



◆ سعاد قادر

دهوك

## دور الاسواق المالية في النهوض الاقتصادي

تلعب الأسواق المالية في العصر الحالي دوراً رئيساً في تحريك اقتصاديات الدول وذلك مع التحسن المضطرب في المناخ الاستثماري العالمي منذ أوائل التسعينيات وإبلاء الاقتصادات النامية والمتقدمة أهمية أكبر للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية في ظل التوجه نحو اقتصاد السوق وتنامي وتيرة الانفتاح وبرامج الخصخصة والتوسع والتحول التدريجي من الاستثمار الحقيقي إلى الاستثمار المالي، خاصة مع تنوع أدوات الاستثمار والاتجاه نحو التدويل.

وأصبح انتشار الأسواق المالية (البورصات) ضرورة حتمية اقتضتها طبيعة التشابك والترابط بين القطاعات الاقتصادية، لدرجة بات من العسير لأية دولة ان تحقق نتائج اقتصادية مرضية دون وجود أسواق مالية نشطة، فالاسواق المالية تؤثر وتتأثر بمختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، ويتم ذلك من خلال آلية عمل السوق، حيث يتم تحريك المدخرات الى قنوات الاستثمار. وبقدر كفاءة هذه الوظيفة وملاءمة الأوراق لحاجات السوق يتحسن تخصيص الموارد وهو ما يجعل تحركات الموارد المالية في مختلف الاستخدامات رشيداً.

ان وجود اسواق رأس مال وبورصات الاوراق المالية ذات الكفاءة العالية يمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، ان انها تخفض تكاليف تمويل المشاريع، وتوفر السيولة للاستثمارات الجديدة كما ان وجود السوق المالية يسهل على الوحدات الاقتصادية الحصول على التمويل اللازم للقيام بالاستثمارات الحقيقية من خلال شراء ماتطرحه الشركات والمؤسسات من أوراق مالية وتخضع من درجة المخاطر المالية، وتوفر ادوات مالية تساعد على تكوين الادخارات وتساهم في رفع كفاءة الادارات باتجاه زيادة الارباح وتسريع معدلات النمو خاصة في البلدان المتقدمة التي ينقلص فيها تدريجياً دور القطاع العام، إذ تتميز الاستثمارات المالية فيها بأسواقها النشطة والكفوءة، عكس ما هو عليه الحال في اسواق المال في الكثير من البلدان النامية التي تعمل في نطاق محدود، ولاتتوافر فيها هيكل مؤسساتية وتنظيمية متطورة، فضلاً عن ضعف كفاءة الكوادر البشرية العاملة في مجال الأوراق المالية ومحدودية الأوراق المتداولة وزيادة درجة التركيز وضعف الوعي الاستثماري والادخاري السليم.

لقد شهدت الكثير من الأسواق المالية المتقدمة والناشئة في السنوات الأخيرة انفتاحاً واسعاً أمام المستثمرين الأجانب أفراداً كانوا أم مؤسسات، وحققت بعض الدول تقدماً جيداً في هذا المجال كدول النور الآسيوية وبعض الدول الخليجية. فالتطورات النوعية في مجال الاستثمار والأدوات المالية، خلقت فرصاً كثيرة أمام المستثمرين (المحليين والأجانب) وقدمت خيارات متعددة للتوجه نحو الاستثمار في الأسواق المالية، وبرزت مؤسسات واسواق مالية عديدة تمكنت من تسيير العملية الاستثمارية وجعلها أكثر تنظيماً، خاصة ان كفاءة السوق المالية تزداد مع تنوع ادواتها المالية التي تضمن للسوق توسعاً وفاعلية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين، بحيث تشتمل الخصائص التي تقابل متطلبات المستثمرين من حيث نوعية الورقة المالية، طرائق إصدار وتداول هذه الأوراق، طرائق حساب العوائد عليها، آجال استحقاقها، نوعية المصدر، فكلمة كانت السوق قادرة على استيعاب عدد كبير من الأوراق المالية المتنوعة التي تتفاوت من حيث العائد ودرجة المخاطرة كلما ساهم في جذب مستثمرين أكثر وتحقيق تطور أكبر.

