب انخفاض مخاطرها نتيجة لعدم تأثرها بتذبذب سعر الفائدة .

6- صناديق الاستثمار :

بلغ عدد صناديق الاستثمار المشتركة في مصر 57 صندوقا⁷². ولا يتم التعامل على وثائق صناديق الاستثمار المفتوحة في البورصة غير ان المستثمرين

⁷¹لطفى، التحليل المالي، مصدر سابق، ص436.
⁷²هيئة الاستعلامات المصرية ، المؤشرات الاقتصادية.

يستطيعون عادة الحصول على النقدية من استثماراتهم بسرعة مما يوفر درجة عالية من السيولة ، وتعتمد سيولة صناديق الاستثمار المغلقة على ما اذا كانت مقيدة بالبورصة ، ويتم التداول بها على وثائقها ام لا ، وكذلك على حجم الصندوق وعدد المستثمرين ، ويشمل عائد هذه الصناديق مقدار الزيادة في قيمة الاسهم والسندات التي تتضمنها محفظة الصندوق والارباح والفوائد المستحقة لها ومن الممكن ان ياتي الانخفاض او الزيادة مباشرة من التغيرات في قيمة وثائق استثمار الصندوق وعلى غرار الاستثمارات الاخرى ، ويتنوع العائد على هذه الصناديق حسب نوع الصندوق والمخاطر التي يتحملها وادارة الصندوق . تقدم معظم صناديق الاستثمار للمستثمرين المحتملين سجلا تاريخيا عن ادائها، وتكون مخاطرها منخفضة الى مرتفعة حيث تشبه مخاطر صناديق الاستثمار مخاطر الاوراق المالية في محافظها وتنوع تركيبية محافظ الصناديق حسب نوع كل صندوق فقد تتضمن اسهم مضاربة وهي شديدة المخاطرة او ادوات دخل ثابت كالسندات وادوات سوق النقد كاذونات الخزينة ، ويساعد تنوع الاستثمارات في محفظة الصندوق على تحجيم المخاطر مما يجعل من صناديق الاستثمار وسيلة جيدة ومناسبة للمستثمرين الافراد الجدد محدودي الخبرة للدخول الى السوق ولا سيما ان مستوى الاستثمار في الاسواق المالية المصرية ذو طابع فردي وليس مؤسسي اذ يشكل طبقا لتقديرات المحللين 70 % مما تكون فرصة مناسبة لهم للانخراط في تلك الصناديق.

7- شهادات الايداع الدولية:

تمثل شهادات الايداع الدولية اسهم ذات اصدار مصري مقيدة في الاسواق المالية الخارجية حيث يتم التداول عليها في الاسواق المالية الدولية وتعتبر اداة مالية قابلة للتداول في تلك الاسواق ومن ثم فان الشهادات يتم تداولها كبديل عن الاوراق المالية الاصلية في اسواق المال الدولية مثل بورصة لندن او بورصة لوكسنبورغ او بورصة نيويورك ويتم اصدار شهادات الايداع الدولية لغرض

زيادة راس المال وهي تمتاز بالاتي⁷³:

- 1- تسمح بدخول الشركة الى الاسواق العالمية مما تنوع من حملة اسهم الشركة.
- 2- تساعد على اتساع السوق للاسهم المحلية عن طريق توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين مما يساعد على زيادة او استقرار سعر السهم.
- 3- تساعد على زيادة راس المال بشكل كبير الامر الذي قد لا يستطيع توفيره السوق المحلي.
- 4- تقوي من وضع الشركة المصدرة على مستوى الاسواق العالمية ويعزز من منتجات الشركة المصدرة وخدماتها خارج بلد المنشأ.
- 5- يمكن استخدام شهادات الايداع كأداة لتمويل الاستحواذات والاندماجات.

⁷³البورصة المصرية ، تداول الاوراق المالية.

المبحث الخامس الهيكل الاداري والتنظيمي

تقسم البورصة المصرية من الناحية التنظيمية الى سوقين رئيسيين الاولى وتسمى بالسوق داخل المقصورة اي السوق المنظمة (organized market) والثانية هي السوق خارج المقصورة اي الموازية (over the counter) فالاسواق المنظمة هي تلك الاسواق التي تحتوي على الشركات المقيدة (المسجلة) في البورصة والتي تخضع لشروط التسجيل والافصاح (proforma) في حين ان السوق الموازية هي تلك السوق التي تتداول اسهمها خارج السوق المنظمة ولا تخضع لشروط التسجيل او الافصاح⁷⁴. وهناك بعض الشركات من كانت في السوق المنظمة وقد تم شطبها وتحويلها الى السوق الغير المنظمة (الموازية) بسبب عدم تطبيقها لشروط التسجيل او عدم تطبيقها لشروط الافصاح. ان رؤية البورصة المستقبلية هو ان تصبح السوق الرائدة في الشرق الاوسط ومنطقة شمال افريقية وهي تهدف الى تطوير سوق يتمتع بالجودة لخدمة عملائه المصريين والاجانب من خلال تقديم اعلى تكنولوجيا وتوفير احدث المنتجات وتحقيق اسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عادلة وهي تهدف كذلك الى ادارة سوق عالية الجودة من خلال تحسين الاطار التنظيمي والبنية الاساسية.

ان اهتمامها الجغرافي هو مصر والشرق الاوسط وشمال افريقية ، وتحتوي على اقسام ادارية عديدة وسوف نتناول اهمها وهي كالآتي:

اولا: ادارة الافصاح : تقوم هذه الادارة بتوفير المعلومات المهمة لكافة المتعاملين في السوق لتوفير الشفافية والعدالة في السوق المصري حيث ان قواعد ومتطلبات الافصاح بالبورصة تنص على وجوب الافصاح على اية معلومات جوهرية خاصة بنشاط الشركات المقيدة اولا باول ، كذلك اعداد النشرات عن الشركات الاكثر نشاطا داخل البورصة وكذلك نشرات تعليمية

⁷⁴البورصة المصرية ، تداول الاوراق المالية.

تغطي عدد كبير من المعلومات الاستثمارية لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية افضل واكثر وعيا.

ثانيا: ادارة البحوث وتنمية الاسواق:

ان المهام الادارية الرئيسية لهذه الادارة هو

- اعداد النشرات والكتيبات واوراق العمل التي تخص المستثمرين في السوق المصري والاسواق العالمية .
- اصدار عدة كتيبات تعليمية لتوعية المستثمر.
- دراسة كيفية تنمية موارد البورصة واستراتيجيتها وامكانية ادخال ادوات جديدة تساعد على تنشيط السوق وادارة المخاطر.
- الاعداد والاشراف على موقع البورصة على الانترنت.

ثالثا: ادارة التسويق والاعلان:

ابرز مهام هذه الادارة هي الاتي:

- العمل على زيادة وعي الجمهور في سوق المال من خلال البرنامج التعليمي (stock riders).
- الاشتراك في المؤتمرات الهامة المتخصصة على الصعيدين الاقليمي والدولي.
- استقبال الوفود المصرية الاجنبية في البورصة للتعرف على البورصة وعلى نظام التداول.
- استقبال زيارات طلبة المدارس والجامعات.
- الرد على تساؤلات الصحافة واعداد الندوات الصحفية مع الصحفيين والاعلاميين لاعطاء فرصة للكشف عن التطورات التي تحدث بالبورصة ونشر اعلانات شاشات التداول الخاصة بالشركات المقيدة بالبورصة وذلك لتحقيق مبدأ الشفافية.
- تنفيذ التصميم الفني لكافة المطبوعات الخاصة بالبورصة

رابعاً: ادارة الرقابة على الاعضاء:

تنقسم مسؤولية ادارة الرقابة على الاعضاء الى محورين رئيسيين وهما

1-المعايير الفنية 2- المعايير المالية

المعايير الفنية: تتضمن معايير الرقابة الفنية بالاتي:

1- متابعة نظم الرقابة الداخلية للاعضاء طبقا للمواد المقررة من الهيئة العامة لسوق المال.

2- متابعة المكاتب الخلفية للاعضاء ومدى تطبيقها لقرارات الهيئة والبورصة ومدى التزامها بنظام الرقابة الداخلية للشركة.

3- مراقبة تعارض المصالح الخاص بتداول الاوراق المالية واستخدام المعلومات الجوهرية المتاحة لدى الشركة.

4- مراقبة الانشطة المتخصصة للاعضاء وجودة القرارات المنظمة لها.

5- التأكد من التزام الشركات الاعضاء اتجاه العملاء والتزامها بمعاونة العملاء المحدودي الخبرة وصغار المستثمرين.

6- التأكد من مدى كفاءة العاملين لدى شركات الوساطة في الاوراق المالية

المعايير المالية : وتمتاز بالاتي

1- التأكد من مدى كفاءة شركات الوساطة في الاوراق المالية في الالتزام بمعايير الملاءة المالية.

2- التأكد من مدى التزام الشركات بالاحكام والقوانين والتشريعات المتعلقة بالنواحي المالية للشركة.

3- الرقابة على القوائم المالية الخاصة بشركات الوساطة المالية.

4- اجراء التحليل المالي والاحصائي للبيانات المدرجة بالقوائم المالية.

الفصل الثالث
سوق المال العراقي

بعد ان تناولنا دراسة اسواق المال بشكلها العام في الفصل الاول ودراسة سوق المال المصري في الفصل الثاني سوف نقوم في هذا الفصل بدراسة سوق المال العراقي مبتدئين بالقاء الضوء على اقتصاده بشكل عام باعتبار ان الحالة الاقتصادية لاي بلد سوف تؤثر على الاسواق المالية فيه بسبب عوامل الترابط القوية بين العوامل الاساسية للاقتصاد وبين القطاع المالي بشكل عام واسواق المال بشكل خاص موضحين بذلك التغيرات التي طرات على الاقتصاد العراقي وكيف الفت بظلالها على السوق المالي في العراق.

المبحث الاول نظرة عامة حول الاقتصاد العراقي

اولا: نبذة تاريخية حول الاقتصاد العراقي

مر الاقتصاد العراقي بظروف مشابهة لظروف الاقتصاد المصري ففي فترات الخمسينات وما قبلها من القرن الماضي كان اقتصاد العراق يخضع لنظام اقتصاد السوق وكان الانتاج الزراعي ذو العلاقات القطاعية هو السائد ، وعند اكتشاف النفط في عام 1927 وما اعقبها من اكتشافات لاحقة في هذا القطاع ازدادت ايرادات العراق المالية عن طريق تنويع مصادرها ، وفي عام 1950 تحسنت ايرادات العراق النفطية عبر مفاوضاته مع الشركات الاجنبية العاملة في العراق والمستثمرة في مجال الصناعة النفطية ، حيث كانت طريقة العقود المبرمة بين الحكومة العراقية والشركات الاجنبية هي منح الامتياز في استخراج النفط وتسويقه هي الطريقة السائدة في تلك الفترة بسبب ضعف القدرة على تمويل هكذا مشاريع من قبل الدولة مع ضعف خبراتها الفنية والادارية والتسويقية ، وفي عام 1952 وما اعقبها من سنوات اصبح النفط هو المصدر الرئيسي للفائض الاقتصادي في العراق.⁷⁵ وفي عام 1968 بدا العراق نحو التوجه الى الاقتصاد الاشتراكي.⁷⁶ اذ قام في عام 1972 بتاميم قطاعه النفطي ، وفي سنة لاحقة اي في عام 1973 اعلن العراق عن تاميم شامل لكل قطاعاته الاقتصادية وذلك عبر خطة تاميم شاملة للاقتصاد العراقي ، وكانت خطة التاميم نفس خطة التاميم المصرية حيث تم استيرادها وتطبيقها في العراق.⁷⁷ وقبل تلك الفترة لم يكن في العراق سوقا ماليا ملحوظا كالذي كان في مصر، وحتى شركات القطاع الخاص كانت ملكيتها ذات ملكية عائلية.⁷⁸ اي غير مساهمة لكي تشكل اسهمها كاصول مالية متداولة في السوق المالي ،

⁷⁵ سالم ، عماد عبد اللطيف ، الدولة والقطاع الخاص في العراق ، بغداد ، نشر بيت الحكمة 2001 ، من ص122 - 124 .
نصت المادة 13 من الدستور المؤقت لعام 1968 على ان الاقتصاد الوطني اقتصاد موجه يتعاون فيه القطاع الخاص والاشتراكي (المصدر السابق ص168).

⁷⁷ في محاضرة للاستاذ الدكتور تقي عبد سالم العاني في الجامعة المستنصرية في عام 1995.

وهكذا خلال فترات السبعينات والثمانينات كانت سيطرة الدولة وهيمنتها على الاقتصاد العراقي هي السائدة ، وفي عام 1987 ابتدا العمل نحو التوجه الى القطاع الخاص ووضع الخطط من قبل الدولة حول ضرورة معاشته مع القطاع العام ووضع برامج من قبل الدولة في خصخصة بعض مشاريع القطاع العام ، وبسبب زيادة نشاط القطاع الخاص واعطاء الحرية النسبية لهذا القطاع فقد تم التوجه نحو تاسيس سوق للاوراق المالية يكون موقعه في العاصمة بغداد في ظل ظروف صعبة وحرجة للغاية بسبب الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي خلفتها سلسلة من الحروب وبسبب الظرف الاقتصادي الشاذ والتمثل بالحصار الاقتصادي المفروض على العراق في عام 1991 ، حيث توقفت التنمية في العراق في تلك الفترة وتدهور معدل الانتاج وحدث هبوط حاد في القوة الشرائية بسبب التدهور الحاد في قيمة العملة العراقية ووصول معدلات التضخم الى مستويات خطيرة ، اذ التضخم الجامح اصبح الصفة السائدة للاقتصاد العراقي انذاك ، ومما زاد الطين بلة هي اجراءات الدولة في تمويل العجز الحاصل في ميزانيتها عن طريق زيادة اصداراتها النقدية دون ان يصاحبها زيادة في كمية السلع والخدمات المنتجة ، بل بالعكس من ذلك كان هناك نقص حاد في تلك الكميات مع زيادة حادة من الاصدارات النقدية ، الامر الذي ادى الى حدوث تضخم نقدي كبير ادى الى ارتفاع كبير في اسعار السلع والخدمات ، وقد صاحب ذلك تدهور في سعر صرف العملة العراقية(الدينار) بسبب اتباع سياسات نقدية خاطئة ضاعفت من مشكلات العراق الاقتصادية . وفي اعقاب عام 2003 تم رفع الحظر الاقتصادي وتغيير النظام الاقتصادي من اقتصاد اشتراكي الى اقتصاد السوق مع اتباع نظام سعر الصرف الحر وحرية تداول العملات الاجنبية واعطاء مبادرات اقتصادية كبيرة للقطاع الخاص في تنفيذ المشاريع الاقتصادية وتشجيع الاستثمار المحلي والاجنبي وعلى نطاق واسع بحيث اصبح طابع الاقتصاد الحر هو السائد في العراق.

ثانيا: الاقتصاد العراقي بعد عام 2003

بعد سقوط النظام السياسي في العراق عام 2003 سقطت معه طريقة ادارة الاقتصاد (فضلا عن طريقة ادارة الدولة) ، فالسمة الاساسية للاقتصاد العراقي تنحو الان نحو الاقتصاد الحر ، وما طبيعة قانون الاستثمار العراقي والطرح الدوري للمؤشرات الاقتصادية العراقية الا تعبيراً واضحاً حول توجه هذا الاقتصاد ، اذ الى ذلك طبيعة الهيكل التنظيمي والاداري للمؤسسات الاقتصادية الحالية والتي تتمتع بالاستقلالية الادارية وعدم تبعيتها الى الحكومة العراقية ، لغرض ضمان استقلالية سياساتها وقراراتها ، فالبنك المركزي لم يعد تابعا للحكومة ولا سوق الاوراق المالية ومن ثم لم يعد تابعا لوزارة المالية ، والمؤشرات الاقتصادية والمالية التي تبين حالة الاقتصاد العراقي يجب ان تنشر وتوضح الى العلن . ان اعادة بناء البنية التحتية للاقتصاد العراقي تتطلب جهودا كبيرة وتوفير امكانيات مالية ضخمة ، الامر الذي لا تستطيع الدولة (مع امكانياتها الحالية) توفيره ، مما يؤدي بالتالي الى فتح المجال وبشكل واسع امام الاستثمارات المحلية والاجنبية لسد الفجوة الحاصلة في نقص الاموال اللازمة لاعادة الاعمار والاستعانة بالخبرة الاجنبية في هذا المجال ولذا فقد قامت الدولة بسن قانون الاستثمار لتشجيع المستثمرين المحليين والاجانب ولحفظ حقوقهم من اي مخاطر او تبعات محتملة . وقبل ان نوضح ما هية ذلك القانون سوف نبين الوضع الاقتصادي العراقي الحالي عن طريق بعض المؤشرات الاقتصادية التي تعلنها الحكومة العراقية الى الشركات والمستثمرين لكي نكون على بينة واطلاع على حجم تاثيرات تلك المؤشرات في السوق المالي العراقي.

ثالثاً: مؤشرات الوضع الاقتصادي في العراق⁷⁹

1- تطورات الودائع والائتمان:

كان الاتجاه العام لاجمالي الودائع لدى المصارف التجارية(الحكومية والخاصة) خلال النصف الاول من عام 2005 نحو الزيادة حيث ارتفع رصيدها من 4005 بليون دينار في نهاية شهر كانون الثاني الى 4056 بليون دينار في نهاية شهر حزيران 2005 وبنسبة زيادة 1،27% وبلغت الاهمية النسبية للودائع الجارية 59% لدى المصارف التجارية كافة وودائع التوفير 34% والودائع الثابتة 7% في نهاية شهر حزيران 2005 وقد توزع رصيد اجمالي الایداعات على القطاعات كالآتي :

القطاع الخاص 70% القطاع العام 20% والقطاع المالي 10% في نهاية شهر حزيران 2005 ، اما الائتمان المقدم خلال النصف الاول من عام 2005 فقد كان الاتجاه العام نحو الزيادة حيث ارتفع رصيده من 833 بليون دينار في نهاية شهر كانون الثاني 2005 الى 952 بليون دينار في نهاية شهر حزيران 2005 اي بنسبة زيادة 14،3% وقد مثلت القروض والسلف الجزء الاكبر من اجمالي الائتمان المقدم ، اذ بلغت نسبتها 52% ويليهما الحساب الجاري المدين(المكشوف) بنسبة 34% ثم حساب الديون المتأخرة التسديد بنسبة 9% واخيراً حساب خصم الكمبيالات بنسبة 5% ويذهب اغلب الائتمان المقدم الى القطاع الخاص باهمية نسبية 77% مقابل 16% للقطاع العام و7% للقطاع المالي.

2- اسعار الفائدة واسواق المال:

حافظت اسعار الفوائد المعلنة من المصارف على الودائع على معدلاتها خلال شهر حزيران 2005 كما انه لم يحدث اي تغيير يذكر على اسعار الفوائد على الائتمان الممنوح منها الى الزبائن واصدر البنك تعليماته حول الاحتياطي القانوني حيث اصبحت النسبة 25% من الودائع المعرفة بالقانون 20% منها

⁷⁹ سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي لعام 2005.

لدى البنك المركزي و 5% يحتفظ بها كنقد في خزائن المصرف ، وبقي سعر البنك على حاله لشهر حزيران 2005 والبالغ 6% ويقبل البنك ودائع المصارف المجازة في العراق لاجل الاستثمار الليالي لديه بالدينار العراقي ويمنح عليها فائدة بمعدل 4% التي تزيد عن متطلبات الاحتياطي القانوني وذلك اعتبارا من 2005/3/1 وكذلك يقبل الودائع بالدولار الامريكي ويمنح فائدة عليها بسعر 2,5% . ويلاحظ ان المبالغ المستثمرة من قبل المصارف تزداد سواء بالدينار او الدولار وذلك لعدم وجود منافذ اخرى للاستثمار في الوقت الحاضر . ويعمل البنك المركزي العراقي وكيلا ماليا لوزارة المالية لاغراض مزادات الاوراق المالية الحكومية (الحوالات) ، اذ اقام البنك 24 مزادا تم اطفاء 17 مزادا حسب تواريخ استحقاقها . وتقام المزادات بواقع مزاد كل اسبوعين و لحوالات خزينة ذات اجل 91 يوما وبسعر فائدة وصل بالمزاد الى 7% في نهاية شهر حزيران 2005.

3- تطورات المجلات النقدية:

1- سجلت القاعدة النقدية (Monetary Base)⁸⁰ نسبة نمو بلغت 53% للنصف الاول من عام 2005 مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي وذلك بسبب ارتفاع مكوناتها المتمثلة بالاحتياطي المصرفي والموجود النقدي للمصارف مقابل انخفاض الاحتياطي القانوني الواجب الاحتفاظ به للمصارف بنسبة 25% .

2- ارتفاع عرض النقد بالمفهوم الضيق (m1)⁸¹ بنسبة 34% للنصف الاول من عام 2005 عن الفترة المماثلة من العام السابق وذلك لزيادة كل من العملة خارج البنوك بنسبة 28% والودائع الجارية بنسبة 60% .

3- كما ارتفع عرض النقد بالمفهوم الواسع (m2)⁸² بنسبة 36% للنصف

⁸⁰ تتكون القاعدة النقدية من الاحتياطيات المصرفية الكلية زائدا العملة في التداول لدى الجمهور. (السيد علي، عبد المنعم والعيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والاسواق المالية، عمان، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004. ص215).

⁸¹ يتكون عرض النقد في المفهوم الضيق من العملة في التداول لدى الجمهور زائدا الحسابات الجارية لدى المصارف التجارية. (نفس المصدر السابق ص48).

