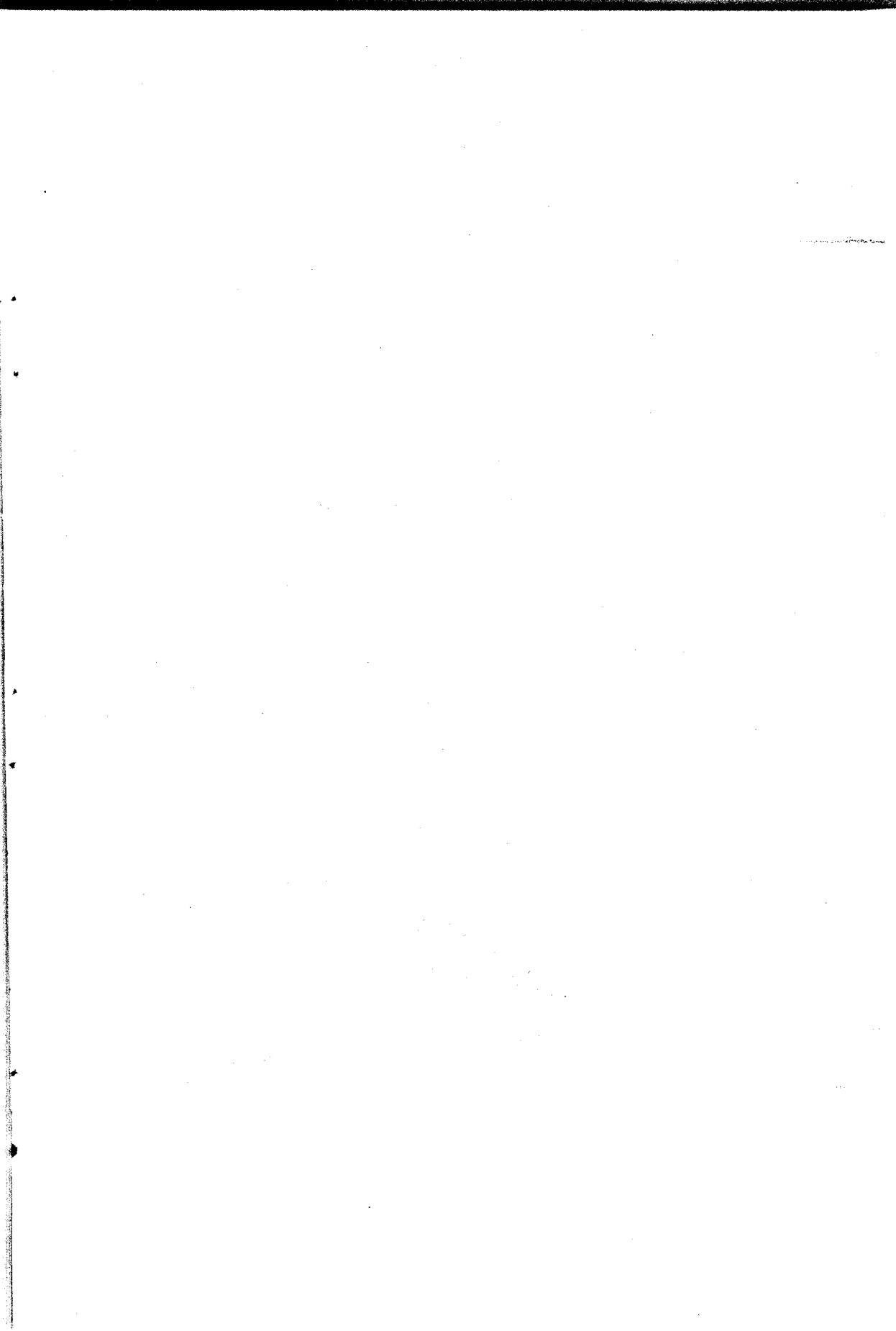


برامج التخصيص واسواق رأس المال
فى الدول النامية

دكتور

سعيد عبد العزيز على



برامج التخصيص واسواق رأس المال في الدول النامية

د. سعيد عبد العزيز علي *

مقدمة

مع حصول العديد من الدول النامية علي استقلالها السياسي وسعيها في الحصول علي الاستقلال الإقتصادي، وتحت وطأة الضغوط والإختلالات الإقتصادية والإجتماعية رأّت حكومات تلك الدول أن اصلاح هذه الإختلالات وتحقيق معدلات فعالة للتنمية لن يتحقق الا بزيادة دور الدولة في النشاط الإقتصادي وزيادة دور القطاع العام في إنتاج السلع والخدمات. وبالفعل نمي القطاع العام واضطرد حجمه وزادت سيطرته علي مجريات النشاط الإقتصادي. وبمرور الزمن تعهد القطاع العام باكثر مما يستطيع إدارته بكفاءة، وعجزت العديد من الشركات العامة عن تحقيق اهدافها بصفة عامة والإنتاجية منها بصفة خاصة، وتوالت الخسائر المالية، واختلت الهياكل المالية للعديد من وحدات القطاع العام، وازدادت معدلات السحب علي المكشوف، وازداد حجم الإعانات المقدمة من قبل الحكومة لوحدة القطاع العام بل اصبح لأمل في استمرار القطاع العام في النشاط الإقتصادي الا من خلال دعم مستمر من ميزانية الدولة وخلق بيئة احتكارية وقد انعكست الأوضاع السابقة بالعديد من الآثار السلبية علي مستوي اداء القطاع العام ومن ثم مستوي اداء الإقتصاد القومي^(١) وبعد أن كان ينظر الي القطاع العام علي أنه وسيلة جيدة لتحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية اصبح عبئا ثقيلا عليها.

وتحت وطأة العجز المتزايد والمتراكم في الموازنات العامة، والتدهور المستمر في الأوضاع المالية والاقتصادية وازدياد عبء المديونية الداخلية والخارجية والانخفاض المستمر في مستوي الاداء الإقتصادي ازداد الإهتمام بموضوع نقل الملكية العامة الي القطاع الخاص (والذي عرف في الأدب الإقتصادي بالتخصيص او الخصخصة Privatization) وأصبح التخصيص منهجا واسلوبا جديدا مختلف عن بعض الجهود الحكومية السابقة والقائمة علي الغاء التأميم Denationalization. ونالت برامج التخصيص اهتمام العديد من الدول المتقدمة والنامية علي حد السواء، كما نالت اهتمام العديد من المؤسسات المحلية والإقليمية والدولية. ولشروع فكرة التخصيص واختلاف

(١) مدرس الإقتصاد العام، كلية التجارة جامعة الاسكندرية

أسبابها وتعدد اهدافها اصحبت تعكس آمالا وطموحات مختلفة حيث يؤكد الكثير من انصارها علي الكفاءة. وبما تؤمي اليه من زيادة الإنتاج وتحسين الجودة وخفض تكلفة الوحدة المنتجة. في حين يأمل اخرون أن يؤدي التخصيص (نقل الملكية العامة الي القطاع الخاص) الي كبح نمو الإنفاق العام وتقليل عجز الموازنة العامة وتدبير موارد مالية لسداد الديون الحكومية المتراكمة. بالاضافة الي ماسبق يري الكثيرون أن برامج التخصيص يمكن أن تكون وسيلة جيدة وفعالة لتوسيع قاعدة الملكية وزيادة نسبة المشاركة في الملكية من قبل افراد المجتمع وبالتالي من المتوقع زيادة تأييد الأفراد للنظام السياسي القائم.

واستنادا الي ماسبق وبمساعدة بعض المؤسسات الدولية والإقليمية مثل صندوق النقد الدولي والوكالة الامريكية للتنمية الدولية.... الخ. وتحت ضغط شروطها لتقديم المساعدات للدول النامية، قامت العديد من الدول النامية بوضع وصياغة برامج للتخصيص كجزء من سياسات الاصلاح الإقتصادي. وباستقراء بعض هذه البرامج يتضح ان التخصيص اتخذ اشكالا متعددة منها:

- * بيع بعض وحدات القطاع بيعا كليا أو جزئيا الي الأفراد.
- * التأجير طويل الأجل لبعض أصول وحدات القطاع العام للقطاع الخاص مع وجود بعض الشروط والقواعد الإتفاقية تأخذ في حساباتها الظروف والمصالح القومية.
- * طرح الخدمات الحكومية علي القطاع الخاص للتعاقد علي ادارتها.
- * تصفية بعض الوحدات الحكومية التي لايتوافر لها مقومات النجاح والإستمرار.
- * فصل الإدارة عن الملكية في بعض وحدات القطاع العام ومحاولة اصلاح الخلل المالي الذي تعاني منه الهياكل التمويلية.

وبالرغم من تعدد الوسائل والأساليب التي يمكن ان يتم من خلالها تنفيذ برامج التخصيص الا أن هناك شبه اتفاق علي الهدف الرئيسي منها والذي يتمثل في تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد. فالتخصيص يعد ضرورة ووسيلة رئيسية لتحقيق الكفاءة حيث أن التحرير الاقتصادي بدون وجود حافز الملكية الخاصة لا يؤدي بالضرورة الي خلق المنافسة الفعالة اللازمة لتحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد وبصفة خاصة في الدول النامية ذات الاقتصاد المختلط. ففي هذه الدول فان تنمية اقتصاد السوق بها يتعين ان يبدأ بعملية التخصيص في المشروعات الحكومية نظرا لسيطرتها علي مجريات النشاط الإقتصادي. ويرى بعض مؤيدي التخصيص السريعة أن الكفاءة المرتبطة بالملكية الخاصة واسواق رأس المال والإنتاج سوف تتحسن مع تنفيذ برامج التخصيص السريعة

وليسبت البطيئة* . ومن ناحية أخرى فان تنفيذ برامج التخصيص علي نطاق واسع وتحقيق اهدافه بفاعلية يستلزم ضرورة توافر العديد من الشروط الفنية من اهمها ضرورة تنشيط وتطوير اسواق رأس المال (في الدول النامية التي لديها اسواق لرأس المال) وخلق اسواق جديدة في الدول (التي لا توجد بها مثل هذه الأسواق). ونظرا للأهمية الحيوية لهذه الوسيلة الفنية ليس فقط لزيادة فاعلية برنامج التخصيص بل لضمان استمرارته بكفاءة فقد أصبحت تلك الوسيلة الفنية احد الأهداف الرئيسية لبرامج التخصيص في الدول النامية. وباستقراء تجارب بعض الدول النامية يتضح أن اسواق رأس المال البدائية والضعيفة قد شكلت قيدا رئيسيا علي تنفيذ برامج التخصيص بفاعلية وعلي نطاق واسع، كما أن اسواق رأس المال النامية والمتطورة نسبيا كانت عاملا ايجابيا في مواجهة العديد من المشاكل المحتملة لتنفيذ برامج التخصيص وساعدت علي إتساع نطاقه وزيادة فاعليته^(٣). ومن ناحية أخرى فان تنفيذ برامج التخصيص اصبح وسيلة فعالة لتنمية وتطوير اسواق رأس المال في الدول النامية. وبالرغم من التفاعل الواضح بين أسواق رأس المال وبرامج التخصيص، إلي أن الكتابات العربية والاجنبية تكاد تكون خالية من التحليل العلمي لهذه العلاقة التشابكية بصورة مباشرة. ويأمل الباحث أن تكون هذه الدراسة محاولة متواضعة في هذا المجال.

وفي ضوء ماسبق يمكن بلورة اهداف الدراسة فيما يلي:

- ١- تحليل اثر اسواق رأس المال علي فاعلية برامج التخصيص في الدول النامية.
- ٢- تحديد دور برامج التخصيص في تنمية وتطوير اسواق رأس المال في الدول النامية ومن ثم تحديد الوسائل والأساليب التي يمكن من خلالها الإتجاه بأسواق رأس المال في هذه الدول نحو الكفاءة.
- ٣- الوصول الي عدد من النتائج والتوصيات يمكن من خلالها اقتراح عدد من الوسائل والأساليب يمكن بتنفيذها زيادة دور برامج التخصيص في تنمية وتطوير اسواق رأس المال في الدول النامية ومن بينها مصر.

وسعيا في تحقيق الأهداف السابق الإشارة إليها فاننا (بإذن الله) سوف نقوم معالجة هذه الدراسة في أربعة ماحث علي النحو التالي:

- المبحث الأول: اساسيات التحليل في اسواق رأس المال.
- المبحث الثاني: العلاقة المتبادلة بين اسواق رأس المال وبرامج التخصيص في الدول النامية.
- المبحث الثالث: برنامج التخصيص وسوق رأس المال في جاميكا.
- المبحث الرابع: استعراض نتائج وتوصيات الدراسة.

المبحث الأول

اساسيات التحليل في اسواق رأس المال

١.١ مفهوم اسواق رأس المال وأهميتها

تنقسم اسواق المال Financial markets بصفة عامة إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال^(٣). وبالنسبة لاسواق رأس المال Capital Markets فإنها تنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة. والأسواق الحاضرة Spot Markets تتم فيها المعاملات بصورة فورية حيث تتم عملية الاستلام والتسلم فور إتمام الصفقة. أما الأسواق الآجلة Contract markets فتتم فيها المعاملات من خلال العقود والاتفاقيات حيث يتم تنفيذ الصفقات في أوقات لاحقة ل إبرام العقود أو الاتفاقيات حيث يوجد بعد زمني بين عملية الأبرام أو الأتفاق وعملية التنفيذ.

وتتم المعاملات في سوق رأس المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة إما من خلال الأسواق المنظمة organized capital Market والتي يطلق عليها بورصة الأوراق المالية أو من خلال الأسواق غير المنظمة unorganized capital Market والتي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال البنوك التجارية وبيوت السمسرة. وبالإضافة إلى ذلك تتضمن اسواق رأس المال بمفهومها الواسع اسواق رأس المال الحكومية والتي يقتصر التعامل فيها على اوراق معينة تصدرها الحكومة من خلال البنك المركزي او وزارة الخزانة. وسواء كانت الأسواق حاضرة أو آجلة، منظمة أو غير منظمة يتم التمييز بين السوق الأولي لرأس المال والسوق الثانوي. فالسوق الأولي primary market يمثل السوق الذي يتم فيه الاكتتاب الأولي للأوراق المالية ولذلك قد يسمى بسوق الاصدار. حيث يتيح فرصا متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية والتي تمثل بدورها اشكال مختلفة من الأنشطة الاقتصادية، ومن ناحية أخرى فهو يتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصا للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو. وهذا السوق تخلقه أو تصنعه مؤسسات متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة

حكومية وعادة يطلق علي هذه المؤسسة بنكير (بنك الاستثمار Investment Banker أو المتعهد) Underwriter^(٤).

أما السوق الثانوي Secondary Market فهو يمثل السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها والاكنتاب فيها في السوق الأولي لرأس المال وبالتالي فإنه يوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية، فالذين اكتتبوا في الأوراق المالية لا يخططون للاحتفاظ بها إلي مالانهاية في نفس الوقت لا يستطيعون استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها في أي وقت. ومن ثم فإن الحافز الرئيسي للاقبال علي الاكنتاب وشراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات هو إمكانية تحويلها الي نقدية بسهولة وسر نسيبا. وسوف يتحقق ذلك من خلال وجود سوق ثانوي قوي ومتطور لرأس المال^(٥).

وفي الواقع فإن السوق الثانوي لرأس المال له أهمية مزدوجة لكل من المنشآت المصدرة للأوراق المالية والمكتتبين في تلك الأوراق. وبالنسبة للمنشآت المصدرة فإن سعر الورقة المالية سوف يتحدد وفقا للمعلومات والبيانات المتاحة عنها، وبالتالي فإن أي إصدار إضافي للمنشأة مستقبلا سوف يتم في السوق الأولي بسعر قريب جدا من السعر الذي تباع به في السوق الثانوي. وأيضا سوف تتحدد تكلفة الأموال للمنشآت التي تتداول أوراقها من خلال السوق الثانوي. وكلما زادت أسعار الأوراق المالية في السوق الثانوي كلما زادت حصيلة الإصدارات الجديدة في السوق الأولي وانخفضت تكلفة الأموال وزادت القيمة السوقية للمنشأة ككل والعكس صحيح. أما بالنسبة لأهمية السوق الثانوي للمكتتبين فإنه يمارس دورا جوهريا في تخصيص وتوجيه الموارد المتاحة لهم. فالمستثمرون عندما يقومون بشراء أسهم منشأة معينة فهم في حقيقة الأمر يقومون بالتضحية بقيمة مشترياتهم في الوقت الحاضر في سبيل الحصول علي عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن المنشآت التي تتوافر لها فرصا استثمارية ويعلم بها المتعاملون في السوق سوف تتوافر لها فرصا جيدة وملائمة لإصدار أسهم جديدة وبيعها بأسعار مرتفعة نسبيا تقترب من قيمتها المحورية Interinsic value. وفي هذه الحالة من المتوقع زيادة حصيلة الاصدارات وانخفاض تكلفة الأموال ومزيدا من الارتفاع في القيمة السوقية للمنشأة. ومن ناحية أخرى فإن زيادة إقبال الأفراد علي الاكنتاب في أسهم منشأة معينة يعد بمثابة شهادة امان للمقرضين مما يزيد من مقدرة

المنشأة علي الاقراض بشروط سهلة وميسرة نسبيا.