كما ان التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والابتكارات الإلكترونية والثورة التكنولوجية لاسيما بعد ادخال نظام التداول الآلي الذي اصبح وسيلة فعالة في عملية التداول ورصد التغيرات التي تطرأ على السوق المالية عامة، ساعد وسارع على توجه الأسواق نحو الاندماج، فبعد ان زادت رغبة الافراد والشركات المحلية في التوجه نحو الأسواق المالية الدولية، لغرض تنويع محافظهم الاستثمارية سعياً وراء تحسين عوائدهم وتجزئة المخاطرة التي يتعرضون إليها، ظهر التوجه نحو العالمية في عمل الأسواق المالية وعملياتها، وقد دعمت الاقتصادات المتقدمة ذلك الاتجاه من خلال إحداث تغييرات هيكلية جذرية في أسواقها المالية لغرض جذب أكبر قدر ممكن من المدخرات العالمية والاستفادة منها في توجيه نشاطها الاقتصادي.

ووفق مفهوم السوق المالية لا بد من توافر مجموعة من المقومات التي تساهم في تدعيم وفاعلية السوق المالي ومنها وجود مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصرى الثقة والتنظيم. الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية. والتنظيم الذي يعكس كفاءة وفاعلية السياسات المالية والنقدية وما يلحقها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات، إضافة إلى وجود سياسة اقتصادية رشيدة ذات أهداف واضحة وخطة إصلاح اقتصادي منسجمة ومتكاملة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة، فنجح وتطوير الأسواق المالية لا يتم إلا ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي التي تهدف الى تنشيط الاستثمار الداخلي المعتمد على مبادرات القطاع الخاص، وجذب الاستثمارات الأجنبية عن طريق خلق مناخ مناسب للاستثمار، إذ تشير تجارب الخصخصة في بعض دول العالم إلى أن البرامج الناجحة للخصخصة والتي ساهمت في تطوير الكثير من البلدان وتنميتها كانت مرتبطة بوجود أسواق مالية منظمة وكبيرة بما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمشروعات المراد خصصتها، في حين أن غياب الأسواق المالية في بعض البلدان التي تعاني من ضعف وعدم توافر بنية أساسية تعيق عملية الخصخصة، فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع بوجود عمليات الخصخصة وبرامجها الناجحة، وكذلك الخصخصة هي بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عمليات التخصيص، ففي الدول ذات أسواق المال الصغيرة، يصعب على الشركات التي تم خصصتها حديثاً بيع أسهمها الى المستثمرين المحليين أو الأجانب، ومن ناحية أخرى يصعب على المستثمرين بيع الأسهم التي اشتروها الأمر الذي يؤدي إلى تحفظهم وتحفظ العمال بشأن شراء هذه الأسهم. وقد نجحت العديد من الدول التي قامت بخصخصة الشركات المملوكة للدولة في خلق وجذب العديد من المساهمين، لدعم سوق

كما ان التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والابتكارات الإلكترونية والثورة التكنولوجية لاسيما بعد ادخال نظام التداول الآلي الذي اصبح وسيلة فعالة في عملية التداول ورصد التغيرات التي تطرأ على السوق المالية عامة، ساعد وسارع على توجه الأسواق نحو الاندماج، فبعد ان زادت رغبة الافراد والشركات المحلية في التوجه نحو الأسواق المالية الدولية، لغرض تنويع محافظهم الاستثمارية سعياً وراء تحسين عوائدهم وتجزئة المخاطرة التي يتعرضون إليها، ظهر التوجه نحو العالمية في عمل الأسواق المالية وعملياتها، وقد دعمت الاقتصادات المتقدمة ذلك الاتجاه من خلال إحداث تغييرات هيكلية جذرية في أسواقها المالية لغرض جذب أكبر قدر ممكن من المدخرات العالمية والاستفادة منها في توجيه نشاطها الاقتصادي.

المال المحلية، فعلى سبيل المثال، قامت تشيلي بخصخصة نظام المعاشات، مما خلق صناديق معاشات خاصة فتكونت قاعدة من مؤسسات الاستثمار تساعد على زيادة حجم السيولة في أسواق المال المحلية، كما كان لتلك المؤسسات تأثير أكبر من المساهمين الأفراد في إدارة الشركات التي يستثمرون فيها.

