

تطور أسواق رأس المال

في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية (١)

1- مقدمة:

شهد الاقتصاد العالمي خلال العقد الماضي تغيرات واسعة على صعيد تحول ميزان القوى المالية والاقتصادية فيما بين مجموعات الدول المختلفة، وخاصة فيما بين الدول الصناعية الرئيسية. كما شهدت الأسواق المالية العالمية تغيرات مماثلة خلال الفترة ذاتها سواء من حيث حجم المعاملات أو من حيث تنوع الأدوات المستخدمة.

وقد أدت القيود التي كانت قد فرضت في السابق على دخول المؤسسات المالية في بعض الأنشطة والمبادلات إلى البحث عن وسائل بديلة للتخلص من هذه القيود. وبعد انتشار ظاهرة تدويل الأسواق وتحرير المؤسسات من القيود المفروضة عليها، أوجدت الأسواق المالية أدوات جديدة ضمن توجهات تهدف إلى إعادة توزيع المخاطر المتعددة في المعاملات المالية المحلية والخارجية. وقد كان للتدفقات الرأسمالية الضخمة خلال السنوات الأخيرة، وتغير توجهات الاستثمارات العالمية تأثيراتها الواضحة في الأسواق المالية. ولقد تمثل التأثير الكلي لهذه التدفقات في تعزيز دور الأسواق المالية في الوساطة الدولية وفي زيادة حدة المنافسة فيما بين مؤسساتها، وما ترتب على ذلك من تخفيض التكلفة للمستثمر وتضييق هوامش الربح للوسطاء.

وسأحاول، في لقائي معكم، أن أستعرض بإيجاز الملامح العريضة للاتجاهات الحديثة في أسواق رأس المال العالمية، واستجلاء انعكاساتها على أسواق الدول الأعضاء في مجلس التعاون لدول

(1) أُلقيت في ٦ مارس ١٩٩٠ في المنامة - البحرين، بمناسبة انعقاد مؤتمر التمويل والاستثمار في الشرق الأوسط.

الخليج العربية، وذلك تمهيداً لتحديد السمات الرئيسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون، وبالتالي تبيان المتطلبات الرئيسية لتنمية وتطوير أسواق رأس المال في مجموعة هذه الدول.

2- دور أسواق رأس المال:

توفر أسواق رأس المال ميكانيكية للوساطة المالية بين الوحدات ذات الفائض المالي والأخرى ذات العجز، ولذلك فهي تشكل شريانا لتدفق الموارد بين القطاعات الاقتصادية المختلفة. وتنمو أسواق رأس المال القوية من الحاجات الحقيقية للاقتصاد ولاسيما الحاجة إلى تمويل طويل الأجل، كما تتطور من خلال خدمة القطاعات المقيمة وغير المقيمة، وتزدهر في بيئة قانونية وتنظيمية مناسبة واقتصاد مستقر.

لقد شهدت أسواق رأس المال العالمية خلال العقد الماضي طفرة في نشاطها، حيث قدر إجمالي رؤوس الأموال في سوق الأوراق المالية العالمية بنحو ١٩ تريليون دولار في نهاية عام ١٩٨٨. وكانت الظاهرة الملفتة للنظر في عقد الثمانينيات ذلك النمو الهائل في حجم استثمارات المؤسسات الأجنبية من الدول الصناعية الرئيسية، حيث بلغت الموجودات من الأسهم التي يقتها مستثمرون أجانب ما نسبته ٦,٧% من رأسمال السوق العالمي، كما وصلت قيمتها الإجمالية إلى نحو ٦٤٠ بليون دولار في نهاية عام ١٩٨٨.

وقد اتسمت التطورات في الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة بأربعة اتجاهات متداخلة، يتوقع لها أن تستمر في المستقبل القريب. ويمثل الاتجاه الأول، التحرر من الضوابط التي تحكم المعاملات المالية في الأسواق المحلية للدول المختلفة والتي أدت إلى توسيع نطاق أنشطة عمليات الوساطة المالية والاستثمار. ويتمثل الاتجاه الثاني في تدويل الأسواق المالية وما ترتب على ذلك من توسعة النطاق الجغرافي للوساطة والاستثمار إلى ما هو أبعد من الحدود الوطنية أو