⁸² يتكون عرض النقد في المفهوم الواسع من العملة في التداول لدى الجمهور زائدا الحسابات الجارية وحسابات التوفير والودائع الزمنية الثابتة للأفراد لدى المصارف التجارية. (نفس المصدر ص51).

الاول من عام 2005 مقارنة بنفس الفترة من عام 2004.

4 - الناتج المحلي الاجمالي:

انخفضت تقديرات الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية بنسبة 10,4% في شهر حزيران عام 2005 عن الشهر السابق له اذ كان 3139,5 مليون دولار خلال شهر حزيران في حين كان مقدرا 3502,8 مليون دولار في شهر مايس ويعزى ذلك الى الانخفاض في قيمة الصادرات النفطية البالغة 1710,4 مليون دولار في الشهر السابق ، وقد استمر اعتماد نسبة مساهمة القطاع النفطي والقطاعات الاخرى لشهري حزيران ومايس على النسب المقدره من قبل وزارة التخطيط والتعاون الانمائي لعام 2003 حيث بلغت نسبة مساهمة القطاع النفطي 68,1% من الناتج المحلي الاجمالي ، ومن العوامل الرئيسية التي تسببت بتراجع معدلات النمو الاقتصادي هو التراجع في الانتاج النفطي نتيجة للاضرار المستمرة التي تلحق بهذا القطاع والذي يعتبر العصب الرئيسي للحياة الاقتصادية والمصدر الاول للدخل القومي.

5- الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك:

سجل الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك في العراق لشهر حزيران 2005 ارتفاعا طفيفا بلغ 1% عن الشهر السابق وقد تركز الارتفاع في مجموعتي الاثاث والخدمات والادوية بنسب متقاربة بلغت 4,2% و 4% على التوالي مقابل انخفاض في مجموعة الوقود والاضاءة بنسبة 5,9% . ورغم الاستقرار النسبي الحاصل في معدلات التضخم الشهرية خلال الأشهر الخمسة الاولى من العام 2005 ، تبقى معدلات التضخم السنوية مرتفعة بنسبة 37% عن شهر حزيران 2004.

6- الانفاق الحكومي:

سجلت مبيعات وزارة المالية من العملة الاجنبية الى البنك المركزي 1,6 مليار دولار في شهر حزيران 2005 ، في حين انخفضت مبيعات البنك المركزي من العملة الاجنبية للمصارف بنسبة 8,4%. وبذلك يكون صافي رصيد

العملات الاجنبية قد ازداد بنسبة 376,3% بسبب مبيعات وزارة المالية عن مبيعات البنك المركزي ، كما اصدرت وزارة المالية حوالات خزينة جديدة بيعت منها في المزاد بمبلغ 168 مليار دينار وقد تم تسديد مبالغ الحوالات المستحقة مع فوائدها والتي بلغت 403 مليار دينار وقد ساهمت هذه التغيرات في ارسدة الحكومة في ارتفاع القاعدة النقدية لتبلغ 1171,5 مليار دينار.

7- ميزان المدفوعات:

اظهرت نتائج ميزان المدفوعات فائضا في الحساب الجاري بقيمة 1800,5 مليون دولار خلال النصف الاول من عام 2005 استنادا الى البيانات المتوفرة ويعود ذلك الى الفائض المتحقق في الميزان التجاري بقيمة 1402 مليون دولار في حالة احتساب الاستيرادات على اساس فوب(F,O,B)⁸³، اما في حالة بقاء الاستيرادات على اساس سيف(C,I,F)⁸⁴ فقد سجل الميزان التجاري عجزا بلغ 320,3 مليون دينار. اما العامل الثاني في تحقيق فائض الحساب الجاري فيعود الى فائض صافي التحويلات بدون مقابل ، اي المنح والمساعدات المقدمة الى العراق ، اضافة الى الحوالات الواردة الى العراق من خلال الجهاز المصرفي حيث سجل هذا الفائض مبلغا قدره 2534,3 مليون دولار. كما لعب حساب دخل الاستثمار في تحقيق الفائض المذكور وبقيمة 61,1 مليون دولار نتيجة زيادة عوائد الاستثمار الليلي والاستثمار في الاذونات الاجنبية في الخارج . واستنادا الى ما تقدم فقد سجل حساب صافي الاحتياطيات الرسمية لدى البنك المركزي فائضا بقيمة 897,2 مليون دولار خلال النصف الاول من هذا العام حسب ما اشارت اليه بيانات ميزانية البنك المركزي العراقي وتجدر الاشارة الى مساهمة البنك المركزي في ادارة هذا الفائض من خلال عمليات مزاد العملة الاجنبية حيث بلغ رصيد الموجودات الاجنبية المحتفظ بها لدى البنك المركزي 5981 مليون دولار لغاية

⁸³ يقصد بالاستيراد على اساس فوب(Free On Board) التحميل على ظهر السفينة اي دفع كلفة البضاعة فقط دون كلفة الشحن والتأمين.(حسن النجفي، شرح الاعتمادات المستندية، بغداد، مطبعة النجفي، 1992، ص40.)

⁸⁴ يقصد بالاستيراد على اساس سيف(Cost, Insurance, Freight) دفع كلفة البضاعة وكلفة الشحن وكلفة التأمين.(نفس المصدر السابق).

2005/6/30.

رابعاً: تشجيع الاستثمار في العراق

من ابرز الخطوات المتخذة لتشجيع الاستثمار في العراق صدور قانون الاستثمار المرقم 13 لعام 2006.⁸⁵ وتتلخص السمات الاساسية لهذا القانون بالنقاط التالية:

- 1- يهدف القانون الى جلب وتشجيع الاستثمارات واكتساب تقنيات متطورة وتعزيز القطاع الخاص المحلي والاجنبي في العملية الانمائية في العراق وتوسيع حجم الصادرات وتطوير القدرة التنافسية للاقتصاد العراقي .
- 2- يغطي القانون جميع فروع النشاط الاقتصادي باستثناء الفعاليات المرتبطة باستخراج و انتاج النفط والغاز وكذلك الاستثمار في قطاع المصارف وشركات التأمين .
- 3- يتيح القانون مشاركة مستثمرين عراقيين مع مستثمرين اجانب ويعطي محفزات مغرية لذلك ، حيث يمكن للهيئة الوطنية للاستثمار ان تزيد عدد سنين الاعفاء من الضرائب والرسوم بما يتناسب بشكل طردي مع زيادة نسبة مشاركة المستثمر العراقي في المشروع لتصل الى 15 سنة اذا كانت نسبة شراكة المستثمر العراقي في المشروع اكثر من 50% (الفصل الخامس ،المادة 15 الفقرة ثالثاً) كما يتضمن القانون الالتزام بتوفير قروض ميسرة من الدولة للمستثمرين العراقيين .
- 4- الزام المستثمرين بتدريب المستخدمين العراقيين وتأهيلهم وان تكون الاولوية للعاملين العراقيين في التوظيف والاستخدام .
- 5- يوفر القانون مزايا وتسهيلات وضمانات واعفاءات للمستثمر بصرف النظر عن جنسيته وتشمل :
- الاعفاء الضريبي لمدة 10 سنوات ابتداء من التشغيل التجاري للمشروع والاعفاء من رسوم الاستيراد لمستلزمات التأسيس والتوسيع والتطوير

⁸⁵جريدة الوقائع العراقية ، العدد 4031، بتاريخ 2007/1/17.

- والتحديث بما في ذلك من مواد اولية ووسيطه وقطع غيار .
- ادخال واخراج رؤوس الاموال وعوائدها وتمكين المستثمر من فتح حسابات في المصارف العراقية والاجنبية .
 - الاستثمار في سوق العراق للاوراق المالية بالاسهم والسندات وكذلك المحافظ الاستثمارية .
 - استاجار الاراضي المخصصة للمشروع لمدة 50 سنة قابلة للتجديد ومنح حق امتلاك الارض في مشاريع الاسكان .
 - تمتع المستثمر بميزات اضافية وارده في الاتفاقات الدولية والثنائية المعقودة بين العراق والجهات الاجنبية .
 - الالتزام بحق المستثمر الاجنبي ببيع مشروعه كليا او جزئيا.
 - تحريم مصادرة او تامين المشروع الاستثماري المشمول باحكام قانون الاستثمار كلا او جزءا باستثناء ما يصدر بحقه حكم قضائي بات .
 - اي تعديل للقانون لا يترتب عليه اثر رجعي يمس الضمانات والاعفاءات والحقوق المقررة بموجبه .
- 6- تتاسس بموجب القانون الهيئة الوطنية للاستثمار وتتولى رسم السياسات الوطنية للاستثمار ووضع الضوابط لها ومراقبة تطبيق التعليمات والانظمة في مجال الاستثمار كما يكون للاقاليم والمحافظات هيئات تقوم بذات المهام في اطار من التنسيق بين جميع هذه الجهات وهي المسؤولة عن منح اجازات الاستثمار وفق الشروط الموضوعه في القانون.

المبحث الثاني سوق بغداد للاوراق المالية

اولا: البدايات والتاسيس

تاسس سوق بغداد للاوراق المالية بموجب القانون المرقم 24 لسنة 1991⁸⁶ ويتمتع السوق بالشخصية المعنوية وبالاستقلال المالي والاداري وهو مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح وانما يهدف الى تنظيم ومراقبة تداول الاوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وصحته وسهولته وسرعته ودقته لحماية الاقتصاد الوطني ومصحة المتعاملين وتنظيم مهنة الوساطة في التعامل بالاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الاطراف المعنية والسبل الكفيلة لحماية مصالحها المشروعة وتنمية الادخار وتطوير الوعي الاستثماري عن طريق تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني ، وقد اصدرت وزارة المالية في 1996/12/22 النظام الداخلي لسوق بغداد للاوراق المالية استنادا للفقرة ج من البند اولا من المادة 26 من قانون سوق بغداد ويقتصر التداول في السوق على حوالات الخزينة وجميع السندات الصادرة من حكومة العراق والاسهم وسندات الشركات المساهمة العراقية التي يقرر مجلس السوق قبول تداولها في السوق وكذلك تم اصدار التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية استنادا للبند (اولا- د) من المادة 26 من قانون السوق ، وقد افتتح السوق رسميا في 1992/3/23.

ثانيا: انواع السوق المالي العراقي

1- سوق الاصدارات (السوق الاولية):

وهو السوق المتخصص بتسويق الاصدارات الجديدة من الادارة المالية ، وفي العراق يتم تاسيس الشركات الجديدة بموجب قانون الشركات واجراءات التاسيس مبنية في الفصل الثاني من القانون اعلاه ، ويكتتب المؤسسون في

⁸⁶ النجفي، حسن، سوق بغداد للاوراق المالية، بغداد، مطبعة النجفي، 1992، ص80.

الشركة المساهمة بنسبة لا تقل عن 20% ولا تزيد على 51%⁸⁷ من راس مالها الاسمي وتطرح الاسهم الباقية للاكتتاب في احد المصارف العراقية ولا تقل مدة الاكتتاب عن ثلاثين يوما ويكون المصرف مسؤولا عن صحة الاكتتاب والقيمة الاسمية للسهم دينار واحد ولا يجوز اصداره بقيمة اسمية اعلى او ادنى ويشرف على هذه الاجراءات مسجل الشركات في وزارة التجارة وليس للادارة المالية اي علاقة بالموضوع.

2- السوق الموازي:

ويتم فيه تداول اسهم الشركات المساهمة غير المدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية وتمارس اعماله مكاتب الوساطة في بعض المصارف في بغداد وهذه العملية لا زالت غير دقيقة وليس لها نظام محدد وغير خاضعة بشكل عملي لاي جهة رقابية رسمية محددة.

3- سوق التداول (السوق الثانوي):

وهي محصورة في سوق بغداد للاوراق المالية والية ادارته والتعامل به محدد بموجب قانون السوق ونظامه الداخلي وتعليماته ويتم التداول عن طريق الوسطاء وكل العمليات التنفيذية مرهونة بهم .

4- السوق المباشر:

وهو مصطلح يطلق على عمليات تداول الاوراق المالية بين الشركات الاستثمارية من دون الوسطاء ، حيث تنتقل الاوراق من جهة الى اخرى دون وسيط وبدون عمولة وتتم هذه العمليات على شكل حجوم كبيرة وعن طريق التحويل ولادارة محافظهم ولحسابهم فقط.

ثالثا: اهم المعلومات والمؤشرات عن سوق بغداد للاوراق المالية⁸⁸

يتم تداول اسهم 97 شركة مساهمة ومختلطة منها 34 شركة صناعية و22 شركة زراعية و33 شركة خدمية و8 شركات مصرفية ، يبلغ مجموع رؤوس اموال الشركات المدرجة في سوق بغداد اكثر من 19 مليار دينار وهي تقابل

⁸⁷ نفس المصدر السابق.

⁸⁸ دراسات في الاقتصاد العراقي، تاليف مجموعة من الباحثين ،بغداد، نشر بيت الحكمة ، عام 2002، ص259.

19 مليار سهم وبلغت القيمة السوقية للشركات 419,639 مليار دينار و يبلغ معدل عدد الاسهم المتداولة شهريا بحدود 200 مليون سهم وبحجم تداول 2500 مليارين ونصف دينارا شهريا تقريبا وبلغ عدد شركات الوساطة 48 شركة منها 18 مكتب وساطة تابعة للمصارف الحكومية والخاصة وان حجم التداول السنوي لعام 1999 بلغ 29892523000 ديناراً وعدد الاسهم المتداولة 37144837 سهماً.

رابعاً: شركات الاستثمار المالي

شركات الاستثمار المالي مؤسسات مالية هدفها تمكين المستثمرين والمدخرين من ضم الاموال التي لديهم الى اموال الغير لاستثمارها في انواع مختلفة من اسهم وسندات الاستثمار، او استثمار اموالها في المساهمة بتأسيس شركات جديدة في مختلف اوجه النشاط الاقتصادي . لقد تأسست شركات الاستثمار المالي في العراق على وفق احكام المادة 9 من قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 والتي تنص على ما ياتي :

1- شركة الاستثمار المالي شركة يكون نشاطها الاساس توجيه المدخرات نحو التوظيف والاستثمار في الاوراق المالية العراقية من اسهم وسندات وحوالات خزينة وفي ودائع ثابتة .

2- تعد شركة الاستثمار من المؤسسات المالية الوسيطة لاغراض قانون البنك المركزي العراقي المرقم 64 لسنة 1976 ويعتبر البنك الجهة القطاعية المختصة بنشاطها ويمارس سلطة الاشراف والرقابة عليها وفق نظام يصدر لهذا الغرض خلال مدة 180 يوماً من تاريخ هذا القانون في الجريدة الرسمية. وفي 10 اب 1998 اصدر مجلس الوزراء نظام الاستثمار المالي المرقم 5 لسنة 1998 ولقد نصت المادة 4 منه على ماياتي: للشركة بموافقة البنك المركزي العراقي ممارسة الاعمال الاتية :

1- شراء وبيع حوالات الخزينة وسندات الحكومة والاسهم والسندات والاوراق المالية الاخرى المسموح بتداولها في سوق بغداد للاوراق المالية .

2- استثمار جزء من اموالها في شركات اخرى على وفق احكام قانون الشركات.

3- ادارة المحافظ الاستثمارية لحسابها او لحساب الغير وحسب رغبات اصحابها المشروعة والاتفاقات المعقودة معهم .

4- اصدار سندات قرض وشهادات ايداع على وفق اسعار الفائدة المقررة من البنك وبما لا يتجاوز الحدود المنصوص عليها في قانون الشركات.

5- اقرض الشركات التي تساهم بها عن طريق ترويج السندات التي تصدرها تلك الشركات على وفق احكام قانون الشركات .

6- استثمار جزء من اموالها على شكل ودائع ثابتة لدى المصرف ، ولقد نصت المادة 6 من النظام على ماياتي:

(البنك ان يعين نوع الموجودات الواجب الاحتفاظ بها من الشركات بوصفها وعاء استثماريا تتناسب مدته ومخاطره مع طبيعة الالتزامات المترتبة عليها وبما يحافظ على سلامة وضع الشركة المالي وقدرتها على الايفاء بالتزاماتها مع مراعات حكم البند ثالثا من المادة 32 من قانون الشركات).

وعدت الاوراق المالية حسب قانون سوق بغداد للاوراق المالية المرقم 24 لسنة 1991 (السندات التي تصدرها الحكومة او دوائرها ومنشات القطاع الاشتراكي وحوالات الخزينة واسهم وسندات الشركات المساهمة العراقية او اية اوراق مالية عراقية او غير عراقية يتقرر التعامل بها في السوق على وفق احكام هذا القانون والانظمة والتعليمات الصادرة بموجبه).

ان اول شركة استثمارية مالية عراقية تم تاسيسها في العراق كانت شركة الامين للاستثمار المالي (شركة مساهمة خاصة) براس مال مئة مليون دينار في 1999/4/28 وتاسست شركة الايام للاستثمار المالي بالراس مال نفسه اعلاه ومنحت اجازة الاستثمار في 1999/10/9 وهكذا تعاقب تاسيس الشركات الاستثمارية حيث تاسست شركة الخيمة والزوراء والوثام والقمة .⁸⁹

⁸⁹سوق العراق للاوراق المالية، قسم العلاقات العامة، دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية لسنة 2006.

المبحث الثالث

سوق العراق للاوراق المالية

تأسس سوق العراق للاوراق المالية بموجب القانون المؤقت المرقم 74 في 18 نيسان 2004 وبأشر نشاطه في اول جلسة تداول له في 24 حزيران 2004 وقد جاء في وثيقة التأسيس حول تنظيم واهداف السوق ما يأتي:

اولاً: تنظيم السوق

1- يكون المركز الرئيسي للسوق في بغداد وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية اخرى.

2- تكون مسؤولية السوق محدودة بالاصول المملوكة له ولا تشمل الاصول المملوكة للاعضاء.

3- لن يكون السوق مسؤولاً عن اية التزامات ترتبت او قد تترتب على سوق بغداد للاوراق المالية .

4- السوق شخصية معنوية مستقل ماليًا واداريًا عن الحكومة العراقية ولن تكون هناك اية سلطة اشرافية لمسجل الشركات في وزارة التجارة على السوق ولا يتطلب الامر ان يسجل في وزارة التجارة . ومع ذلك لا يؤثر هذا الحكم في التزامات السوق اتجاه هيئة الاوراق المالية بالنسبة لتنظيم الرقابة مع ما ينسجم وتعليمات الهيئة طبقاً لقانون الاوراق المالية المؤقت وله حق تملك الاموال المنقولة وغير المنقولة وبضمنها العقارات .

5- للسوق حق رفع الدعاوى امام المحاكم او الهيئات التحقيقية او امام اية سلطة اخرى على ان يمثل بواسطة رئيس مجلس المحافظين او بواسطة شخص مخول من قبله .

6- السوق منظم تنظيمًا ذاتيًا مستقلاً عن الحكومة ووزارة المالية لا يستهدف الربح وتعود ملكيته للاعضاء ، ويجب ان تكون تعاملاته التجارية المشتركة مع الغير بطريقة تجارية لا تتناقض مع القانونين المؤقت والدائم والنظام الداخلي

والتعليمات الاخرى للسوق والهيئة.

ثانيا: اهداف السوق

- 1- تنظيم وتدريب اعطائه والشركات المدرجة في السوق بطريقة تتناسب مع هدف حماية وتعزيز ثقة المستثمرين به.
- 2- تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة يوثق بها امينة، فعالة، تنافسية، وتتسم بالشفافية .
- 3- تنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق المالية بصورة عادلة ومنظمة وفعالة وبضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات .
- 4- تنظيم تعاملات اعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الاطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة .
- 5- تطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ومساعدة الشركات في بناء رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار .
- 6- توعية المستثمرين العراقيين والاجانب بشأن فرص الاستثمار في السوق .
- 7- جمع وتحليل ونشر الاحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الاهداف.
- 8- التواصل مع اسواق الاوراق المالية في العالم العربي والاسواق العالمية بهدف تطوير السوق .
- 9- القيام بخدمات ونشاطات ضرورية اخرى لدعم اهدافه.

ثالثا: مجلس محافظي السوق

شكل مجلس المحافظين عام 2004 بموجب قانون الاوراق المالية المؤقت وتم تسمية اعضائه من قبل مجلس الحكم العراقي ونشرت في الوقائع العراقية بالعدد المرقم 3983 الصادر في نيسان 2004 وكان لهم الدور الاساسي في تاسيس وافتتاح السوق واستمراره باداء اعماله بعد استحصال موافقة هيئة الاوراق المالية على اجازة مزاولة النشاط ، ويتم تعيين اعضاء المجلس عن طريق الاقتراع السري كل سنة ويتكون من تسعة اعضاء ومهمتهم الرئيسية هي تنظيم السوق ورسم السياسة العامة له والاشراف على نشاطاته.

رابعاً: مؤشرات التداول المتحققة في عام 2006⁹⁰

1- بلغ عدد الشركات المتداولة اسهمها 84 شركة مساهمة مثلت القطاعات الاتية:

17 شركة مصرفية 3 شركات تامين 9 شركات استثمار مالي 11 شركة خدمية
27 شركة صناعية 10 شركات صناعية وفندقية 7 شركات زراعية .
من اصل 93 شركة مدرجة موزعة على اساس 18 شركة مصرفية 4
شركات تامين 9 شركات استثمار مالي 13 شركة خدمية 29 شركة صناعية
10 شركات سياحية 10 شركات زراعية .

2- بلغ عدد الجلسات التي عقدت في السوق 92 جلسة تداول بمعدل جليستين اسبوعيا ، وقياسا بعدد جلسات عام 2005 البالغة 94 جلسة انخفض العدد بنسبة 2% ، وكان من المخطط زيادة عدد الجلسات الا ان كثرة العطل وحضر التجوال حال دون تنفيذ ذلك .