١ - ٢ كفاءة سوق رأس المال Efficiency of capital Market

إن فكره الكفاءة هي فكره إرتبطت أصلا بالنظرية الاقتصادية وكانت أحد الأهداف الرئيسية التي تسمي كافة المجتمعات والدراسات الاقتصادية إلي تحقيقها وهي ترتبط بالمدخلات والمخرجات الإنتاجية . ولم يقتصر استخدام الكفاءة علي المستوي الجزئي (المستهلك - المنتج) بل إمتد ليشمل المستوي الكلي أو التجميعي. وفي هذا النطاق تم التمييز بين الكفاءة في جانب الإنتاج والكفاءة في جانب الإستهلاك، ولم يقتصر استخدام مفهوم الكفاءة علي الاقتصاديين بل إمتد إستخدامه الي نطاق التحليل المالي. وبدأ العديد من الكتاب الماليين يهتمون بموضوع الكفاءة ويصفه خاصة في نطاق سوق رأس المال حيث تكون المدخلات هي العمل ورأس المال والمخرجات هي كم كبير من المعلومات عن الأوراق المدرجة والمتداولة في السوق تساعد المستثمر علي إتخاذ قراره وبما يعظم هدفه. وأصبحت الكفاءة التخصيصية Allocative efficiency في سوق الأوراق الماليه وسوق رأس المال بصفه عامه أحد الأهداف الرئيسية التي تسمي السياسات الاقتصادية إلي تحقيقها. وتعتبر محاوله سامويلسون من المحاولات الأولى لتحديد الكفاءة في سوق رأس المال وعلاقتها بعشوائيه الأسعار. ووفقا لسامويلسون تتحقق الكفاءة في سوق رأس المال عندما تتوافر كافة المعلومات لجميع المتعاملين وبدون تكلفه، كما أن جميع المتعاملين يكون لهم نفس الأبعاد الزمنية في الحصول علي المعلومات وتتفاضل توقعاتهم فيما يتعلق بالأسعار. وبهذا المفهوم فإن الكفاءة تتضمن العديد من الشروط القاسيه غير الواقعيه حيث أنها تتضمن عدم وجود تكاليف تبادل، وتوقعات متجانسه، ومعلومات بدون تكلفه ... الخ^(٦). ويري فاما Fama أن الشروط التي يتضمنها مفهوم سامويلسون للكفاءة هي شروط أكثر تشدداً وأقل واقعيه كما أنها ليست ضرورية لكي تتقلب الأسعار بصوره عشوائيه، وأن شروط تحقيق الكفاءة أقل بكثير مما ذكره سامويلسون فيكفي فقط أن تتوافر المعلومات وبسرعه لعدد كافي من المتعاملين كما أن الصفقات يمكن أن تتم بتكلفه معقوله أو مقبوله وليس بدون تكلفه . وباستقراء المفاهيم المختلفه لكفاءة سوق رأس المال سواء

علي مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية يمكن القول:

أولاً : أن السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة الماليه التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوافرة عنها سواء في القوائم الماليه أو السجلات التاريخيه لحركة الأسهم أو من خلال أجهزة الأعلام بوسانلها المختلفه. وفي مثل هذه الظروف سوف يظهر في السوق مايسمى بالسعر العادل للورقة الماليه Fair value والذي يعكس القيمة المحورية لها Interinsic value حيث تكون القيمه السوقيه للورقه الماليه معادله للقيمه الحاليه للمكاسب المتوقعه والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الأستثمار في الورقه الماليه من مخاطر^(٧). وينطوي مفهوم الكفاءة بالشكل السابق ضروره توافر كافة البيانات والمعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت ولكن ذلك لا يعني بالضروره تماثل تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعه ومستوي المخاطره، فسوق الأوراق الماليه يتضمن أنواعاً مختلفه من المستثمرين تتباين درجه معرفتهم وخبراتهم في تعاملات أسواق رأس المال فهناك المستثمرون قليلي الخبرة والذين تمثل تصرفاتهم ضغطاً علي الأسعار في إتجاهات بعينه عن القيم المحورية للأوراق الماليه ، وهناك المستثمرون المحترفون والذين يتمتعون بقدر عال من الخبرة حيث تمثل تصرفاتهم ضغطاً إيجابياً علي الأسعار في إتجاه القيم المحوريه. ونتيجة للتفاوت في مستوي الخبرة ودقه التحليل بين مختلف المستثمرين فمن المتوقع أن يوجد إنحراف بين القيم السوقيه للورقه الماليه والقيم المحوريه لها. وهذا التفاوت في القيم من شأنه أن يخلق فرصاً مختلفه لبعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عاديه^(٨). ومن ناحيه أخرى فإن التنافس الشديد بين المكاتب والبيوت المتخصصه (في سوق رأس المال بصفه عامه وسوق الأوراق الماليه بصفه خاصه) في تقديم المعلومات الماليه وتحليلها في التوقيت الملائم من المتوقع أن تحدث إستجابته سريعه وفوريه في القيم السوقيه للورقه الماليه لتعكس القيمه المحوريه لها interinsic value دون أن تتاح الفرصه لبعض المستثمرين ميزه سبق في تحليل المعلومات ودراستها والأستفاده بها. وفي مثل هذه الظروف من المتوقع أن تختفي الأرباح غير العاديه ولكن إختفاء الأرباح غير العاديه^(٩) كأحد ثمار السوق الكفء لايعني إنعدام فرص تحقيق ارباح غير عاديه لبعض المستثمرين علي حساب البعض الآخر^(١٠). ففي بعض الحالات يكون المديرون وكبار العاملين هم حمله الأوراق

المالية للمؤسسات التي يعملون فيها. وفي هذه الحالة سوف يتوافر لهؤلاء قدر كبير من البيانات والمعلومات السرية يمكن الإستفادة منها لتحقيق أرباح غير عادية علي حساب غيرهم من المستثمرين الذين لم تتح لهم تلك المعلومات في التوقيت الملائم. ولذلك فإن غالبية التشريعات تضع العديد من القيود علي مثل هذه التعاملات وتجعلها غير قانونية.

ثانياً: ان كفاءة سوق رأس المال سوف تتوقف علي مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمر من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق سوف تسمح بتخصيص الموارد المتاحة تخصيصاً كفوئاً وبما يسمح بتوجيه الموارد الي المجالات الأكثر ربحية، وفي الواقع فإن تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم سوف يستلزم تحقيق كل من كفاءة التسعير price efficiency وكفاءة التشغيل operating efficiency. ووفقاً لكفاءة التسعير والتي قد تسمى بالكفاءة الخارجية external efficiency فإن سوق رأس المال تتحقق فيه كفاءة التسعير عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة بها^(١١).

ومع توافر كفاءة التسعير في سوق رأس المال سوف تتوافر فرص تحقيق ارباح عادية لجميع المتعاملين وتصبح فرص تحقيق ارباح غير عادية تكاد تكون منعدمة، وهذا لا يعني أن جميع المتعاملين في السوق سوف يحققون ارباحاً بل أن البعض قد يحقق خسائر نتيجة لأهمالهم او عدم توفيقهم في تحليل البيانات والمعلومات المتاحة. ومن ناحية أخرى قد تتاح للبعض الآخر من المتعاملين فرصاً لتحقيق ارباح غير عادية نتيجة لتمتعهم بقدرة عالية في الحصول علي المعلومات قبل غيرهم Insider information. ولكن تلك الحالات إن وجدت يطمين ان تكون حالات إستثنائية محدودة لا تؤثر علي الإتجاه العام للسوق. أما كفاءة التشغيل فقد تسمى بالكفاءة الداخلية Internal efficiency والتي يقصد بها قدرة السوق علي تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون ان يتكبد المتعاملون تكاليف عالية للمسررة Brokerage commission Cost ودون أن يتاح لصناع السوق Makers Market فرصاً لتحقيق هامش ربح مغالي فيه^(١٢).

ثالثا: يميز بعض الكتاب المهتمين بأسواق رأس المال بين مفهومين للكفاءة في السوق: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية^(١٣).

والكفاءة الكاملة للسوق perfect efficient Market تتحقق في سوق رأس المال عندما لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن الورقة المالية وما يسمح بتغيير فوري في سعر الورقة المالية عاكسا كافة المعلومات الجديدة السارة وغير السارة. وبالتالي سوف تتعادل دائما القيمة السوقية للورقة المالية مع القيمة الحالية للمكاسب المتوقعة منها. وفي جميع الأحوال فإن تحقيق الكفاءة الكاملة في سوق رأس المال يستلزم توافر مجموعة الشروط التالية:

* لا توجد أية قيود علي التعامل في السوق Markets are frictionless حيث لا توجد قيود علي عملية الدخول أو الخروج من والي السوق. فالمستثمر يستطيع أن يبيع أو يشتري أي كمية من الاسهم ومهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبيا وهذا يعني قابلية الأوراق المالية للتجزئة securities are perfectly Divisible.

* توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية المتوافرة في السوق لجميع المتعاملين وبدون تكاليف اضافية وما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة Homogenous expectations.

* وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم علي حركة الأسعار في السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كما امر مسلم به.

* يتمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي ومن ثم سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

وما لاشك فيه أن تحقيق الكفاءة الكاملة يستلزم انطباق شروطها بصورة مطلقة في الواقع العملي وهذا امر لا يمكن تخليه. فهناك بعض القيود والتي قد تضعها بعض التشريعات والتنظيمات تقيد من عملية الدخول الي السوق كما توجد تكاليف للمعاملات. فهناك العديد من الرسوم والضرائب المفروضة علي الصفقات والدخول الي السوق بل أنه في عديد من الحالات قد تقف هذه التكاليف حائلا علي ابرام بعض الصفقات. وفي مثل هذه

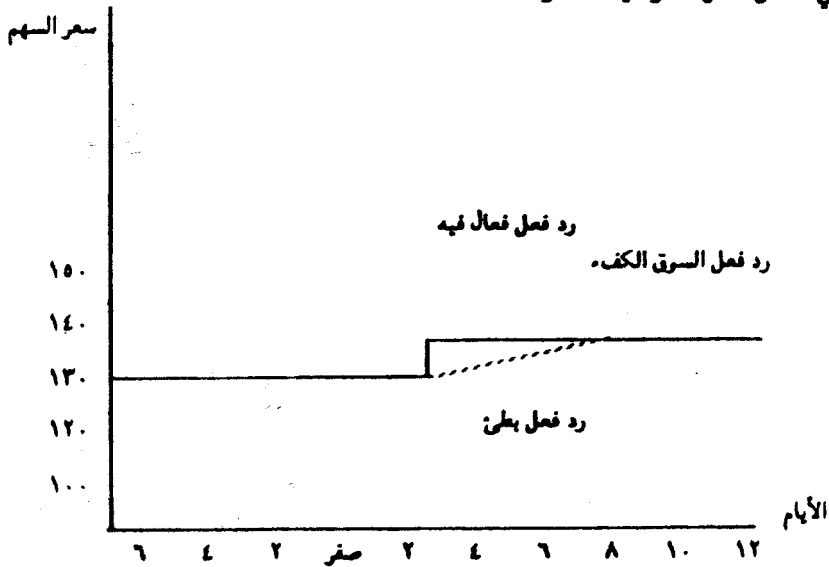
الظروف من المتوقع ان يحدث إختلاف بين السعر او القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها. ومهما بلغت درجة تقدم وتطور الأسواق المالية فان وجود إختلاف بين القيم السوقية والقيم المحورية للاوراق المالية هو امر شائع. وكلما زادت درجة تطور وتقدم الأسواق كلما كان الانحراف ضئيلا والعكس صحيح. ويتم اكتشاف الفروق الرئيسية بواسطة المحللين الماليين من ذوي القدرة العالية علي التحليل وبالطبع سوف يسارعون لاستغلال هذه الفروق لصالحهم، فالأسهم التي تم تسعيرها باقل من قيمتها الحقيقية او المحورية *underpriced* سيتم شرائها وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية ويحدث العكس بالنسبة للأسهم المقدره باكثر من حقيقتها *overpriced*. وحيث ان المستثمرين سوف يحاولون دائما انتهاز الفرص الناتجة عن إختلافات وقتية في الاسعار فإن هذه الاختلالات ستتلاشي تدريجيا حتي تقترب من الكفاءة بالمفهوم الاقتصادي. فالكفاءة بالمفهوم الاقتصادي هي التي يمكن قبولها في الحياة الواقعية فهي تستند الي فرضية السعي المستير للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة ومن ثم فسوف يظل في سباق مع المتعاملين الاخرين في الحصول علي البيانات والمعلومات التي تساعد علي تحقيق هذا الهدف^(١٤).

واستنادا الي هذا المفهوم للكفاءة فإننا نتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلي السوق وبين إنعكاس اثرها علي الأسعار السوقية. وبالتالي من المتوقع إنحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للاوراق المالية لبعض الوقت. والشكل رقم (١) يوضح العلاقة بين فرضية الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية^(١٥).

فإذا افترضنا أن القيمة السوقية للسهم كما يعكسها الشكل رقم (١) كانت في ١٣٠ / ٩٢ / ١ / ١٠ جنيه، وفي نفس اليوم وصلت أنباء تفاؤلية بشأن المنشأة المصدرة للسهم، واستنادا الي هذا الأنباء تم تقدير القيمة المحورية للسهم بما يعادل ١٣٥ جنيه وهو ما يعكسها الخط ج د. فإذا افترضنا أن السوق كامل الكفاءة فسوف يزيد سعر السهم مباشرة من ١٣٠ جنيه الي ١٣٥ جنيه للسهم في نفس اليوم أي يتخذ سعر السهم المسار أ ب ج د حيث لا توجد فترة تباطؤ بين الحصول علي المعلومات وتحليلها وانعكاس نتائجها. اما في

ظل فرضية الكفاءة الاقتصادية للسوق فمن المتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاس اثرها علي سعر السهم وينعكس ذلك في الشكل (١) حيث يتخذ المسار السعري أ ب ج وهذا يعني أن المعلومات التي حصل عليها المتعاملون من بيوت السنسرة لم تزد الي زيادة الطلب باكثر من قيمته الحقيقية. ولكن في حالات معينة قد يكون رد فعل العملاء للمعلومات الأولية مبالغاً فيه حيث يزيد سعر السهم بأعلي من قيمته المحورية ومن ثم يتخذ اتجاه السعر المسار ب ن ولكن بعد أن يكتشف المتعاملون ذلك تبدأ أوامر البيع في التدفق ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض مرة ثانية في الإتجاه (ن هـ).

ويتضح مما سبق وكما هو واضح في الشكل رقم (١) ان سعر السهم سوف يصل إلي قيمته المحورية في نفس يوم استقبال المعلومات (ساره او غير ساره) في ظل الكفاءة الكاملة بينما في ظل الكفاءة الاقتصادية فإن وصول قيم السهم الي القيمة المحورية سوف يأخذ بضعة أيام وقد يتخذ إتجاه السعر المسار ب أو ب ن وهذا يعني أن القيمة السرقية للسهم في ظل الكفاءة الاقتصادية من المتوقع أن تكون اكبر أو اقل من القيمة المحورية علي الأقل لفترات زمنية محدودة.



وخلصه ماسبق واستنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية Economic efficiency فإن السوق الكفء Efficient Market للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق وبما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.

وبصفة عامة كلما زادت درجة الكفاءة في السوق كلما زادت سرعة انعكاس المعلومات المتاحة على القيم السوقية للأوراق المالية وانخفض مقدار التباين بين القيم المحورية والقيم السوقية للأوراق المالية والعكس صحيح. هذا يعني أن الكفاءة في سوق رأس المال سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد. فنظام المعلومات غير الكفء، سوف يجعل سوق الأوراق المالية غير كفء والعكس ليس بالضرورة صحيح.

فعدم كفاءة نظام المعلومات لن يسمح بتحقيق التكافؤ بين المتعاملين (في سوق رأس المال بصفه عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة) في الحصول على المعلومات المالية والإستفادة بها. ومن ناحية أخرى من المتوقع ان ترتفع تكلفة المعاملات في السوق ويقل حجمها وتزيد تكلفة الأموال وتنخفض القيمة السوقية وتتحقق العديد من الآثار السلبية على سوق الأوراق المالية والاتجاه بها بعيداً عن الكفاءة. ويمكن إرجاع عدم الكفاءة في نظام المعلومات المالية إلى عدد من الاسباب من بينها :

أ - التأخير في نشر البيانات والمعلومات المالية مما يجعل التقارير السنويه للشركات لها فوائد محدوده للمتعاملين في السوق بسبب حصولهم على نفس البيانات والمعلومات من مصادر أخرى وفي توقيت أسرع نسبياً، وفي مثل هذه الظروف من المتوقع أن تسود ظاهره عدم التكافؤ بين المتعاملين في الحصول على تلك البيانات والمعلومات والإستفاده منها وما ينجم عنها من ظواهر سلبية.

ب - وحتى إذا إفترضنا صدور أكثر من نشره ماليه خلال السنه عن نشاط الشركه المسجلة في سوق الأوراق المالية فقد تكون البيانات والمعلومات التي تتضمنها تلك النشرات

متحيزه وغير كافيه للقيام بتحليلات وتخمينات علميه سليمه حيث تظل غافله للعديد من المتغيرات الرئيسيه التي تساعد علي اتخاذ قرارات إستثماريه سليمه.

ح - نتيجته لما سبق ذكره في البندين (أ)، (ب) نتوقع حدوث مضاربات علي الأسعار مبنيه علي تخمينات متباينه ينجم عنها العديد من الأثار الإجتماعيه والاقتصاديه الضاره بل من المتوقع أن تزيد درجه المخاطر التي يتحملها المتعاملين في السوق نتيجته لنقص المعلومات وغموضها.

د - نتيجته لما هو وارد في البنود (أ)، (ب)، (ج) من المتوقع أن يعزف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم من خلال الاسواق الماليه، كما يجد العديد من المستثمرين ومنشآت الأعمال صعوبات متعدده في الحصول علي الأموال اللازمه للتوسع والنمو من خلال أسواق رأس المال بتكلفة ملائمه.

المبحث الثاني

العلاقة المتبادلة بين أسواق رأس المال وبرامج التخصيص

بإستقراء تجارب التخصيص في بعض الدول النامية والمتقدمة، يتضح أن أسواق رأس المال البدائية والضعيفة قد شكلت قيلاً رئيسياً علي تنفيذ برامج التخصيص واتساع نطاقها كما هو الحال في الدول النامية، كما أن الأسواق المتطورة والنامية لرأس المال قد قللت كثيراً من مشاكل وصعوبات برامج التخصيص وكانت عاملاً إيجابياً ساعد علي زيادة كفاءة برامج التخصيص في تحقيق أهدافها. ومن ناحية أخرى فإن تنشيط وتطوير أسواق رأس المال القائمة أصبح أحد الأهداف الرئيسية التي تسعى برامج التخصيص إلي تحقيقها وبصفة خاصة في الدول النامية. وفي ضوء علاقة التأثير المتبادل بين أسواق رأس المال القائمة في الدول النامية وبرامج التخصيص فإننا سوف نقوم في الصفحات التالية بتحليل أثر أسواق رأس المال علي برامج التخصيص بها ثم نتبعه بتحليل أثر برامج التخصيص علي أسواق رأس المال ودورها في تطوير وتنمية أسواق رأس المال في الدول النامية.

أولاً: أثر أسواق رأس المال في الدول النامية على برامج التخصيص

باستقراء البيانات والمعلومات المتاحة عن أسواق رأس المال بالدول النامية يتضح أن هذه الأسواق تتسم بعدد من الخصائص والسمات العامة تجعلها أسواق تتسم بالمحدودية الشديدة وعدم العمق وضعف الاستجابة..... الخ، مما يجعلها تبتعد بشدة عن الكفاءة بمفاهيمها المختلفة (كفاءة التشغيل، كفاءة التسعير الكفاءة الإقتصادية، الكفاءة الكاملة). كما أن طاقاتها علي إستيعاب إصدارات برامج التخصيص تكون ضعيفة ومحدودة. ويتولد عن هذه السمات والخصائص العديد من المشاكل والصعوبات تحد من إمكانية تنمية وتطوير أسواق رأس المال بهذه الدول. كما أنها تحد من إمكانية تنفيذ برامج التخصيص بفاعلية وعلي نطاق واسع وبسرعة ملائمة. ولإستبيان أثر محدودية وضعف اسواق رأس المال في الدول النامية علي سرعة واتساع نطاق تنفيذ برامج التخصيص بفاعلية، سوف نقوم أولاً بإستعراض موجز وسريع لبعض المؤشرات العامة لأسواق رأس المال في الدول النامية ثم نستتبعه بتحليل موجز وسريع لأهم المشاكل والصعوبات التي تحد من إمكانية تنمية وتطوير اسواق رأس المال في الدول النامية وتنعكس بدورها بالعديد من الآثار السلبية علي تنفيذ برامج التخصيص.