ولاقامة سوق مالية لابد من توافر سياسة مالية واضحة المعالم (في الضرائب وفي الإنفاق الحكومي) ترمي إلى تحقيق أهداف اقتصادية محددة تتكامل مع السياسة الاقتصادية ومع برامج الإصلاح الاقتصادي وتتزامن معها في المنظور الزمني. وكما هو معلوم فإن لشق الضرائب في السياسة المالية أهمية خاصة في تأثيرها على الاستثمارات الرأسمالية والمالية. الى جانب توافر سياسة نقدية واضحة تحقق الأهداف الاقتصادية المتفق عليها والتي تتكامل مع السياسة الاقتصادية والمالية. وكما هو معلوم فإن معدلات الفائدة لها آثار هامة وجوهريه في عالم المال والاستثمار من خلال تأثيرها على تسعير الأوراق المالية، واجتذاب مدخرات الأفراد الى قنوات الاستثمار في الاسواق المالية وتسهيل الائتمان المصرفي، وزيادة معدلات النمو في الاقتصاد الوطني.

كما ان السوق الكفوءة تتطلب تنوع في أدوات الاستثمار بما يتيح خيارات عديدة أمام المدخرات فضلاً عن وجود مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة قادرة على خلق الفرص الاستثمارية وتقليل المخاطر، فالمؤسسات المالية الكفوءة في الأسواق المتقدمة تلعب دوراً محورياً متزايد الأهمية في تحقيق وإدامة معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار في مختلف دول العالم. وتتجسد أهمية هذه المؤسسات الوسيطة في الاقتصاديات المعاصرة في تادية مهام حيوية تتمثل في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتحويلها إلى استثمارات منتجة، وتسهيل تعاملات الأسواق من خلال توفير التمويل والمعلومات المالية والتأمين على مخاطر الأعمال، إلى جانب الرقابة على أداء

المال المحلية، قامت تشيلي بخصخصة نظام المعاشات، مما خلق صناديق معاشات خاصة فتكونت قاعدة من مؤسسات الاستثمار تساعد على زيادة حجم السيولة في أسواق المال المحلية، كما كان لتلك المؤسسات تأثير أكبر من المساهمين الأفراد في إدارة الشركات التي يستثمرون فيها.

ولاقامة سوق مالية لابد من توافر سياسة مالية واضحة المعالم (في الضرائب وفي الإنفاق الحكومي) ترمي إلى تحقيق أهداف اقتصادية محددة تتكامل مع السياسة الاقتصادية ومع برامج الإصلاح الاقتصادي وتتزامن معها في المنظور الزمني. وكما هو معلوم فإن لشق الضرائب في السياسة المالية أهمية خاصة في تأثيرها على الاستثمارات الرأسمالية والمالية. الى جانب توافر سياسة نقدية واضحة تحقق الأهداف الاقتصادية المتفق عليها والتي تتكامل مع السياسة الاقتصادية والمالية. وكما هو معلوم فإن معدلات الفائدة لها آثار هامة وجوهريه في عالم المال والاستثمار من خلال تأثيرها على تسعير الأوراق المالية، واجتذاب مدخرات الأفراد الى قنوات الاستثمار في الاسواق المالية وتسهيل الائتمان المصرفي، وزيادة معدلات النمو في الاقتصاد الوطني.

كما ان السوق الكفوءة تتطلب تنوع في أدوات الاستثمار بما يتيح خيارات عديدة أمام المدخرات فضلاً عن وجود مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة قادرة على خلق الفرص الاستثمارية وتقليل المخاطر، فالمؤسسات المالية الكفوءة في الأسواق المتقدمة تلعب دوراً محورياً متزايد الأهمية في تحقيق وإدامة معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار في مختلف دول العالم. وتتجسد أهمية هذه المؤسسات الوسيطة في الاقتصاديات المعاصرة في تادية مهام حيوية تتمثل في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتحويلها إلى استثمارات منتجة، وتسهيل تعاملات الأسواق من خلال توفير التمويل والمعلومات المالية والتأمين على مخاطر الأعمال، إلى جانب الرقابة على أداء

ومن متطلبات اقامة سوق مالي كفوء توافر نظم اتصال فعالة ومتطورة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار، إذ يحدد سعر السهم في السوق المالية نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب التي تتأثر بالمؤشرات الاقتصادية والظروف السياسية التي تعكس دورها مدى صحة التهنات والتوقعات في السوق، كما تتأثر أيضاً بالعوامل النفسية مثل التصرفات السلوكية التي يلعب عنصر التقليد دوراً أساسياً وحاسماً فيها عند اتخاذ القرار الاستثماري وبدوافع غريبة وبدون تحليل دقيق لنتائجها، ومن هذه التصرفات الولاء لأسهم شركات معينة أو الركض وراء الجموع (غريزة القطيع) ومعاكسة التيار بالاتجاه المخالف أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار، وللعوامل السياسية تأثيراتها المختلفة على قرارات المستثمرين، فالدافع السياسي الإيجابي والمستقر يوجه المستثمرين إلى الإقبال على شراء الأوراق المالية ويرفع من معدل التداول في السوق المالي لتحقيق الأرباح.