3- بلغ عدد الاسهم المتداولة 57974 مليار سهم ، اي بمعدل 630 مليون سهم للجلسة الواحدة ، مرتفعا عن عدد الاسهم المتداولة عام 2005 البالغة 55600 مليار سهم بنسبة 4% .

4- بلغ حجم التداول 146891 مليار دينار اي بمعدل 1596 مليار دينار في الجلسة الواحدة محققا انخفاضا نسبته 60% قياسا بعام 2005 الذي بلغ فيه الحجم 366 مليار دينار .

5- واخيرا بلغ عدد العقود المنفذة 38 الف عقد اي بمعدل 420 عقد في الجلسة الواحدة وقياسا بعدد عقود عام 2005 البالغة 55 الف عقد انخفض العدد بنسبة 29% .

6- ارتفع عدد الاسهم المسجلة في سوق العراق من 432 مليار سهم كما في 2005/12/31 للشركات المدرجة البالغ عددها 85 شركة الى 774 مليار سهم كما في 2006/12/31 للشركات المدرجة البالغ عددها 93 شركة

⁹⁰ سوق العراق للاوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2006.

وبنسبة ارتفاع 79% .

7- انخفضت القيمة السوقية للاسهم المتداولة (market capitalization) من 3160 مليار دينار عام 2005 اي ما يعادل 2 مليار دولار الى 1949 مليار دينار عام 2006 اي ما يعادل 1380 مليار دولار اي بنسبة انخفاض 38%.

خامسا: انجازات سوق العراق للاوراق المالية

- 1- لغرض الافصاح عن المعلومات ولتغطية نشاط السوق فقد قام باصدار جريدة اسبوعية مالية تسمى (سوق المال).
- 2- ولاجل تنشيط عمليات التداول وتشجيع الاستثمار في الاوراق المالية فقد قام بتخفيض عمولة الوسيط المالي من 1% الى 0,006% الامر الذي ادى الى النجاح الفعلي في زيادة الاستثمار في السوق.⁹¹
- 3- اصدار النشرات اليومية والتي بلغ عددها 92 نشرة ، والتقارير الشهرية بواقع 12 تقرير ، اضافة الى اصداره التقارير السنوية ، وكذلك اصدار دليل الشركات المساهمة العراقية الذي ضم في مكوناته تحليل مقارن للمركز المالي للشركات المساهمة المدرجة في السوق.
- 4- تنفيذ برامج تدقيقية وتفتيشية على نشاط اقسام المساهمين في الشركات المساهمة المدرجة وشركات ومكاتب الوساطة في السوق واحالة المقصرين الى التحقيق الاداري والى لجنة الانضباط .
- 5- النجاح بالانضمام الى الاتحاد الاوروبي الاسيوي للبورصات الذي يضم ثلاثين بورصة اوروبية واسيوية وعربية وذلك في عام 2005./5/19
- 6- ولتعزيز موقع السوق في العالم ولخلق وسائل اكثر للافصاح فقد قام السوق بانشاء موقعين للمعلومات والبيانات على شبكة المعلومات الدولية(الانترنت) وباللغتين العربية والانكليزية احدهما على موقع الاتحاد الاوروبي الاسيوي للبورصات (feas) تنشر فيه كافة نشاطات السوق والتداول اليومية والشهرية

⁹¹ سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي لعام 2006 ، ص9.

والسنوية وبجهود الاقسام العلاقات العامة والايدياع المركزي والحاسبة
الالكترونية وبالعنوانين(www.isx-iq.net) و (www.feas.iraqse).
7- اصدار مؤشر السوق لاسعار الاسهم المتداولة (ISX Price Index)
وفق مقاييس صندوق النقد العربي .

8- عقد الاتفاق مع مصرف الاستثمار العراقي لادارة بنك المقاصة والتسويات
المالية بين السوق والوسطاء والمستثمرين .

9- الاهتمام بالنشاط الاعلامي الخاص بسوق العراق للاوراق المالية من خلال
وسائل الاعلام المرئية والمسموعة والمقروءة وذلك عبر التغطية الاعلامية
لجلسات التداول من خلال القنوات الفضائية الاتية: العراقية الفضائية، بغداد
الفضائية، عشتار السومرية، الديار، بلادي، قناة الشرقية، الحرة، القناة الفرنسية
الاولى، العربية(برنامج اسواق العراق)، والمحطات الاخبارية مثل: (BBC)،
رويترز، (CNBC) ، راديو دبي ، العراق اليوم ،(Time Magazine) ،
واما الصحافة فهي: مجتمع الاعمال، الحياة اللندنية، الصباح، المشرق، العدالة،
نشرة غرفة تجارة بغداد، المواطن، الدستور، المؤتمر.

سادسا: خطط وبرامج السوق المتوقعة

1- استحداث ادوات مالية جديدة للتداول بالتعاون مع المؤسسات ذات العلاقة.
2- البدا بتطبيق الانظمة الالكترونية والانتقال من اسلوب التداول اليدوي الى
اسلوب التداول الالكتروني لأول مرة في تاريخ الاسواق المالية في العراق.
3- فتح فروع لسوق العراق في الاقاليم والمحافظات العراقية الكبيرة وربطها
الالكترونيا مع السوق لتمكين كافة العراقيين من التداول في البورصة .
4- فتح فروع لشركات الوساطة في الاقاليم والمحافظات وفي الدول المجاورة
لتحقيق التوسع المطلوب في المهنة.

5- زيادة عدد جلسات التداول من 3 ايام في الاسبوع الى 5 ايام في الاسبوع.
6- تنفيذ القانون المرقم 13 لسنة 2006 لغرض تمكين المستثمرين غير
العراقيين من التداول في السوق وفق ضوابط سوق العراق للاوراق المالية

وهيئة الاوراق المالية العراقية.

7- ان يكون للسوق دور اساسي في تنفيذ عمليات خصخصة شركات القطاع العام بعد صدور قانون الخصخصة في العراق.

8- التعاقد مع احدى الفضائيات لنقل وقائع جلسة التداول مباشرة الى كافة المستفيدين والمستثمرين.

9- عقد اللقاءات والندوات مع شركات الاستثمار المالي والمستثمرين والشركات المساهمة.

10- المشاركة في المؤتمرات والندوات المحلية والعربية والدولية وتوثيق اواصر التعاون والتطوير وتبادل الخبرات ، وبدء برامج تدريبية وتطويرية بالتعاون مع الاتحادات العربية والدولية.

سابعا: مميزات سوق العراق عن سوق بغداد للاوراق المالية

ان سوق العراق للاوراق المالية بعد تاسيسه عام 2004 وخلال فترة عمله القصيرة قد امتاز بحزمة من الاصلاحات والتغييرات التي جعلته مختلفا نوعا ما عن سوق بغداد للاوراق المالية وسوف نوجزها في النقاط الاتية.

1- تغير الهيكل الاداري للسوق: تتكون ادارة سوق بغداد للاوراق المالية من هيكل اداري مرتبط بوزارة المالية ويشغل ادارته مديرا عاما واربع مدراء يديرون الاقسام الاربع التي يتكون منها السوق ، اما في سوق العراق للاوراق المالية فقد اصبح منفصلا اداريا عن وزارة المالية ، وادارة السوق المتمثلة بالمدير العام تم الاستعاضة عنها بمجلس المحافظين المكون من تسعة اعضاء ينتخبون بشكل دوري ويمثلون الاطراف المشاركة في السوق وهم كالاتي:رئيس المجلس ، وممثل للشركات المساهمة في السوق ، وممثل للوسطاء ، وممثل لاتحاد وسطاء اوراق المال في العراق ، وخبيرا لتكنولوجيا المعلومات ، وثلاث خبراء مستقلين ، والمدير التنفيذي . ان هذه التشكيلة سوف تضمن اتخاذ قرارات تعكس مصالح ووجهات نظر جميع المشاركين في السوق وليس الامر في السابق حيث ان القرار يتركز في شخص المدير العام.

2- تغير الهيكل التنظيمي: ان الهيكل التنظيمي لسوق بغداد كان مرتبطا بمسجل الشركات في وزارة التجارة عن طريق منح الرخص لشركات الوساطة وبوزارة المالية باعتبار ان السوق تابعا اداريا لها حيث يتلقى التعليمات والاوامر، اما في سوق العراق فالامر اصبح مختلفا ، فلم يعد هناك ارتباطا تنظيميا لا بوزارة التجارة ولا بوزارة المالية ، اذ الهيكل التنظيمي الهرمي اصبح كالاتي: الهيئة العامة ومجلس المحافظين والمدير التنفيذي ومركز الايداع العراقي وسبعة اقسام ادارية ، وهذا الشكل التنظيمي يضمن الادارة الذاتية للسوق على اسس اقتصادية سليمة وابعاد عامل التأثير السياسي من قبل الحكومة على السوق.

3- اتحاد وسطاء الاوراق المالية: في عهد سوق بغداد كان مسجل الشركات في وزارة التجارة هو المسؤول عن منح اجازات شركات الوساطة المالية في السوق اما في سوق العراق فقد تغير هذا الامر، اذ اصبح السوق هو المسؤول عن اعطاء هذه الاجازات وبذلك تم فك الارتباط بين الوسطاء وتأثير التدخل الحكومي في طريقة اعطاء الاجازات ، ومن ثم قيامهم في تاسيس اتحادا خاصا بهم لغرض اىصال مقترحاتهم ووجهات نظرهم الى السوق عن طريق هذا الاتحاد ، الذي تاسس في شهر ايلول في عام 2004 تحت عنوان (اتحاد وسطاء الاوراق المالية) في العراق ولاول مرة ضمن اجراءات انتخابية وديمقراطية، ونظرا لاهمية الدور الذي من المؤمل ان يلعبه الاتحاد فقد قام مجلس محافظي سوق العراق بدعمه عن طريق تبرعه بمبلغ عشرة ملايين دينار، حيث يسعى كل من السوق والاتحاد الى رسم صورة حقيقية للتعاون من خلال تذليل كافة المشاكل الانية وبحث سبل تطوير النشاط المستقبلي خصوصا في مجال التدريب والتطوير وسن التشريعات الملائمة لحماية حقوق المتعاملين بالاوراق المالية.⁹²

المبحث الرابع

مؤشرات سوق المال العراقي

توجد هناك نوعين من المؤشرات التي تقيس مستوى نشاط الشركات في اسواق المال ، فبالنسبة للاول هي تلك المؤشرات والنسب المالية التي تقيس كل شركة على حدة ، وبالنسبة للثانية هي تلك المؤشرات التي تقيس مجموعة من الشركات ، فبالنسبة للنوع الاول يوجد هناك 40 مؤشرا يقيس المستوى المالي للشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية.⁹³ وبالنسبة للنوع الثاني فمؤشر (isx price index) الذي يقيس عموم الشركات العراقية المسجلة في السوق ، ولذا سوف نقوم بتوضيح كل من النوعين في فقرتين مختلفتين وكالاتي:

اولا: المؤشرات والنسب المالية

من خلال مراجعة دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية المنشور من قبل ادارة السوق ، سوف نجد ان هناك اربعين من المؤشرات والنسب المالية التي توضح الوضع المالي لتلك الشركات ومن الضروري للمستثمرين سواء كانوا افرادا او مؤسسات ان يطلعوا على هذه المؤشرات والنسب لغرض اختيار الشركات الانسب للاستثمار فيها ، وبسبب اهميتها فقد راينا من المناسب توضيح وتبيان معنى تلك المؤشرات وهي موضحة كالاتي:

1- الموجودات الثابتة (fixed assets): موارد الشركة الطويلة الاجل والتي يتم استغلالها لمدة تزيد عن فترة سنة ومن خلالها يتم انتاج السلع او الخدمات للسنوات القادمة .

2- الموجودات المتداولة (current assets): تتكون من النقدية او اي موجودات اخرى كالمخزون (بالكلفة) بالاضافة الى المدينين ويمكن تحويلها

⁹³ دليل الشركات المساهمة ، اصدار سوق العراق للاوراق المالية.

- الى نقد خلال دورة تشغيلية للشركة .
- 3- المدينون (debtors): هي حقوق الشركة لدى الغير وخصوصا التي تنشأ نتيجة الائتمان الممنوح للغير.
- 4- الاستثمارات (investments): هي حركة الاستثمارات المختلفة بهدف استغلال فائض السيولة النقدية لدى المصارف في شراء الاراضي والمباني او شراء الاسهم والسندات والحوالات وغيرها .
- 5- الاوراق التجارية (commercial instruments): هي اقيام الاوراق التجارية (السند لامر او الكمبيالة والحوالة او السفتجة والشيك) التي تقدم للخصم قبل موعد الاستحقاق.
- 6- القروض والتسليفات (loans): هي المبالغ التي يتم اقراضها للغير ولا تشمل حسابات السحب على المكشوف ولمدة تزيد او تقل عن العام الواحد.
- 7- الائتمان النقدي (monetary credit): هي العمليات المصرفية الناجمة عن منح التسهيلات المصرفية للزبائن عن القروض والمكشوف والخصم والابتياح والتسليف بانواعه.
- 8- مجموع الموجودات (total assets): تشمل الموجودات المتداولة بالاضافة الى الموجودات الثابتة .
- 9- راس المال المكتتب به (الاسمي) (nominal capital): هو راس المال الذي يحق للشركة اصداره ومسجل في عقد تاسيس الشركة .
- 10- راس المال المدفوع (paid up capital): هو راس المال المستلم فعلا من قبل الشركة.
- 11- حسابات جارية وودائع (current&deposit accounts): هي اجمالي المبالغ المودعة لدى المصرف والتي يجب تاديتها عند الطلب او بعد انذار في تاريخ استحقاق معين وكذلك التامينات المستلمة لقاء العمليات المصرفية.
- 12- الاحتياطات (reserves): هي الاموال التي تشكل دعما للمركز المالي

للشركة وتستقطع من صافي الارباح .

13- حقوق المساهمين (shareholders equity): تشمل راس المال

المدفوع بالإضافة الى الاحتياطيات والارباح المحتجزة.

14- الدائنون (المطلوبات للغير) (creditors): هي حقوق الغير لدى الشركة

وبصفة خاصة الائتمان الممنوح لها من قبل الغير.

15- المطلوبات المتداولة (current liabilities): وهي مجموع مصادر

التمويل القصيرة الاجل.

16 الفائض القابل للتوزيع (surplus for distribution): هو صافي نتيجة

نشاط الشركة.

17- صافي ربح السنة (العائد) (annual net profit): هو الفائض القابل

للتوزيع مطروحا منه مخصص الضريبة.

18- راس المال العامل (working capital): الموجودات المتداولة -

المطلوبات المتداولة.

19- الارباح السنوية الموزعة نقدا (annual distributed profits): مقسوم

الارباح النقدي المخصص للتوزيع على المساهمين .

20- نسبة توزيع الارباح (profit distributed): هي النسبة المؤية للارباح

السنوية الموزعة من قبل الشركة.

21- القيمة الدفترية للسهم (book value): حقوق المساهمين ÷ عدد الاسهم

المصدرة (راس المال الاسمي).

22- عدد الاسهم المتداولة (no.of traded shares): هو عدد الاسهم

المتداولة لعام كامل.

23- سعر الاغلاق السنوي (annual closing price): هو اخر سعرتداول

نفذ على سهم الشركة خلال العام.

24- معدل السعر السنوي (annual average price): هو حجم التداول ÷

عدد الاسهم المتداولة لعام كامل.

- 25- القيمة السوقية للسهم (market capitalization): حاصل ضرب راس مال الشركة x سعر اغلاق السهم.
- 26- نسبة دوران السهم (shares turn over ratio): عدد الاسهم المتداولة لعام واحد ÷ عدد الاسهم المصدرة (راس المال الاسمي).
- 27- العائد على الموجودات (income on assets): صافي ربح السنة ÷ مجموع الموجودات.
- 28- العائد على حقوق المساهمين (income on shareholders equity): صافي ربح السنة ÷ حقوق المساهمين.
- 29- العائد على السهم (earning per share): صافي ربح السنة ÷ راس المال المكتتب به (الاسمي).
- 30- العائد على المبيعات (earning to sales): صافي ربح السنة ÷ المبيعات.
- 31- نسبة الملكية (ownership rate): حقوق المساهمين ÷ مجموع الموجودات.
- 32- مكرر الارباح (interest repetation): سعر الاغلاق ÷ العائد على السهم.
- 33- نسبة التداول (مرة) (trading ratio): الموجودات المتداولة ÷ المطلوبات المتداولة.
- 34- حقوق المساهمين الى الودائع (shareholders equity to deposit): حقوق المساهمين ÷ الودائع.
- 35- النقد الى الودائع (cash to deposits): النقد ÷ الودائع.
- 36- استثمارات الى الودائع (investments to deposits): الاستثمارات ÷ الودائع.
- 37- المطلوبات للغير الى الموجودات (credit to assets): الدائون ÷ مجموع الموجودات.

38- المطلوبات المتداولة الى حقوق المساهمين (currents liabilities on shareholders equity): المطلوبات المتداولة ÷ حقوق المساهمين.

39- راس المال العامل الى حقوق المساهمين (working capital on shareholders equity): راس المال العامل ÷ حقوق المساهمين.

40- الموجودات الثابتة الى حقوق المساهمين (fixed assets on shareholders equity): الموجودات الثابتة ÷ حقوق المساهمين.

ثانيا: المؤشر العام لسوق المال العراقي

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيرات في الاسواق المالية ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الاساس او نقطة البدء ، ويقاس المؤشر تحرك اسعار الاسهم او السندات او الصناديق ، الامر الذي يعكس اتجاه السوق . يكشف مؤشر الاسهم عن الاتجاه العام في سوق راس المال وبعبارة اخرى يقود المستثمر الى معرفة كيفية اداء السوق بوجه عام ، فالمؤشر مقياس شامل لاتجاهات السوق حيث يبين تحركات اسعار سوق الاسهم بصفة عامة، ولذا فان المؤشر بالنسبة للمستثمر هو معيار قياس مستوى سوق الاسهم ككل وفي المقابل قياس كل من الاسهم على انفراد او الحكم عليه ، اذن فالمؤشرات هي ادوات يستعملها المستثمرون في كل انحاء العالم ، في الاسواق المتقدمة والنامية على السواء. وهناك طرق عديدة لحساب هذه المؤشرات والاكثرها شيوعا هي طريقة الرسملة السوقية اي تقيس لنا القيمة السوقية لتلك الشركات ، ومن اشهر تلك المؤشرات الدولية هو داوجونز ، ستاند اند بور ونازداك في الولايات المتحدة والكاك في فرنسا وداكس في المانيا ونيكاي في اليابان وهناك مؤشرات لبعض البلدان العربية مثل مؤشر كاس في مصر ومؤشر مازي في المغرب ، وبالنسبة للعراق فبالاضافة الى مؤشره الانف الذكر فانه يروم حاليا اجراء العمل على دراسة تطبيق مؤشر داوجونز بالتعاون مع الاتحاد الاوروبي للبورصات لتطبيق مؤشر الاسعار وفق طريقة الاحتساب الدولي لاسعار

الاسهم في البورصات العالمية.

وهذه بعض الامثلة لمؤشرات في بلدان عربية يقوم سوق العراق للاوراق المالية بالتعاون معها وارسال الدورات التعليمية لبعض بلدانها وهي:

مصر: مؤشر كاس (case 30)

تم حساب هذا المؤشر لبورصتي القاهرة والاسكندرية منذ اول يناير (كانون الاول) 1998 وقد كانت قيمة المؤشر في اول يوم حسابه 1000 نقطة ويشمل اعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط ويقوم بقياس العائد على الاستثمار الناتج عن التغير في القيمة السوقية للاوراق المالية الناتجة من ربح او خسارة راسمالية فقط ويتم حسابه بطريقة راس المال السوقي المرجح لحساب الاسهم الحرة التداول .⁹⁴

المملكة العربية السعودية: المؤشر العام للاوراق المالية

تقوم مؤسسة النقد السعودي ساما (sama) بحساب المؤشر العام للاوراق المالية وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي ففي عام 2001 كانت هناك 76 شركة منها 9 مؤسسات في قطاع البنوك قيمتهم 35 بليون دولار و23 شركة في قطاع الصناعة بقيمة 17،4 بليون دولار و8 شركات اسمنت بقيمة 7،64 بليون دولار و17 شركة في قطاع الخدمات بقيمة 3 بلايين دولار و5 شركات كهرباء بقيمة 9،8 بليون دولار و9 شركات زراعية بقيمة 302 مليون دولار.⁹⁵

الامارات العربية المتحدة: مؤشر بنك ابو ظبي الوطني

مؤشر مرجح بطريقة رسمة السوق يضم 38 شركة مدرجة في كل من سوق الاوراق المالية بابو ظبي ودبي ، وهذه الشركات تمثل نحو 75% من السوق الكلي ، وراس المال السوقي لعدد 52 شركة مسجلة ونشطة قيمته 22 بليون دولار موزعة على القطاعات التالية: 18 مؤسسة مالية ومصرفية و12 شركة

⁹⁴ للاطلاع على هذا المؤشر يراجع الموقع الالكتروني للبورصة المصرية.
⁹⁵ المهيلمي، التحليل الفني للاسواق المالية، مصدر سابق، ص303.

تامين و22 شركة خدمات.⁹⁶

الاردن: مؤشر سوق عمان المالي

منذ مطلع 1992 بدا سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة اساس بقيمة 100 نقطة ، ويقوم هذا المؤشر على اساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق ، تمت زيادتها الى 60 شركة في 1994 ثم الى 70 شركة في 2001 ، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها ، حيث تمثل هذه المعايير : القيمة السوقية للشركة ، عدد ايام التداول ، معدل دوران السهم ، حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة ، وكما يتم اخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.⁹⁷

⁹⁶ نفس المصدر السابق، ص302.
⁹⁷ للاطلاع على هذا المؤشر يراجع الموقع الالكتروني لسوق عمان للاوراق المالية(في اخر البحث).