أ - المؤشرات العامة لأسواق رأس المال في الدول النامية:

باستقراء بعض المؤشرات العامة عن أسواق رأس المال في الدول النامية ومن خلال البيانات المتاحة عن كل من جاميكا، كينيا، ماليزيا، سيرلانكا، ترنناد، الهند، ونيجيريا ومصر يمكن الوصول إلي عدد من الملاحظات العامة يمكن أن تشكل في مجموعها بعض خصائص أسواق رأس المال في الدول النامية والتي يمكن أن تؤثر علي برامج التخصيص في تلك الدول. ويتضح ذلك من الجداول أرقام (١)، (٢)، (٣)، بالملحق. فمن خلال البيانات والمعلومات التي تعكسها هذه الجداول نستنتج: (١٦).

١- أن القيمة المرسللة لسوق رأس المال Market Capitalization كنسبة من إجمالي الناتج القومي GNP في الدول النامية بصفة عامة والدول الموضحة بالجداول

(١، ٢، ٣) بصفة خاصة تتسم بالإنخفاض الشديد مقارنة بالدول الصناعية المتقدمة. فباستثناء ماليزيا فإن اسواق غالبية الدول النامية تتصف بالمحدودية والضعف الشديد استنادا إلي معيار نسبة القيمة المرسلطة للسوق. فلم تتجاوز هذه النسبة في المتوسط ٥٪ مقارنة بالمتوسط العام السائد في الدول المتقدمة والذي يتراوح بين ٢٥-٣٠٪.

٢- أن دوران السوق Market turnover كنسبة من اجمالي الناتج القومي يتسم بالانخفاض الشديد (باستثناء ماليزيا) بالرغم أن هذه النسبة شهدت تحسنا مستحرا خلال الفترة من ١٩٨٠ - ١٩٨٩ في بعض الدول في حين حدث العكس في بعض الدول الأخرى مثل توياجو وتيرننادا.

٣- أن بعض الدول النامية مثل كينيا وسيرلانكا لم يكن لديها أسواق لرأس المال قبل عام ١٩٨٥، ولكن مع بداية النصف الثاني من الثمانينات ظهرت لهذه الدول أسواق ضعيفة لرأس المال. كما أن جاميكا كدولة نامية تعد مثالا واضحا لتطور سوق رأس المال خلال عقد الثمانينات بصفة عامة والنصف الأخير منه بصفة خاصة حيث زادت نسبة القيمة المرسلطة للسوق ومعدل دوران للسوق Market turnover كنسبة من اجمالي الناتج من ٢٪، ١١٪ عام ١٩٨٠ الي ٢٥٪، ٣٢٪ عام ١٩٨٩. ويرجع هذا النمو النسبي في سوق رأس المال الي السياسات الإصلاحية التي إتبعتها حكومة جاميكا وتنفيذ برنامج التخصيص مع بداية الثمانينات والجدية والفاعلية في التنفيذ مع نهاية هذا العقد. وقد وصف بعض الكتاب سوق رأس المال في جاميكا بالإعتدال وأنها سوق متوسطة، كما أنها أثرت ايجابيا علي برنامج التخصيص. وأن تنفيذ برنامج التخصيص قد انعكس عليها بالعديد من الآثار الإيجابية التي ساهمت في تنمية وتطوير سوق رأس المال في جاميكا. فهي تعد مثالا واضحا للعلاقة المتبادلة بين برامج التخصيص وأسواق رأس المال في الدول النامية.

٤- بالرغم أن ماليزيا تعد من الدول النامية الا أن لديها سوق واسعة ومتطورة لرأس

المال بصفة عامة وسوق الأسهم بصفة خاصة. ويعتبر كثير من المستثمرين أن هذا السوق واحدا من أكثر الأسواق العالمية الناشئة حركية في العالم بالرغم أنها ظلت غير ظاهرة بالمقارنة بجيرانها في هونج كونج وتايلاند وسنغافورة. ففي عام ١٩٨٩ بلغ دوران السوق market turnover في الأسهم ما يعادل ١٨ مليار دولار مالميزي أي ما يعادل ١٧٪ من إجمالي الناتج القومي، كما بلغت القيمة المرسلة للسوق mar- ket capitalization ما يعادل ١٠٦٪ من إجمالي الناتج القومي.

٥- تتسم أسواق رأس المال في الدول النامية بصفة عامة بأن غالبية المتعاملين الرئيسيين فيها يتمثلون في مؤسسات الأذخار والمعاشات والتي تكون غالبيتها ذات ملكية عامة، وقد اتسم سلوك هذه المؤسسات بالحذر الشديد. حيث تم توظيف جزء كبير من مدخراتها في الأوراق الحكومية والودائع الثابتة لما تتسم به من انخفاض درجات المخاطر.. وباستقراء البيانات والإحصاءات المتاحة عن مؤسسات الإذخار والمعاشات في مصر يتضح أن بنوك الأعمال والإستثمار قامت عام ١٩٩١ بإستثمار ما يعادل ١١,٢٪ من إجمالي أصولها في أوراق مالية بما فيها أذونات الخزنة. وباستبعاد المستثمر في أذونات الخزنة تنخفض هذه النسبة إلى ما يعادل ٢,٧٪ فقط. والوضع كذلك بالنسبة لصناديق التأمينات الخاصة فقد بلغت نسبة الإستثمار في الأوراق المالية ما يعادل ٥٣٪ من إجمالي التوظيفات الإستثمارية، استحوذت الأوراق المالية الحكومية علي ما يعادل ٩٨٪ عام ١٩٩١ - وقد انخفضت نسبة الإستثمار المالي (أوراق مالية) عام ١٩٩٢ لتصل إلى ٤٤,٨٪ استحوذت الأوراق المالية الحكومية علي ما يعادل ٩٣٪^(١٧). وقد كان هذا النمط من الإستثمار هو الإتجاه العام السائد في كافة مؤسسات الإذخار والإستثمار في مصر خلال الفترة من ١٩٨٣ - ١٩٩٢.

وقد انعكس هذا السلوك الإستثماري بالعديد من الآثار السلبية علي أسواق رأس المال القائمة. فقد أصبحت غالبية الأوراق المالية المصدرة والمتداولة هي أوراق

مالية حكومية، كما أن الأفراد في القطاع الخاص أصبح ليس لديهم الرغبة والقدرة علي تنويع وإدارة محافظ الأوراق المالية.

٦ - بإستقراء بعض المؤشرات العامة التي تعكس خصائص سوق رأس المال في مصر بصفة عامة وسوق الأوراق المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية بصفة خاصة يتضح مايلي*:

أ - انخفاض قدرة سوق الأوراق المالية علي إستقطاب المدخرات الوطنية والأجنبية وتحولها إلي إستثمارات مالية، لما يتمتع به هذا السوق من سمات وخصائص معينة مقبده لعمليات الإصدار والتداول. وقد نجم عن ذلك انخفاض الطاقة الإستيعابية لسوق الأوراق المالية وعجزه عن ممارسة دور فعال في الإقتصاد القومي. ويمكن استبيان ذلك من خلال الملاحظات التالية :

١ - الإنخفاض الشديد لقيمة المبادلات في سوق الأوراق المالية بصفة عامة وفي بورصتي القاهرة والإسكندرية بصفة خاصة. ففي عام ٨٣ / ١٩٨٤ بلغت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة مايعادل ٦٢.٦ مليون جنيه ازداذت إلي (٥٥٣) مليون جنيه تقريبا عام ٩١ / ١٩٩٢. وبحساب نسبة القيمة السوقية للأوراق المتداولة إلي إجمالي الناتج القومي يتضح أن هذه النسبة اتسمت بالتدني خلال فترة الثمانينات بصفة عامة وأوائل التسعينات . فقد بلغت ٠.٩ ، ٣.٨ ، ٦ ، ٪ خلال السنوات ١٩٩١، ٨٨، ٨٣ علي التوالي. وبالرغم من الإنخفاض الشديد للنسبة السابقة إلا أن الإتجاه العام لها كان متزايدا مما يعكس مؤشرا إيجابيا لسوق الأوراق المالية حتي ولو كان محدودا.

٢- أن التعامل في بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية كان متحيزا بشدة في غير صالح السندات وفي صالح الأسهم. ففي عام ١٩٨٨ مثلا بلغت القيمة السوقية للسندات المتداولة بالعملة المحلية مايعادل (١.٣٣) مليون جنيه

وما يعادل (٦,٠) مليون دولار بالعملة الأجنبية، في حين بلغت القيمة السوقية للأسهم المتداولة ما يعادل (٨,٩٩) مليون جنيه (أي أن نسبة القيمة السوقية للسندات المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم ما يعادل ١,٣٪ تقريباً)، ومع عام ١٩٩١ ارتفعت قيمة السندات المتداولة إلى ما يعادل (٦,٠٢) مليون جنيه بالعملة الوطنية وبعادل (٥,١٥) مليون دولار بالعملة الأجنبية. وقد كان هذا هو الاتجاه العام خلال الثمانينات وأوائل التسعينات، بل أن نطاق وعمق التركيز قد ازداد في بداية التسعينات فقد انخفضت نسبة القيمة السوقية للسندات إلى ما يعادل ٨٧,٠٪ عام ١٩٩٢/٩١.

وبالرغم من الإنخفاض الشديد لمعاملات السندات في السوق الثانوي للأوراق المالية، إلا أن هذا التعامل إقتصر فقط علي السندات الحكومية حيث لم يتضمن السوق الثانوي أية سندات مصدرة من جانب القطاع الخاص .

٣ - بمقارنة حجم السوق الأولي للسندات بحجم السوق الثانوي لها في بورصتي القاهرة والإسكندرية يتضح وجود إختلالا واضحا بين المصدر والمتداول. فقد بلغت نسبة القيمة السوقية للسندات المصدرة والمتداولة إلى إجمالي القيمة السوقية للسندات المصدرة والمقيدة بالبورصة (التنمية الدولارية، التنمية الوطنية ذات العائد المتغير وسندات الإسكان) ما يعادل ٢٨,٠٪، ٠,٩٪ عامي ١٩٨٨، ١٩٩٢ علي التوالي. وقد كان إنخفاض هذه النسبة إتجاها عاما خلال فترة الثمانينات وبداية التسعينات. ومن الناحية أخري فإن المصدر من السندات الحكومية والمقيدة ببورصتي القاهرة والإسكندرية يمثل نسبة ضئيلة من إجمالي الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة. ففي أعوام ٩٠، ٩١، ١٩٩٢ بلغت قيمة الأوراق المالية الحكومية غير المقيدة في البورصة ما يعادل (٢,٣٨٣٨٢)، (٥,٤٨١٩٤)، (٦,٥٦٦٨٥) مليون جنيه علي التوالي، في حين بلغت قيمة الأوراق الحكومية المصدرة والمقيدة ما يعادل (١,٧٣١)، (٧,٢٢٣٤)،

(٢٢٩٩,٧) مليون جنيه علي التوالي. وبحساب نسبة الأوراق المالية الحكومية المقيدة إلي إجمالي الأوراق المالية غير المقيدة يتضح أن هذه النسبة تتسم بالإنخفاض الشديد فقد بلغت ما يعادل (١,٩)٪، (٤,٦)٪، (٤,١)٪ في أعوام ٩٠، ٩١، ١٩٩٢ علي التوالي. وهذا يعكس الضعف الشديد الذي يعاني منه السوق الأولي للسندات وعدم مقدرته علي جذب المدخرات المحلية وتوجيهها إلي السوق الثانوي.

(ب) إنخفاض كفاءة وظيفة السوق الثانوي في تسهيل الأوراق المالية المتداولة. ففي ضوء البيانات والإحصاءات المتاحة يتضح :

* إرتفاع نسبة التركيز داخل سوق الأوراق المالية سواء في نطاق الشركات المسجلة أو في نطاق القطاعات الإقتصادية المختلفة.

حيث يتضح أن عشر شركات فقط من بين (٦٧٤) مسجلة في بورصتي القاهرة والإسكندرية عام ١٩٩٣ إستحوذت علي ما يقرب من نصف المعاملات في السوق الثانوي. فقد بلغت القيمة السوقية لمعاملات تلك الشركات ما يعادل (٣٧٧,٣) مليون جنيه في حين بلغت القيمة السوقية لإجمالي المعاملات في السوق ما يعادل (٨١٤) مليون جنيه أي أن هذه الشركات العشر إستأثرت بما يعادل ٤٦,٤٪ من إجمالي قيمة المعاملات. ولم يقتصر التركيز عند هذا الحد بل أن شركة واحدة من بين هذه الشركات سجلت قيمة معاملاتها ما يعادل ٢٧٪ من إجمالي القيمة السوقية لمعاملات الشركات العشر. ومن ناحية أخرى فقد تركزت الأوراق المالية في قطاعي الصناعات التحويلية وقطاع التمويل والعقارات، وشهد قطاع الزراعة والصيد وقطاع التشبيد إنخفاضاً شديداً في نسبة التداول من الأسهم نظراً للمساهمة الكبيرة نسبياً للقطاع العام في هذه القطاعات مما يعطي مؤشراً إيجابياً علي إمكانية زيادة مساهمة هذه القطاعات في تنمية وتطوير سوق رأس المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة من خلال برامج التخصيص.

في ضوء ما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية في مصر بصفة عامة وفي بورصتي القاهرة والإسكندرية بصفة خاصة يتسم بالخصائص التالية :

* تحيز واضح في أنماط التعامل في صالح الأسهم وفي غير صالح السندات، بل أن الاتجاه العام لسوق السندات شهد انخفاضا واضحا في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات سواء بالعملة الوطنية أو بالدولار، ويرجع ذلك إلى الإنخفاض النسبي لعائد السندات بالمقارنة بالأوعية الإدخارية الأخرى وبصفة خاصة أذونات الخزنة.

* إنخفاض واضح في نسبة المشاركة الأجنبية سواء في سوق الأسهم أو في أسواق السندات.

* إنخفاض قيم مؤشرات الكفاءة في سوق الأوراق المالية بصفة عامة وفي بورصتي القاهرة والإسكندرية بصفة خاصة حيث :

* إنخفاض نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة إلى إجمالي الناتج القومي وأيضاً أنخفضت القيمة السوقية للأوراق المتداولة إلى إجمالي القيمة السوقية للأوراق المقيدة .

* تركيز المعاملات في السوق الثانوي على عدد محدود من الأوراق المالية لعدد محدود من الشركات في عدد محدود من القطاعات.

* عدم الإستعانة بوسائل التقنية الحديثة وبصفة خاصة في الربط بين بورصتي القاهرة والإسكندرية والمعاملات المحققة داخل هذه الأسواق، وذلك بالرغم من وجود نية راضحة للإستفادة بوسائل التقنية الحديثة في هذا المجال.

* التحفظ والحذر الشديد من جانب الوسطاء في سوق رأس المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة. فقد زاد تفضيل غالبية مؤسسات الإدخار القائمة على توظيف نسبة ضئيلة من أموالها في أصول مالية (أي أن الجزء الأكبر من المدخرات لم يشارك في تنشيط سوق الأوراق المالية)، وأن الجزء الأكبر من هذه النسبة تم إستخدامه في شراء أوراق مالية حكومية ويرجع هذا السلوك السلبي لهذه المؤسسات

التي طبيعة الملكية العامة لها، وأيضا إلى السياسة الأكثر تحفظا التي أتبعتها في إدارة أموالها. وقد انعكس كل ذلك بأثار سلبية علي سوق الأوراق المالية بصفة عامة والسوق الثانوي منه بصفة خاصة. وبالرغم من السمات السلبية السابقة لسوق الأوراق المالية في مصر والتي جعلته يعمل عند مستوي متدني من الكفاءة إلا أن هذا السوق يحمل في طياته امكانيات كامنة تجعله قادر علي النمو والتطور وخاصة بعد اتباع مصر سياسة الإصلاح الإقتصادي وصدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وماتضمنه من نصوص عديدة تقدم فرصا مواتية لتطوير الأوعية الإستثمارية والمؤسسات المالية القائمة والسماح بإنشاء مؤسسات ماليه جديدة قادرة علي تطوير سوق رأس المال بصفة عامة وسوق الأوراق الماليه بصفة خاصة في ضوء ظروف وخصائص الإقتصاد المصري، فقد تضمن هذا القانون العديد من الحوافز من المتوقع أن تساعد علي تنشيط سوق الأوراق المالية. ومن بين هذه الحوافز :

* الاعفاء من ضريبه الدخل للأوراق المالية المتداولة.

* فرض ضريبه بمعدل منخفض جداً يعادل ٢٪ علي الأرباح الرأسمالية للأوراق الماليه.

* أن الأسهم والسندات وصكوك التمويل التي سيتم قيدها في الجداول الرسمية يتم اعفاؤها بالكامل من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار وضريبة الدفعة النسبية السنوية (عقب صدور قواعد قيد الأوراق المالية من مجلس إدارة هيئة سوق المال

* عدم وجود قيود علي تداول النقد الأجنبي

* تخفيض إجراءات نقل المملكه للأوراق المالية المتداولة.

وقد انعكست هذه الحوافز ببعض الآثار الإيجابية علي مؤشر سوق المال المصري حيث أرتفع الرقم القياسي للسوق مع نهاية عام ١٩٩٢ ليصل إلي ١٠٨ درجة، واستمر في التزايد مع بداية عام ١٩٩٣. وأيضا تطور مؤشر الأسهم ليصل (١١٦) درجة مع نهاية عام ١٩٩٢

٧- بالإضافة إلي ماسبق في البند رقم ٥ فإن غالبية الأفراد في الدول النامية يتمتعون بدرجة عالية من الأمية الإستثمارية بصفة عامة والأمية في مجال الإستثمار المالي بصفة خاصة ويرجع ذلك إلي:

- * قصور في حجم ونوعية الأصول المالية المصدرة والمتداولة.
- * قصور في كم ونوع البيانات والمعلومات المتاحة عن الأصول المالية المصدرة والمتداولة.
- * عدم دقة البيانات والمعلومات المتاحة عن أسواق رأس المال بصفة عامة وعن الأوراق المالية المسجلة والمتداولة بصفة خاصة.
- * عدم وجود مؤسسات قادرة علي تحليل البيانات والمعلومات المتاحة وفي التوقيت الملائم وبدرجة عالية من الدقة.
- * قصور أو عدم وجود قنوات اتصال فعالة لتوصيل البيانات والمعلومات المالية للأفراد لتحفيزهم علي الاستثمار المالي وتوضيح مفاهيمه ومزاياه.
- * عدم وجود خطة فعالة من قبل حكومات الدول النامية للقضاء علي الأمية الاستثمارية لدي الأفراد.

وقد دعم من وجود السلبيات السابقة وجود العديد من القيود والمعوقات التنظيمية والإدارية والتشريعية تحد من رغبة الأفراد علي استثمار أموالهم في أصول مالية من خلال سوق رأس المال.