ويتطلب اقامة سوق مالية توافر أنظمة كفوءة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق، إذ إن الاستثمار في الأوراق المالية

قامت بالفصل مثل الأردن ومصر وتونس. أما طبيعة المستثمرين فلها دور كبير في اتخاذ القرار الاستثماري ومن ثم التأثير على السوق المالي، فالمستثمر قليل الخبرة تنعكس تصرفاته بشكل سلبي على الأسعار باتجاه بعيد عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، أما المستثمرون المحترفون فان تصرفاتهم تكون باتجاه القيمة الحقيقية لأسعار الأوراق المالية وتساهم في رفع كفاءة السوق المالي. فالخبرة و مستوى التعليم للشخص المتعامل في البورصات هو عامل مهم جدا في تحديد مجالات الاستثمار فكلما كان المتعامل بالبورصة ذا خبرة في مجال الاستثمار المالي وذا تحصيل علمي عال يتسنى له تحليل اداء مؤشر السوق والتغيرات التي تحصل في الاداء المالي للشركات والتي تنعكس ايجابيا او سلبيا على عائد السهم او السند .

### فرص نجاح انشاء سوق مالية في اقليم كردستان

وفق ما ورد اعلاه من مقومات ومتطلبات يجب توافرها لنجاح اي سوق مالي وقدرته على تطوير اقتصاد اي بلد، نتساءل حول مدى نجاح انشاء سوق مالي في اقليم كردستان على غرار ما هو موجود في بعض دول المنطقة، بعد تناقل بعض وسائل الاعلام خبر سعي حكومة اقليم كردستان الى اقامة سوق مالية في اربيل نهاية عام 2008. والسؤال الذي يطرح نفسه هو وفق أية محددات ومقومات ستقوم حكومة اقليم كردستان بهذه الخطوة في الوقت الذي لا يوجد في الاقليم قطاعات صناعية وزراعية و انتاجية وخدمية فاعلة، اذ ان الصناعات الموجودة للقطاعات الحكومية والخاص لا تتعدى كونها صناعات صغيرة بحجمها ورأسمالها وتعاني من تخلف كبير سواء كان من ناحية الكفاءة الادارية او ناحية التكنولوجيا واساليب الانتاج، اما القطاع الزراعي، فهناك مجموعة من المشاكل التي يعاني منها والمتمثلة في قلة المشاريع الزراعية والمعامل التي تعتمد على الانتاج الزراعي المحلي، وصعوبة

وتداولها يعتمد بالدرجة الأساس على الافصاح عن البيانات والمعلومات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية في السوق المالي، ويعد العنصر الأساس في تحديد أسعار الأوراق المالية، وان دقة البيانات والمعلومات المنشورة تؤثر على قرارات المستثمرين، وأي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق المالي وينعكس بصورة مباشرة على سعر السهم في السوق المالي ونتيجة لذلك يتحقق الابتعاد بين سعر السهم في السوق المالي وبين القيمة الحقيقية لهذا السهم. كذلك ينبغي توافر حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الأجل. إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات ويوجهها نحو الفرص الاستثمارية. فالادخار يؤدي دوراً بارزاً في عملية التراكم الرأسمالي الذي يعد الخطوة الأساس في عملية التنمية الاقتصادية فمصدر الاستثمار في اي بلد هو الادخار، سواء كان هذا الادخار محلياً أي الدخل المتولد داخل البلد أو ان يكون خارجياً حينما يستعين البلد بادخارات البلدان الأخرى بشكل قروض او استثمارات اجنبية.

كما ان اقامة سوق مالية يقتضي وجود هيكل مؤسسي فعال ومتكامل الى جانب تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين ويتمثل الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق وكذلك التراخيص وتأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق ، بمعنى آخر إنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق. وفي الدول المتقدمة كالولايات المتحدة يوجد فصل بين وظائف الهيئة المشرفة على نشاط السوق، وبين مهام إدارة السوق بينما معظم الدول النامية تجمع بين الاثنين، في حين أن بعض الدول

هذا السوق، وهل سيقصر التداول على اسهم شركات محدودة في مجال الاستثمار العقاري والخدمات.