الإقليمية. ويستوجب هذا التطور من المخططين وواضعي إستراتيجيات عمل المؤسسات المالية والاستثمارية وصانعي السياسات في الجهات الرسمية ألا يغيب عن بالهم وهم يتخذون قراراتهم مختلف القوى التي تتفاعل في الأسواق الدولية. ويتمثل الاتجاه الثالث في المنافسة الشديدة في الأسواق الدولية مع توجه للاستفادة من وفورات الحجم الكبير بما في ذلك التخصص في الوساطة المالية والاستثمار. وقد تجلّى هذا الاتجاه في الاندفاع الملحوظ نحو عمليات الدمج وشراء الشركات والتي أدت إلى إعادة هيكلة الكثير من المؤسسات المالية الدولية، كما أن مختلف الجهات المشاركة في السوق، وبعض الهيئات المعنية، قد عملت على ترتيب أوضاعها للمستقبل في ضوء هذا التوجه. أما الاتجاه الرابع، فيتمثل في تحول الأسواق الرئيسية نحو تقديم التمويل من خلال أدوات جديدة في صورة إصدار أوراق مالية (Securitization).

ولقد برزت هذه الاتجاهات في مناخ اتسم بدرجة عالية من تقلبات الأسواق التي عززها جزئياً عدم استقرار أسعار الفائدة وأسعار الصرف في الدول الصناعية الرئيسية، وما ترتب على ذلك من تحول كبير في تدفقات رؤوس الأموال فيما بين الأسواق والقطاعات. وكان أحد أبرز نتائج هذا المناخ استحداث أدوات جديدة مثل الخيارات والعقود الآجلة والتي تهدف إلى إعادة توزيع مختلف أنواع المخاطر، وبخاصة مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف. ومن النتائج الأخرى، قيام السلطات في كثير من الدول، سواء الرئيسية وغير الرئيسية منها، بإعادة النظر في إطار عملها التنظيمي والإشرافي، وتعديله ليتماشى مع التحولات في أسواق رأس المال العالمية. وهناك في الوقت الحاضر، على سبيل المثال، مزيد من التركيز على متطلبات كفاية رأس المال للبنوك الدولية، كما أن هناك تحركات نحو التنسيق الدولي بشأن حدود الانكشاف المقبولة لدى البنوك الناتجة عن تركيز الائتمان، وكذلك المخاطر المصرفية الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة وتقلبات أسعار السوق للأوراق المالية.

وفي العقد الماضي، فإن التدفقات العالمية لرأس المال لم تعكس، في أحيان كثيرة، دوافع استثمارية طويلة الأجل. إذ نجمت حركة التدفق في هذه الأموال، غالباً، عن الفوارق في مستويات الادخارات القومية في الاقتصادات الرئيسية. ولما كانت التدفقات الرأسمالية تعكس في الوقت الحاضر، وإلى حد كبير، اختلالات محلية قصيرة الأجل بين إجمالي العرض والطلب في الدول الصناعية الرئيسية، لذلك فقد عملت هذه التدفقات خلال السنوات الأخيرة على زيادة التقلبات في أسواق رأس المال.

ومع اعتقادنا بأن جانباً من هذه التدفقات المالية كان يمكن أن يأخذ طريقه إلى دول نامية تعكس أوضاعها الاقتصادية وجود حاجة حقيقية لاستثمارات طويلة الأجل، إلا أن هناك مجموعة عوامل خاصة بهذه البلدان برزت خلال السنوات الأخيرة بصورة ترتب عليها تضائل في حجم التدفقات المالية الموجهة إلى هذه الدول.

3- أسواق رأس المال في الدول الأعضاء في مجلس التعاون لدول الخليج العربية:

تهيمن البنوك التجارية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية على القطاعات المالية في هذه الدول، وهناك اعتماد كبير على الائتمان المصرفي التقليدي لتمويل الأنشطة الاقتصادية. كذلك فإن أسهم البنوك تبدو مهيمنة على التداول في أسواق الأوراق المالية. من جانب آخر، فإن الأسهم المدرجة في السوق مقتصرة على أسهم بعض الشركات المحلية كما هو الحال في كل من الكويت، والسعودية، ودولة الإمارات العربية المتحدة، وعمان، والبحرين. وقد سجلت أسواق الأسهم في هذه البلدان نمواً ملحوظاً في بداية الثمانينيات وما لبث هذا الأداء أن تراجع بعد ذلك، وإن كان قد شهد تحسناً خلال عام ١٩٨٩ في أسواق كل من المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة. وفي المملكة العربية السعودية بالذات سجلت أسعار الأسهم ارتفاعاً كبيراً، فقد ارتفعت قيمة إجمالي الأسهم المتداولة ٧٠% خلال عام