كما سبق نستطيع أن نستنتج أن أسواق رأس المال في غالبية الدول النامية قد اتسمت بإنخفاض طاقتها الاستيعابية Absorptive capacity وعدم الاتساع Breadth ، عدم العمق Depth ، وعدم الاستمرارية discontinuously وبالتالي فإن دعائم السوق الكفء لرأس المال أصبحت غير متوافرة وإن توافرت فإنها لم تكن بالقدر الكافي الذي يحقق الكفاءة في هذه الأسواق. وقد انعكس ذلك بأثر سلبي علي المستوي القومي. فقد أصبحت اسواق رأس المال في غالبية الدول النامية عاجزة عن الوفاء بالإحتياجات المالية للوحدات الإقتصادية ذات العجز، كما أنها فشلت في تعبئة الموارد المتاحة بكفاءة واستخدامها في مجالات الاستثمار المختلفة بكفاءة أيضا.

سوق رأس المال ككفء على برامج التخصيص

إن الخصائص السابق الإشارة إليها عن أسواق رأس المال في الدول النامية سوف تضع العديد من القيود والعقبات علي تنفيذ برامج التخصيص بفاعلية وبما يتمشي مع المستهدف. فوجود سوق محدودة وضعيفة لرأس المال سوف يحد من قدرة الحكومة في الإختيار والمفاضلة بين طرق متعددة ومتنوعة لتنفيذ برنامج التخصيص حيث يتم الاعتماد بصورة رئيسية علي نظام البيوع المباشرة direct Sales لمشروعات التخصيص وسوف تنخفض أهمية البيوع غير المباشرة Indirect Sales من خلال أسواق رأس المال، لإتخفاض الطاقة الإستيعابية لها. وبالرغم من أن نظام البيوع المباشرة له عدد من الزايات مثل السرعة والسرية التي يمكن أن تتم بها الصفقات والمقدرة الأكبر نسبيا علي السفاوضة للحصول علي شروط أفضل، إلا أن نظام البيوع المباشرة لمشروعات التخصيص التي تتم في ظل غياب أو ضعف اسواق رأس المال سوف تتضمن تكاليف مرتفعة نسبيا، حيث من المتوقع أن يصاحب تنفيذ برامج التخصيص في ظل أسواق رأس مال ضعيفة ظهور العديد من المشاكل والصعوبات تتعلق بتحريك الموارد الإقتصادية والقدرة علي التسويق والكفاءة واخيرا صعوبات تتعلق بشفافية السياسة Policy transparency. وفيما يلي استعراض موجز وسريع لهذه الصعوبات وأثرها علي برامج التخصيص وتنمية وتطوير اسواق رأس المال في الدول النامية (١٨).

١ - صعوبات تتعلق بالقدرة علي تحريك الموارد

من الوظائف الرئيسية لأسواق رأس المال تحقيق آلية فعالة لتحريك الموارد الاقتصادية من أيدي عدد كبير من صغار المدخرين (الوحدات الإقتصادية ذات الفائض) الي أيدي عدد قليل نسبيا من حائزي الأصول الإنتاجية (الوحدات ذات العجز). وفي ظل غياب أو ضعف أسواق رأس المال فإن القدرة علي أداء هذه الوظيفة سوف تكون منخفضة للغاية، وفي مثل هذه الظروف من المتوقع أن يواجه برنامج التخصيص بالعديد من المشاكل والصعوبات تتعلق بضعف القدرة علي تحريك الموارد من وحدات الفائض

لشراء إصدارات التخصيص وبما يحقق المستهدف بفاعلية. ومن أهم هذه المشاكل والصعوبات مايلي:

* ضعف القدرة علي تقييم أصول وإصدارات التخصيص بما يتمشي مع القيمة الحقيقية لها. فوجود أسواق لرأس المال متطورة نسبيا سوف يساعد علي تقييم أصول وإصدارات المشروعات المدرجة في برنامج التخصيص عند مستوي قريب أو يعادل القيمة الحقيقية أو المحورية للأصول، وأي انحراف بين القيم المقدرة والقيم الحقيقية سوف يكون عند حده الأدنى. أما في ظل غياب هذه الأسواق أو عدم تطورها سوف يتولد عنه العديد من الصعوبات التقييمية تتعلق بإختيار أساليب وطرق التقييم الملائمة. ومن المتوقع أن تكون القيم المقدرة للأصول اكبر من قيمتها الحقيقية overestimated ، أو أقل Underestimated . وفي الحالة الأولى من المتوقع أن يعزف الأفراد علي شراء واقتناء أصول وإصدارات التخصيص، وتفشل الحكومة في بيع المشروعات المدرجة في برنامج التخصيص ومن ثم الفشل في تحقيق المستهدف. أما في الحالة الثانية حيث يكون التقييم بأقل من قيمته الحقيقية من المتوقع أن يكون ذلك مرغوبا فيه إذا كان الإنحراف ليس كبيرا لخلق طلب كبير علي إصدارات التخصيص وتنفيذ برنامج التخصيص علي نطاق واسع، ولكن من ناحية أخرى فإن الإنحراف المغالي فيه في الإتجاه النزولي يعني ضياع جزء كبير من الموارد المالية كان يمكن أن تحصل عليه الحكومة في وقت هي في أشد الحاجة اليها لمواجهة مشاكلها المالية ومواجهة ومعالجة الخلل المالي في العديد من الشركات والمؤسسات العامة التي يتم تجهيزها للإلتزام لبرنامج التخصيص.

* إن ضعف الآلية الخاصة بتحريك الموارد نتيجة لضعف وعدم تطور أسواق رأس المال سوف يزيد من تكاليف البحث عن والتعرف علي المستثمرين الذين لديهم

الرغبة والقدرة علي شراء إصدارات وأصول المشروعات المدرجة في برنامج التخصيص.

ضعف القدرة علي تحريك الموارد الإقتصادية لشراء إصدارات التخصيص بما يساعد علي تحقيق المنافسة في الأسواق وتوسيع قاعدة الملكية في المجتمع. ففي الحالات التي يميل فيها توزيع الدخل والثروة الي الإنحراف الشديد. فإن تنفيذ برامج التخصيص من خلال نظام البيوع المباشرة سوف يدعم من تركيز الثروة والملكية في المجتمع في صالح اصحاب الدخل المرتفعة وبالتالي يحقق المزيد من عدم العدالة السائدة في المجتمع. وفي ظل غياب سياسات اقتصادية وتشريعات ملائمة وفعالة فإن الآثار السلبية لتركيز الملكية سوف ينجم عنها سيطرة عددة قليل من المؤسسات الإنتاجية علي القوي الإنتاجية في المجتمع وتسخير القوي الانتاجية المتاحة لتحقيق مصالحها الخاصة والتي قد تتعارض مع مصالح المجتمع. أي أن تنفيذ برامج التخصيص مع الاعتماد الكامل علي نظام البيوع المباشرة وفي ظل غياب اسواق متطورة لرأس المال سوف يحفز علي قيام القوي الإحتكارية في مجال الانتاج والتوزيع ويتحقق ما يتناقض مع الهدف الرئيسي لبرنامج التخصيص وهو خلق القوي التنافسية داخل المجتمع والإستفادة من آثارها الإيجابية علي الكفاءة.

وباستقراء نتائج برامج التخصيص في بعض الدول النامية التي لم يكن لديها أسواق متطورة لرأس المال اتضح أن برامج التخصيص كانت محدودة ومقيدة بسبب عدم القدرة علي تحريك الموارد المحلية لشراء إصدارات التخصيص إعتقادا علي قاعدة عريضة من الأفراد لتفادي الزيادة في تركيز الملكية. ومن ناحية أخرى فإن عدداً من التجارب أوضح أن تنمية وتطوير اسواق رأس المال (ماليزيا/ جامبيكا) قد ساهم إيجابيا في مواجهة أحد العقبات الرئيسية التي واجهت تمويل تركيب رأس المال الثابت عن طريق تخفيض الحد الأدنى لحجم الاستثمار في الأصول المالية، مما أتاح الفرصة لمشاركة أكبر عدد ممكن من افراد المجتمع في تملك اصدارات التخصيص وبالتالي

ساهمت اسواق رأس المال بفاعلية في توسيع قاعدة الملكية واتساع نطاق المشاركة الشعبية في برنامج التخصيص.

* ضعف القدرة علي تحريك الموارد الأجنبية للمشاركة بفاعلية في برامج التخصيص حيث أن وجود أسواق ضعيفة ومحدودة لرأس المال يقلل ويشبط من المشاركة الأجنبية في برامج التخصيص. أما وجود اسواق قوية ومتطورة لرأس المال في الدول النامية سوف يخلق حافزا قويا لدي المستثمرين الأجانب علي المشاركة الفعالة في برامج التخصيص سواء بصورة مباشرة من خلال نظام البيوع المباشرة أو بصورة غير مباشرة من خلال أسواق رأس المال. وفي حالات عديدة تجد حكومات الدول النامية أن المشاركة الأجنبية في برامج التخصيص تعد من الأمور الضرورية والحتمية لتنفيذ برنامج التخصيص علي نطاق واسع والاستفادة بالخبرات الفنية والإدارية والتكنولوجية التي تحققها تلك المشاركة والتي يحفزها وجود سوق لرأس المال قوية ومتطورة^(١٩).

* وبالإضافة الي ماسبق فإن وجود أسواق متطورة لرأس المال في الدول النامية وزيادة قاعدة الملكية من خلال إصدارات التخصيص التي تتم في سوق رأس المال سوف يساهم في تحقيق الكفاءة داخل الاقتصاد القومي بصفة عامة وداخل سوق رأس المال بصفة خاصة. وسوف يتحقق استقرار نسبي في الأسعار السائدة في السوق وتقل حدة المزاحمة إلي الخارج وتتفادي الحكومة احتمالات الإنخفاض العارض والمفاجيء في عوائدها المالية.

٢ - صعوبات تتعلق بالقابلية للتداول والكفاءة Tradability and efficiency

إن المشاكل والصعوبات السابق الإشارة إليها والتي تتعلق بتحريك الموارد الاقتصادية من الأفراد والمؤسسات لشراء اصدارات التخصيص، والنتيجة عن ضعف اسواق رأس المال في الدول النامية، هي في الواقع تتعلق بعمليات البيع الأولي للأصول والتي تتحقق في السوق الأولي لرأس المال. ومن ناحية أخرى فإن وجود أسواق أولية وضعيفة سوف ينعكس بالعديد من الآثار السلبية علي السوق الثانوي (سوق التدارل)

لرأس المال حيث تنخفض القدرة علي مبادلة إصدارات التخصيص بسهولة ويسر نسبيا وسوف ينعكس ذلك بالعديد من الآثار السلبية علي الكفاءة. فوجود أسواق ثانوية لرأس المال متطورة يسمح بتحقيق واستمرار المزايا الناتجة عن تحقيق الكفاءة في برنامج التخصيص بالإضافة الي ظهور العديد من الآثار الإيجابية الأخرى والتي منها:

أ - تحقيق السيولة للأصول المالية المتداولة مما يزيد من قدرة المستثمرين علي تقييم الأصول بطريقة دقيقة وأكثر فاعلية حتي في ظل درجات مرتفعة من المخاطرة. كما أن زيادة سيولة الأصول المتداولة في محفظة الأوراق المالية سوف يؤدي الي انخفاض درجة المخاطرة وزيادة اقبال الأفراد علي شراء الأصول المالية بصفة عامة وإصدارات التخصيص بصفة خاصة.

ب - إن تداول الأصول المالية من خلال اسواق ثانوية متطورة لرأس المال مع إمكانية تحويلها الي نقدية بسهولة ويسر نسبيا سوف يساعد علي تقييم أصول التخصيص بطرق أكثر فاعلية دون انخفاض في العوائد المالية الحكومية الناتجة عن عمليات البيع بل قد يساعد علي زيادة العوائد المالية لإصدارات التخصيص نتيجة لزيادة الطلب عليها والناتج عن زيادة السيولة في السوق الثانوي.

ج - أن وجود سوق ثانوي لرأس المال علي درجة عالية من التطور والكفاءة سوف يقدم آلية يمكن من خلالها المحافظة علي المكاسب الأولية للكفاءة المتوقع الحصول عليها من تنفيذ برنامج التخصيص، بل من المتوقع تدعيم تلك المكاسب بمكاسب مضاعفة علي المستوي القومي. وفي الدول النامية التي تكون أسواق رأسمالها الثانوية ضعيفة وغير متطورة فإن المزايا السابق الإشارة اليها سوف تكون محدودة للغاية، بل يمكن أن تتحول إيجابيات السوق المتطور السابق الإشارة إليها بالعديد من الآثار السلبية علي كفاءة تنفيذ برنامج التخصيص علي نطاق واسع وبمستوي عالي من الأداء.

د - بالإضافة إلي ماسبق فإن تسجيل الشركات في سوق الأوراق المالية يعد بمثابة

مؤشر ايجابي للقطاع المصرفي عن الطاقة الإقتراضية لتلك المؤسسات مما يعزز من قدرتها في الحصول علي الائتمان بشروط أقل تكلفة. ومن ناحية أخرى فان تداول أسهم شركة ما يعدو وسيلة مباشرة وفعالة لتقييم صافي ثروة الشركة، والحصول علي القيمة السوقية لها. كما أن تحركات اسعار الأسهم في السوق يمكن أن تمد المتعاملين بقاعدة عريضة من البيانات والمعلومات تفيدهم في تقييم أداء الإدارة.

٣ - صعوبات تتعلق بوضوح أو شفافية السياسة Policy transparency

إن تنفيذ برنامج التخصيص من خلال الإصدارات العامة في سوق رأس المال يستلزم قيام الحكومة بوضع مجموعة من القواعد والاجراءات المنظمة لعملية الإصدار والتي تشكل في مجموعها سياسة عامة تسهدف تحقيق الفاعلية والنجاح لبرنامج التخصيص. وهذه السياسة يتعين أن تتسم بعدد من الخصائص منها الشفافية - transpa- rency والاتساق Consistency والوضوح clarity، ولن تتحقق الفاعلية لهذه السياسة في ظل اسواق ضعيفة ويدائية لرأس المال كما هو الحال في غالبية الدول النامية. وفي مثل هذه الظروف فإن تكرار عملية بيوع اصدارات التخصيص من خلال أسواق رأس المال لايمكن الاعتماد عليها في تنمية وتطوير السوق. حيث أن الأمر يستلزم البحث عن الوسائل والأساليب المكتملة والتي يمكن من خلالها تنمية وتطوير سوق رأس المال وزيادة كفاءته وبالتالي تنفيذ برنامج التخصيص بدرجة عالية من الكفاءة. فنجاح عملية التخصيص من خلال الاصدارات العامة تستلزم^(٢١):

* ضرورة توافر تقارير مستقلة ودقيقة تتعلق بعملية تقييم أصول المؤسسات أو الشركات المستهدف تخصيصها ومن خلال سوق رأس المال بصفة خاصة.

* ضرورة توافر معلومات كاملة ومنشورة Full dissemination of information عن المؤشرات المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المدرجة في برنامج التخصيص. كما يتعين الاعلان عن الالتزامات الفعلية والمحتملة - actual and Contingent liabilities وتقارير واضحة عن سياساتها الفعلية والمحتملة.

* يتعين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المالية التي تعكس المراكز المالية والأرباح المحققة وتوقعاتها في المستقبل بما يساعد علي تحديد القيمة العادلة Fair value للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية. فظاهرة عدم التكافؤ في الحصول علي البيانات والمعلومات سوف تحقق بعض المكاسب غير العادلة لفئة من المتعاملين علي حساب فئة أخرى نظرا لحصول الأولي علي معلومات غير معلنة Non public information وفشل المجموعة الثانية في الحصول علي هذه المعلومات، وسوف يكون من صالح المجموعة الأولي عدم الإفصاح عن المعلومات التي حصلوا عليها لباقي المتعاملين حتي تتم معاملتهم بيبعا أو شراء وفقا لنتائج تحليلهم لمحتوي تلك المعلومات. وإذا كان هذا الوضع يحقق مكاسب للبعض وخسائر للبعض الآخر إلا أنه يحقق خسائر صافية علي مستوي المجتمع نتيجة للبعد عن الكفاءة.

* يتعين علي الحكومة أن تقوم بتحديد واضح لسياستها ونواياها Intended تجاه المستقبل فيما يتعلق بالشركات المدرجة في برنامج التخصيص.

وسعيا في تحقيق الشفافية في السياسات المتبعة وبصفة خاصة في الأسواق المالية المتطورة يتم وضع مجموعة من الشروط والقواعد المنظمة يتعين أن تلتزم بها اي شركة تقوم بإدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية. ففي بورصة نيويورك مثلا يتعين توافر الشروط التالية (٢٢):

- يتعين إلا يقل ربح الشركة في العام السابق عن $(\frac{1}{4})$ مليون دولار والا يقل الربح في السنتين السابقتين علي العام السابق عن (٢) مليون دولار سنويا.
- يتعين ألا تقل قيمة الأصول الملموسة للشركة محل التسجيل عن (١٨) مليون دولار، كما يتعين الا تقل القيمة السوقية عن نفس القيمة (١٨ مليون دولار).
- يتعين الا تقل ملكية الجمهور في رأس المال عن (١١) مليون دولار.
- أن يوجد علي الأقل (٢٠٠٠) مساهم يمتلك كل منهم (١٠٠) سهم أو أكثر.

ومع تسجيل اسهم الشركة في بورصة الأوراق المالية يتعين الالتزام بالآتي:

* الحصول علي موافقة لجنة الأوراق المالية.

• نشر تقارير ربح سنوية عن الأرباح المحققة مع نشر الحسابات الختامية سنويا.

* عدم السماح للعاملين بالشركات المدرجة في البورصة بالتعامل في أسهم الشركات العاملين بها وفقا لنظام البيع علي المكشوف Short selling والذي يتضمن بيع الورقة المالية أولا بالسعر السائد مع الالتزام بتسليمها في وقت لاحق ثم يتم الشراء بعد ذلك عندما ينخفض سعرها وتسليمها للمشتري مع الالتزام بفترة زمنية معينة.

* الالتزام بالإفصاح المحاسبي المستقبلي Future disclosure obligations

و بمجرد أن يتم تسجيل الأسهم في البورصة سوف يتم السماح للمتعاملين بالحصول علي المعلومات الخاصة بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية وحجم تعاملاتها وأسعار الإقفال والافتتاح... الخ.

وفي مصر ووفقا للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فان قيد الأوراق المالية في البورصة يتم بناء علي طلب الجهة المصدرة لها. ويتم قيد الأوراق المالية وشطبها بقرار من إدارة البورصة ووفقا للقواعد التي يضعها مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال. ويتم القيد في نوعين من الجداول : جداول رسمية (أ) وجداول غير رسمية (ب) ،

وبالنسبة للجداول الرسمية أ فتقيد فيها الأوراق المالية التالية (م) ١٦ق ٩٥

لسنة (١٩٩٢) (٢٣)

١ - أسهم شركات الاكتتاب العام بشرط:

أ - الا يقل مايطرح من الأسهم الأسمية للاكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم الشركة.