اعتقد ان انشاء سوق مالية وفي هذا التوقيت شيء سابق لاوانه ولايتلائم مع قدرة الاقليم واحتياجاته الحالية ويجدر بحكومة الاقليم ان تنصرف اولاً الى معالجة الفوضى الموجودة في الحالة الاقتصادية في الاقليم وتبني حزمة قوانين وقرارات لانعاش القطاعين الصناعي والزراعي بشكل اساسي ليكونا محورين اساسيين لانجاح اي سوق مالي يمكن افتتاحها مستقبلاً.

ان بناء قاعدة اقتصادية في الاقليم تحتاج قبل كل شيء الى تكوين بنى ارتكازية مناسبة بحيث تكون قادرة على رفع الانتاج والانتاجية وتحسين مستويات المعيشة لتنقل الاقليم من مجتمع استهلاكي كما هو عليه الحال اليوم الى اقتصاد انتاجي، وهذا لا يتم إلا بمساهمة جادة وهادفة من القطاع الخاص والاجنبي، ليلعبا دورهما الحقيقيين في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، التي تؤثر وتعجل في النمو الاقتصادي، وتقلل الفوارق الطبقيّة بين الأفراد. بعد هذه المرحلة ستكون الارضية مهينة ومناسبة أمام اقامة سوق مالية ناجحة .

اقامة المشاريع الزراعية من قبل القطاع الخاص لوجود صعوبات امام الاستثمار الخاص في هذا القطاع، اما قطاع التجارة فانه غير فعال ويتسم بالضعف والهشاشة ومعظم تجارة الاقليم هي احادية الجانب (استيراد) وتسيطر عليها شركات صغيرة وغير مخصصة تتذبذب في نشاطها وتوجهها والكثير من الشركات المسجلة لدى غرف التجارة هي شركات صغيرة وغير فاعلة.

يضاف الى ذلك ان الاقليم لا يملك سياسة اقتصادية واستثمارية محددة وواضحة ولا توجد خطة معتمدة للإصلاح الاقتصادي، بل هي مجرد افكار واساليب عمل، كما يفتقد الاقليم الى بعض القوانين والتشريعات والانظمة الادارية والمؤسسات المالية (بنوك) والى البنى الارتكازية، اضافة الى ضعف الوعي الادخاري والاستثماري المهم لتنمية الاقليم ، ورغم وجود الامن النسبي مقارنة بباقي محافظات العراق لكن لا توجد سياسة واضحة ايضا لجذب المستثمرين العراقيين قبل الاجانب.

كما ان من المهم ان نتساءل ما الذي سيكون دور ذلك السوق ووظيفته مع غياب بنية حقيقية للقطاعات الاقتصادية الاساسية (صناعة، زراعة، تجارة، نقل ومواصلات، سياحة، شركات مساهمة)، وما الاسهم التي سيتم تداولها في مثل

## هوامش

- (1) - الاستثمار الحقيقي يتركز حول الاستثمار في الموجودات الحقيقية مثل الذهب والفضة والعقارات، المشاريع المتنوعة.
- (2) - التركيز يقصد به ان حيازة غالبية الاسهم تتركز بيد عدد محدود من المستثمرين.
- (3) - الورقة المالية او الاداة المالية تتمثل في الاسهم بانواعها او السندات بانواعها او شهادة ايداع او اذون خزانة، الاوراق التجارية.
- (4) - اداة مركبة من ادوات الاستثمار تتكون من اصلين او اكثر وتخضع لادارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، كما وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع اصولها، اذا يمكن ان تكون جميع اصولها حقيقية مثل الذهب، العقار، السلع، المعادن، ويمكن ان تكون جميع اصولها مالية كالاسهم، السندات، اذونات الخزانة، الخيارات
- (5) - يُشبه سلوك المستثمرين بالقطيع حين يجتمع المستثمرون في سوق مالية، في محاولة للفوز باكبر نصيب من الاستثمار، يتبعهم آخرون متأثرين بالعوامل النفسية فيما تحقق للمجموعة الاولى فيزيد الحضور ويتوسع مدى التعامل وتكون الافضلية للمجاميع الحاضرة أولاً.