١٩٨٩، ووصلت ٣,٤ بلايين ريال، بينما ارتفعت كمية الأسهم المتداولة بنسبة ٥٥% فقط. وفي الكويت سجلت البورصة تراجعاً ملحوظاً خلال العامين الماضيين. فقد تضاعفت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ١٩٨٧، لتزيد عن ٨٢٨ مليون دينار، ثم تراجعت القيمة الإجمالية بعد ذلك إلى ٧١٠ ملايين دينار خلال عام ١٩٨٨، وإلى ٥٠٢ مليون دينار خلال عام ١٩٨٩. وقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة بشكل حاد خلال عامي ١٩٨٧ و ١٩٨٨، ثم سجل تراجعاً بحوالي النصف خلال عام ١٩٨٩.

ونجد أن أحد المشاكل الرئيسية التي تواجه الأسواق المالية في دول المجلس يتعلق بعدم وجود بورصة رسمية في معظم الدول، باستثناء الكويت، والبحرين وعمان في الآونة الأخيرة. ويؤدي ذلك بدوره إلى صعوبات في الحصول على المعلومات واختيار المؤشرات المناسبة لسوق الأوراق المالية.

وتتسم أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية بعدة ملامح مشتركة تتمثل في التالي:

أ - يعتبر سوق الأوراق المالية القطاع المهيمن في أسواق رأس المال في تلك الدول، حيث أن إصدارات السندات والأدوات الأخرى من قبل مؤسسات القطاع الخاص لم تتخذ مكانتها لغاية الآن كأحد الأساليب الشائعة في التمويل.

ب - إن عدم وجود مؤسسات صانعة للسوق، والتي تشكل العمود الفقري لهذه الأسواق، يعتبر من المعوقات التي تؤثر على سيولة السوق وبالتالي تحد من هذه الأسواق ونموها. كما أن غياب الدور الفعال للمؤسسات الصانعة للسوق الثانوي يعتبر بالتالي من العوامل التي غالباً ما تحد من مشاركة المستثمرين الأجانب.

ج - افتقار تلك الأسواق إلى العمق اللازم لتطورها ونموها، حيث أن الأسهم المدرجة فيها مقصورة على الشركات المحلية والتي غالباً ما تكون بنوكاً أو شركات تأمين، وبعض الشركات الصناعية الكبيرة.

د - كذلك تتسم أسواق الأسهم في هذه البلدان بصغر حجم الشركات المدرجة ومحدودية أنشطتها.

هـ - محدودية الأدوات المالية الأخرى من سندات وغيرها، بما في ذلك ضالة حجم ما هو مصدر منها ومحدودية التنوع في فترات الاستحقاق. بيد أن إصدار أدوات الدين العام على شكل أذونات وسندات الخزنة في السنوات القليلة الماضية قد أدخل أدوات مالية جديدة وهامة إلى الأسواق المحلية. وخلال المدة منذ شهر نوفمبر من عام ١٩٨٧ حتى الآن تجاوزت إصدارات أدوات الدين العام في الكويت ما قيمته ١٠,٦ بلايين دينار كويتي، استحق منها حوالي ٨,٣ بلايين دينار، ويبلغ الرصيد القائم حوالي ٢,٣ بليون دينار. ومما لا شك فيه أن مثل هذا الحجم من الإصدارات خلال هذه الفترة أتاح فرصاً للاستثمار في هذه الأدوات وتداولها. ونجد أن عمليات البنك المركزي في سوق أذونات الخزنة سجلت متوسطاً شهرياً بلغ حوالي ١٥٤ مليون دينار خلال عام ١٩٨٩. وعلى عكس الوضع في سوق الأسهم، فقد كانت المؤسسات هي المهيمنة على الأسواق الثانوية لإصدارات أدوات الدين العام في الكويت. أما السندات الصادرة عن القطاع الخاص فإنها لا تزال محدودة في عددها وحجمها. فعلى سبيل المثال، بلغت قيمة إجمالي السندات المقومة بالدينار الكويتي والمسجلة في سوق الأوراق المالية منذ عام ١٩٨٥ نحو ٢٠٦ ملايين دينار كويتي، منها ١٢١ مليوناً تم إصداره من جانب شركات كويتية. أما معدل الدوران الإسمي لهذه السندات خلال عام ١٩٨٩ فقد وصل إلى نحو ١٦ مليون دينار، في حين تمت خلال ذلك العام ٢٠ معاملة فقط.