ب - الا يقل عدد المكتتبين في الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين مكتتب حتي ولو كانوا من غير المصدرين - وإذا انخفض عدد المساهمين عن مائة مع تداول اسهم الشركة لمدة تجاوز ثلاثة شهور منفصلة أومتصلة خلال السنة المالية تعتبر الأسهم مشطوبة من الجداول الرسمية وتنتقل الي الجداول غير الرسمية.

٢ - ماتطرحه شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من سندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى للإكتتاب العام.

٣ - وثائق الاستثمار المطروحة من قبل شركات صناديق الاستثمار وبنفس الشروط الواردة في البندين أ، ب السابق الإشارة إليها.

٤ - الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح في اكتتاب عام.

٥ - الأوراق المالية لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام.

أما بالنسبة للقيد في الجداول غير الرسمية (ب) فإنها تتضمن قيد الأوراق المالية التالية:

أ - الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية (أ) وبشروط:

- الا يقل المدفوع من القيمة الاسمية للورقة المالية عن ٥٠٪.
- الا تقل حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر.

ب - الأوراق المالية الأجنبية وبشروط معينة:

- أن تكون الأوراق المالية مقيدة في احدي البورصات الأجنبية والتي تخضع لإشراف ورقابة هيئة معترف بها تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات الهيئة العامة لسوق المال.

- يتعين أن تسمح البورصة المقيد بها الأوراق المالية الأجنبية بقيد الأوراق المالية المصرية متى توافرت فيها شروط القيد والتي علي أساسها تم قيد الأوراق المالية الأجنبية.

- أن تكون العملة الصادرة بها الأوراق المالية قابلة للتحويل.

ومما لا شك فيه أن الشروط السابقة يمكن أن تساهم إيجابيا في تحقيق الكفاءة في أسواق رأس المال كما أنها لا تعد من خصائص البيوع المباشرة لبرامج التخصيص. وهذا لا يعني انتفاء دور تلك البيوع في برامج التخصيص. حيث يظل لها دورا ليس ضئيلا لما تتمتع به من مزايا سبق الإشارة إليها. ولكن تصميم وصياغة سياسة حكومية تتعلق ببرامج التخصيص لها مصداقية وشفافية يمكن تعزيزها وتدعيمها وزيادة فاعليتها من خلال البيوع العامة لإصدارات التخصيص، فهذه البيوع تساعد علي مشاركة اكبر قدر ممكن من الأفراد في برامج التخصيص، وبالتالي فإنها تزيد من مصداقية الحكومة لدي الأفراد وتشجعهم علي تدعيم وتأييد برامج التخصيص القائمة. ولكن حتي يتحقق ذلك يتعين توافر سوق لرأس المال متطورة نسبيا.

وبالرغم من وجود العديد من العوامل المؤثرة علي فاعلية وكفاءة تنفيذ برامج التخصيص الا أن حجم وطبيعة وخصائص اسواق رأس المال السائدة كان من العوامل الرئيسية التي لها تأثيرا ملموسا علي فاعلية برامج التخصيص في الدول النامية. كما أن تنفيذ برنامج التخصيص كان من العوامل الهامة التي أثرت في تنمية وتطوير سوق رأس المال كما سوف يتضح في النقطة التالية.

ثانياً: دور برامج التخصيص في تنمية وتطوير اسواق رأس المال في الدول النامية

تعتبر وظيفة الوساطة المالية بين وحدات الفائض (المدخر) ووحدات العجز (المستثمر) من الوظائف الرئيسية لسوق رأس المال، إلا أن الطاقة والقدرة علي القيام بهذه الوظيفة وبصفة خاصة في الدول النامية يمكن أن ينمو ويتطور مع الزمن، وسوف يترقف ذلك علي مقدار وطبيعة الأصول المالية التي تتدفق سنويا الي السوق، وحجم ونوعية ودقة واستمرارية البيانات والمعلومات المتوافرة عنها، بالإضافة الي الطريقة التي يدير بها السوق عملية الوساطة المالية وتوزيع المخاطر... الخ. ويمكن لبرنامج التخصيص أن يمارس دورا هاما في هذا المجال، فتنفيذ هذا البرنامج في غالبية من خلال نظام البيوع غير المباشرة (أي من خلال سوق رأس المال) سوف يؤثر ليس فقط علي حجم وطبيعة الأصول المصدرة والمتداولة في السوق، بل ايضا علي حجم وطبيعة المخاطر التي تواجه تلك الأصول، ومستوي الكفاءة التي يدير بها السوق تلك الأصول.

وبما ينبغي الإشارة إليه هنا أن تأثير اصدارات برامج التخصيص علي أسواق رأس المال الناشئة لن تكون متماثلة بين الدول حيث أنها تتوقف علي العديد من العوامل مثل حجم وتوقيت بيوع اصدارات التخصيص، الطريقة التي تتم بها تلك البيوع، الطاقة الإستيعابية لسوق رأس المال عند القيام بتنفيذ برنامج التخصيص، خصائص وسمات إصدارات التخصيص والتي غالبا تكون مركزة في قطاعات وانشطة معينة كما أنها قد تتضمن نوعية جديدة من الأوراق المالية أكثر جذبا للمستثمرين من الأفراد.... الخ.

وبصفة عامة فإن برامج التخصيص في الدول النامية يمكن أن تساهم إيجابيا في تطوير وتنمية أسواق رأس المال بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة من

(٢٤)

خلال تأثيرها علي مقومات السوق الكفاء والتي تتمثل في:

Market Depth	- عمق السوق
Market Breadth	- اتساع السوق
Market cont.	- استمرارية السوق
Market fair	- عدالة السوق

وسوف يتحقق التأثير علي هذه المقومات من خلال التأثير علي كل من:

١ - عرض الأوراق المالية في السوق.

٢ - عدد ونمط المتعاملين في السوق.

١ - أثر برامج التخصيص على عرض الأوراق المالية :

إذا كان تنمية وتطوير سوق رأس المال أحد الأهداف الرئيسية لبرنامج التخصيص فإن تحقيق هذا الهدف يمكن أن يتحقق من خلال تخصيص جزء ملائم من إصدارات التخصيص ليتم تنفيذها من خلال سوق رأس المال. فتوجيه جزء من بيوع التخصيص الي سوق رأس المال من المتوقع أن يؤدي الي زيادة حجم الأصول المالية المكتتب فيها في السوق الأولي وزيادة المعروض والمتداول منها في السوق الثانوي، ومن المتوقع أن يصاحب ذلك تحقيق العديد من الآثار الإيجابية علي سوق رأس المال من خلال:

* التعامل في حجم أكبر من الأصول المالية متباينة الأسعار والمخاطر ودرجة السيولة.

* إتاحة فرص أكبر للمتعاملين لتنوع المخاطر وتوزيعها بما يحقق أقصى منفعة لكل منهم حيث أن تنوع الإصدارات واختلاف خصائصها وطبيعتها يسمح بتحقيق ذلك

* انتشار قطاعي أكبر للأصول المتداولة بدلا من تركيزها في عدد محدود من القطاعات حيث أن إتساع نطاق برنامج التخصيص وتنوع الإصدارات سوف يسمح بتحقيق ذلك.

* تسعير أكثر دقة للأصول المتداولة وبما يتمشي مع ظروف العرض والطلب.

* توافر قدر كبير من البيانات والمعلومات الدقيقة والجيدة وتدققها بصورة مستمرة ومنظمة إلي السوق، فالتسجيل في سوق الأوراق المالية سوف يستلزم ذلك.

* الزيادة في عرض الأوراق المالية في السوق الثانوي لرأس المال الناتج عن عمليات التخصيص سوف يعزز ويدعم من سيولة الأوراق المالية المتداولة مما يؤدي إلي تحسين تركيبية محفظة الأوراق المالية والنظام المالي ككل. ومن المتفق عليه أنه كلما زادت درجة سيولة الأوراق المالية المتداولة كلما أصبحت وسيلة جيدة لكل من المؤسسات الإذخارية في كل من القطاع العام والخاص لجذب مدخراتها في إتجاه سوق الأوراق المالية، ومن المتوقع أيضا أن تقل درجة ارتباط هذه المؤسسات بالأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتوسع في تنوع محفظة الأوراق المالية.

* في ظل غياب اسواق متطورة لرأس المال ومع انخفاض اسعار الفائدة الحقيقية كما هو الحال في العديد من الدول النامية فان نسبة كبيرة من مدخرات القطاع الخاص سوف تكون في أصول غير مالية وربما تكون في أصول خاملة لاتفيد عملية التنمية الإقتصادية بل تعوقها. ومع تطوير سوق رأس المال وزيادة سيولة الأوراق المالية من المتوقع ان يحفز ذلك الأفراد علي التحول من إقتناء وحياسة الأصول العينية وغير الرسمية الي اقتناء الأصول المالية والتي أصبحت أكثر ملائمة وجاذبية للأفراد، مما يضيف بعدا إيجابيا جديدا إلي سوق رأس المال.

ومما لاشك فيه أن كافة الآثار الإيجابية السابق الإشارة إليها والناجمة عن زيادة عرض الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي لرأس المال والمتداولة في السوق الثانوي، والناجمة بدورها عن تنفيذ برنامج التخصيص سوف يمثل خطوة رئيسية وإيجابية نحو تنمية وتطوير سوق رأس المال وتحقيق بعض مقومات الكفاءة في السوق.

وبالإضافة الي ماسبق فإن تحقيق الفاعلية والكفاءة لبرنامج التخصيص سوف يخلق طلبا متزايدا وضغطا مستمرا علي الحكومة للبحث عن الوسائل والأساليب والسياسات الملائمة لتنمية وتطوير سوق رأس المال.

٢ - اثر برامج التخصيص على عدد ونمط المتعاملين :

من الأهداف الرئيسية لبرامج التخصيص وبصفة خاصة في الدول النامية توسيع قاعدة الملكية من خلال زيادة عدد الأفراد المشاركين في تملك أسهم وحدات القطاع العام. وبالرغم من أن تحقيق هذا الهدف يتضمن جانبا سياسيا واجتماعيا كبيرا نسبيا،

إلا أن تحقيقه سوف ينعكس بالعديد من الآثار الاقتصادية والسلوكية على سوق رأس المال. فتحقيق هذا الهدف سوف يضيف عدداً جديداً من المتعاملين (سواء في السوق الأولي أو الثانوي لرأس المال) ذات خصائص وميول متباينة تجاه المخاطرة، ويمكن أن ينعكس ذلك بالعديد من الآثار الإيجابية تساهم في تنمية وتطوير سوق رأس المال. ويمكن توضيح ذلك كالآتي:

١ - من المتوقع أن يصاحب زيادة عدد المتعاملين في السوق الناتج عن إضافة متعاملين جدد New Market Players انخفاض درجة التركيز في السوق وزيادة درجة المنافسة وتخفيض تكلفة المعاملات وجميعها آثار إيجابية تؤدي إلى إستمرارية بيع وشراء الأوراق المالية أي زيادة عمق السوق وانخفاض درجة ضحالتها Shallow market ، وتحقيق مزيداً من الاستقرار في الأسعار وجميعها مؤشرات تؤدي إلى إتجاه السوق نحو الكفاءة.

٢ - يمكن لبرامج التخصيص الفعالة أن تجذب مجموعة جديدة من المتعاملين الأجانب للإكتتاب في إصدارات التخصيص أو شراؤها من الأسواق الثانوية لرأس المال. وهذه المشاركة في برامج التخصيص من خلال أسواق رأس المال يمكن أن يصاحبها تحقيق العديد من الآثار الإيجابية من بينها (٢٥):

* إن المشاركة الأجنبية بشراء إصدارات التخصيص من خلال أسواق رأس المال سوف يساهم في إدخال الحركية والنشاط والفاعلية الي سوق رأس المال. فالمستثمرون الأجانب أكثر رغبة وقدرة على مراقبة الإدارة وتحليل البيانات والمعلومات المتاحة، ومن ثم سوف تتطوّر قراراتهم بالرشد، كما أن إختياراتهم لهياكل محافظ الأوراق المالية سوف يكون من خلال مدي أوسع من الأصول متباينة المخاطر والعائد، وجميعها مؤشرات تؤدي إلى إتساع وعمق سوق رأس المال.

* إن تملك الأجانب لجزء من إصدارات التخصيص وما يتمتعون به من خبرات مالية وإدارية عالية سوف يمثل ضغطاً على سلوك الشركات المدرجة في السوق على تحسين كفاءتها والإهتمام بنشر البيانات والمعلومات المطلوبة التي تساعد المستثمرين والمتعاملين في السوق على إتخاذ قراراتهم بكفاءة. وهذا السلوك الاستثماري الرشيد من قبل المتعاملين الأجانب سوف يخلق نموذجاً للمحاكاة بين المتعاملين الوطنيين ويرشد من سلوكهم داخل أسواق رأس المال.

* إن رغبة حكومات الدول النامية في تشجيع المشاركة الأجنبية لشراء إصدارات التخصيص من خلال سوق رأس المال سوف يمثل حافزا لدي حكومات تلك الدول علي مراجعة مختلف التشريعات والتنظيمات السائدة والمرتبطة بسوق رأس المال وبما يسمح بتعديلها في الإتجاهات المرغوبة. وهذه التعديلات التشريعية والتنظيمية المرغوبة سوف تمثل حافزا علي تحقيق المزيد من المشاركة الأجنبية والوطنية ليس فقط في شراء إصدارات التخصيص بل أيضا في إتجاه الأصول المالية الأخرى، كما أنها تمثل شروطا ضرورية واسبابية لتنمية وتطوير اسواق رأس المال في الدول النامية.

٣ - التأثير المباشر وغير المباشر علي سلوك المتعاملين في سوق رأس المال، حيث يتمثل المتعاملون الرئيسيون في مؤسسات الادخار والمعاشات كما هو الحال في كل من ماليزيا وغانيا الجديدة وسيرلانكار ومصر. ونتيجة لوجود أسواق محدودة لرأس المال وبصفة خاصة الأسواق الثانوية التي يمثل معظم المتداول فيها أوراق حكومية فإن سلوك المتعاملين في الأسواق كان أكثر تطرفا في إتجاه تجنب المخاطرة. وقد انعكس ذلك في صورة الاحتفاظ بالجزء الأكبر من المدخرات في صورة أوراق حكومية طويلة الأجل وودائع ثابتة. وقد كان هذا السلوك الاستثماري واحدا من العوامل الرئيسية التي كانت قيда علي تنمية وتطوير اسواق رأس المال في أفريقيا. ولكن مع تنفيذ برامج التخصيص في عدد من الدول النامية، ودخول متعاملين جدد الي الأسواق ذات طبيعة وخصائص جديدة زادت درجة المنافسة داخل السوق وتغير سلوك مؤسسات الإذخار القائمة بحثا عن الكفاءة في توظيف أموالها.

المبحث الثالث

الملامح العامة لبرنامج التخصيص وسوق رأس المال في جاميكا

تعد جاميكا من الدول النامية التي لديها قطاع مالي متطور نسبيا وحجم ملامح وحقيقي لسوق رأس المال، ومن خلال ماتم تسجيله عن سوق رأس المال في جاميكا مع تنفيذ برنامج التخصيص يتضح لنا أن دراسة تجربة جاميكا تعد من التجارب المفيدة في آثارها الديناميكية علي بورصة الأوراق المالية "Jamaica Stock Exchange".

وبالرغم من عدم كمال بورصة جاميكا للأوراق المالية إلا أن المؤشرات والدلائل تشير إلي أنه يمكن تطوير وتنمية بورصة جاميكا من خلال برامج الإصلاح المختلفة، وأن برنامج التخصيص كان له آثارا إيجابية علي تنمية وتطوير سوق رأس المال. وفيما يلي عرض موجز وسريع لأهم ملامح سوق رأس المال في جاميكا ودور برنامج التخصيص في تطويره وتنميته^(٢٧).

أ. الملامح العامة لسوق رأس المال في جاميكا

من خلال البيانات والمعلومات المتاحة عن سوق المال في جاميكا بصفة عامة وسوق رأس المال بصفة خاصة يتضح أن هذا السوق يتسم بالخصائص التالية:

١ - أن معدلات الإدخار المحلية في جاميكا كانت منخفضة تسببا وبصفة خاصة في السنوات السابقة علي برنامج التخصيص والذي بدأ مع أوائل الثمانينات. كما أن نسبة كبيرة من الاستثمار تم تمويلها من خلال المدخرات الأجنبية. وبالرغم من أن الحكومة في جاميكا إعتمدت علي عدد من برامج الإصلاح الاقتصادي في أوائل الثمانينات استهدفت رفع معدلات الإدخار المحلي، إلا أن هذه السياسات والبرامج الإصلاحية لم تستطع زيادة معدلات الإدخار المحلي بصورة فعالة، بل أن اداء المدخرات المحلية في النصف الأول من الثمانينات كان أسوأ مما كان عليه في أواخر السبعينات، بالرغم من التغيرات الجذرية التي حدثت في القطاع العام في خلال عقد الثمانينات، ويوضح ماسبق جدول رقم « ٤ » بالملحق.

٢ - بالرغم من انخفاض مستوي اداء الإدخار المحلي في جاميكا في أوائل الثمانينات إلا أن الكفاءة في تحريك الموارد الاقتصادية كانت مرتفعة نسبيا، حيث إن جاميكا تمتلك مجموعة من المؤسسات المالية تعمل (كوسطاء بين المدخرين والمستثمرين) علي درجة عالية من الكفاءة. ففي يونيو عام ١٩٩٠ بلغ عدد البنوك التجارية "Commercial Banks" (١١) بنكا، بلغت قيمة أصولها ما يعادل (١٦١) بليون دولار جاميكي، بالإضافة الي (٢١) بنك أعمال "Merchant Bank"، بلغت قيمة أصولها ما يعادل (٤٣) بليون دولار جاميكي، خمسة بيوت تمويل، ثلاث شركات استثمارية، تسع شركات تأمين علي الحياة "General Insurance Companies"، (١٨) شركة تأمين عامة، ست جمعيات تعاونية للبناء Building Societies بنكان لتنمية، واثان من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير Unit Trusts، (٩١) شركات أو اتحادات اقراض وشركة واحدة رأس مال مشترك Venture Capital Company. ونتيجة لوجود هذا الكم الكبير من وسطاء سوق رأس المال في جاميكا، فقد اتسم السوق بدرجة عالية من المنافسة تضمنت مزايا كافية قادت السوق نسبياً في اتجاه الكفاءة.

٣ - بالرغم من الحجم الكبير نسبيا للقطاع المالي في جاميكا، إلا أن الجزء الأكبر من قطاع البنوك التجارية كان مملوكا للوطنيين المحليين وكان أكثر توجهها في اتجاه سوق النقد. وقد انعكس ذلك بالعديد من الآثار علي فاعلية برنامج التخصيص في جاميكا، كما أعطي لبرنامج التخصيص دورا في تنشيط وتنمية سوق رأس المال الجاميكي، كما سيتضح فيما بعد.

٤ - باستقراء الموقف النسبي لبورصة الأوراق المالية في جاميكا كأحد مؤسسات سوق رأس المال يتضح أنها تعد المؤسسة المالية الهامة التي كان لها تأثيرا فعالا علي برنامج التخصيص الأمر الذي جعل من تعميق وتطوير وتقويم بورصة جاميكا للأوراق المالية أحد الأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية في الثمانينات.