الفصل الرابع
تقييم سوق المال العراقي

من اجل تقييم سوق المال العراقي فسوف نتبع في ذلك منهجين ، منهج تحليلي قائم على اساس المعطيات الواردة في الفصل الاول ، ومنهج مقارن قائم على اساس معطيات الفصل الثاني ، وسوف نتناول اربعة مباحث في هذا الفصل، الاول يتناول تحليل سوق المال العراقي ، والثاني يتناول تحليل البيئة الاقتصادية العراقية ، والثالث يتناول عوامل تنشيط سوق المال العراقي، والرابع يتناول عوامل اصلاح البيئة الاقتصادية العراقية.

المبحث الاول

تحليل سوق المال العراقي

سوف ننطلق في تحليلنا هذا من خلال مقارنة معطيات مؤشرات سوق المال المصري مع معطيات سوق المال العراقي ، ومن ثم معرفة مواطن الخلل في السوق العراقي ومحاولة البحث في اسباب ذلك الخلل عن طريق مقارنتها بصيغ الحلول المصرية.

اولاً: مقارنة مؤشرات سوق المال المصري مع مؤشرات سوق المال العراقي

من خلال عرض المؤشرات المصرية مع مثيلاتها العراقية سوف نجد ان مستوى ارتفاع المؤشرات المصرية تتفوق كثيرا على مثيلاتها العراقية ، اذ بلغ عدد الشركات المصرية المسجلة في البورصة المصرية 1070 شركة بينما بلغ هذا العدد في العراق 93 شركة فقط ، والقيمة السوقية للاوراق المالية المقيدة في البورصة المصرية بلغت 120 مليار جنيه مصري اي ما يقارب 22 مليار دولار ، بينما القيمة السوقية للاوراق المالية المسجلة في سوق العراق بلغت 3160 مليار دينار عراقي اي اقل من 3 مليارات دولار، وهناك انواع عديدة من الادوات المالية المستخدمة في السوق المصري فهناك الاسهم بكتلتا نوعيها العادية والممتازة وهناك سندات طويلة ومتوسطة وقصيرة الاجل وكذلك شهادات الايداع الدولية بينما في سوق العراق لا يتداول فيها سوى الاسهم العادية ، وفي السوق المصري يوجد 57 صندوقا استثماريا بينما في السوق العراقي لا يوجد صندوقا استثماريا واحدا ، وبلغ حجم الاستثمار الاجنبي في السوق المصري مليار دولار تقريبا بينما في السوق العراقي بلغ 6 مليون دولار. من خلال مقارنة المعطيات الرقمية المذكورة اعلاه سوف يتبين لنا حجم الفارق الكبير بين مستوى نشاط السوقين ، ولا بد ان تكون هناك عوامل اساسية ولدت هذا الفارق ، قد تكون عوامل ذاتية متعلقة بالسوق او عوامل الاقتصاد الكلي والجزئي المؤثرة في السوق ، او حتى عوامل تشريعية

او سياسية او اجتماعية ، وسوف نحاول التعرف على تلك العوامل في المواضيع القادمة.

ثانيا: مشكلات سوق المال العراقي

بالحقيقة ان مشكلات سوق المال العراقي هي كثيرة ومعقدة ، فهي لا تتصل فقط بالعوامل الذاتية للسوق وانما بالعوامل الخارجية ايضا ، فبالنسبة للعوامل الذاتية نرى انخفاض حجم السيولة المتدفقة للسوق ، وعدم وجود ادوات مالية متنوعة للتداول ، وانخفاض مستوى وعي المستثمرين ، وضعف الاستثمار المؤسسي ، مع انخفاض مستوى الخبرة والمعرفة الفنية لدى الوسطاء ، وكذلك عدم وجود كادر فعال لادارة السوق وتنميته نحو الافضل لضعف الخبرة لديهم ولعدم تطابق اختصاصاتهم الدراسية مع طبيعة عمل السوق ، وكذلك اتباع اساليب بدائية في عمل وادارة السوق . اما المشكلات الخارجية للسوق فتتعلق بتخلف القطاع المصرفي ، وسلبيات السياستين المالية والنقدية وعدم التنسيق بين السياستين ، والطبيعة الهيكلية لنفقات وايرادات الميزانية العامة وسياسة سعر الصرف، والانخفاض في مستوى الناتج السلعي والخدمي المحلي ،وتراجع كبير في الانتاج الزراعي ، مع عدم وجود تشريعات حديثة تنظم عمل كل من السوق المالي والقطاع المصرفي وقطاع الاعمال ، ووجود بنية اقتصادية تحتية تقريبا مدمرة ، فتسعين بالمئة من المصانع والمعامل متوقفة عن الانتاج تقريبا اما بسبب قطع الغيار المتهالكة لتلك المصانع او بسبب عدم وجود طاقة كهربائية لها . ان جميع العوامل الانفة الذكر تؤثر بمجملها على قطاع الاعمال بحيث يؤدي الى تراجع انتاج هذا القطاع وبالتالي تراجع ايراداته ومن ثم تراجع القطاع المالي الذي يؤثر بدوره على نشاط سوق المال نحو عدم التنامي وخلق حالة الركود لديه . ان الفئات المشتركة والمؤثرة في سوق المال العراقي هي اولا الشركات المساهمة وثانيا المستثمرون وثالثا الوسطاء ورابعا ادارة السوق ، وسوف نتناول مشكلات وسلبيات كل منها في مواضيع مستقلة . اما العامل الخامس وهو البيئة الاقتصادية العراقية فسوف

نفرد لها مبحثا خاصا لتحليلها باعتبارها الاقتصاد الحاضن لسوق المال العراقي.

1- الشركات المساهمة:

ابتدأت فكرة الشركات المساهمة في العراق مع ولادة قانون الشركات العراقي الصادر في عام 1983(حيث قسم هذا القانون الشركات العراقية الى خمسة انواع وهي مساهمة ومختلطة وتضامنية وذات مسؤولية محدودة وبسيطة) وكانت فكرة الدولة انذاك ان تعمل على بناء الشركات الكبيرة القادرة على المشاركة في تنفيذ مشاريع التنمية الوطنية في العراق ومن ثم يتم تسليمها الى القطاع الخاص كليا بحيث تصبح شركة خاصة ذات ملكية مساهمة او جزئيا ذات ملكية مختلطة(وقد حرصت الدولة على ان لا تكون تلك الشركات ذات ملكية عائلية) وقد جرى التفكير في انشاء سوق للاوراق المالية لبيع وتداول اسهم تلك الشركات .

وهكذا تم انشاء سوق بغداد للاوراق المالية لهذا الغرض ، وكانت العملية مرتبطة في حينها بالخصخصة اي تحويل ملكية شركات القطاع العام من الدولة الى القطاع الخاص .

ان عملية التحويل في تلك الفترة رافقها مشكلتين رئيسيتين وهي مشكلة الاقتصاد العراقي الذي يعاني من سلبيات كثيرة بسبب الحروب ، ومشكلة الحصار الذي افقد العراق القدرة على التفاعل مع الخارج ، فلا استيراد ولا تصدير ولا اتصال حضاري او تقني ، بحيث انعكس الامر سلبا على قطاع الاعمال وبالتالي توليد تاثيرات انعكاسية على الشركات المساهمة التي لم تؤدي دورها كما يجب في الاقتصاد العراقي بسبب العوامل الانفة الذكر، بحيث ادى الامر الى هبوط حاد في مستويات الانتاج ومن ثم انخفاض ايرادات تلك الشركات وبالتالي انخفاض مستويات ارباحها ، الامر الذي قاد الى ضعف اقبال المستثمرين بالطلب على شراء اسهم تلك الشركات وعدم ازدهارها . ومن مشاكل قطاع الاعمال في العراق عموما والشركات المساهمة خصوصا

هو ضعف التمويل ، اذ ان تمويل الشركات يعتمد على راس مالها المساهم (الاسمي) وارباحها المحتجزة وعلى القروض ، فاذا ما ارادت زيادة راس مالها الاسمي عن طريق اصدار اسهم جديدة ، فان ذلك سوف يؤدي الى هبوط في الاسعار السوقية للاسهم بسبب انخفاض عائد السهم ، الا اذا ما قامت الشركة المصدرة بزيادة موجودات الشركة بنفس نسبة الزيادة في اصداراتها الجديدة ، الامر الذي لا تستطيع تحمل تكاليفها ، واذا ما ارادت ان تزيد تمويلها عن طريق زيادة نسبة الارباح المحتجزة فمن الصعوبة عندها زيادة تلك النسبة بسبب ان الارباح بالاساس منخفضة ، فيبقى امامها التمويل عن طريق القروض والذي ياخذ شكلين ، اما عن طريق اصدار سندات القرض او عن طريق طلب القروض المباشرة من المصارف التجارية ، فبالنسبة للطريقة الاولى وهي السندات لا يوجد سوقا لها في العراق ، بدليل لا وجود لتداول اي نوع من السندات في سوق العراق للاوراق المالية ، واما طلب القروض من المصارف التجارية فهو مقصور على القروض القصيرة الاجل في الاغلب ، وتمتنع المصارف عن تقديم قروض طويلة الاجل التي تحتاجها تلك الشركات ، والسبب في ذلك هو تعثر كثير من الديون التي قدمتها المصارف التجارية في الفترات الزمنية السابقة ، ولا يخفى ما للقروض من دور مهم في دفع عجلة الانتاج وفي زيادة التشغيل اذا ما عرفنا ان بعض الشركات تعتمد 50% في عملياتها الانتاجية على القروض .⁹⁸ وعليه سوف نستشف من ذلك ان الشركات العراقية تواجه مشكلة تمويل ، الامر الذي يحد من توسع عملياتها الانتاجية وتنامي حجم تلك الشركات . الامر الاخر نرى كثيرا من شركات القطاع العام بعد انهيار الدولة عام 2003 قد اهمل دورها فلا نرى لها نشاطا في واقع الانتاج العراقي بل اصبحت مجمدة وافرادها يتقاضون الرواتب دون عمل وهي قادرة على المسير والتواصل في عملياتها الانتاجية ، فلو قامت الدولة ببيعها الى القطاع الخاص كشركات مساهمة ويتم تداول اسهمها في

⁹⁸ Pecket, How The Stock Markets Work ,p43.

السوق المالي لانتفع من تلك الشركات كل من القطاعين المالي والسلعي ، ولا سيما ان تلك الشركات تعتبر ضخمة حيث نفذت مشاريع كبيرة في العراق مثل بناء الجسور والطرق والبنائات الكبيرة وبناء الاحياء السكنية وغيرها من المشاريع ذات الحجم الكبير ، ولكن ما نراه هو الاجحاف بدور تلك الشركات ولم ياخذ اي قرار بشأنها الى الان.

2- المستثمرون في الاصول المالية:

يبلغ عدد المستثمرين في الاصول المالية في جمهورية مصر العربية اكثر من نصف مليون مستثمر طبقا لتقديرات بعض المحللين ، اما في العراق فيقل عن هذا العدد وبكثير(لم نعثر على اية تقديرات رقمية لعدد المستثمرين في الاصول المالية في العراق)، من خلال ملاحظتنا للمستثمرين في سوق العراق للاوراق المالية نجد ان عدد المستثمرين قليلا ، وانهم لا يمتلكون وعيا استثماريا ، وان الاستثمار الفردي هو الصفة الغالبة وهناك شبه غياب للاستثمار المؤسسي . بالنسبة لقلّة عدد المستثمرين في الاصول المالية في العراق نراه مرتبطا بالحالة الاقتصادية في العراق من انتعاش واستقرار نسبي في الاقتصاد او حالة من الركود او التضخم او كليهما اي التضخم الركودي (stagflation) ، فالحالة الاقتصادية السائدة في البلد هي التي توجه حركة الاستثمار، والنظرية الكينزية توضح ذلك:⁹⁹

ان الثروة يتم الاحتفاض بها في احد اشكالها الثلاث اما باصول حقيقية او مالية او نقدية ، فعند الاحتفاض بالثروة بصيغة ارصدة نقدية مودعة في البنوك بسعر فائدة محددة مع وجود مستوى عالي من التضخم ، فسوف يعزف المستثمرين عن الاحتفاض بثروتهم بشكل ارصدة نقدية في تلك البنوك بسبب ارتفاع مستوى التضخم عن سعر الفائدة ، واما في حالة الاحتفاض بالثروة بشكلها المالي اي اصول مالية فان الظرف الاقتصادي الانسب لها هو تمتع البلد بحالة الانتعاش الاقتصادي ، لان المشروعات الاقتصادية سوف تحقق عوائد مرتفعة

⁹⁹ Mishkin, Frederic, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, USA, Addison Wesley Longman, Inc., 5th Ed, 1997, P555.

في تلك الحالة ، ويصبح من غير المناسب عندها الاحتفاض باصول مالية في فترتي الركود والتضخم الغير طبيعيين بسبب انخفاض عوائد الاصول المالية ويتجه حينها التفكير بالاحتفاض بالثروة باصول حقيقية.

ان ما نشهده في العراق هو حالات مرتفعة وغير طبيعية من التضخم ، بحيث جعلت حركة الاستثمار تتجه نحو الاحتفاض بالثروة بهيئة اصول حقيقية من عقارات وارضيات ومعادن ثمينة ، بحيث قلصت الاستثمار في الاصول المالية فضلا عن الاصول النقدية ، وعليه يجب التأثير على العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الحالة الاقتصادية في العراق بحيث تهيا الارضية المناسبة لتوفير المناخ الملائم لحركة الاستثمار المالي ومن ثم دفع المستثمرين نحو الاستثمار في السوق المالي . الامر الاخر ان الكثير من المستثمرين الماليين في العراق يفقدون القواعد الاساسية للاستثمار المالي ، اذ انهم لا يقتنون الاوراق المالية على اسس علمية صحيحة ، بل ان الاشاعات والمحاكات والقرارات الارتجالية الغير مدروسة هي التي تحرك طرق اقتنائهم للاصول المالية ، وقد جرت محاولات لفتح دورات تعليمية لغرض تزويد المستثمرين بالمعلومات الملائمة لتوظيفها في اختيار الاستثمار الامثل ، لكن تلك الدورات لم تكن ذات ابعاد تعليمية فاعلة ومؤثرة في واقع السوق المالي ، بسبب ان من ذهب الى تلك الدورات لم يكونوا ليهضموا موادها التعليمية بشكل صحيح والسبب الاخر افتقار مناهج التعليم في العراق الى مواد علمية مختصة بدراسة اسواق المال، اضافة الى ما ذكر لا توجد اهتمامات من قبل الحكومة العراقية لرفع مستوى الوعي الاستثماري لدى الافراد وحتى لدى المؤسسات الاستثمارية ، حيث لا وجود لمعاهد مختصة ولا مؤسسات دراسات مختصة ولا جمعيات ولا اتحادات تعنى بموضوع اسواق المال وبالتالي بمستثمري الاوراق المالية.

3- وسطاء الاوراق المالية:

الوسطاء هم من يتوسطوا بين بائعي الاوراق المالية وبين مشتريها لقاء عمولة ما تقررها ادارة السوق ، بحيث ينوبون عن المتاجرين في الاوراق المالية في

عملياتهم التداولية وتولي عملية انتقال ملكية تلك الاوراق من البائعين الى المشترين او بالعكس . من المعلوم ان العراق حديث عهد باسواق المال ولم تكن له خبرة عملية وتاريخية كالتى في مصر ، ولذا سنجد ان اغلب الوسطاء ان لم يكن جميعهم لا يقوموا بتقديم خدمات الى زبائنهم من قبيل القدرة على تحليل السوق من حيث التحليل المالي او الاساسي او الفني ولا يقدموا تحليلا عن الاقتصاد العراقي باعتباره البيئة الاقتصادية لسوق المال العراقي ولا من قبيل معرفة تاثير المتغيرات الاقتصادية الخارجية على مستوى الاقتصاد المحلي ، فمثلا عندما يتكبد بعض المستثمرين خسائر باهضة ويتوجهون بالاسئلة الى الوسطاء ستكون الاجابة دائما (السوق هكذا يرتفع وينخفض) ، دون ان يقدموا تحليلا علميا لزبائنهم عن حركات التداول في السوق ، فالمشكلة اذن نحن امام وسطاء لم يتم تعليمهم في دورات تعليمية وتدريبية جيدة لهذا الغرض ، على العكس مما نجده في مصر فهناك الدورات التدريبية وهناك من تلقى تعليمه من جامعات مرموقة في العالم وهناك من له خبرة دولية اكتسبها في خارج مصر فاعنى بها سوق المال المصري وهناك متابعة الدولة لمستوى اداء الوسطاء المصريين ووجود مواقع انترنت لمكاتبتهم وشركاتهم توضح للعميل كيفية الاتصال بهم ومساعدتهم على اقتناء الاوراق المالية الاجود والانسب ، بينما لا تجد مثل تلك الخدمات يقدمها الوسطاء العراقيون لزبائنهم . ومن سلبيات سوق المال العراقي هو عدم تناسب عدد الوسطاء مع حجم نشاط السوق ، اذ في بداية نشاط السوق حدد مجلس ادارة السوق عدد الوسطاء بخمسة عشر وسيطا تم اختيارهم بعد اجتيازهم دورة خاصة ومركزة حول طبيعة عمل السوق والاجراءات التي تتطلبها عمليات تداول الاسهم داخل القاعة بما فيها تنظيم عقد تحويل ملكية الاسهم مع الاخذ بنظر الاعتبار المستوى العلمي والاجتماعي للوسيط وظروف خاصة تم مضاعفة عدد الوسطاء وعلى اثر اجازة المصارف الخاصة ايضا حتى بلغ عددهم 51 وسيطا مقابل 93 شركة مساهمة. والاهم من ذلك هو انخفاض المستوى العلمي

للممارسين للوساطة بعد ترويج معاملة بيع شركات ومكاتب الوساطة لاشخاص ابعد ما يكون اختصاص بعضهم عن نشاط سوق المال حيث نجد اليوم من بين المالكين لشركات الوساطة ربات بيوت ومهندسين متقاعدين وغيرهم . اضافة الى اشتراك بعضهم في ممارسات المضاربة غير المشروعة اذ تفتت هذه الظاهرة ولا تزال مستمرة وبشكل سافر لدرجة تم تشخيصها والحديث عنها من قبل صغار المستثمرين الموجودين في السوق نتيجة الخسارة التي لحقت بهم، بعد ان عمد المضاربون الى تخفيض اسعار الاسهم خاصة اسهم الشركات الصناعية وذلك بهدف الاستحواذ عليها خلافا لواقع حركة اسعار الاسهم السائدة في السوق للسنوات الماضية حيث ترتفع الاسعار عادة في الاشهر الاولى من كل سنة مالية بسبب قرب مواعيد انجاز الحسابات الختامية للشركات ، ومن عناصر السوق التي ساهمت بشكل رئيسي في ابراز هذه الظاهرة الخطيرة بعض ادارات المصارف الخاصة التي لها شركة استثمار مالي حيث يتم التنسيق وبإشراف ادارة المصرف مع مكتب الوساطة وادارة شركة الاستثمار المالي التابعين لها فضلا عن بعض مكاتب الوساطة الخاصة، بدليل ان ممارسة هذه المضاربة تزامنت مع اجازة ونشاط شركات الاستثمار المالي وبالتالي الخروج عن الاهداف التي تأسست من اجلها بوصفها من مؤسسات السوق.

4 - ادارة السوق:

قبل ان نتحدث عن ادارة سوق العراق للاوراق المالية ، نود ان نشير الى الادارة المصرية للاوراق المالية ، اذ تحتوي على اقسام ادارية متنوعة لسد احتياجات عديدة وللقيام بوظائف متعددة تساعد السوق على اداء افضل وتقديم خدمات احسن من اجل توفير الثقة بالسوق لكل المستثمرين فيه سواء اكانوا مستثمرين محليين او اجانب ، فهناك قسم اداري متخصص للبحوث والدراسات الخاصة بالاسواق المالية ، وهناك رقابة مستمرة على الوسطاء من حيث مستوى كفاءاتهم العلمية والوظيفية ومن حيث مستوى ادائهم الوظيفي اتجاه

زبائنهم ، وهناك خدمة توفير المعلومات الاساسية عن تفاصيل الاقتصاد المصري وعن مستوى اداء الشركات من اجل ان تحظى السوق بثقة المستثمر المحلي والاجنبي ، وهناك علاقات دولية ما بين ادارة السوق وبين عدد كبير من الاسواق العالمية لغرض اكتساب الخبرة والتجربة وتوظيفها في تنمية وتطوير السوق المصري ، وهناك خطط وبرامج لتكوين سوق للدين وسوقا اخر للمشتقات¹⁰⁰ . وهناك عدة مواقع الكترونية لهيئات متنوعة تنقل اخبار سوق المال المصري مثل موقع البورصة المصرية وموقع هيئة سوق المال المصري وموقع هيئة الاستعلامات المصرية وموقع البنك المركزي المصري وموقع صندوق النقد العربي وغيرها من المواقع . واذا ما اردنا ان نعقد مقارنة ما بين سوقي العراق ومصر الماليين فالتباين في تقديم الخدمات وفي اجراءات الرقابة على كل من الشركات المساهمة وشركات الوساطة وفي مستوى استخدام ادوات التقنية الحديثة سوف تكون واضحة ، فمثلا هناك اقتتار كبير لكثير من الارقام والمؤشرات والبيانات والبحوث والدراسات عن نشاطات السوق والتي تذكرها وتبينها ادارات الاسواق الاخرى سواء كانت اسواقا محلية او عالمية ، وهناك موقع الكتروني واحد هو موقع سوق العراق للاوراق المالية الذي ينقل النشاطات المتواضعة لسوق الاسهم العراقية ولا يوجد غيره.¹⁰¹ وهو موقع متواضع جدا وشحيح في تقديم المعلومات المالية عن بلد كبير مثل العراق ، وهذا ان دل على شئ فانما يدل على محدودية نشاط هذا السوق وعلى ضعف مستوى الاداء الاداري للسوق الذي احوج الى ما يكون للتطوير ورفع مستوى ادائه لكي يكون لائقا بمستوى اقتصاد مثل العراق . وهناك امرا اخر هو مستوى الترويج والدعاية للسوق المصري لغرض جذب الانظار اليه وفي كل مكان سواءا محليا او دوليا ، بينما مستوى الدعاية للسوق العراقي ضعيف جدا ، ليس دوليا فقط بل محليا ايضا ، اي ان ادارة السوق لا تحاول ان تجذب

¹⁰⁰ البورصة المصرية.