و يوضح اتون Iton ان التجارة المنظمة في الأوراق المالية للشركات بدأت منذ عام

١٩٦١ مع إنشاء لجنة لنجستون الخاصة بسوق الأسهم وتحت إشراف بنك جاميكا (٢٩). وفي عام ١٩٦٨ تم إنشاء بورصة جاميكا للأوراق المالية كشركة خاصة مملوكة لعضائها من السماسرة، وتم تسجيل ثلاثة أنواع من الأوراق المالية: أسهم عادية، أسهم ممتازة، وسندات، إلا أن النشاط الخاص بالأسهم الممتازة وسندات المشروعات كان منخفضا للغاية مقارنة بنشاط الأسهم العادية. وباستقراء سجل بورصة جاميكا في خلال النصف الأخير من القرن العشرين نستنتج مايلي:

أ - يعتبر سجل بورصة جاميكا للأوراق المالية كسوق أولي غير مرضي نسبيا حيث يتضح من جدول رقم (٥) بالملحق أن عدداً قليلا من الشركات لجأت الي بورصة الأوراق المالية لتمويل توسعاتها، بل إن السجل التاريخي للبورصة في السبعينات اظهر إنخفاضا شديدا في الإعتماد عليها كمصدر تمويلي، كما كانت الشركات تميل الي زيادة حقوق الملكية من خلال اصدار علاوات اسهم. وباستقراء وتحليل اسباب النقص العام في الإصدارات الجديدة من خلال بورصة الأوراق المالية في جاميكا أتضح أن ذلك يرجع الي عدد من الأسباب من أهمها:

* إن تمويل غالبية الشركات في سوق الأعمال كان يسيطر عليه تاريخيا قطاع البنوك التجارية ومن ثم لم تكن هذه الشركات في حاجة للحصول علي تمويل من خلال البورصة.

* أن النظام الضريبي الذي كان سائدا في جاميكا يتضمن عددا من النصوص التي تخلق معاملة تمييزية تشجع علي الاقتراض بدلا من التمويل من خلال الأسهم أو حقوق الملكية. حيث يتم السماح بخصم فوائد القروض والسندات من وعاء ضريبة الأرباح، بينما الأرباح الموزعة علي حملة الأسهم كانت تخضع لضريبتين، ضريبة ارباح الشركات، قبل توزيعها، وضريبة دخل الأشخاص الطبيعيين بعد توزيعها.

ب - بالنسبة للسوق الثانوي لرأس المال في جاميكا يتضح أن بورصة جاميكا للأوراق المالية عكست مسارا مشابها لما حدث بالنسبة للسوق الأولي، حيث انخفض

مؤشر السوق في جاميكا (JSE) انخفاضا ملحوظا خلال السبعينات، فقد انخفضت احجام التبادل وقيمتها وانخفض عدد الشركات المدرجة بالبورصة نتيجة لعدم القيام بالتسجيل التالي لعمليات التأميم والمصادرة.

ب - اثر برنامج التخصيص على بورصة جاميكا للأوراق المالية

لقد إتخذت حكومة حزب العمل في جاميكا عددا من الخطوات الإيجابية لإنجاز أهداف برنامج التخصيص منذ عام ١٩٨٠. وقد تم إنشاء لجنة انتقال الملكية أو التخصيص Divestment Comittee تتولي صياغة الخطوط العريضة والسياسات المختلفة لتحقيق الفاعلية في برنامج التخصيص، وبالرغم من ذلك فقد تقدم برنامج التخصيص بصورة بطيئة نسبيا خلال الفترة من ١٩٨١ - ١٩٨٥. فحتى عام ١٩٨٥ لم يتم سوي بيع مؤسستين صغيرتين فقط مع إعادة تنظيم معظم المجالس التسويقية وتأجير بعض الفنادق والتعاقد علي إدارة بعض الخدمات المحلية من خلال عقود الإدارة خارج المحليات Contract out، بالرغم من أن برنامج التخصيص كان يستهدف انتقال ملكية عدد (٣٠) شركة أو مشروع مملوكة للدولة إلي القطاع الخاص.

وقد تم وضع العديد من المعايير لتحديد اولوية البيع لوحدات القطاع العام المدرجة في برنامج التخصيص مثل الأثر علي التوظيف، الأثر علي الميزانية، الآثار الاجتماعية، الآثار الاقتصادية.... الخ، وفي ربيع ١٩٨٦ قدم رئيس الوزراء مذكرة تتضمن سياسة جديدة تتعلق بانتقال الملكية إلي القطاع الخاص والتي بموجبها تم إعادة صياغة أهداف برنامج التخصيص مع تعديل بعض أساليب تحقيق هذه الأهداف. وقد تبلورت أهداف برنامج التخصيص في (٣٠):

- * تحقيق الكفاءة في الاقتصاد من خلال زيادة نسبة مشاركة القطاع الخاص في الأصول المملوكة للدولة سواء من خلال البيع الكلي أو الجزئي لوحدات القطاع العام.
- * تنمية وتطوير سوق رأس المال المحلي وتشجيع مشاركة أكبر عدد ممكن من المواطنين.
- * تشجيع المزيد من الاستثمار الخاص للحد من المزاحمة للخارج، وتخفيض العجز المالي الحكومي وزيادة الصرف الأجنبي مع تحديد الحالات التي يتم السماح فيها

للمستثمرين الأجانب بالمشاركة في برنامج التخصيص.

ونتيجة للتناقضات الشديدة التي ظهرت مع تطبيق برنامج التخصيص في الثمانينات، تم تنفيذ برنامج التخصيص في أواخر الثمانينات من خلال أسلوب دراسة حالة بحالة والذي أثبت نجاحا كبيرا .

وباستقراء البيانات والمعلومات المتاحة عن برنامج التخصيص في جاميكا وتحليل اثره علي سوق رأس المال بصفة عامة وبورصة جاميكا للأوراق المالية بصفة خاصة يتضح مايلي:

١ - صاحب تنفيذ برنامج التخصيص في جاميكا ظهور العديد من الآثار الملموسة علي قيمة حقوق الملكية المتداولة في البورصة. ففي عام ١٩٨٨ بلغت القيمة الرأسمالية للشركات التي ارتبطت ببرنامج التخصيص مايعادل ٣٧٪ من إجمالي القيمة الرأسمالية للسوق ككل، كما أن نفس المشروعات شكلت قيمة أسهمها مايعادل ٢٦٪ من إجمالي قيمة الأسهم في السوق. كما ارتفعت القيمة الرأسمالية (كنسبة من إجمالي الناتج المحلي (GDP)) لاصدارات التخصيص من ٢٥٪ عام ١٩٨٠ الي ٢٨١٪ عام ١٩٨٩. وبالإضافة إلي ماسبق فقد تزايد عدد حملة الأسهم بمقدار (٣٠٠) ألف مساهم تقريبا وقد انعكست هذه الإيجابيات علي مؤشر السوق حيث ارتفع من ٥٣٧٦ في نهاية عام ١٩٧٩ الي ٢٠٧٥٨٥ في نهاية عام ١٩٨٩ بمكاسب أسمية قدرها ٣٧٠٠٪. وقد زادت قيمة وحجم المبادلات في نهاية تلك الفترة (١٩٨٤ - ١٩٨٩). بما يعادل عشرة أضعاف ماكانت عليه في أوائل تلك الفترة. وقد ارجع المتخصصون هذه الديناميكية المتحققة الي عدد من العوامل أهمها:

* طبيعة وخصائص إصدارات التخصيص كأسهم، Blue chip حيث اتسمت تلك الاصدارات بالعديد من الخصائص جعلتها أكثر ملامة لتفضيلات أفراد المجتمع، كما أنها تضمنت العديد من المزايا شجعت الأفراد علي اقتنائها.

* وجود أثر المحاكاة، حيث أن نجاح بعض الشركات العامة الرئيسية في بيع إصدارات أسهم التخصيص من خلال سوق الأوراق المالية شجع العديد من الشركات الأخرى سواء في القطاع الخاص أو العام علي محاولة تقليد نماذج بيوع التخصيص الناجحة مما أضاف اثرا إيجابيا جديدا في إتجاه تنمية وتطوير سوق رأس المال.

٢- لقد صاحب تنفيذ برنامج التخصيص في جاميكا انخفاض معدل التركيز في بورصة الأوراق المالية ويوضح ذلك جدول رقم (٦) بالملحق. حيث يتضح من هذا الجدول انخفاض درجة تركيز حجم وقيمة المبادلات في البورصة وقد انعكس ذلك بأثر ايجابي صافي علي تنمية وتطوير سوق رأس المال، حيث اتسع نطاق المبادلات في السوق الثانوي وتغير هيكل المتعاملين في السوق. فقبل منتصف الثمانينات كان غالبية حاملة الأسهم من الأفراد في بورصة الأوراق المالية ينتمون الي شريحة الدخل العليا في المجتمع، ومع زيادة فاعلية برنامج التخصيص واتساع نطاقه تغيرت توليفة الأصول ونمط المتعاملين في السوق. فتوليفة إصدارات التخصيص في شركات NCB, TOJ, CCC^(٣١) تم بصورة متنوعة كانت أكثر جاذبية للأفراد وبصفة خاصة المتعلقة ببرامج التخصيص، وقد أثمر ذلك عن إضافة حوالي (٣٠) ألف مستثمر جديد الي السوق خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٨٧. وهؤلاء المستثمرون كانوا من شرائح الدخل المنخفضة وبصفة خاصة من العمال الفنيين والسكرتارية بل إن غالبيتهم كانوا من الإناث. وبذلك نجحت حكومة جاميكا في تحقيق أحد الأهداف الرئيسية لبرنامج التخصيص والمتمثل في ديمقراطية الملكية-Democratization of Share Owner ship ، وقد شجع نجاح بيوع الأسهم العامة للشركات السابقة (NCB, TOJ, CCC) الشركات الخاصة علي القيام بإصدارات اولية في السوق الأولي لرأس المال استنادا إلي مجموعات جديدة ومتنوعة من الأصول المالية، وقد انعكست الإيجابيات السابقة في صورة زيادة الطاقة الاستيعابية للسوق ككل.

٣- لقد صاحب تنفيذ برنامج التخصيص وزيادة حجم المبادلات في بورصة جاميكا

للأوراق المالية - تطوير سوق الأوراق المالية من خلال عدد من الاجراءات التنفيذية منها:

- زيادة عدد أيام التداول خلال الإسبوع من يومين إلي ثلاثة أيام .
- اتخاذ الإجراءات اللازمة للتحويل من النظام اليدوي للتصفيات والتسويات إلي النظام الآلي والإستفادة من إيجابياته علي اتساع وعمق السوق.
- وضع العديد من القواعد المنظمة والمطورة لعمل البورصة، من أهمها مطالبة الشركات المدرجة بالإفصاح الجبري Compulsory disclosure عن حقوق الملكية الخاصة بالمديرين وأكبر عشرة من حمله الأسهم.

- ممارسة لجنة البورصة ضغطا علي الحكومة بإصدار تشريع للأوراق المالية يتضمن نصوصاً فعالة تسمح بالتخلص من الأنشطة التي تسيء إلي سمعة البورصة مثل المبادلات الداخلية Insider Trading . كما قامت لجنة البورصات بدراسة امكانية خلق أدوات جديدة تساهم في تنمية وتطوير طاقة الأسواق المالية علي تخصيص المخاطر بطريقة تنافسية . وقد قامت الحكومة في جاميكا بالفعل بتدعيم ذلك في خطة تنميتها الخمسية (١٩٩٠ - ١٩٩٤) حيث تضمنت تلك الخطة العديد من المؤشرات الإيجابية في اتجاه تطوير وتنمية بورصة الأوراق المالية من أهمها انشاء بورصة الأوراق المالية الكاريبية عام ١٩٩١ والتي تربط بين الأسواق المالية لكل من بربادوس، جاميكا وتيرانداد وتوباغو مع الإهتمام بالمكاسب الخاصة ببورصة جاميكا للأوراق المالية.

يتضح مما سبق أن تنفيذ برنامج التخصيص في جاميكا قد صاحبه تحقيق العديد من المكاسب الجوهرية علي سوق الأوراق المالية متمثلة في زيادة حجم وقيمة الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في السوق، وزيادة عدد المتعاملين وتنوعهم، كما تم إصدارنوعيات جديدة من الأوراق المالية أكثر ملائمة مع خصائص وطبيعة الاقتصاد الجاميكي، وقد انعكس ذلك إيجابيا علي عمق واتساع واستمرارية سوق الأوراق المالية في أواخر الثمانينات. وأصبح لبرنامج التخصيص دورا إيجابيا في تنمية وتطوير سوق

رأس المال وزيادة كفاءته. ومن ناحية أخرى فإن عدم بدائية سوق الأوراق المالية في جاميكا وتطوره النسبي قد ساعد علي تنفيذ بيوع التخصيص من خلال سوق رأس المال ودعم من إيجابياتها علي بورصة الأوراق المالية في جاميكا.

وبصفة عامة فإن أسواق رأس المال في جاميكا لم تقيد عملية نقل الملكية إلي القطاع الخاص إلا في حالات محدودة (حالات البيع الكامل لعدد قليل من الشركات، العامة)، بل إقترنت الإصدارات العامة لأسهم التخصيص بتقوية اسواق رأس المال القائمة دون الإقتران بأداء غير مرضي للمتعاملين الذين اجتذبتهم اصدارات التخصيص. ومن ناحية أخرى فإن عمليات الإصلاح الإقتصادي والتكامل القطاعي تشير إلي أن كفاءة الإختيار، كفاءة التوقيت وكفاءة إدارة برنامج التخصيص يمكن أن يعود بمكاسب أقوى علي بورصة جاميكا، كما أن هناك إمكانية حرجة للفشل في تطوير سوق الأوراق المالية ومن ثم برنامج التخصيص تتعلق بالنواحي الإجرائية والتنظيمية للبورصة.

٣ - بالرغم من المكاسب الجوهرية التي حققها سوق رأس المال في جاميكا مع تنفيذ برنامج التخصيص وزيادة فاعليته في النصف الثاني من الثمانينات، الا أن بورصة الأوراق المالية كانت تعاني من بعض أوجه القصور ونقاط الضعف قللت من امكانية تعظيم الآثار الإيجابية المتحققة من تنفيذ برنامج التخصيص علي تنمية وتطوير سوق رأس المال. ومن بين أوجه القصور مايلي :

أ - بالرغم من تزايد عدد الشركات المدرجة والمسجلة في بورصة الأوراق المالية الا أن عددا قليلا من هذه الشركات كان من الحجم المتوسط والذي كانت بورصة جاميكا تسعى إلي اجتذابه لخلق مزيد من التنوع والحركية في السوق.

ب - تولد شعور عام لدي المتعاملين بأن الأسعار السائدة في بورصة جاميكا للأوراق المالية هي أسعار مداراة بواسطة عدد محدود من السماسرة، ويرجع ذلك الي وجود قصور في بعض الهياكل الأساسية لبورصة جاميكا للأوراق المالية والذي يرجع بدوره الي غياب التشريعات الفعالة المنظمة للبورصة. فلم تتضمن هذه التشريعات نصوصا فعالة تسمح بتحقيق حماية وضمانات كافية للمتعاملين ضد المبادلات الداخلية والمضاربات غير المرغوبة. وقد ترتب علي ذلك انتشار المتاجرة الداخلية والمضاربات السوقية Market manipulation الضارة، وانعكس ذلك باثار سلبية علي السوق حيث ظل المستثمرون المحتملون بعيدا عن السوق، كما اتسمت مبادلات المستثمرين الجدد بالمحدودية. وفي استقصاء عن بورصة جاميكا عام ١٩٨٩ اتضح أن ٦٥٪

من المستثمرين غير الراضيين يرجع سبب عدم رضاهم عن تعاملات السوق الي المضاربات السوقية (٣١).

ج - بالرغم من أن التوقعات التي صاحبت تنفيذ برنامج التخصيص كانت تشير إلي أن النوع الجديد من المستثمرين الذين سوف يتم إضافتهم الي بورصة جاميكا سيتمتعون بمبول عدوانية او حادة مما يؤدي الي زيادة الكفاءة في مخاطر الوساطة المالية، إلا أن البيانات والمعلومات المتاحة لا تقدم أية دلائل أو مؤشرات قوية تؤيد تحقيق ما كان متوقعا. بل علي العكس فإن وجود بعض قيود الملكية في

إصدارات تخصيص شركتي (N C B)، و (CCC) ساعدت علي تضييق نطاق المضاربات العدوانية ومن ثم قللت من امكانية تطوير وظيفة السوق في تخصيص المخاطر.

د - بالرغم من وجود فرص كبيرة لتحقيق مكاسب مالية من شراء وتداول اسهم الشركات التي تم تخصيصها (نتيجة لتقدير قيمة بعض اصدارات التخصيص بأقل من قيمتها المحورية والتحسين المالي الذي صاحب عملية تحويل الملكية من القطاع العام الي القطاع الخاص) الا أن حجم المبادلات في أسهم التخصيص من قبل صغار المستثمرين كانت ضعيفة ومحدودة.

وفباستقراء البيانات المتاحة عن حملة الأسهم في شركات (CCC) (TOJ) (NCB) يتضح أن حملة أسهم التخصيص ظل ثابتا تقريبا عند مستوي (٣٠)، (٢٤)، (٧) ألف مساهم علي الترتيب.

هـ - تتوافر في جاميكا عدد كبير من الدلائل والمؤشرات تشير الي أن الأفراد والمستثمرين كانوا علي ادراك ضعيف أو متواضع بخصائص وطبيعة الأصول المالية المصدرة والمتداولة، فهناك قدر كبير من الأمية الاستثمارية وبصفة خاصة فيما يتعلق بالاستثمار غير المباشر في الأصول المالية. ولكن مع أواخر الثمانينات استطاعت برامج التعليم الغام أن تمارس دورا هاما في التخفيف من حدة الأمية الاستثمارية السائدة وبالتالي أن تقلل من القيود التي فرضتها تلك الأمية علي تنمية وتطوير سوق رأس المال في جاميكا.

المبحث الرابع النتائج والتوصيات

من الدراسة في في المباحث السابقة نستطيع تحديد عدد من النتائج والتوصيات من أهمها :

أولاً : باستقراء بعض البيانات والمعلومات المتاحة عن أسواق رأس المال بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة في الدول النامية اتضح أن هذه الأسواق تتمتع بعدد من الخصائص والسمات جعلتها تتسم بالمحدودية والضعف الشديد. فقد اتسمت نسبة كل من القيمة المرسلة للسوق وقيمة المبادلات إلي إجمالي الناتج القومي بالإنخفاض الشديد . كما أن غالبية المتعاملين في هذه الأسواق كان يتسم سلوكها الإستثماري بالحذر الشديد تجاه المخاطرة حيث تم توظيف الجزء الأكبر من أموالها .

ثانياً : أن المؤشرات العامة عن سوق الأوراق المالية في مصر (من خلال بورصتي القاهرة والإسكندرية) أوضحت العديد من النتائج التي أبرزت الضعف والخلل الشديد الذي يعاني منه سوق الأوراق المالية والتي منها :

- انخفاض قدرة سوق الأوراق المالية في مصر علي استقطاب المدخرات الوطنية والأجنبية وتحويلها إلي استثمارات مالية.

- الانخفاض الشديد للمصدر والمتداول من الأوراق المالية سواء بالعملة الوطنية والأجنبية خلال الثمانينات وأوائل التسعينات.

- بالرغم من انخفاض الأصول المالية في سوق الأوراق المالية إلا أن أنماط التعامل كانت متحيزة بشدة في صالح الأسهم وفي غير صالح السندات. وقد شهد سوق السندات اتجاها عاما بالإنخفاض في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات.

- انخفاض قيم مؤشرات الكفاءة في بورصتي القاهرة والإسكندرية حيث انخفضت بشدة نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة إلي إجمالي الناتج القومي

وتركزت المعاملات في السوق الثانوي علي عدد محدود من الأوراق المالية والتي لم تساير الانماط الحديثة من الأصول المالية، كما لم يتم الاستعانة بوسائل التقنية الحديثة للربط بين بورصتي القاهرة والاسكندرية (بدأت بالفعل بعض الخطوات الاجرائية لتنفيذ ذلك) والتحفظ والحذر الشديد من قبل المتعاملين في سوق الأوراق المالية..... الخ.

- انخفاض كفاءة وظيفة السوق الثانوي في تسهيل الأوراق المالية المتداولة نظراً لإرتفاع نسبة التركيز داخل السوق والتحيز الواضح في انماط التعامل.

ثانياً : يعتبر إصدار القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والخاص بسوق رأس المال خطوة جيدة في اتجاه تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية في مصر، لما تضمنه من نصوص تشريعية عديدة تسمح بمعالجة بعض التصرفات السلبية للتعاملات في سوق رأس المال وما تضمنه من حوافز لتشجيع الإستثمار المالي بالإضافة إلي ما استحدثه من كيانات ماليه جديدة.

رابعاً : أن الخصائص والسمات السلبية لأسواق رأس المال في الدول النامية قد وضعت قيوداً علي تنفيذ برامج التخصيص في تلك وقد تمثلت هذه القيود في صعوبات ومشاكل تتعلق بالقدرة علي تحريك الموارد، وإلقابلية للتداول والكفاءة وصعوبات تتعلق بشفافية السياسات والاجراءات. ومن ناحية اخري فإن بعض الدول التي اتسمت اسواقها بالتطور والنمو النسبي قد شكلت إطار ملامتها للتوسع في برامج التخصيص مثل جاميكا وماليزيا وفي نفس الوقت انعكست برامج التخصيص في تلك الدول بأثار إيجابية علي أسواق رأس المال ذاتها.

خامساً : أن تنفيذ برامج التخصيص في بعض الدول النامية مثل جاميكا قد انعكس بإيجابيات عديدة علي سوق رأس المال من خلال التأثير علي المعروض من الأوراق المالية وتنوع الإصدارات بالإضافة إلي أن تنفيذ برامج التخصيص قد صاحبها زيادة عدد المتعاملين وتنوعهم. وقد اثر ذلك ايجابيا علي عمق، اتساع، استمرارية وعدالة السوق.

سادساً : اتضح بالفعل وجود علاقة متبادلة بين برامج التخصيص وأسواق رأس المال بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، فالدول التي لديها أسواق لرأس المال متطورة ونامية نسبياً تستطيع إنجاز برامج التخصيص بدرجة أعلى من الكفاءة والعكس صحيح. كما أن النجاح في تنفيذ برامج التخصيص بفاعلية من خلال أسواق رأس المال سوف يساهم بفاعلية في تنمية وتطوير هذه الأسواق. وقد أوضحت تجربة جاميكا أن التطور النسبي بسوق رأس المال ووجود بعض العوامل الكامنه في هذا السوق والتي يمكن أن تساعد علي النمو قد ساهمت إيجابياً في تنفيذ برنامج التخصيص في أواخر الثمانينات، كما أن برنامج التخصيص قد انعكس بالعديد من الإيجابيات علي سوق الأوراق المالية بالرغم من ظهور بعض التعاملات والسلوكيات السلبية.

سابعاً : إتسمت الإصدارات المالية في الأسواق الأولية والمتداول منها في الأسواق الثانوية بأنها أنماط كلاسيكية، حيث اقتصر علي أنواع محدودة من الأسهم والسندات لاتساير الأنماط الجديدة السائدة في الأسواق المالية المتطورة. وقد انعكس ذلك بالعديد من الآثار السلبية علي عمق واتساع واستمرارية أسواق الأوراق المالية في تلك الدول. ويرى الباحث أن الإعتماد علي الأنماط الحديثة من الإصدارات المالية وبصفة خاصة في شركات القطاع العام المدرجة في برنامج التخصيص يمكن أن يساهم بفاعلية في تنمية وتطوير أسواق رأس المال في الدول النامية وبصفه خاصة في مصر. وفي هذا المجال يمكن الإعتماد علي عدد من الإصدارات المالية من بينها :

* الأسهم العادية المضمونة والتي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٨٤. ووفقاً لهذا النمط من الأسهم فإن حامل السهم له حق مطالبة المنشأة المصدرة بالتعويض عن جزء من الخسائر الرأسمالية في قيمة السهم في حدود وبشروط معينة. وفي الغالب فإن حق التعويض لحامل السهم يكون مرهون بفترة محددة تعقب عملية لإصدار لتخفيض درجة المخاطر التي يمكن أن تواجه المستثمر في الأوراق المالية

وخلق حافظ علي إقتناء اصدارات الشركة المصدرة لهذه الأوراق، فالمنشأة في هذه الحالة سوف تشارك المستثمر الجديد في الخسائر الرأسمالية ولن تشاركه في الأرباح المحققة. ونظراً للضغوط التي قد تواجه العديد من الشركات العامة في تصريف اصداراتها المالية فإن هذا النمط قد يعد أكثر ملائمة لكل من المنشأة المصدرة والمستثمر المالي في الدول النامية، كما أنه يضيف عنصراً مالياً جديداً لسوق رأس المال يساهم في تنوع السوق وزيادة كفاءته.

* الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة Preferred Stocks Rate Adjustable. وفقاً لهذا النمط من الأسهم، يتم الربط بين العائد علي السهم ومعدل العائد علي أكثر الإصدارات المالية ضماناً وهي سندات الخزانة " Treasury Bonds " حيث تتغير التوزيعات مع التغير بالإرتفاع أو الانخفاض في معدل العائد علي السندات الحكومية مع وضع مدي معين لهذا التغير. ففي الولايات المتحدة الأمريكية كان مدي التغير يتراوح بين ٧.٥٪ - ١٥.٥٪ (٣٢)

ونحن نري أن الإعتماد علي هذا الشكل من الإصدارات المالية يعد أكثر ملائمة لتمويل إحتياجات شركات قطاع الأعمال العام التي تعاني من إختلالات في هياكلها التمويلية ويتردد الأفراد كثيراً في إقتناء إصداراتها المالية نظراً لإرتفاع درجة المخاطرة.

* الأوراق المالية القابلة للتحويل. Convertible Securities. وفقاً لهذا النمط من الإصدارات يسمح لحاملي أنواع معينة من السندات بإمكانية تحويلها إلي أسهم عادية في المستقبل وبالتالي يتحول حامل الورقة المالية من دائن للشركة إلي مالك. ووجود هذا النمط من الإصدارات المالية يمكن أن يمثل حافزاً لدي العديد من أفراد المجتمع علي إقتناء إصدارات التخصيص وتمويل الشركات التي تعاني من متاعب مالية من خلال السندات وبعد الإنتهاء من هذه المشاكل وإنخفاض درجة المخاطرة يتم تحويل السندات إلي أسهم.

ويري الباحث أن الإعتماد علي الأنماط الحديثة من الإصدارات المالية بصفة عامة والأنماط السابق الإشارة إليها بصفة خاصة يمكن أن يقلل من درجة التركيز في سوق الأوراق المالية ويجعل السوق أكثر تعبيراً عن تنوع النشاط الإنتاجي داخل المجتمع

وبالتالي المساهمة إيجابيا في تنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية وزيادة فاعلية برامج التخصيص في مصر.

ثامناً : باستقراء بعض التعاملات والسلوكيات التي تحققت في أسواق رأس المال سواء في الدول النامية أو المتقدمة، إتضح وجود بعض المعاملات والسلوكيات من قبل بعض المتعاملين شكلت في مجموعها عائقاً أمام تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية وقيداً رئيسياً أمام إمكانية تنمية وتطوير أسواق رأس المال في الدول النامية. ومن بين التعاملات والسلوكيات السلبية مايلي :

* قيام بعض الوسطاء الماليين بممارسات غير أخلاقية تجاه بعض العملاء والمستثمرين بتشجيعهم علي إبرام صفقات معينة دون مبررات إقتصادية قوية رغبة في تحقيق المزيد من العمولات والأرباح علي حساب نقص الكفاءة في السوق.

* إنتشار المبادلات الداخلية Insider trading حيث يتحقق للمديرين والمسؤولين في المنشآت المسجلة في بورصة الأوراق المالية مزايا السبق في الحصول علي بعض البيانات والمعلومات الهامة عن الشركات العاملة بها. هذه المزايا تسمح لهم بإتمام صفقاتهم وبما يحقق أرباح غير عادية علي حساب المتعاملين الآخرين.

* قيام بعض المتعاملين بإجراء بعض البيوع الصورية Wash sales لبعض الأوراق المالية (من خلال البيع للأقارب) ينجم عنها تعامل صوري نشط ومكثف علي هذه الأصول المالية لا يقابله تعامل فعلي بنفس المستوي. ويكون الهدف من هذه المعاملات تضليل الأفراد بوجود تعامل نشط علي بعض الأوراق المالية حتي لا تنخفض قيمتها بل من المتوقع زيادتها ومن ثم ينجح المتعاملون في تحقيق أرباح غير عادية علي حساب آخرين تم خداعهم بتعاملات وهمية.

ومما لاشك فيه أن المعاملات السابق الإشارة إليها سوف تخلق العديد من الآثار السلبية علي سوق رأس المال، وقد يعزف العديد من المستثمرين علي توظيف أموالهم في أصول مالية. ومن ثم فإن السعي لتنمية وتطوير أسواق رأس المال يستلزم تجنب حدوث مثل هذه المعاملات السلبية من خلال نصوص قانونية فعالة تحقق الحماية والنظام للمتعاملين في سوق الأوراق المالية مع وجود جهاز أو هيئة علي درجة عالية من الكفاءة تكون لديها القدرة علي مراقبة التعاملات في الأسواق وتطبيق القانون وإتخاذ الإجراءات التصحيحية، والحماية اللازمة وفي التوقيت الملائم وبما يسمح بتحقيق الآتي :

- توفير القواعد النظامية وعدم الإضرار العمدي بمصالح المتعاملين .
- التأكد من سلامة ودقة واستمرارية البيانات والمعلومات التي تنشرها الشركات المسجلة في السوق .

- توافر عنصر التكافؤ في الحصول علي البيانات والمعلومات الماليه .
- التأكد من سلامة موقف الوسطاء الماليين في السوق .

- الملاحظة والرقابة الجادة لتشوهات الأسعار وبما يمنع المضاربة الضارة أو الفروغائية في السوق، وحسباً فعل المشرع المصري في المادة (٢١) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والخاص بإصدار سوق رأس المال حيث أجاز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلي التلاعب في الأسعار، كما يكون له حق إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم بسعر لا مبرر له، كما يجوز له وقف التعامل علي ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه. وفي المادة (٢٢) يجوز لرئيس الهيئة في ظل ظروف خطيرة أن يحدد حد أدنى وحد أعلى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق.

- الابتعاد عن التعقيدات الإدارية والبيروقراطية والتي قد تكون عامل طرد للأفراد علي إقتناء الأصول المالية.

- السماح بإستحداث مؤسسات مالية جديدة (صناديق الإستثمار - شركات ترويج
وضمان الاكتتاب واتحادات العاملين بالشركات،الخ)

فمثل هذه المؤسسات إذا ما أحسن تنظيمها وصياغة قوانين عملها يمكن أن تحقق
العديد من الآثار الإيجابية :

* مواجهة مشكلة الأمية الاستثمارية التي تعاني منها الدول النامية وتقف عقبة رئيسية
أمام تنمية وتطوير أسواق رأس المال.

* تمثل حافزا للعديد من الأفراد علي إقتناء الأصول المالية وبصفة خاصة الأفراد الذين
لديهم الخبرة الكافية علي إدارة محافظهم المالية.

* يمكن من خلال تلك الصناديق تنويع الأصول المالية وتخفيض درجة المخاطرة
المرتبطة بالإستثمار المالي من خلال توزيع مخاطر الإستثمار المالي علي أكبر عدد
ممكن من الأصول المالية.

* إن إسناد عملية الإصدار والإكتتاب لمؤسسة متخصصة أو بنك متخصص سوف يزيد
من ثقة الأفراد المتعاملين في السوق، كما أنه يعد بمثابة شهادة ثقة بأن المعلومات
والبيانات المتاحة عن الإصدارات بأنها صادقة وصحيحة وأن عمليات تسعير
اصدارات التخصيص لم يكن مبالغ فيها.

وجميع الآثار السابقة تمثل عنصراً من عناصر الكفاءة في سوق الأوراق
المالية. ولكن من ناحية أخرى فإن نشاط هذه المؤسسات المالية قد يمثل خطراً علي سوق
الأوراق المالية حينما :

- يتحيز نمط استثماراتها في اتجاه انواع معينة من الأصول المالية مما يزيد من درجة
التركز في السوق ويقلل من كفاءته.

- قد يتسع نطاق أنشطة هذه المؤسسات بحيث تصبح أنشطة إحتكارية تمارس ضغوطها
علي الأسعار بما يحقق مصالح الخاصة علي حساب الكفاءة في السوق. وحسنا فعل
المشرع المصري في القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في المادة (٣٥) بالسماح بإنشاء

صناديق استثمار تهدف إلى استثمار المدخرات في الأوراق المالية ووفقاً للأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية. وفي المادة ١٤٣ من اللائحة التنفيذية «بأنه يجوز للصندوق أن يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة ما يزيد عن ١٠٪ من أموال الصندوق وما لا يجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة. وأيضاً لا يجوز للصندوق استثمار أكثر من ١٠٪ من قيمة الوثائق المصدرة في شراء وثائق استثمار صندوق آخر وألا يجاوز ذلك بأي شكل ٥٪ من أموال الصندوق المستثمر فيه.

تاسعاً : اتضح من التحليل أن برنامج التخصيص يمكن أن يمارس دوراً إيجابياً في تنمية وتطوير أسواق رأس المال في الدول النامية بصفة عامة وفي مصر بصفة خاصة، وذلك من خلال التأثير علي كل من عمق، اتساع، استمراره وعدالة السوق. وسوف ينعكس ذلك في صورة زيادة عرض الأوراق المالية وتنوعها وزيادة عدد ونمط المتعاملين في السوق. وحتى يمكن لبرنامج التخصيص أن يمارس دوراً فعالاً في هذا المجال يتعين أن يتم الجزء الأكبر من بيع التخصيص من خلال سوق الأوراق المالية وأن تلجأ الشركات العامة التي تعاني من إختلالات تمويلية إلى سوق رأس المال بإختيار إصدارات ملائمة سبق الإشارة إليها. وفي هذا المجال فإن الباحث يقترح بأن تكون الأولوية في بيع التخصيص من خلال سوق الأوراق المالية للشركات التي تحقق أعمالها أرباحاً موجبة ولا تعاني من أية إختلالات مالية، قمع الاعتماد علي الأنماط الحديثة من الأصول المالية في إصدارات التخصيص لهذا الشركات من المتوقع أن تتحقق الآثار الإيجابية التالية :

* زيادة إقبال الأفراد علي إقتناء إصدارات التخصيص لهذه الشركات لما تحققه أعمالها من نتائج إيجابية، بل من المتوقع أن تستطيع هذه الشركات بيع إصداراتها بأسعار ملائمة تقترب من قيمتها الحقيقية وفي أسرع وقت ممكن وهذا في حد ذاته سوف ينعكس بآثار إيجابية علي الطلب التالي لإصدارات التخصيص.

إن طرح إصدارات التخصيص لشركات ناجحة للإكتتاب العام من خلال سوق الأوراق المالية وحصول الأفراد علي عائد مرتفع نسبياً غير ربوي مع وجود فرص بإحتمال مرتفع لتحقيق أرباح رأسمالية سوف يجعل نموذج التخصيص ناجحاً من وجهة نظر

الكثير من المستثمرين والمدخرين مما يزيد من ثقة الأفراد ليس في برنامج التخصيص فقط بل ايضا في نظام الإستثمار المالي ككل.

* من المتوقع أن يتحول جزء كبير من الودائع الإدخارية في البنوك الوطنية والأجنبية في اتجاه الإستثمار المالي بصفة عامة وإصدارات التخصيص بصفة خاصة. مما يخلق طلبا جديداً علي إصدارات التخصيص تسمح بإتساع نطاق برنامج التخصيص وزيادة فاعليته.

- وجود وانتشار الإيجابيات السابقة من المتوقع أن يحفز الأفراد ليس فقط في شراء اصدارات التخصيص بل المساهمة في تمويل الشركات الأخرى التي تعاني من إختلالات مالية، كما يعطي الفرصة لادارة هذه الشركات في اصدار أصول مالية جديدة تسمح بمواجهة المخاطر في السنوات الأولى واقتناص فرص الربحية في المراحل التالية (الأوراق القابلة للتحويل لأسهم).

- مع تطوير وتنمية سوق الأوراق المالية سوف تتولد فرصة قوية لإمكانية اعتماد البنك المركزي علي هذا السوق في تنفيذ سياساته النقدية من خلال عمليات السوق المفتوحة وهذا السلوك في حد ذاته سوف يضيف بعداً جديداً في اتجاه تطوير سوق الأوراق المالية.

بالرغم من أن مشاركة العمال في حيازه جزء من إصدارات التخصيص لشركات القطاع العام قد يكون له بُعد إجتماعي قوي إلا أن برامج مشاركة العمال في ملكية شركات القطاع العام يمكن أن تمارس دوراً هاماً في تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية بما لها من تأثير علي عمق واتساع السوق. ولكن حتي تتحقق المشاركة الفعالة في هذا المجال فإن الباحث يقترح :

« السماح للمنشآت التي تبيع حصة من إصداراتها إلي العاملين بها بإعتبار توزيعات هذه الأسهم من ضمن المصروفات التي يتعين خصمها من وعاء ضريبة أرباح الشركات وذلك في ظل شروط وقواعد معينة لاتؤثر سلبا علي سوق رأس المال.