¹⁰¹ بالحقيقة يوجد هناك موقعين الكترونيين لسوق العراق للاوراق المالية لكن المعلومات المتداولة فيهما لا تختلف عن بعضهما فهي نفس المعلومات المتداولة على عكس المواقع المصرية التي تقدم معلومات اضافية في كل من مواقعها بالشكل الذي يغطي احتياجات المستثمرين من المعرفة باحوال السوق المالي المصري.

عددا اكبر من المستثمرين عن طريق استخدام طرق ترويجية لغرض التعريف بالسوق ودوره في عمليات الاستثمار المحلي باستخدام مدخرات المواطنين وتعبئتها في اصول مالية . وفي السوق المصري تجد ايضا قسم متخصص في الاختيار الدقيق للعاملين فيه ومتابعة تطوير كوادره العاملة ورفع مستوى ادائهم العلمي وذلك عن طريق معهد متخصص انشا لهذا الغرض¹⁰² لتقديم اداء افضل للبورصة المصرية وهي تضع نفسها بذلك في منافسة مع البورصات العالمية ، بينما لا تجد في البورصة العراقية قسم متخصص في متابعة تطوير كوادره الوظيفية ولا محاولة ايجاد وسائل لتطوير مستوى الكادر الوظيفي في حين تجده احوج ما يكون لايجاد هكذا قسم او هكذا وسائل.

المبحث الثاني

البيئة الاقتصادية لسوق المال العراقي

ان اي سوق مالي بالعالم سوف لن يكتب له النجاح ما لم تتوفر له بيئة اقتصادية سليمة تتلائم مع متطلبات السوق وتوفر له مستلزمات النجاح والاستمرارية في اداء وظائفه في احسن ما يمكن ، فاذا ما تواجد السوق المالي في ظل مناخ اقتصادي غير سليم وغير ملائم فسوف لن يشكل عامل جذب للمستثمرين المحليين والاجانب على السواء ، لان الحالة الاقتصادية المستقرة للبلد الذي يتواجد فيه السوق يشكل من ابرز عوامل نجاحه ، وذلك لان عامل الاستقرار الاقتصادي هو الذي يعمل على جذب المستثمرين اليه. ان عوامل خلق بيئة اقتصادية سليمة ومؤثرة ايجابيا على سوق المال العراقي تنطلق من وسائل عديدة تمتلكها الدولة والمجتمع على السواء من ابرزها طبيعة السياسة المالية المطبقة في البلد ، السياسة النقدية ، مستوى تطور القطاع المصرفي ، معدل النمو الاقتصادي ، معدل دخل الفرد ، البنية التشريعية والحقوقية المتوفرة للمستثمرين وعوامل اخرى سوف نتناولها بالشرح والتوضيح خلال مواضعنا القادمة ، حيث يتم من خلالها تحليل البيئة الاقتصادية العراقية ومدى تأثيرها على سوق المال العراقي.

اولا: السياسة الاقتصادية

ان السياسة الاقتصادية في حقيقة الامر مرتبطة بواقع البرنامج الاقتصادي المقدم من قبل الحكومة الى الدولة ، وما نراه في العراق هو عدم وجود برنامج اقتصادي واضح من قبل الحكومات المتعاقبة في العراق منذ سقوط النظام السياسي عام 2003 والى الان وهذا يربك العملية الاستثمارية في البلد ، لانه وكما اوضحنا سابقا ان نجاح العملية الاستثمارية مرتبطة بالواقع الاقتصادي على الارض وما نشاهده في العراق هو غياب تام للبرنامج الاقتصادي ومن ثم عدم وجود سياسة اقتصادية واضحة المعالم ، الامر الذي يؤدي الى زعزعة

الثقة بالاقتصاد العراقي وزرع حالة من عدم الاطمئنان لدى قطاع كبير من المستثمرين المحليين والاجانب في هذا الاقتصاد . ان دلائل ومؤشرات عدم وجود سياسة اقتصادية واضحة في العراق هي حالة عدم الانسجام في سياسات وبرامج المؤسسات والوزارات العراقية بسبب عدم وجود تنسيق مسبق بين تلك الوزارات والمؤسسات . ان المنسق الرئيسي لتلك السياسات هي السياسة الاقتصادية الحكومية المرتبطة ببرنامجها الاقتصادي المقترح والمصادق عليه من قبل البرلمان ، والسياسات الموضوعة من قبل المؤسسات والوزارات الحكومية انما تكون على ضوء السياسة الاقتصادية الحكومية ولا تشذ عنها من اجل تحقيق عامل التنسيق والانسجام بين تلك المؤسسات والوزارات ، لكن في حقيقة الامر لم نرى اي برنامج اقتصادي قد قدم خلال تلك الفترة الى البرلمان العراقي او تم اعلانه في وسائل الاعلام ، وكان نتيجته ان انعكس على مستوى اداء المؤسسات العراقية ، بحيث نجد ان البنك المركزي وهو المسؤول عن تنفيذ السياسة النقدية في العراق يعترض على اجراءات وزارة المالية باعتبارها المسؤولة عن تنفيذ السياسة المالية ، اذ يعترض على نسبة زيادة النفقات الحكومية وذلك برفع معدلات رواتب موظفي القطاع العام ، بحيث تؤدي الى زيادة عرض النقد ومن ثم زيادة نسبة التضخم في العراق، الامر الذي يقود الى زعزعة الثقة بالاقتصاد العراقي.

ومن اثار عدم وجود السياسة الاقتصادية الواضحة في العراق هو عدم وجود خطة استثمارية شاملة للاقتصاد العراقي والذي هو في وضع احوج ما يكون اليها ، ومن ثم توقف شبه تام للاستثمار في العراق ، الامر الذي ادى الى خروج رؤوس اموال كبيرة خارج العراق ، اضافة الى خروج اعداد كبيرة من المستثمرين العراقيين من بينهم اصحاب صناعات تم استغلال خبراتهم ورؤوس اموالهم في دول خارج العراق مثل الاردن ومصر والامارات وغيرها، وكل ذلك نتيجة الى غياب السياسة الاقتصادية الرشيدة التي تعيد الحياة الى الاقتصاد العراقي ودعم وتكوين سوق مالي نشيط.

ثانيا: السياسة المالية

ان حزمة الاصلاحات المالية ومن ضمنها السياسة المالية في مصر قامت بدعم سوق المال المصري بصورة مباشرة وغير مباشرة ، فمن الناحية المباشرة نرى انها قامت باصدار ادوات مالية اصبحت بعد ذلك متداولة في سوق المال المصري ، ومن الناحية غير المباشرة نرى قيامها بدعم سيولة المصارف التجارية بحيث رفعت من قدرتها الائتمانية الى المشروعات المحلية ومن ضمنها الشركات المساهمة في السوق المالي وهذا يعني زيادة تمويل تلك الشركات ، الامر الذي يقود الى زيادة نشاطها واتساع نطاق عملها ومن ثم زيادة ايراداتها مما يؤدي الى ارتفاع الطلب على اسهمها وبالتالي ازدهار سوق الاسهم ، ان السياسة المالية المصرية حريصة على خلق حالة الاستقرار الاقتصادي لدعم النشاط الاستثماري وخلق حالة الاستقرار في اسواق المال. اما ما نراه في العراق فهو قيام اجراءات السياسة المالية بزيادة نسبة التضخم في العراق بحيث وصل الى 30% كمعدل سنوي ، وليس لها اي برنامج لدعم سوق المال العراقي او تطوير النشاط المصرفي عن طريق رفع قدراته الائتمانية ، بل ما نراه هو عكس ذلك ، اذ انه يقوم بسد العجز الحاصل في الميزانية العمومية عن طريق التمويل من المصارف المحلية وهذا سوف يقود الى اضعاف القدرة الائتمانية الى شركات القطاع الخاص والتي هي بالاصل تشكوا من شحتها ، ولا يوجد هم لوزارة المالية سوى زيادة الرواتب وهي تعمل بذلك على الاخلال بتوازن الدخل الحقيقي في الاقتصاد العراقي من خلال زيادة الدخل النقدي دون ان يصاحبها زيادة في عرض السلع والخدمات المنتجة ويتم توضيح ذلك من خلال المعادلة الاتية:

اذا ما رمزنا الى الدخل الحقيقي (س) ، والدخل النقدي (ص) ، والمستوى العام للاسعار (ع) ، فان المعادلة تكون بالشكل الاتي:

$$س = ص / ع$$

توضح هذه المعادلة بوجود علاقة طردية بين الدخل الحقيقي والدخل النقدي

وعكسية بين الدخل الحقيقي والمستوى العام للأسعار، بحيث يزداد الدخل الحقيقي بزيادة الدخل النقدي وينخفض بانخفاضه ، ويزداد الدخل الحقيقي كذلك بانخفاض المستوى العام للأسعار والعكس صحيح.

ما نراه في العراق هو زيادة الدخل النقدي دون ان يصاحبه انخفاض او على الأقل ثبات في المستوى العام للأسعار لكي يحقق الهدف المطلوب من زيادة الدخل النقدي وهو زيادة الدخل الحقيقي ، ولكي تقوم الدولة بزيادة الدخل الحقيقي فعليها بالتاثير على المستوى العام للأسعار وذلك من خلال زيادة المعروض السلعي مع ثبات الدخل النقدي ، الامر الذي يضمن لنا عدم زيادة نسبة التضخم لمستويات عالية . ان الاخلال بهذه العلاقة ادى الى زيادة التضخم ، الامر الذي يعيق الاستثمار في الاوراق المالية لانه عند ارتفاع التضخم بمستويات كبيرة يؤدي الى عزوف المستثمرين عن الاستثمار في تلك الاوراق ، واذا ما استمر الحال على ما هو عليه ، فسوف يعيق تطور سوق المال العراقي ولن نرى وجهها مشرقا لهذا السوق.

ثالثا: القطاع المصرفي

ان دور القطاع المصرفي مهم جدا في اسواق المال من عدة جوانب ، فهو قادر على اصدار ادوات مالية يمكن تداولها في اسواق المال ، ومن ناحية اخرى يمكن القيام بتمويل الاستثمار في الاصول المالية المتداولة في اسواق المال (وصل مقدار تمويل تلك الاصول في الولايات المتحدة الامريكية الى 70% من القيمة الكلية لها)¹⁰³ ، ومن ناحية ثالثة يمكن للمصارف التجارية ان تقوم وبصورة مباشرة بالاستثمار في اسواق المال عن طريق شركات الاستثمار المالي وتحديد صناديق الاستثمار المشتركة ، حيث لعبت هذه الصناديق دورا مهما في عمليات الاستثمار المالي المؤسسي في اسواق المال ، ليس في الدول المتقدمة وحسب بل في الدول ذات الاسواق الناشئة ايضا ، اضافة الى كثير من الدول العربية مثل مصر والسعودية والامارات والكويت . ان اجراءات

¹⁰³ بشر الموصلي، مصدر سابق، ص52.

الإصلاح المالي في مصر كانت تعني تماما ما للجهاز المصرفي من دور فاعل ومؤثر في رفق عمليات التنمية عن طريق اشراك دوره في دعم وتنشيط حركة الاستثمار في اسواق المال ، فكان من نتيجته قيام الحكومة المصرية بدعم المصارف في اداء وظائفها الاساسية المؤدية الى تنشيط الحركة الاستثمارية في اسواق المال ، وعلى راسها تاسيس صناديق الاستثمار المشتركة التي لاقت نجاحا كبيرا في مصر، اذ كان اول صندوق استثماري تم تاسيسه في اواسط التسعينات وبعد نجاحه توالى تاسيس الكثير منها حتى وصل العدد الى 57 صندوقا.

ان حركة الاستثمار ما بين المصارف العراقية وسوق المال العراقي ضعيفة جدا فهي ليست كمثيلاتها في المصارف العالمية ولا حتى في المصارف العربية ، اذ لا تقوم بوظيفتها في توفير التمويل اللازم لمستثمري الاوراق المالية في اقتناء تلك الاوراق.¹⁰⁴ ولا اخذ زمام المبادرة في اصدار ادوات مالية قابلة للتداول في اسواق المال ، فضلا عن عدم قيام اي مصرف حكومي (والبالغ عددها 7 مصارف) او مصرف اهلي (وعددها 22 مصرف) او حتى اجنبي(4 مصارف) او حتى مصرف اسلامي(وعددها 7 مصارف) القيام بتاسيس صندوق استثماري واحد ، ولا يوجد ضمن توجهات الدولة او حتى توجهات المصارف العراقية (ويبلغ مجموع عددها 40 مصرفا)¹⁰⁵ الزنية في تاسيس هكذا صناديق ، على الرغم من اهميتها في تجميع المدخرات الصغيرة وتوجيهها نحو الاوعية الاستثمارية المالية بطريقة علمية مؤسسية متجنبيين بذلك اخفاقات الاستثمار الفردي ومستفيدين من المزايا الاستثمارية لتجميع تلك المدخرات.

رابعاً: الموازنة العامة

لقد اهتمت مصر كثيرا بتصحيح الاختلالات الهيكلية في موازنتها العامة سواء ما تعلق بهيكل النفقات او هيكل الإيرادات ، وراينا في مصر كيف ان تطوير

¹⁰⁴ مجلة الحوار، خلف الربيعي، دور المصارف العراقية في تنشيط سوق الاوراق المالية العراقية.

¹⁰⁵ البنك المركزي العراقي، المعلومات الخاصة بالمصارف العراقية

اسواق المال مرتبط بتغييرات واصلاحات شاملة لاغلب القطاعات الاقتصادية من اجل تطوير السوق المالي ، وبذلت مصر في ذلك جهودا كبيرة مكنتها من تصحيح الكثير من اختلالاتها الهيكلية ، الامر الذي قاد الى تطوير السوق المالي وجعله من الاسواق الرائدة في المنطقة والمتقدمة على مستوى المنطقة العربية . ان تطوير سوق المال العراقي مرتبط ايضا بتصحيح الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد العراقي ، باعتباره البيئة الاقتصادية الحاضنة لسوق المال في العراق . ان دواعي الاصلاحات الاقتصادية والمالية في العراق تنطلق من مبدا اساسي وهو ان النشاط الاقتصادي القائم قد اعتمد ولفترة طويلة نسبيا على برامج وخطط اشتراكية او ذات منحى اشتراكي جعلت من الاقتصاد العراقي يمتاز بسيادة القطاع العام على حساب القطاع الخاص ، وفي نفس الوقت يتطلب وجود اسواقا مالية متطورة وجود بيئة اقتصادية حرة تمتاز بحضور واضح للقطاع الخاص وبدور متميز في تكوين الناتج المحلي ، وبتشريعات وقوانين تدعم الاستثمار المالي واتباع سياسات اقتصادية حرة وليست مقيدة، اي سياسات ذات التوجه الاقتصادي الحر وليست ذات التوجه الاشتراكي او المقيد.

من جملة ما ينبغي تغييره في الاقتصاد العراقي لدعم تكوين سوق مالي عراقي حديث ومتطور هو طريقة رسم الموازنة العراقية والتي كان يعتمد في صياغتها على سياسات اقتصادية مقيدة وليست حرة وهي تمتاز بالشكل الاتي:

1- في جانب هيكل الايرادات:

ان نظرة بسيطة لجانب هيكل الايرادات العراقية سوف نرى انها تتكون بصورة رئيسة من ايرادات سلعة استخراجية واحدة فقط وهي النفط ، ولفترة طويلة لم يطور العراق من هيكل ايراداته ، بل على العكس من ذلك زادة نسبة اعتماده على ايرادات هذه السلعة اكثر من ذي قبل ، اذ وصلت الى مستويات مرتفعة جدا تصل الى اكثر من 95%¹⁰⁶ من مجموع هيكل الايرادات العامة،

¹⁰⁶ حيدر الفريجي، خبير اقتصادي عراقي، في مقابلة مع قناة العربية الفضائية في 2006/1/17 ، (راجع الموقع الالكتروني للقناة).

بحيث تجعل مصير الاقتصاد العراقي مرتبطا بانتاج وتسويق سلعة واحدة فقط ، وفي نفس الوقت يكون هذا الاقتصاد ضحية تقلبات الاسعار (volatility) الدولية لتلك السلعة (مثل ما يحدث الان) ، ولذا كان لزاما على العراق ان يغير من طريقة اعتماده على هيكل ايراداته لحماية اقتصاده من اثار التقلبات الخارجية وذلك لان اسواق المال تتاثر كثيرا بالتقلبات الفجائية تصل الى حد الصدمات وفي احيان اخرى الى انهيار تلك الاسواق هذا من ناحية ، واما من ناحية اخرى فاعتماد الايرادات العامة على سلعة واحدة فقط وهي النفط ستكون دلالة على تخلف قطاعي الانتاج السلعي والخدمي ومن ثم تخلف القطاع المالي بسبب ارتباط القطاعين بالسوق المالي.

2- في جانب هيكل النفقات:

ان هيكل النفقات في الموازنة العراقية مرتبطة ولفترة طويلة بطبيعة النظام الاقتصادي السائد سابقا ، ولذا لا بد من احداث اصلاحات في هذا الهيكل بما يتناسب وطبيعة التوجهات الاقتصادية الجديدة للنظام الاقتصادي العراقي الحالي ، وفعلا قد قامت الحكومة العراقية بتغيير هيكل نفقاتها وفق برنامج اقتصادي بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي ، اذ بموجب هذا الاتفاق يلتزم العراق بتوجيهات صندوق النقد الدولي حول برنامج تغيير هيكل نفقاته بما يتناسب ومعايير الاصلاح المالي للصندوق ، ويتابع صندوق النقد الدولي هذه الاصلاحات عن طريق تقارير دورية تقدم اليه من قبل الحكومة العراقية بواسطة حضور مسؤولين محددين¹⁰⁷ من قبل الحكومة العراقية الى مقر الصندوق يتولون تطبيق هذا البرنامج ، وفي مقابل تطبيق هذا البرنامج يقوم صندوق النقد الدولي بتقديم تقريره السنوي الى نادي باريس من اجل الموافقة على شطب الديون العراقية . وفعلا قد التزم العراق بهذا الجدول وقد استفاد كثيرا حيث تم شطب اغلب الديون المترتبة عليه والبالغة 130 مليار دولار ولم يتبقى منها سوى 30 مليار دولار سوف يتم مناقشة شطبها في اجتماع

¹⁰⁷ هم كل من وزير المالية، ووزير النفط، ومحافظ البنك المركزي وبعض الاحيان يرافقهم وزير التجارة، (الموقع الالكتروني لوزارة المالية العراقية).

الصندوق القادم مع نادي باريس ، اضافة الى ذلك في مقابل التزام العراق بهذا الجدول سوف يحصل على منح ومساعدات وقروض دولية ومن ضمنها القروض التي يقدمها الصندوق الى العراق.

بالحقيقة ان سوق المال العراقي قد استفاد كثيرا من الالتزام بتطبيق هذا الجدول وهذا الاتفاق لانه علينا ان نتصور حجم المشكلة الاقتصادية الكبيرة لو بقيت هذه الديون على العراق دون اطفاء ، ومن جانب اخر ان تغيير هيكل النفقات سوف يضمن لنا تخصيصات اكبر للنفقات الاستثمارية بعد تقليص حجم النفقات الاستهلاكية والتي يقوم بتنفيذ مشاريعها القطاع الخاص العراقي وهذا يعني توفير دعما للشركات المساهمة في سوق الاسهم العراقية ومن ثم ازدياد نشاطه.

خامسا: الهيكل التشريعي والقانوني

ان اي اصلاح اقتصادي او مالي سوف لن يكتب له النجاح ما لم يرافقه اصلاح على المستوى القانوني والتشريعي لان قوانين المرحلة السابقة مرتبطة بها وقوانين المرحلة اللاحقة متعلقة بالظروف اللاحقة ، وبما ان التوجهات الاقتصادية الحالية مختلفة عن السابقة فمن الطبيعي سوف تخلق ظروفًا ومتغيرات مختلفة عن ظروف ومتغيرات الفترة السابقة ، ولذا نرى ان المشرع المصري قد رافق حزمة اصلاحاته الاقتصادية بحزمة قوانين تدعم تلك اصلاحات وتناسب معها ، اما المشكلة في العراق فهي اكبر من ذلك ، لان مع الغاء النظام السابق لم تلغى اغلب قوانينه وتشريعاته الى الان ، وعلّة ذلك ان تلك القوانين مرتبطة بطبيعة التوجهات الاقتصادية لذلك النظام ، وعليه فان كثيرا من تلك القوانين لا تصلح مع توجهات المرحلة الحالية فالكثير منها تحتاج الى اصلاح (reformation) على سبيل التعديل (amendment) او التغيير (change). ان سبب المشكلة القانونية مرتبطة بجانبها التشريعي، اذ ان هناك اربع مستويات للتشريع القانوني اولها القانون الدستوري والثاني هو القانون البرلماني والثالث هو القانون الحكومي والرابع هو القانون الوزاري

، بالحقيقة ان تعليمات وقوانين الوزارات لا يمكن سنها الا بالاعتماد على القانون الصادر من الحكومة ، والحكومة لا يمكن ان تصدر قوانين الا بالاعتماد على القوانين التي تشرع من قبل البرلمان وبما ان البرلمان الى الان لم يقوم بوظيفته التشريعية في اصدار اغلب القوانين الجديدة فلا بد اذن العمل على ضوء القوانين ذات المرحلة السابقة ، ومثلما نعلم انها لا تلائم المرحلة الحالية ، بل وتسبب مشاكل كثيرة للحكومة وتعيق حركة الاستثمار في العراق وتعيق حتى العمل الاداري الحكومي في تنفيذ الكثير من المشاريع الاقتصادية والاصلاحات الضرورية في الاقتصاد العراقي ، فمثلا عند قيام بعض المستثمرين العراقيين بتنفيذ بعض المشاريع الاستثمارية سوف يواجهون مشكلات وعراقيل ادارية حكومية وسببها قانونيا ، وعند القيام ببعض المشاريع الاستثمارية المتعلقة رسميا بوزارتين فتجد التسهيلات تقدم من احدى الوزارتين وعدم تقديمها من الوزارة الاخرى والسبب قانوني ايضا وحاولت الحكومة حل تلك المشكلة بايجاد علاقة تنسيق قانوني ما بين الوزارات عن طريق سن قوانين برلمانية تنظم العلاقة ما بين الوزارات لكن دون جدوى، ولاجراء حل وقتي يحل الحل القانوني هو القيام بتأسيس هيئة الاستثمار الوطني لايجاد نوع من التنسيق فيما بين الوزارات العراقية لغرض ازالة العراقيل القانونية امام المستثمرين . ومن المشاكل القانونية المتعلقة بالاستثمار هي مشكلة اخذ الموافقة في تنفيذ بعض المشاريع في المحافظات العراقية ، اذ يمكن اخذ الموافقة من الادارة المحلية لكن المستثمر يواجه رفض الادارة الحكومية المركزية لتنفيذ المشروع والسبب في ذلك عدم صدور قوانين تنظم عمل وصلاحيات الاقاليم والمحافظات من جهة والحكومة المركزية من جهة اخرى .¹⁰⁸ ان الاربك القانوني والتشريعي في العراق قد خلق حالة من الفوضى القانونية ، قادت الى الاضرار بالنشاط الاستثماري كثيرا ، وادت الى عزوف الكثير من المستثمرين عن الاستثمار في العراق واعاقت تدفق

انظر في ذلك الاهمية القانونية لتوزيع الصلاحيات المالية بين الاقاليم والحكومة المركزية تحت عنوان العلاقة بين اقتصاديات المالية العامة والقانون (علم، محمد باهر، اقتصاديات المالية العامة، مصدر سابق، ص19).

الاستثمارات الاجنبية اليه ، بل وحتى الاستثمارات الاجنبية المتواضعة الموجودة في اسهم سوق العراق للاوراق المالية هي استثمارات امريكية فقط ولا وجود لاي استثمار اجنبي اخر¹⁰⁹ . فان لم يتم اصدار قوانين تحمي حقوق المستثمرين وتوفر مرونة للنشاط الاستثماري في العراق وتزيل عراقيل وروتين الهيئات والوزارات الحكومية العراقية وتنسق فيما بينهم فسوف لن يكتب النجاح للنهوض بالاقتصاد العراقي ومن ثم سينعكس سلبا على اداء سوق المال العراقي الذي يشكل الحاضنة لذلك السوق.

سادسا: المشكلات والمعوقات الاخرى

هناك مشكلات ومعوقات اخرى تدخل ضمن نطاق البيئة الاقتصادية تؤثر على سوق المال العراقي من ابرزها الوضع السياسي الغير مستقر والوضع الامني المضطرب وحجم الفساد المستشري وحجم البطالة المرتفع . فمن المعروف ان الاستقرار الاقتصادي مرتبط كثيرا بالاستقرار السياسي ، فلا وجود لاستقرار اقتصادي بدون استقرار سياسي وهذه معادلة مفقودة في العراق ، ومما يؤسف له ان بعض الساسة لا يعون مدى اهمية هذه المعادلة ، حيث اثرت على انسيابية تدفق الاستثمارات الى العراق سواء كانت محلية او اجنبية ، اضافة الى المشاكل الامنية الكثيرة والتي ادت الى هروب الكثير من رؤوس الاموال الى الخارج والتي تعيق نمو سوقي السلع والمال العراقيين ، اضافة الى الفساد الاداري والذي اخذ بعدا واضحا في الحياة الاقتصادية العراقية ، الى الدرجة التي وصل اليها ان على المستثمر ان يقوم بحساب تكاليف الرشى والمحسوبيات والعمولات الغير قانونية ضمن التكاليف الكلية للمشروع المراد تنفيذه والذي عليه ان يقوم بحسابها مقدما قبل ابرام عقد المشروع ، وهناك من الموظفين والمسؤولين الحكوميين من يحدد نسبة مئوية من القيمة الكلية للمشروع كشرط مسبق لابرام عقد المشروع وذلك كرشى لذلك المسؤول او الموظف ، لقد صنفت الامم المتحدة العراق كافسد بلد اداريا بالعالم ، وهذه

¹⁰⁹ سوق العراق للاوراق المالية، قسم العلاقات العامة.

السمعة ليست مدعاة لجذب الاستثمارات المحلية والاجنبية الى العراق ، واما حجم البطالة فقد وصلت الى معدلات مرتفعة ، الامر الذي يقود الى انخفاض حاد في القوة الشرائية ومن ثم اضعاف جانب الطلب الامر الذي يؤدي الى انخفاض كبير في معروض السلع المنتجة ومن ثم هبوط الانتاج وبالتالي الى هبوط في ايرادات الشركات المنتجة وبالتالي حدوث التراجع والركود في سوق الاسهم . لا يمكن اقامة سوق مالي عراقي متطور ما لم يتم حل هذه المشكلات العالقة حلا جديا يضمن لنا استقرارا اقتصاديا وماليا ويضمن حقوق ورؤوس اموال المستثمرين المحليين قبل الاجانب.

المبحث الثالث

عوامل تنشيط سوق المال العراقي

بعد ان قمنا بتحليل سوق المال العراقي عبر تناول فئاته المكونة للسوق بالعرض والتحليل ، فسوف نتناول هنا العوامل المقترحة لتنشيط السوق باتجاه خدمة وتنمية الاقتصاد العراقي.

اولاً: الشركات المساهمة

ان الشركات المساهمة في سوق العراق للاوراق المالية هي اما شركات تم انشائها من قبل القطاع الخاص وتم ادراجها في السوق او بعض شركات القطاع العام التي تم خصصتها وادراجها في السوق لاحقاً . في مصر هناك رقابة كبيرة على الشركات المساهمة بهدف متابعة وضعها المالي ومدى كفاءة ادائها وخصوصا الشركات المساهمة المنبثقة عن القطاع العام ، وسبب ذلك هو كونها مشتركة في اداء دور ضمنى في عملية التنمية الاقتصادية وعدم ادائه بشكل صحيح سوف يعني حدوث خلل في عملية التنمية المستهدفة. بينما في العراق وللأسف لم تكن هناك متابعة للشركات المساهمة كما في مصر ولم يتم اشراك هذه الشركات بدور ضمنى يناط بها في تادية دورها في عملية تنموية اقتصادية للعراق ، وكل ذلك نتيجة لاهمال متابعة تلك الشركات ، بل ان بعضها كان يرجى ادراجها في سوق الاسهم بعد خصصتها ، لكن الدولة فوجئت بتلاشي تلك الشركات ، وذلك حيث تم تفكيكها وبيع معداتها وابنياتها وارضيتها ، وعليه لغرض الاستفادة من التجارب السابقة وعدم الوقوع في اخطاء لاحقة سوف نقترح الاتي:

1- وضع خطة محكمة لعملية الخصخصة بان يتم متابعة مستوى اداء الشركات المساهمة بعد خصصتها وربطها بالدور الضمنى لعملية النهوض بالاقتصاد العراقي وعدم اهمال دورها في ذلك.

2- توفير مصادر تمويل متنوعة للشركات المساهمة كان تكون مباشرة من قبل

المصارف العراقية او خلق سوق ائتمان عراقي يتم فيه اصدار ادوات ائتمانية قصيرة ومتوسطة وطويلة الاجل مثل الاوراق التجارية وسندات الشركات.

3- تخفيض الضرائب او حتى الغائها على جميع السلع الراسمالية المستوردة الداخلة في العمليات الانتاجية للشركات المساهمة وحتى على المواد الاولية الداخلة في تلك الصناعة لغرض تخفيض تكاليف الانتاج بهدف دعم قدرة السلع المنتجة لتلك الشركات على منافسة السلع المستوردة.¹¹⁰

4- توفير مصادر الطاقة المناسبة ، لان عند شحتها سوف ترتفع اسعارها الى مستويات كبيرة ، الامر الذي يؤدي الى ارتفاع كبير في تكاليف الانتاج ومن ثم انخفاض المبيعات وبالتالي انخفاض ايرادات الشركات الذي يؤدي بدوره الى انخفاض اسعار اسهم تلك الشركات.

5- فرض ضرائب على السلع الاجنبية المستوردة المنافسة للسلع المنتجة محليا لتوفير الحماية اللازمة لها.

ثانيا: المستثمرون في السوق المالي

ان الخدمات المقدمة الى المستثمرين في مصر تختلف كثيرا عما هي في العراق ، فالمستثمر بحاجة الى المعلومات المتوافرة عن الشركات المساهمة وعموم الاقتصاد ذات الصلة بالاستثمار المالي للاستعانة بها في تحليل الوضع المالي والاقتصادي لتلك الشركات ، فما يتوافر في مصر نرى شحته في العراق ، فعلى سبيل المثال من يريد الاستثمار في جمهورية مصر العربية سوف يجد كما لا باس به من المعلومات مدونة في الموقع الالكتروني للبورصة المصرية ، اضافة الى مواقع الكترونية حكومية اخرى ، وحتى الوسطاء نجد ان لديهم ونتيجة لخبرتهم التراكمية والاختيار الدقيق والحساس لهم من قبل ادارة البورصة المصرية توافر المعلومات التحليلية لديهم عن الشركات المساهمة والعوامل الاقتصادية الاساسية المؤثرة عليها ، اضافة الى المعلومات التي تنشرها الشركات عن نشاطاتها . اما في العراق فالامر مختلف

¹¹⁰ خلف، فليح حسن، العلاقات الاقتصادية الدولية، عمان، مؤسسة الوراق للنشر 2004، ص134.

اذ ان الموقع الالكتروني شحيح في المعلومات ولا توجد مواقع الكترونية اخرى مساعدة.¹¹¹ ولا توجد وسائل اعلامية من قبل الدولة تتابع بشكل جيد تفاصيل سوق المال العراقي ولا تجد حتى الوسطاء لديهم احتراف في ذلك ، ولذا نجد المستثمر امام سوق شحيح بالمعلومات ، وللتغلب على هذه السلبيات فاننا ننصح بالاتي:

1- تطوير الموقع الالكتروني لسوق العراق للاوراق المالية بحيث يكون غني بالمعلومات وذو بعد تفصيلي يعكس الواقع العملي للشركات المساهمة والوضع القائم في سوق المال العراقي .¹¹²

2- انشاء مواقع الكترونية اخرى او ربط مواقع الكترونية قائمة بمعلومات عن السوق وعن علاقته بعموم الاقتصاد العراقي ،¹¹³ ومثل هكذا مواقع مهمة لتبيان مدى العلاقة ما بين الاقتصاد وسوق المال العراقيين ونقترح ان يتبنى مثل هكذا وظيفة كل من موقعي وزارة المالية والبنك المركزي العراقيين ، وكما ننصح بانشاء موقع متخصص لتبيان وضع الاقتصاد العراقي وتوضيح التفاصيل عن الشؤون الاستثمارية في العراق عموما والاستثمار المالي خصوصا ، بحيث تكون بوابة معلوماتية للمستثمر المحلي والاجنبي في العراق.¹¹⁴

3- انشاء جريدة يومية تتابع وتوضح تفاصيل الاقتصاد العراقي والفرص الاستثمارية في العراق وكذلك النشاطات المالية والمصرفية وكل ماله صلة بسوق المال العراقي .

4- انشاء قناة تلفزيونية فضائية متخصصة بالشؤون الاقتصادية والمالية والمصرفية والاستثمارية وتحظى بدعم حكومي لمساعدتها في تمويل برامجها،

راجع في ذلك حجم المعلومات المقدمة للمستثمرين في مواقع عربية مثل سوق الكويت للاوراق المالية والبورصة المصرية وعمق التحليلات المالية واهميتها في كل من البورصة للتحليلات المالية العربية ، وفوركس للتحليلات المالية(العنوان الالكتروني في نهاية البحث). لقد انتشرت ظاهرة تقديم المعلومات وتحليلها للمستثمرين في مواقع الانترنت على نطاق واسع والدولة المتخلفة في هذا المجال سوف لن تكون موضع جذب للمستثمرين، انظر في ذلك :

Brigham & Houston, Fundamentals Of Financial Management, Ohio, USA, South Western publishing, 4th Ed, 2004, P43.¹¹²

ان اقتصاد المعرفة المرتبط بتكنولوجيا المعلومات اصبح مهم جدا بسبب سهولة ارشاد المستثمرين في العالم بحيث ادى الى عولمة الاقتصاد عموما¹¹³ واسواق المال خصوصا (الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك ، قضايا اقتصادية معاصرة، ص12).¹¹⁴ بحيث تصبح شبيهة بموقع هيئة الاستعلامات المصرية التي تشكل البوابة لمعرفة شؤون الاقتصاد المصري.

لكي تكون مرآة عاكسة عن واقع الاقتصاد العراقي ومنهل يتزود منه المستثمرون من اجل ان تكون دليلهم في ممارسة النشاط الاستثماري في العراق على اسس من المعلومات الصحيحة والسليمة.

5- توسيع الاهتمام بالاستثمار المؤسسي لما له من دور اساسي وحساس في توجيه الاستثمارات على اسس علمية سليمة ، بحيث يتجاوز الكثير من اخطاء وسليبيات الاستثمار الفردي.

ثالثا: وسطاء السوق

ان وسطاء سوق المال المصري يتم اختيارهم بكفاءة بالغة من قبل البورصة المصرية ليمارسوا الوساطة المالية فيه ويتم متابعتهم باستمرار ويخضعون لدورات مستمرة ويتم اختبارهم من حين لآخر، كل ذلك من اجل رفق السوق بمستوى كفوء من الوسطاء الماليين الذين يؤدون دورا مزدوجا كوسطاء وكمستشاريين ماليين وهذا طبعا سوف يؤدي بالعملية الاستثمارية ان تاخذ مسارا اكثر عقلانية لانه يعتمد على اسس تحليلية للسوق وليس على اسس عشوائية وغير مدروسة ، ومن ناحية اخرى سوف يتم كسب ثقة المستثمرين، اذ ان السوق ليس ساحة للمقامرة وانما مكان للاستثمار الرشيد والعقلاني المعتمد على القواعد التحليلية ذات الابعاد الموضوعية توضحها نتائج ومؤشرات كل شركة مع استقراء الواقع الاقتصادي ذي العوامل الاساسية ومدى تأثيره على واقع السوق وواقع العملية الاستثمارية برمتها.

ان واقع سوق المال العراقي يخلوا من هكذا وسطاء والسبب في ذلك هو عدم المتابعة وعدم وجود الدورات المستمرة لهم وعدم اختيارهم على اسس من الكفاءة والدراية بالسوق وعدم وجود تخصص فعلي باسواق المال ولا توجد رقابة فعلية لهم ولذا نحن نقترح الاتي:

1- فتح اقسام دراسية او انشاء مواضيع متخصصة في الجامعات والمعاهد

العراقية لتدريس مواد تتناول مواضيع اسواق المال .

2- انشاء دورات متخصصة لتدريب وتطوير عمل الوساطة المالية.

- 3- ارسال دورات للخارج لغرض الاطلاع واكتساب الخبرات والمعرفة حول عمل الوساطة في الاسواق المالية الدولية والاقليمية.
- 4- المراقبة الدقيقة لهم لغرض معرفة مستوى اداء عملهم من اجل طمأنة المستثمرين على استثماراتهم وعدم تبديد اموالهم في صفقات تداول خاسرة.
- 5- انشاء اختبارات عملية ونظرية لكل من يروم العمل كوسيط مالي فيما يخص شؤون اسواق المال من اجل التاكيد من مستوى كفاءة المتقدم لهكذا عمل.

رابعاً: ادارة السوق

في ادارة السوق المصرية تنتشعب الاقسام واللجان الادارية من اجل ضبط عمليات الاشراف على اعضاء السوق وضبط عمليات التداول وتقديم افضل الخدمات للمستثمرين واجراء الدعاية والترويج للسوق وتقديم حتى الخدمات الخارجية للاعضاء مثل نظام التداول عن بعد ، وكل ذلك من اجل توفير كفاءة افضل وخلق حالة من النشاط المستمر في السوق ، وهذا المستوى من النشاط والكفاءة يعكس بطبيعة الحال نوعية الكادر الاداري العامل في السوق بسبب وجود نظام منضبط لاختيار ومتابعة العاملين فيه ، حيث يوجد قسم متخصص في ادارة الموارد البشرية يقوم بمسؤولية البحث والانتقاء واختيار العاملين في البورصة المصرية ، واعداد وتطبيق نظام لتقييم اداء العاملين في البورصة ، والتأكد من التطبيق السليم الى اللوائح والقوانين الخاصة بالعاملين فيها . ان الحالة في العراق تختلف عما هو موجود في السوق المصري فلا اقسام ادارية متنوعة ولا لجان مختلفة لضبط عمليات الاشراف والادارة ، ولا نظام دقيق لاختيار افضل العاملين فيه ، ولا سيما ان اي سوق مالي يعتمد كثيراً على نوعية ومدى كفاءة العاملين لديه ، ولذا فمن اجل تطويره ودفع حركة النشاط فيه فاننا نقترح الآتي:

- 1- وضع نظام دقيق لتوظيف العاملين فيه يحتوي على انظمة وقواعد تحدد بموجبها المستوى الاداري والعلمي ومدى الكفاءة العملية والمهنية للشخص الموظف او المستخدم ووضع برنامج اخر لمتابعة مستوى ادائه في السوق.

2- ارسال البعثات والدورات الى خارج العراق لغرض التدريب واكتساب المهارات الفنية والاطلاع على مستوى الاسواق الخارجية ونقل تجاربها وخبراتها ومهاراتها الفنية الى العراق.

3- فتح قسم متخصص للدراسات والبحوث يعنى بالبحث الدقيق والشامل عن تفاصيل نشاط السوق وتقديم افضل الدراسات والاقتراحات حول سبل تطوير السوق ، ويقوم كذلك بتقديم دراسات وتقارير عن الاقتصاد العراقي ومدى ارتباط متغيراته على نشاط السوق ومدى تاثير الاقتصاد العالمي او الاسواق الاقليمية او الدولية على سوق المال العراقي.

4- خلق حالة من التعاون والتواصل بين سوق المال العراقي واسواق المال الاقليمية والعربية والدولية والمشاركة الفعلية في التجمعات والاتحادات الدولية لاسواق المال وعقد المؤتمرات واللقاءات المشتركة للاستفادة من خبرات تلك الاسواق وارشاداتها في رفع مستوى كفاءة اداء سوق المال العراقي.

5- ادخال وسائل التقنية الحديثة المتطورة في عمليات السوق لمواكبة مستوى التطور التقني في العالم عموما وفي المنطقة العربية خصوصا لان العراق من اكثر الدول في المنطقة تراجعاً في هذا المجال ، وكذلك من اجل الاقتصاد في الوقت والنفقات.

6- تسهيل وتسريع عمليات نقل ملكية الاسهم ما بين المتداولين وازالة الاجراءات والروتين المعيق لعملية النقل السريع للملكية.

7- توسيع وتطوير الموقع الالكتروني الخاص بالسوق وجعله يحتوي على معلومات اكثر تفصيلا ، وتوفير بحوث وتقارير ارشادية للمستثمرين حول السوق العراقي عموما والسوق المالي خصوصا من اجل تقديم حالة افضل من الافصاح والشفافية لدى المستثمرين المحليين والاجانب.¹¹⁵

¹¹⁵ ان الاهتمام في نقل المعلومة عن طريق الانترنت اصبح مهم جدا في عالم التجارة والاعمال لانها سوف تكون في متناول عدد كبير جدا من الافراد في مختلف انحاء العالم مما يؤدي الى معرفة الفرص الاستثمارية والتجارية الامثل من قبل المستثمرين في العالم حتى ان بعض المنظمات الاقتصادية الدولية(مثل منظمة التجارة العالمية) اخذت تهتم بتكنولوجيا المعلومات وتحث على ادخالها ضمن نطاق نشاط المؤسسات والشركات الاقتصادية والمالية والتجارية، انظر في ذلك:
منظمات اقتصادية دولية وشركات متعددة الجنسية، من منشورات الاكاديمية العربية في الدنمارك 2007، ص100.

المبحث الرابع

اصلاح البيئة الاقتصادية لسوق المال العراقي

بعد ان استعرضنا اوضاع البيئة الاقتصادية العراقية في مبحث سابق فسوف نقوم هنا بعرض الحلول المقترحة لاصلاح تلك البيئة ونرجوا ان نكون موفقين في عرضها.