* تشجيع المؤسسات علي تمويل برامج مشاركة العمال في ملكيه الأسهم من خلال

السماح بخضم فوائد القروض المخصصة لتمويل هذه البرامج من الضريبة علي الدخل، كما أن أقساط القروض والفوائد يمكن خصمها من توزيعات الأسهم الخاضعة للضريبة.

عاشراً : يتعين البحث باستمرار عن العوامل والأساليب التي يمكن من خلالها ضمان إستمرارية المعاملات في سوق الأوراق المالية، وزيادة عدد المشاركين وتنوعهم. فهذه الإستمرارية سوف تعطي الثقة للمتعاملين في السوق وتخلق البيئة الملائمة لإضافة متعاملين جدد. ويعتبر كفاءة نظام المعلومات حجر الزاوية في هذا المجال. فالعمل باستمرار علي تحقيق هذا النظام سوف تسمح بتوفير المعلومات بالكم المطلوب وبجودة عالية وفي توقيت ملائم وتكلفة منخفضة وبما يسمح في النهاية بترشيد قرارات الإستثمار المالي.

وفي ختام هذا البحث يتقدم الباحث بالشكر والثناء لله العلي القدير والذي بهديه اهتديت وينوره كان لي قصد السبيل.

سعيد عبد العزيز علي

الهوامش والملاحق

١ - وحي تحليل شامل لارباح شركات القطاع العام في مصر (٣٧٢ شركة) واعتماداً علي نتائج الحسابات الختامية في يونيو ١٩٩٠ اتضح أن نسبة الفائض إلي حجم رأس المال المستثمر لا يتعدى ٢,٨ - ٣,٥ ٪ انظر:

د. صلاح زين الدين، تحرير الاقتصاد ومستقبل التخطيط في مصر المؤتمر العلمي السنوي السادس عشر للاقتصاديين، ١٩٩١، ص ٦

- كما اتضح في احدي الدراسات أن القيمة المضافة لوحدة القطاع العام في مصر علي اساس الأسعار الاقتصادية هي قيمة سلبية، كما أن العبء المالي الصافي الناجم عن عمليات القطاع العام يمثل نسبة كبيرة من عجز الميزانية بلغت في كل من مصر وتركيا ما يعادل ٢٥٪ من الميزانية انظر: -

د. سعيد النجار، التخصصية والتصحيحات الهيكلية : القضايا الاساسية التخصصية والتصميمات الهيكلية في البلاد العربية . صندوق النقد العربي ديسمبر ١٩٨٨ .

* لمزيد من التفصيل انظر

John D. Donahue, Privatization Decision, Public ends, Private Means, Basic - Books Ind., 1989 - ch. 1 .

ونفس الكتاب بالعربية

جرن د. دونا هيو (ترجمة مصطفى غنيم) قرار التحول إلي القطاع الخاص، غايات عامة ووسائل خاصة، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية.

Adms C. & Cavendish W., and Percy S., Adjusting. Privatization, Case - Studies From Developing Countries, James Currey ltd. 1992. ch. 7-

٣ - فأسواق النقد هي تلك الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تقل مدتها عن سنة، بينما نجد أن اسواق رأس المال تمثل الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تزيد مدتها عن السنة.

* وفي نطاق اسواق رأس المال أيضا يميز البعض بين سوق رأس المال غير المالي Nonsecurities capital Market وسوق الأوراق المالية Securities Market والسوق

الأخير هو السوق الذي سوف ينال اهتمامنا في هذه الدراسة.

٤ - وفي الدول التي تتسم أسواقها بالصفز تتولي بعض البنوك التجارية هذه الوظيفة. والمؤسسة المالية المتخصصة (بنك الاستثمار) تقدم العون (نوعية الأوراق المصدرة واحجامها وتوقيت الأصدار..) للمؤسسات التي ترغب في الأصدار. كما أنها تقوم بتمويل الأسهم بغية إعادة بيعها للجمهور).

٥ - انظر : Schall, L., & Haley C., Introduction to Financial Management, N.Y : Mc Graw - Hill, 1988, P. 6.

٦ - انظر : Samuelson, P., Proof the Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, Industrial Management Review, Spring 1965, PP. 41 - 49.

٧ - لمزيد من التفصيل انظر :

د. منير هندي، الأوراق المالية واسواق رأس المال، منشأ المعارف بالأسكندرية، ١٩٩٣. ص ٥٠٠ : ٥٠٧.

٨ - يرى أنصار السوق الكفاء أن تحقق أرباح غير عادية لبعض المستثمرين علي حساب البعض الآخر يرجع فقط إلي الصدفة حيث لايمكن لأحد في ظل السوق الكفاء أن يتنبأ بالظروف التي يمكن في ظلها أن تتحقق مثل هذه الأرباح دون أن تكون هناك فرصة مماثلة ومتاحة للأخرين .

لمزيد من التفصيل انظر د. منير هندي، المرجع السابق. ص ٤٩٣.

٩ - يتفق ذلك مع تحقيق التوازن في الأجل الطويل سواء في سوق المنافسة الكاملة أو المنافسة الإحتكارية حيث تختفي الأرباح غير العادية تماما عندما يتعادل الإيراد الحدي مع التكلفة الحدية في الأجل الطويل.

١٠ - لمزيد من التفصيل انظر

Francis, J., Investment Analysis and Management (4th ed), N.Y : Mc Graw - Hill. 1986. P 526.

Huang, S. and Randall, M., Investment Analysis & Management (2nd ed)-

Boston: Allyn & Bacon, 1987, PP. 476 - 677.

١٢ - تعتمد كفاءة التشغيل علي حد كبير علي كفاءة التشغيل، فحتي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكلفة التي يتكبدها المستثمرين عند حدها الأدنى وما يشجعهم علي بذل الجهد للحصول علي المعلومات والبيانات الجديدة وتحليلها، ولتشجيع تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية صدر تشريع في الولايات المتحدة الامريكية في سنة ١٩٧٥ سمي بتشريع May day سمح للمنشآت بان تسجل اوراقها المالية في اكثر من سوق منظمة لخلق منافسة بين صناع السوق ومن ثم انخفاض التكلفة الاستثمارية. كما صدرت سلسلة من التشريعات تتناول تحديد عمولة السمسرة انتهت بجعلها تتحدد بالتفاوض.

١٣ - لمزيد من التفصيل عن كل من الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة انظر:

Schall & Haley, op cit, PP. 114 - 115. -

French D., Security and Portofolio Analysis, Concepts and Management, -

OH., Merrill Pu.b. 1989. P. 205 - 207.

Francis, op cit, PP. 82 - 85. -

وكذلك:

د / منير هندي، المرجع السابق، الفصل السابع عشر.

French D., op cit. P. 207. -

- ١٤

١٥ - لمزيد من التفصيل انظر:

Introductory- Haugen, R., Investment theory. N.J, Prentice - Hall, 1986. P. 477 - 479.

١٦ - انظر

Adam C. & Cavendish W. and Percy S. Mistry, op cit, PP. 83 - 84.

١٧ - انظر:

. الهيئة العامة لسوق المال - الادارة العامة للمعلومات .

. تقارير البنك المركزي (اعداد مختلفة).

* ثم الاعتماد في تحليل هذا الجزء علي البيانات الواردة :

. التقارير المختلفة للبنك المركزي خلال الفترة من ١٩٨٣ - ١٩٩٢.

- البنك المركزي، الادارة العامة للتنظيم والتدريب، معهد الدراسات المصرفية - دعم وتطوير سوق المال في مصر.

- سوق الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية.

- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال واللائحة التنفيذية

١٨ - لمزيد من التفصيل انظر:

Adam C. & Cavendish W. and Percy S., op cit. PP. 85 - 92.

Adam C. & O thers, op cit, P. 86. - ١٩

Adam C. & O thers, op cit. P. 88. - ٢١

٢٢ - د . منير هندي مرجع سابق

٢٣ - القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال . ص:

٢٤ - لمزيد من التفصيل انظر:

- Francis, op cit, PP. 80 - 81.

Bernstein, P.A., Liquidity, Stock Markets, and Market Makers, Financial Management, 16, 1987. PP. 54 - 62.

٢٥ - انظر

Adam C. & Cavendish W. and Percy S., op cit. PP. 91 - 92.

٢٧ - تم الوصول إلى المؤشرات العامة عن برنامج التخصيص وسوق رأس المال في جاميكا من خلال المصادر التالية :

Adam C., & O thers, op cit, ch. 7. -

Bank of Jamaica, Annual Report Bank of Jamaica, Programme For the Conversion of Jamaica External Debt into Equity Investment, Kingston, 1990.

Bank of Jamaica, Economic Bulletin (Various Issues). -

World Bank, Jamaica Adjusting under Changing External conditions, Report - No. 7753 - JM, World Bank, Washington Dc. 1989 - a.

Adam C., & O thers, op cit, p. 164. -

Adam C., & O thrs, Ibid, PP. 114 - 1160 -

- ٢٩

Attiat. F. and keith hartley, Privati Zation and Economic Efficiency, A Com- - ٣.
parative analysis of Developed and developing Countries, Adward Elgar,
1991, ch 11.

٣١ - لمزيد من التفصيل عن طريقة بيع اصول التخصيص وكيفية توزيعها ... الخ في

شركات CCC، JOJ و NCB انظر: Adam C., & O thrs, op cit, PP. 125 - 145.

٣٢ - لمزيد من التفصيل عن الإصدارات المالية الحديثة انظر:

Brigham E., Fundamentals of Financial Management (5 th ed) Dryden Press, -
1989, P. 480.

Chen A., and Kensiger J., Puttable Stock, Anew Innovation in Equity Financing, -
Financial Management (17) Spring 1988. PP. 27 - 37.

Francis, op cit. P. 36. -

Schall & Haley, P. 692. -

القيمة المرسمة للسوق في سوق رأس المال كنسبه من GNP

١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	١٩٨٦	١٩٨٥	١٩٨٤	١٩٨٣	١٩٨٢	١٩٨١	١٩٨٠	البيان
٢٤,٦	٢٣,٣	٢١,٦	٢١,٩	١٣,٢	٦	٣,١	٥,٤	٤,٣	٢	جاميكا
-	٥,٦	-	-	-	-	-	-	-	-	كينيا
١٠٦,٣	٦٧,١	٥٨,٦	٥٤,٢	٥٢	٥٧,٢	٧٦,١	٥١,٩	٦١,٢	٥٠,٦	ماليزيا
٦,١	٦,٧	٩,١	٦,٦	٦,١						سيريلانكا
١١	٦,٥	٨,٤	٧,٨	٦,٣	١٠,٧	١٣	١٧	١٧,٢	-	تايلاند Trinidad
١٠,٢	٨,٥	٥,٦	٥,٨	٦,٨	٤	٤,١	٦,١	٦,٤	٤,٤	الهند (بومباي)
٤,٦	٣,١	٣,٤	١,٨	٣	٣,٤	٣,٣	١,٦	٣,٢	٣	نيجيريا

Source: IFC, Emerging stock Markets Fact book, 1991

المصدر

دوران السوق كنسبه من الناتج القومي الأجمالي

Market tumoveras % of GNP. (٢) جدول رقم

١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	١٩٨٦	١٩٨٥	١٩٨٤	١٩٨٣	١٩٨٢	١٩٨١	١٩٨٠	البيان
٣,٣٢	٠,٧٣	٣,٥٠	٣,٧٨	١,٠٤	٠,٢٩	٠,١٤	٠,١٨	٠,٠٧	١,١١	جاميكا
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	كينيا
٠١٨,٣٧	٧,٥٥	١٣,١٠	٤,٢٥	٧,٤٨	٦,٥٦	١١,٣٤	٥,١٩	١٣,٩٩	١٠,٥	ماليزيا
٠,٠٤	٠,١٧	٠,١٦	٠,٠٨	٠,٠٥	-	-	-	-	-	سيريلانكا
١,٨٥	٠,٥٣	٠,٥٤	١,٠٩	٠,٨٣	٠,٩٧	١,٩٤	٣,٩٠	٠,٢٨	-	تايلان Trinidad
٦,٤٦	٤,٣٥	٣,٦٣	٤,٦٣	٢,٣٤	١,٩٤	١,١٦	٣,٦٨	٤,٠١	١,٦٠	الهند (بومباي)
٠,٠٢	٠,٠٢	٠,٠٢	٠,٠٣	٠,٠٢	٠,٠٢	٠,٠٢	٠,٠١	٠,٠١	٠,٠١	نيجيريا

Source: IFC, Emerging stock Markets Fact book, 1991.

جدول رقم (٣) الأداء لبورصة الأوراق المالية في جاميكا

أرقام الشركات المدرجه	القيمة السوقية للشركات التخصيصه بالدولالجاميكي بالمليون	(الوحدات) الحجم التجاري بالآلف	القيمتلتجاريبالدولار الجاميكي بالآلف	الرقم القياسي لأسعار السوق	السنوات
-	١٢٤,١	٧٣٩.	١٥١.	٦٦,٥٨	١٩٨٠.
-	٢٢٥,٨	٤١٩٦	٢٣٣٣	١٥٢,٢٣	١٩٨١
-	٣١٦	٥٥٤٢	١.١٥٦	٢١١,١٦	١٩٨٢
٣٢	٣٥٩,٢	٥١٨٥	٩٨٢.	٢٤٠,٣٨	١٩٨٣
٣١	٦٩٧,٧	٩٧٤٤	٢٦.٢٧	٤٦١,١٠	١٩٨٤
٣٢	١٤٥٦,٦	٣٧٦٤١	١١٦٦٧٩	٩٤١,٥٠	١٩٨٥
٣٥	٣.٨٥,٨	٥٩٢٥٢	٣٥٨٥١٢	١٤٩٩,٨٧	١٩٨٦
٣٩	٣٤٦٨,٧	٧١٨٧٦	٣٩٩٩٧١	١٥١٥,٠٩	١٩٨٧
٤٠	٤٢٩٧,١	٤٣٥٢١	١٣٦٧٣٨	١٤٣٩,٢٢	١٩٨٨
٤٠	٦٢٢٨,٤	٩٥٢١٥	٥١٦٤٣١	٢.٧٥,٨٥	١٩٨٩
-	٥٤٨٥,٩	٨٩٧٤	٤٠٤٠٥	١٩٠٤,٤٣	١٩٩٠
٤٠	٦٣١٩,١	٩٢.٢	٣٩١٩.	٢١٩١,٧٥	الربع الأول Q1 الربع الثاني Q2

Source : Stock Exchange yearbooks 1980 - 84, 1986, 1988 & 1989, Bank of Jamaica
annual Reviews, may berry investments Ltd and Iton, 1990

- Adam C., & Othess, op. cit., P. 165.

جدول رقم (٤)
الأدخار والاستثمار خلال الفترة (٧٧ - ١٩٨٧)
في جاميكا

١٩٨٧	١٩٨٦	١٩٨٥	١٩٨٤	١٩٨٣	١٩٨٢	١٩٨١	المعوسط خلال الفترة ١٩٨٠-٧٧	البيان
٣٥٥٨.٤	٢٤٦٨.٤	٢٧٨٦.٢	٢١٥٤.٥	١٥٥٦.٦	١٢٢٤.٤	١.٧٧.٢	٦٢٣.٤	الاستثمار
٨٢٨.٩	٦٧٥.٣	٩٦٧٢.٣	١٢٦٦.٢	٧٢٠.٤	٧١٢.٨	٦٦٨.٢	١٧٥	المدخرات
٢٧٢٩.٥	١٧٩٣.١	١١١٣.٩	٩٢٨.٣	٨٣٦.٢	٥١١.٦	٤.٩	٤٤٨.٤	الأجنبية
٨٧٩.٦	٦٧٢.٣	٦.٦.١	١١.-	١٣٩-	٦.٣.١-	٢١٢.٦-	٢.٩.٨-	المدخرات المحلية
١٨٤٩.٩	١١٢.٨	٥.٧.٨	١.٣٨.٣	٩٧٥.٢	١١١٤.٧	٦٢١.٦	٦٥٨.٢	O/W Public
٢٢.٦	١٨.٥	٢٥	٢٣	٢٢.٣	٢.٩	٢.٤	١٥.٥	Private
٥.٣	٥.١	١٥	١٣.١	١٠.٣	١٢.١	١٢.٦	٤.١	الاستثمار
١٧.٣	١٣.٤	١.	٩.٩	١٢	٨.٨	٧.٨	١١.٤	المدخرات
٥.٦	٥.١	٥.٤	١.٢-	٢-	١.٣-	٠.٤-	٥.٤	الأجنبية
١١.٧	٨.٣	٤.٦	١١.١	١٤	١٩.١	١١.٨	١٦.٩	المدخرات المحلية

Source : World Bank, 1989 a.

New issues on the Jamaican Stock Exchange

Company	Year	J\$m.
Royal Bank of Jamaica Ltd	1982	2.92
Carreras Group Ltd	1982	3.16
Seprod Group Ltd	1985	39.80
NCB Group Ltd	1986	88.70
Caribbean Cement Co. Ltd	1987	157.40
Hardware and Lumber Ltd	1987	8.00
CIBC Jamaica Ltd	1988	31.00
ToJ Ltd	1988	108.50
Mutual Security Bank	1989	32.00
Jamaica Citizens Bank	1990	20.00

Sources: Iton, 1990, and own data.

- Adam c., & Thers, op, cit., p. 164.

جدول رقم (٦)

Top ten companies by market capitalization: 1985, 1988 and 1989

Ass. with Priv.	1988 ranking and name	(1989 rank)	Value (J\$m.)		
			1985	1988	1989
•	1. Telecommunications of Jamaica Ltd	(2)	—	917.40	820.83
	2. Bank of Nova Scotia	(1)	203.28	569.18	1,048.92
	3. Desnoes and Geddes	(3)	100.00	479.17	415.48
•	4. National Commercial Bank	(7)	—	237.00	303.00
•	5. Caribbean Cement Ltd	(13)	—	210.04	150.04
	6. Wray and Nephew Group	(9)	180.00	180.00	248.70
	7. Carreras	(4)	91.02	166.11	391.39
	8. Grace Kennedy and Company	(8)	278.69	153.28	277.16
	9. Lascelles	(5)	136.80	144.00	386.40
•	10. Jamaica Banana Producers' Association	(11)	132.80	133.96	218.69
	Other:				
•	Seprod Group		62.51	85.82	88.34
•	W.I. Pulp and Paper		2.24	4.68	21.26
Total market capitalization (J\$m.):			1,456.60	4,297.07	6,228.40
Firms associated with privatizations as % of total			4.4	37.0	25.7
Value of four largest capitalizations (J\$m.):			798.77	2,202.75	2,676.62
Value of ten largest capitalizations (J\$m.):			1,383.13	3,190.15	4,423.80
Four-firm concentration ratio by capitalization:			54.8%	51.3%	43.0%
Ten-firm concentration ratio by capitalization:			95.0%	74.2%	71.0%
Four-firm concentration ratio by volume of equity traded:			60.2%	36.9%	43.9%
Ten-firm concentration ratio by volume of equity traded:			75.8%	59.5%	71.1%

Sources: Stock Exchange Yearbook 1988, Mayberry Investments Ltd, authors' work.

- Adam c., & Thers, op, cit., p. 66.