اولا: اصلاح السياسة الاقتصادية

ان السياسة الاقتصادية في مصر كانت نتيجة لبرنامج اقتصادي اصلاحي موضوع سلفا ومن ثم جاءت السياسة الاقتصادية نتيجة لذلك البرنامج ، بحيث تم وضع خطة تطويرية شاملة للاقتصاد بجميع فروعه وقطاعاته ، مع التنسيق بين السياسات الفرعية للاقتصاد ، وكل ذلك يستهدف تحقيق خطط التنمية الشاملة لعموم الاقتصاد المصري ، وطبعا يدخل سوق المال المصري ضمن هذه الخطة التطويرية ، بحيث ان السياسات المتبعة في الشؤون المالية والنقدية والمصرفية وغيرها من السياسات القطاعية التي لا تنفك عن الاتجاه الحاصل نحو تطوير سوق مالي مصري حديث يكون احد الشرايين المهمة نحو تمويل سوق السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد المصري. اما بالنسبة للعراق فانه لا وجود لبرنامج اقتصادي واضح المعالم ومن ثم لا وجود لسياسة اقتصادية شاملة لكل القطاعات الاقتصادية وضعف التنسيق فيما بينها ، ولذا من الطبيعي سوف لا نجد تنسيقا تتضمنه السياسة الاقتصادية مع سوق المال العراقي بسبب عدم وجود تلك السياسة اصلا ومن يذهب الى سوق العراق للاوراق المالية ويلتقي مع مسؤوليه سوف يجد هذا التذمر وبمرارة من قبل ادارة السوق.¹¹⁶

ومن اجل التغلب على هذه الصعوبات فاننا ننصح باتباع الاتي:

ان يتم وضع برنامج اقتصادي واضح المعالم ومحدد الاهداف ويتم على اساسه وضع سياسة اقتصادية تحقق اهداف ذلك البرنامج يتم من خلاله

¹¹⁶ مقابلة مع السيدة جيمي مديرة قسم العلاقات العامة في سوق العراق للاوراق المالية في كانون الثاني من عام 2008.

التنسيق بين جميع القطاعات الاقتصادية والتخلص من عوامل التعارض والتناقض ما بين القطاعات من اجل الوصول الى تحقيق اهداف تلك السياسة وخلق اجهزة رقابية مهمتها الاشراف والرقابة على تنفيذ وتطبيق تلك السياسة بما يخدم مصلحة الاقتصاد العراقي . اذا ما استهدفت هذه السياسة تنشيط القطاع السلعي فمن المؤكد سوف تنعكس على القطاع المالي لانه من المصادر الرئيسية المفترضة لتمويل القطاع السلعي ومن ثم يولد تأثيرا كبيرا على حركة سوق المال العراقي باتجاه تنشيطه ونموه السريع ، شريطة ان تكون هناك جدية في تبني هكذا سياسة.

ثانيا:اصلاح السياسة المالية

ان السياسة المالية هي احدى الدعامات الرئيسية للسياسة الاقتصادية في مصر اذ لعبت دورا مهما في تنفيذ اهداف السياسة الاقتصادية الرامية الى تحقيق عمليات الاصلاح والتنمية الاقتصادية ، اذ ساعدت السياسة المالية في توفير الدعم الى السوق المالي باتجاهين رئيسيين ، فكان الاول عن طريق توفير الادوات المالية المتداولة في السوق والثاني عن طريق توفير السيولة الى المصارف التجارية لتمكينها من توفير الائتمان الى المشروعات الاستثمارية، اضافة الى سياستها الرامية الى توسيع الانفاق الحكومي باتجاه رفع مستوى الانفاق الاستثماري العام وتقليص الانفاق الاستهلاكي العام ، كذلك هدفت السياسة المالية الى تقليص الضرائب الى حد كبير على الاستثمارات والاصول المالية فضلا عن الاستثمارات الانتاجية السلعية والخدمية ، وكل ذلك يصب في مصلحة السوق المالي ، فهي من جهة تعمل على دعم القطاع الانتاجي من حيث توفير التمويل اليه وخفض الضرائب على ايراداته ، ومن جهة اخرى دعم القطاع المالي بتوفير السيولة اليه وخفض الضرائب على عوائده.

اما في العراق لا يوجد ضمن برامج السياسة المالية خطط لدعم القطاع المالي ولا القطاع السلعي وبالتالي السوق المالي ، هذا على الرغم من لاهمية السياسة المالية في دعم السوقين المالي والسلعي ، فدورالسياسة المالية في الاقتصاد

وطبقا للاتجاه الكينزي تلعب دورا مهما في تنشيط عجلة الاستثمار في كلا القطاعين السلعي والمالي وذلك عن طريق اداتين رئيسيتين هما الانفاق الحكومي والضرائب ، لكن في نفس الوقت لا نرى اثرا للتاثير الانفاقي الحكومي في الساحة الاستثمارية السلعية والمالية ، والنظام الضريبي متخلف ومرتبب بالواقع الاقتصادي السابق ، ولذا من اجل ان يتم اصلاح السياسة المالية فاننا نقترح الاتي:

1- خلق حالة من التنسيق بين السياستين المالية والنقدية من اجل تجنب اي خلل ممكن ان تحدثه عملية عدم التنسيق والانسجام بين السياستين ، مثل حالة التضخم المرتفعة التي تشهدها البلاد حاليا.

2- اتباع سياسة ضريبية مرنة اتجاه المشاريع ذات الاستثمار السلعي والمالي، لانها تؤدي الى انخفاض تكاليف الاستثمار ومن ثم ارتفاع ايرادات الاستثمار وبالتالي الى ازدهار الاسواق السلعية والمالية.

3- اصدار ادوات مالية يتم تداولها في سوق المال العراقي لغرض تنشيط السوق ولغرض جذب وتدوير المدخرات المحلية داخل القطاع المالي لان سوق الاستثمار العراقي الحالي يمتاز بقلة الوعية الاستثمارية المستخدمة.

4- تمويل المصارف التجارية بالسيولة اللازمة قدر المستطاع من اجل توفير الائتمان الى المشروعات الاستثمارية والمالية والشركات المساهمة.

ثالثا: اصلاح القطاع المصرفي

ان شمول القطاع المصرفي في عملية اصلاح المالي في مصر كان من الاولويات الرئيسية في دعم عملية التنمية في مصر لما لها من دور كبير في تمويل الشركات المساهمة ، وفي ربط النشاط المصرفي بالنشاط المالي في سوق الاوراق المالية عبر الادوات المالية التي تصدرها البنوك وعبر الاصول المالية المملوكة للشركات الاستثمارية التابعة لتلك البنوك المتمثلة بصناديق الاستثمار المشتركة ، بحيث لعبت هذه البنوك دورا مهما في عملية الاستثمار المالي والسلعي في مصر، بالشكل الذي ادى الى دب حركة النشاط والحيوية

في السوق المالي.

اما في العراق فلم تكن هناك خطة او برنامج حكومي لاصلاح البنوك العراقية لتمكينها من لعب دور متميز في دعم النشاط الاستثماري سواء كان سلعيًا او ماليًا، وهي تمتاز بالاتي:

1- تمتاز بانخفاض سيولتها ومن ثم بضعف قدرتها على منح الائتمان ، الامر الذي يؤدي الى ضعف في تمويل الشركات المساهمة فضلا عن الشركات الاخرى والمشروعات المختلفة.

2- تتحفظ كثيرا في منح القروض الى المشروعات الاستثمارية ولا تمنح اي قروضا للتمويل الاستثماري في الاصول المالية.

3- تمتاز بالطابع البدائي والبسيط في العمل المصرفي.

4- تمتاز بعدم استعمال وسائل التقنية الحديثة في النشاط المصرفي.

ولغرض تحسين اوضاع هذه المصارف وربطها في عملية التنمية في العراق وربط نشاطها بنشاط سوق المال العراقي فاننا نقترح الاتي:

1- وضع خطة حكومية تشترك في تنفيذها كلا من وزارة المالية والبنك المركزي لتطوير المصارف العراقية ، وخلق الية لمدتها بالسيولة اللازمة لرفع مستوى قدرتها على الائتمان.

2- تشجيع المصارف على تبني خطط في الاندماج فيما بينها من اجل تقوية سيولتها ومن ثم رفع مستوى قدرتها على الائتمان.

3- حثها ومساعدتها على انشاء صناديق استثمار مشتركة من اجل استغلال مدخرات صغار المستثمرين العراقيين وتعبئتها وتجميعها في مدخرات كبيرة ومن ثم استثمارها في محافظ استثمارية كبيرة ومضمونة وهذا سوف يدفع سوق المال العراقي نحو النمو والتطور.

4- تشجيع المصارف على تغطية القروض الكبيرة باستخدام الكونسورتيوم (وهو اشتراك عدة مصارف في منح قرض معين لمشروع ما)¹¹⁷.

¹¹⁷النجفي، سوق بغداد للاوراق المالية، مصدر سابق، ص91.

5- استخدام ادوات التقنية الحديثة في العمل المصرفي لما لها من دور كبير في تسهيل المعاملات المصرفية وسرعة انجازها ، وربط نشاطها بنشاط اسواق المال عن طريق شبكات الاتصال الالكترونية.

رابعاً: اصلاح الموازنة العامة

تندرج اهمية الحديث عن الموازنة العامة في كونها تبين المصادر الرئيسية التي تعتمد عليها الدولة في ايراداتها ، ومن ثم كيفية انفاق تلك الايرادات ، بحيث اذا ما جرى التفكير في زيادة النفقات فلا بد حينها من زيادة الايرادات عبر تنويع او زيادة مصادرها.

بالحقيقة ان الموازنة العامة في العراق ترتبط هيكلتها بتوجهات الدولة نحو القطاع العام وبما ان اسواق المال تنمو وتزدهر في ظل الاقتصادات الحرة والغير مقيدة فلا بد حينها من فك ارتباط تلك الاقتصادات بتوجهات الدولة السابقة ومن ضمنها اعادة هيكلة الموازنة العامة بالشكل الذي يتناسب مع توجهات الدولة الحالية نحو اقتصاد السوق ، ففي مصر كانت من اولويات الدولة هو اصلاح موازنتها العامة بحيث تعمل على زيادة الايرادات وتقوم بتخفيض النفقات الاستهلاكية عبر ترشيدها وزيادة الانفاق الاستثماري ، وفعلا قد حققت مصر نجاحا في زيادة الانفاق الاستثماري وفي نفس الوقت التخلص من غالبية ديونها المتراكمة . اما في العراق فلم يجري التفكير في اعادة هيكلة واصلاح الموازنة العامة الا عبر الضغوط التي تعرض لها من قبل صندوق النقد الدولي ، وبالحقيقة هذا يشمل جانب هيكل النفقات فقط دون هيكل الايرادات الامر الذي يعني ضغوطا على الانفاق الاستهلاكي من اجل زيادة الانفاق الاستثماري ، لكن الذي حدث هو العكس اذ زاد الانفاق الاستهلاكي وانخفض الانفاق الاستثماري بحيث ان موازنة عام 2008 تعاني من النقص الحاد فيما هو مخصص للانفاق الاستثماري والسبب في ذلك هو التضخم الحاصل في الاقتصاد العراقي الذي رفع من منسوب الارقام التقديرية لاسعار السلع والخدمات المحسوبة بالاسعار الجارية نتيجة للانفاق على عمليات الدعم

النقدي ولزيادة الرواتب التي لم يصاحبها زيادة مماثلة في الناتج المحلي في السلع والخدمات ، واخيرا ان لم تعمل الدولة جاهدة في زيادة معدلات الانفاق الاستثماري في خطة موازنتها العامة فسوف لا يحدث حراكا في الاقتصاد العراقي ومن ثم تآثر السوقين السلعي والمالي بحالة الخمول وعدم النشاط تلك، ولغرض تصحيح حالة الاختلال في الموازنة العامة فاننا نقترح الاتي:

1- تنوع مصادر الايرادات افقيا وعموديا بالشكل الذي يؤدي الى زيادتها لدعم الانفاق الاستثماري من اجل احداث طفرات في التنمية الاقتصادية العراقية والذي سينعكس على تنشيط سوق المال العراقي.

2- ترشيد هيكل الانفاق الاستهلاكي بالشكل الذي يدعم الانفاق الاستثماري مع الاخذ بنظر الاعتبار عدم احداث اي زيادة نقدية في النفقات الاستهلاكية دون ان يصاحبها زيادة في الانتاج المحلي الامر الذي يحد من ظاهرة التضخم المتزايدة في العراق.

خامسا: اصلاح الهيكل القانوني والتشريعي

بالحقيقة ان من يراجع القوانين والتشريعات الموجودة في كثير من دول العالم سوف يجد ان هناك تسابقا محموما بين الدول حول تقديم التسهيلات الاستثمارية من اجل جذب اكبر عدد من المستثمرين الاجانب ومن اجل الحفاظ على بقاء الاستثمارات المحلية في داخل البلد ، فبسبب العولمة وتقدم وسائل الاتصال اصبح من السهل معرفة اي المكنات في العالم تقدم تسهيلات استثمارية اكثر لتكون عامل جذب للمستثمرين ، فالقوانين التي تحمي الاستثمارات وحقوق المستثمر مهمة جدا ، كما ان البلد الذي تتوافر فيه التشريعات المرنة والسلسة المتبعدة عن الروتين والقيود الادارية ولا تقيد العمل الاستثماري مهمة على صعيد تسيير الاعمال وسرعة انجازها وعدم البطء في اجرائها.

ان مصر قد ادركت اهمية مثل هذا التغيير اي تغيير القوانين والتشريعات الخاصة بعالم المال والاعمال من اجل تقديم افضل الخدمات والتسهيلات

للمستثمرين والابتعاد عن القوانين والتشريعات المقيدة للعمل الاستثماري وهي بذلك توفر حالة من المرونة للمستثمرين من اجل التحرك بحرية في الاسواق المالية والسلعية بهدف دفع المبادرة الفردية نحو دعم عملية التنمية في مصر. اما في العراق فلم تصدر القوانين بعد من اجل تنظيم العمل التجاري فضلا عن تنظيم النشاط الاستثماري ، ولم تنظم العلاقة بين الحكومة المركزية والمحافظات ، وهناك الكثير من المشاريع القانونية ذات الصلة بالشان المالي والاقتصادي معطلة في البرلمان ، وهناك الكثير من الشركات الحكومية العائدة الى القطاع العام متوقفة عن الانتاج ولم يتخذ قرار بشأنها ، وهذا يظهر وضعا اشبه بما يكون فوضى قانونية في البلد بحيث تعيق وتحرك الاستثمار وتزرع القلق وعدم الطمأنينة لدى المستثمرين ، ولغرض تحسين الوضع القائم فاننا نقترح الاتي:

1- تشكيل لجنة مكونة من مجموعة من الاقتصاديين والقانونيين لاقتراح وتغيير الكثير من القوانين وتقديمها الى البرلمان لمناقشتها والمصادقة عليها وتقديمها بعد ذلك للحكومة ونشرها وتعميمها على الوزارات ومؤسسات الدولة لكي توفر مساحة اوسع من التسهيلات والمرونة في ممارسة العمل التجاري والاستثماري والمالي .

2- توفير الية مرنة لتغيير اي من القوانين المعمول بها سابقا والتي لا تصلح حاليا لممارسة العمل التجاري والاستثماري والمالي ، لان في العراق حاليا توجد حالة من البطء والتاخير في تغيير الكثير من القوانين على الرغم من اهميتها في ازالة الكثير من العراقيل الادارية وتنشيط حركة الاستثمار في البلد.

3- الاسراع في حل مشكلة الصلاحيات الادارية الممنوحة لكل من الادارة الحكومية المركزية والادارات الخاصة بالاقاليم والمحافظات لازالة التناقض والتعارض فيما بين الادارتين.

سادسا:اصلاح التضخم

ان التضخم من المشاكل الرئيسية التي يعاني منها الاقتصاد العراقي بحيث وصل الى معدلات كبيرة جدا تضر بعملية الاستثمارات وتنميتها ، لانها تعتبر من المعوقات الرئيسية للاستثمار في الاوراق المالية ، فاي مستثمر يهدف الى الاستثمار في الاوراق المالية سوف يقوم بحساب معدل العائد المتوقع للورقة المالية بعد طرح نسبة التضخم من ذلك العائد .¹¹⁸ فاذا كان الناتج منخفضا نسبيا فسوف يتردد من الاستثمار المالي ، اما اذا كان صفرا او سالبا فسوف يعزف عن الاستثمار في الاوراق المالية ويتجه نحو اوعية استثمارية اخرى بديلة ، وعليه يمكن ان يكون مستوى التضخم هو الموجه التلقائي للعملية الاستثمارية في البلد ، اي عند ارتفاعه فسوف يتجه الاستثمار نحو العقارات والمعادن الثمينة وعند انخفاضه فسوف يتجه نحو الاوراق المالية ، بحيث تفقد الدولة سيطرتها على توجيه العملية الاستثمارية نحو سوق الاوراق المالية بسبب تحكم التضخم التلقائي بالعملية ، ولذا لا بد من الدولة في العراق ان تحاول السيطرة على التضخم من اجل ان تقوم بتوجيه العملية الاستثمارية نحو الهدف التي تريد . ان العوامل المؤدية الى التضخم ممكن ان تكون داخلية او خارجية ، فاذا كانت خارجية يصبح معها من الصعوبة السيطرة عليه وعليها التعامل معه كواقع حال ، اما اذا كان لعوامل داخلية فيمكن السيطرة عليه ومكافحته . في مصر كان التضخم وما زال يعاني منه الاقتصاد المصري عموما وقد اتخذت مصر اجراءات شتى لمكافحته وقد نجحت في تخفيض نسبته لكن لم تنجح بتخفيض معدلاته الى نسب متدنية بحيث يصل الى المعدل الطبيعي . ان معدلات التضخم الكبيرة في العراق تعيق تنمية سوق المال العراقي بسبب الترابط الكبير بينهما ، وقبل الولوج في ذكر علاجه علينا اولاً تحليل اسبابه.

ان ارتفاع معدلات التضخم في العراق اثناء فترة الحصار كانت نتيجة

¹¹⁸ الراوي، خالد، الاسواق المالية والنقدية، عمان، دار المسيرة للنشر ط2، ص15.

لانخفاض معدل الناتج المحلي الى مستويات متدنية وفي المقابل اتباع البنك المركزي سياسة نقدية خاطئة عبر زيادة اصداراته من العملة المحلية بشكل كبير جدا بحيث ادى بالتضخم الى ان يصل الى معدلات كبيرة جدا بسبب حدوث زيادة كبيرة في عرض النقد دون ان يصاحبها زيادة مماثلة في الناتج المحلي الاجمالي . في الوقت الحاضر تم التخلي عن هذه السياسة وتم الاتجاه نحو ضبط عملية الاصدار النقدي لكن في المقابل لم يجري التحسن في زيادة الانتاج المحلي بل ازداد سوءا ، وهذا يعني استمرارية زيادة التضخم ومن ثم الاضرار بالاستثمار المالي ، وبدل ان يتخذ العلاج لتخفيضه نرى على العكس من ذلك ، اذ تم الاتجاه نحو زيادة معدلاته ، واسباب ذلك هو:

1- قيام الدولة بدفع رواتب الكثير من العاملين في شركاتها العامة دون ان يقوموا باي انتاج ، بسبب توقف تلك الشركات عن العمل ، وقيامها بدفع الكثير من الرواتب لافراد بدون مقابل تحت عنوان ضمان البطالة او لاسباب اجتماعية اخرى.

2- دفع رواتب لاسماء وهمية ليس لها وجود وهذا طبعا بسبب الفساد الاداري.

3- دفع رواتب وباعداد كبيرة لموظفين لا يقوموا باعمال فعلية وانما وجودهم شكلي اي بطالة مقنعة.¹¹⁹

4- بسبب الفساد الاداري تم تضخيم الكثير من المشاريع الحكومية عن اقيامها الحقيقية ، بحيث جعلت الكثير من الاموال الحكومية تتدفق الى السوق دون ان تعكس فيما يقابلها القيمة الحقيقية للمشروع.

ان العوامل الانفة الذكر قد ادت الى ارتفاع التضخم بسبب زيادة عرض النقد دون ان يصاحبها زيادة في الناتج المحلي ، ومن اجل ان نحد من ظاهرة التضخم ودفع عجلة التنمية في العراق وتطوير سوق المال العراقي فعلينا ان نقضي على الاسباب الانفة الذكر كشرط من شروط النهوض باقتصاد العراق وتنمية موارده واسواقه.

¹¹⁹ وهو يعني وجود عمالة زائدة على حجم العمل تؤثر اقتصاديا وتؤدي الى انخفاض الانتاجية، والبطالة المقنعة ليست في صالح الانتاج وان كانت حلا مسكنا . (الزواوي، خالد محمد، البطالة في الوطن العربي، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك 2004 ، ص149).

سابعاً: اصلاح الناتج المحلي الاجمالي

هو القيمة السوقية لما ينتج من سلع وخدمات داخل حدود البلد الواحد خلال فترة زمنية معينة وغالبا ما تقاس بالسنة¹²⁰. في ظل الاقتصاديات الحرة توجد هناك علاقة وثيقة بين معدلات النمو الحاصلة في الناتج المحلي الاجمالي وبين انتعاش اسواق المال ، حيث بارتفاع مقدار الناتج المحلي الاجمالي يتولد عنه ارتفاع في ايرادات الشركات المساهمة مما يؤدي الى ارتفاع ايرادات السهم الواحد وبالتالي يقود الى ارتفاع اسعار اسهم تلك الشركات ، اما اذا حصل العكس اي وجود انخفاض حاد في الناتج المحلي الاجمالي فسوف يتجه سوق الاسهم نحو الانخفاض والركود.

لقد ادركت مصر اهمية هذه المعادلة ولذا نراها اتخذت اجراءات وشرعت قوانين وقامت بعمليات دعم مالي ووضعت برامج وخطط وشجعت على الاستثمار المحلي والاجنبي كل ذلك من اجل زيادة معدلات الناتج المحلي، وبسبب وجود العلاقة الترابطية بينه وبين سوق المال فقد تولدت انعكاسات ايجابية واضحة باتجاه انتعاش وتطور سوق المال المصري بحيث اكتسب سمعة متميزة على الصعيدين الاقليمي والعربي اضافة الى ما حققته على المستوى العالمي.

ان ما حدث في العراق هو تاسيس لسوق مالي عراقي في ظل ظروف اقتصادية سيئة جدا تقف على راسها مستوى التدهور الحاد في الناتج المحلي الاجمالي العراقي ولاسباب عديدة ومختلفة ، واذا ما اريد لسوق المال ان ينتعش ويزدهر فلا بد حينها من توفير البنية التحتية الاقتصادية للشركات العراقية لدفع عجلت الناتج المحلي الى الازدهار والتطور ويتم ذلك عن طريق اقتراح الاتي:

1- العمل على اعادة شركات القطاع العام المتوقفة عن الانتاج الى الحياة الانتاجية ، وذلك اما عن طريق تولي مسؤولياتها بواسطة الحكومة او عن

¹²⁰ Mankiw, Principles Of Economics, P496.

طريق بيعها وتسليمها الى القطاع الخاص ، وبذلك سوف يتم الاستفادة من هذه العملية من عدت نواحي ، الاولى هو اشتراك تلك الشركات في المساهمة الفعلية في الناتج المحلي الاجمالي ، وثانيا هو دور تلك الشركات فيما تلعبه في امتصاص حجم كبير من البطالة المتفاقمة في العراق ، وثالثا هو تخفيض عبا النفقات الحكومية عن طريق الغاء الرواتب التي تدفعها الى موظفي تلك الشركات بدون مقابل انتاجي.

2- اعادة تاهيل الشركات والمصانع والمعامل ذات القطاع العام اما بالامكانيات الحكومية او بامكانيات القطاع الخاص او حتى بامكانيات القطاع الاجنبي لغرض تاهيلها من اجل ممارسة العمل الانتاجي المحلي ومن ثم اشراكها في رفع معدلات الناتج المحلي الاجمالي.

3- توفير الطاقة اللازمة لشركات القطاع الخاص في العراق سواء كانت طاقة نفطية او غازية او كهربائية ، لان الكثير من الشركات تعاني من الشحة في توفير الطاقة بحيث توقف بعضها عن الانتاج او انه ينتج بنسب منخفضة.

4- توفير الدعم المالي للشركات المساهمة وذلك بعدة طرق وهو اولا عن طريق انشاء سوق للدين وثانيا عن طريق الانفاق الحكومي المباشر وثالثا عن طريق اتباع سياسة نقدية من قبل البنك المركزي في دعم سيولة المصارف التجارية لتوفير الائتمان الى الشركات المساهمة.

5- العمل على جذب الاستثمارات الاجنبية المباشرة لغرض توظيف راسمالها وخبرتها الفنية في الانتاج المحلي العراقي ، وكذلك العمل على جذب الاستثمارات الاجنبية الغير مباشرة الى اسواق المال العراقية.

6- اغاء الواردات العراقية الداخلة في العملية الانتاجية من اي ضرائب لدعم الشركات العراقية وذلك بتخفيض تكاليف انتاجها.

7- توفير الامن اللازم لتلك الشركات لحمايتها من السطو المسلح او المافيات المالية.

الاستنتاجات

- 1- يعتبر السوق المالي من المصادر المهمة والحيوية في تمويل قطاعات الانتاج السلعي والخدمي.
- 2- يلعب السوق المالي دورا مهما في زيادة الانتاج المحلي الاجمالي ومن ثم زيادة الدخل القومي وبالتالي في رفع معدلات النمو الاقتصادي ، بسبب وجود العلاقة القوية بين اسواق المال وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.
- 3- ان مستوى اداء المشاركون في السوق يؤثر كثيرا في نشاط السوق ويعمل على توسيع اداء دوره في عموم الاقتصاد القومي.
- 4- ان البيئة الاقتصادية الحاضنة للسوق تلعب دورا حيويا وفاعلا ومؤثرا في السوق ، بحيث لا بد من اتخاذ جميع العوامل اللازمة لتوفير اسباب البيئة الصالحة لنجاح السوق.
- 5- ان ادوات الاستثمار الرئيسية في الاسواق المالية هي شهادات الملكية المتمثلة في الاسهم وشهادات الدين المتمثلة في السندات والمشتقات.
- 6- يمتاز الاستثمار النظامي عن الاستثمار العشوائي في الاسواق المالية عبر استخدام وسائل التحليل العلمي المعروفة وهي التحليل المالي والتحليل الاساسي والتحليل الفني.
- 7- من المصادر المهمة في تحليل الاسواق المالية هي المؤشرات الاقتصادية الصادرة عنها وهي اما المؤشر العام الذي يقيس نتائج تداولات اسهم الشركات المساهمة او المؤشرات والنسب المالية التي تقيس نتائج واطلاع الشركات المساهمة كل على حدة وعددها 40 مؤشرا.
- 8- ان الاستثمار في اسواق المال ياخذ شكلين رئيسيين وهما اما الاستثمار المؤسسي او الاستثمار الفردي ، حيث يمتاز الاول بالخبرة والتجربة وبتوافر الامكانيات في الحصول على المعلومات والقدرة على تحليلها ، بينما يتعرض الاستثمار الفردي الى احتمالات الاخطاء والخسارة اكثر بسبب ضعف الخبرة

والتجربة وضعف الامكانيات والقدرات التحليلية ، في البلدان المتقدمة تكون نسبة الاستثمار المؤسسي هي السائدة بينما في البلدان النامية وخصوصا بلداننا العربية فان نسبة الاستثمار الفردي هي السائدة.

9- ان ابرز شكل شائع للاستثمار المؤسسي هو صناديق الاستثمار المشتركة والتي تمتاز بتجميع مدخرات صغيرة لتكوين رأسمال كبير يتم استثماره في اسواق المال وهي تتنوع بتنوع طريقة الاستثمار فيها ، فبعض الصناديق تستثمر في اداة مالية واحدة او في ادوات مالية متنوعة ، وقد يكون في منطقة جغرافية واحدة او في عدة مناطق جغرافية ، وقد يكون في قطاع واحد او في عدة قطاعات.

10- ان جمهورية مصر العربية كانت من الدول السباقة في العالم العربي في بناء وتطوير سوقها المالي واتخذت جميع الاجراءات اللازمة لتنشيط وتطوير سوقها المالي من اجراءات اصلاحية مالية واقتصادية وقانونية في سبيل تعزيز دور سوق المال في الاقتصاد المصري.

11- قد قامت مصر وبصورة تدريجية التحول من نظام اقتصادي تسيطر عليه الدولة عبر قطاعها العام الى اقتصاد ذو قطاع خاص وصل نسبة مساهمته في الناتج المحلي الاجمالي الى 70% ، كما قامت باتخاذ حزمة من الاصلاحات المالية شملت قطاعها المصرفي ، والسياسة المالية ، والسياسة النقدية ، والسياسة السعرية ، وسياسة سعر الصرف ، والسياسة الاستثمارية ، والسياسة التجارية واصلاح ميزانيتها العمومية في كل من جانبي الإيرادات والنفقات، بحيث ساهمت تلك الاصلاحات وبشكل كبير في تنشيط وتطوير سوق المال المصري.

12- ان سوق المال العراقي ذو نشأة حديثة نسبيا اذا ما قورن بسوق المال المصري ، حيث تم تاسيس سوق بغداد للاوراق المالية في عام 1992 وكان اداريا تابعا لوزارة المالية ، وفي عام 2003 تم حله ضمن اجراءات حل وتفكيك الكثير من المؤسسات العراقية اثر الاحتلال الامريكي للعراق ، لكن في

عام 2004 تم تأسيس سوق العراق للاوراق المالية ضمن اجراءات جديدة اهمها عدم تبعية السوق اداريا الى الحكومة حيث تم فك ارتباطه الاداري بوزارة المالية ، وتتم ادارته من خلال مجلس المحافظين المكون من تسعة اعضاء وهم يمثلون ادارة السوق والوسطاء واطباء مستقلين.

13- ان سوق المال العراقي غير واسع وحجم التداول فيه ضعيف ويقتصر على اداة تداولية واحدة فقط وهي الاسهم العادية وليس له تاثير كبير على الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي لا يؤثر كثيرا في النمو الاقتصادي .

14- ان من الاسباب الاخرى لضعف السوق هو العوامل الذاتية للسوق وهي ضعف ادارة السوق وعدم كفاءة اعضائه من الوسطاء ويمتاز بعدم وعي المستثمرين وضعف اداء الشركات المساهمة الناتج عن الظروف الاقتصادية الغير الملائمة التي تواجهها الشركات العراقية في العراق.

15- ان من معالم ضعف البيئة الاقتصادية العراقية هو تخلف القطاع المصرفي في بعض جوانبه وعدم مرونته في تمويل قطاع الاعمال او تمويل شراء الاصول المالية ، وضعف السياسة المالية وعدم دعمها للقطاع المالي بالطريقة التي تدفع باتجاه تنشيط سوق المال العراقي ، وضعف التنسيق بين السياستين المالية والنقدية ، وعدم وجود برنامج اقتصادي وسياسة اقتصادية واضحة المعالم بحيث تخلق وضعاً اشبه بالفوضى الاقتصادية التي تؤثر سلباً في السوق المالي ، مع وجود ناتج محلي اجمالي ذو مستويات متدنية تؤثر سلباً في ايرادات الشركات ومن ثم في عوائد اصولها المالية ، مع عدم وجود واقع تشريعي وقانوني ينظم النشاط الاقتصادي والاستثماري في البلد ويعمل على توزيع الصلاحيات القانونية بين الادارات المحلية والادارة المركزية ، اضافة الى وجود موازنة عامة ذات ايرادات غير متنوعة معتمدة على النفط فقط وهذا يعني عدم وجود تطورا في الانتاج السلعي والخدمي ، وفي جانب النفقات نرى ان هناك خللا في هيكل النفقات بحيث يعمل على زيادة الانفاق الاستهلاكي على حساب الانفاق الاستثماري .

التوصيات

1- ان العراق بحاجة ماسة الى تمويل الكثير من المشاريع الاستثمارية وفي نفس الوقت لا تستطيع الدولة ان تمويل جميع تلك المشاريع ، ولذا لا بد ان توفر مصدر مهم للتمويل الاستثماري في العراق الا وهو سوق المال ، بسبب الدور الذي يمكن ان يمتلكه في تجميع المدخرات المحلية وتوظيف راس المال المحلي وفي جذب راس المال الاجنبي وتوظيفها نحو الاستثمارات العراقية المحلية، ولذا لا بد ان يحظى سوق المال باهتمام كبير من قبل المؤسسات والادارات الحكومية العراقية في سبيل دعم وتطوير الاقتصاد العراقي.

2- ينبغي للقائمين على السياستين المالية والنقدية في العراق العمل على تطوير سوق مالي حديث ومتطور يستند على اسس علمية حديثة ومتطورة ويتمتع بامكانيات تقنية عالية وبوجود خبراء يتمتعون بخبرات علمية وتقنية ومعلوماتية وادارية عالية ليتمكنوا من ادارة السوق ضمن الاصول الادارية العالية بما يضمن مصلحة الاقتصاد العراقي والمساهمة الفعالة في دفع النمو الاقتصادي للعراق نحو الافضل.

3- ينبغي للقائمين على الادارة الحكومية في العراق ان يقوموا بتحسين ظروفه الاقتصادية والسياسية من اجل توفير البيئة الاقتصادية الصالحة والملائمة للسوق المالي من حيث وجود خطط اقتصادية معتمدة على برنامج اقتصادي طموح وتترتب عليه سياسات اقتصادية تطور الاقتصاد العراقي وتعمل على تطوير البنية التحتية وتوفير المناخ الاقتصادي لنجاح سوق المال العراقي.

4- لا بد من خلق العوامل اللازمة لرفع مستوى اداء المشاركين في السوق المالي وهم:

ادارة السوق: ان ادارة السوق هي التي تدير وتنظم العلاقة فيما بين المشاركين الاخرين ولذا لا بد من رفع مستوى كفاءتهم الادارية وذلك عن طريق ارسال

الدورات العلمية والتدريبية الى الاسواق المالية العربية والعالمية وعقد الاتفاقيات واللقاءات مع تلك الاسواق من اجل اكتساب خبراتها وتجاربها في هذا المضمار.

الشركات المساهمة: ان التمويل يعتبر من الضروريات المهمة للشركات المساهمة ولذا لا بد من دعمها من اجل تطوير اعمالها ورفع معدلات ايراداتها بالشكل الذي يخلق الجاذبية في اقتناء اسهمها.

الوسطاء: ينبغي اختيار وسطاء السوق المالي على اسس افضل وهي الاختيار الدقيق لمستوى كفاءتهم العلمية ومدى معرفتهم باسواق المال وخلق الاليات اللازمة لمتابعة مستوى ادائهم ، وكذلك تدريبهم واطلاعهم على مستوى اداء وعمل وسطاء الاسواق العربية والعالمية ، عبر دورات تدريبية تنظم لهم.

المستثمرون: ان المستثمرين في العراق حديثوا التجربة باسواق المال ولذا لا بد توجيههم نحو الاستثمار على اسس علمية وتعريفهم بتلك الاسواق عن طريق نشر الكراريس والكتيبات وعقد اللقاءات والندوات وانشاء مجلة او جريدة توعوية وارشادية من اجل خلق المستثمر الواعي والرشيد ، وكذلك توفير التسهيلات والمعونات للمستثمرين الاجانب ورفع العراقيل امامهم.

5- لا بد من خلق العوامل اللازمة لتطوير البيئة الاقتصادية العراقية باعتبارها الحاضن للسوق المالي وهي:

السياسة الاقتصادية: من اجل خلق حالة الانسجام والتنسيق بين الوزارات والمؤسسات العراقية فلا بد حينها من وضع سياسة اقتصادية لها اهداف ومعايير محددة مسبقة ببرنامج اقتصادي واضح الاهداف والتصورات لكسب الثقة بالاقتصاد العراقي وللسيطرة على الظروف الاقتصادية السلبية التي خلقتها حالة عدم التنسيق.

السياسة المالية: ان السياسة المالية مهمة جدا في اتباع سياسات لا تؤدي الى التضخم ، وفي نفس الوقت تدرج اهميتها في ضرورة دعم الانفاق الاستثماري ، وفي دعم الجهاز المصرفي عبر توفير السيولة من اجل دعم قدرة المصارف

على التوسع في منح الائتمان ، وهذا سوف يؤدي الى توفير قدر اكبر من التمويل للشركات المساهمة وتنشيط حركة التداول في اسواق المال. السياسة النقدية: ان السياسة النقدية في العراق تتبع اساليب نقدية في معالجة التضخم وذلك عبر رفع مستويات الفائدة لدى المصارف لتقليل مستويات عرض النقد ، لكن في نفس الوقت سوف يعزف رجال الاعمال عن طلب الائتمان من تلك المصارف بسبب ارتفاع كلفته ومن ثم تؤدي الى هبوط في معدلات الانتاج ، ولذا ننصح باتباع سياسات مالية وليست نقدية للسيطرة على التضخم وذلك برفع معدلات العرض السلعي من خلال زيادة معدل الناتج المحلي الاجمالي.

القطاع المصرفي: من الضروري جدا تحديث وتطوير القطاع المصرفي في العراق لانه يعتبر العصب الرئيسي في تمويل قطاع الاعمال وفي تمويل النشاط الاستثماري (فضلا عن دوره المفترض في تمويل شراء الاصول المالية) ، وهناك الكثير من الشركات المساهمة تفتقر الى التمويل بسبب الدور المعطل للمصارف التجارية في توفير ذلك التمويل ، ولذا ننصح بدعم ميزانيات المصارف العراقية عبر الدعم الحكومي لها عن طريق وزارة المالية لرفع قدرتها على الائتمان وفتح المجال لدخول المصارف الاجنبية والعربية للعمل في العراق.

6- الاهتمام بالاستثمار المالي المؤسسي وذلك من خلال تاسيس صناديق الاستثمار المشتركة ويتم اما عن طريق حث ودعم وزارة المالية للمصارف الحكومية على انشاء مثل هكذا صناديق او عن طريق القطاع الخاص وذلك بتوفير التسهيلات الحكومية لها.

7- ضرورة التنوع في اصدار الادوات المالية المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية وخصوصا السندات لما لها من دور فعال في توفير التمويل للشركات المساهمة وفي تنشيط حركة التداول في السوق المالي.

المصادر

الكتب العربية:

- 1- الاكاديمية العربية المفتوحة، منظمات اقتصادية دولية وشركات متعددة الجنسية، الدنمارك، (بدون تاريخ).
- 2- الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، قضايا اقتصادية معاصرة، 2004.
- 3- السيد علي، عبد المنعم والعيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والاسواق المالية، عمان، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004.
- 4- الراوي، خالد، الاسواق المالية والنقدية، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط2، 2000.
- 5- المهيلمي، عبد المجيد، التحليل الفني للاسواق المالية، القاهرة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط4، 2006.
- 6- الموصلي، بشر، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، حلب، شعاع للنشر والتوزيع، 2003.
- 7- العاني، عماد محمد علي، اندماج الاسواق المالية الدولية، بغداد، بيت الحكمة، 2002.
- 8- النجفي، حسن، سوق بغداد للاوراق المالية، بغداد، مطبعة النجفي، 1992.
- 9- النجفي، حسن، شرح الاعتمادات المستندية، بغداد، مطبعة النجفي، 1992.
- 10- العريبي، عصام فهد، الاستثمار في بورصات الاوراق المالية، دمشق، دار الرضا للنشر، 2002.
- 11- الزواوي، خالد محمد، البطالة في الوطن العربي، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2004.
- 12- سالم، عبد اللطيف، الدولة والقطاع الخاص في العراق، بغداد، بيت الحكمة، 2001.

- 13- سالم، عماد عبد اللطيف، دراسات في الاقتصاد العراقي، بغداد، بيت الحكمة، 2001.
- 14- حمامي، عبد الكريم، اهم طرق الاستثمار في اسواق المال، حلب، دار فصلت للدراسات والنشر والترجمة، 1999.
- 15- حمامي، عبد الكريم، صناديق الاستثمار المشتركة، حلب، دار فصلت للدراسات والنشر والترجمة، 2000.
- 16- لظفي، امين السيد احمد، التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004.
- 17- عبد العزيز، اكرام، الاصلاح المالي، بغداد، بيت الحكمة، 2002.
- 18- عبد الغفار، هناء، الاستثمار الاجنبي المباشر والتجارة الدولية، بغداد، بيت الحكمة، 2002.
- 19- عتلم، باهر محمد، اقتصاديات المالية العامة، القاهرة، مطبعة جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، 1998.
- 20- خلف، فليح حسن، العلاقات الاقتصادية الدولية، عمان، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2004.

الكتب الاجنبية:

- 1-Arnold, Glen, corporate financial management, London, Financial Times Pitman Publishing, 1998.
- 2-Becket, Michael, How The Stock Market Works, London, Thanet Press Ltd, 2002.
- 3-Burda and Wyplosz, Michael, Charles, Macroeconomics, London, Oxford University press, 1993.
- 4-Collin, P.H., Dictionary Of Business, London, Peter Collin Publishing, 3th Ed, 2001.

- 5-David S.Kidwell, Richard L. Peterson, David A.Blackwell, David A. Whidbee, Financial Institutions, Markets, And Money,New York,John Wiley & Sons,Inc.8th Ed,2003.
- 6-Madura,Jeff,Financial Market And Institutions,USA, South Western College Publishing,5th Ed,2001.
- 7-Mankiw,Gregory,Principles Of Economics,USA,Harcourt College Publishers, 2th Ed,2001.
- 8-Mishkin And Eakins,Frederic,Stanley,Financial Markets And Institutions,USA,Addison Wesley publisher,4th Ed,2003.
- 9-Mishkin,Frederic,The Economics Of Money,Banking And Financial Markets,USA,Addison Wesley publisher,5Ed,1998
- 10-Valdez,Stephen,An Introduction To Global Financial Markets,Great Britain,Macmillan Business,2th Ed,1997.
- 11-Vandyck,charles,financial Ratio Analysis, Canada, Trafford Publishing,2006.
- 12-Wilson,Rodney,Economic Development In The Middle East,Great Britian,TJ Press,1995.

الدوريات:

- 1- التقرير السنوي الاول لسوق العراق للاوراق المالية لعام 2004.
- 2- التقرير السنوي الثاني لسوق العراق للاوراق المالية لعام 2005.
- 3- التقرير السنوي الثالث لسوق العراق للاوراق المالية لعام 2006.
- 4- دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، اصدار قسم العلاقات العامة في سوق العراق للاوراق المالية في عام 2006.

مواقع الانترنت:

- 1- البورصة للتحليلات المالية العربية (www.aobsystems.com).
- 2- البورصة المصرية (www.egyptse.com).
- 3- البنك المركزي المصري (www.cbe.org).
- 4- البنك المركزي العراقي (www.cbiraq.org).
- 5- الهيئة العامة للاستعلامات المصرية (www.sis.gov.eg).
- 6- بنك بوست النرويجي (www.postbanken.no).
- 7- وزارة المالية العراقية (www.mof.gov.iq).
- 8- سوق الاسهم المصرية (www.egyptianstocks.com).
- 9- سوق الكويت للاوراق المالية (www.kuwaitse.com).
- 10- سوق العراق للاوراق المالية (www.isx-iq.net).
- 11- سوق عمان للاوراق المالية (www.ammanstockex.com).
- 12- مجلة الحوار (www.ahewar.org).
- 13- صناديق الاستثمار الاسلامية (www.elgari.com).
- 14- صندوق النقد العربي (www.amf.org).
- 15- قناة العربية (www.alarabiya.net).
- 16- شركة فوركس للتحليلات المالية (www.forexyard.com).