وفي الوقت ذاته، قامت السلطات السعودية بإصدار سندات لتمويل العجز في ميزانية الدولة منذ عام ١٩٨٨، ويتوقع أن يتم إصدار ما قيمته ٢٥ بليون ريال خلال العام الحالي. ونجد أيضاً أن إصدار أذونات الخزانة في البحرين كان محدوداً وبلغت قيمته ١٣٢,٥ مليون دينار في أكتوبر عام ١٩٨٩.

وترجع أهمية المعاملات المالية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية إلى فترة ما قبل النفط، علاوة على أن هذه المنطقة، كما تعلمون، تتمتع دائماً بتقاليد تجارية راسخة، وهناك عادة علاقة قوية بين الخدمات المتعلقة بالتجارة والتمويل. وتتوافر لدى بعض الدول الخليجية مقومات لقيام أسواق رأس المال في المستقبل، وذلك استناداً إلى الخبرة السابقة لهذه الدول في مجال تطوير مؤسساتها المالية، وفي مجال التعامل مع الأسواق الدولية والاستثمار في تلك الأسواق خلال فترة ربع القرن الماضية. وفي الواقع بدت بعض الأسواق المالية لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية خلال نهاية عقد السبعينيات وكأنها على مشارف مرحلة الانطلاق، حيث ازداد النشاط في تلك الأسواق واستطاعت المؤسسات المحلية أن تعزز حضورها الدولي في أسواق رأس المال.

ولقد أدت التطورات التي شهدتها بداية عقد الثمانينيات إلى إبراز نتائج التقلبات والمشكلات التي واجهت اقتصادات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، وبالتالي الأسواق المالية في تلك الدول وما أكدته هذه التجربة من ضرورة اتخاذ الإجراءات التصحيحية، وذلك على النحو التالي:

أولاً: جاءت التطورات التي شهدتها أسواق النفط الدولية وما أحدثته من تأثيرات حادة في الاقتصادات المحلية لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية لتؤكد من جديد أهمية معالجة قضية عدم الاستقرار الاقتصادي الناجمة عن الاعتماد الواسع لهذه الدول على مورد أولي

وحيده هو النفط. وقد أكدت هذه التطورات مدى الحاجة إلى تطوير قطاعات اقتصادية مكملة لتشكيل مصادر جديدة للقيمة المضافة، وكذلك الإسهام في استقرار النشاط الاقتصادي.

ثانياً: أبرزت الأزمة التي واجهتها الأسواق المالية المحلية الحاجة إلى مراجعة وإعادة تقييم الضوابط والإجراءات في السوق، بما في ذلك ضرورة وضع ضوابط وإجراءات للهيكل المؤسسي.

ثالثاً: في الوقت الذي كانت فيه أسواق رأس المال المحلية تحاول جاهدة للتغلب على الأزمة التي ظهرت في الأعوام الأولى من عقد الثمانينيات، وذلك عن طريق تخفيض النفقات واستخدام ضوابط أكثر سلامة وتشدداً، اكتسبت تدفقات رؤوس الأموال وعمليات إدارة الأموال الدولية أهمية متزايدة على المستوى الدولي. ولذلك فإن عدداً كبيراً من مؤسساتنا لم يتمكن من استغلال الفرص التي أتاحتها ذلك التوسع الملموس في أسواق رأس المال العالمية خلال هذه الفترة.

وفي الوقت الحالي، تتوافر احتمالات وإمكانات كبيرة أمام أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية لتوسع من هذا النوع، وذلك اعتماداً على الدور التقليدي للمنطقة في مجال تصدير رؤوس الأموال وعلى الخبرة الواسعة التي تم اكتسابها في مجالي المال والاستثمار على مدى أعوام ربع القرن الماضي. إلا أن أسواق رأس المال لدينا تتأثر سلباً بالعديد من الأمور التي ينبغي معالجتها على وجه السرعة.

فعلى سبيل المثال، يهيمن القطاع العام على الاقتصادات المحلية وله دوره المميز والملموس من حيث أسلوب تمويل بعض هذه النشاطات. ذلك أن المشاريع الكبرى لا يتم تمويلها من خلال السوق، حيث تتولى ذلك مؤسسات القطاع العام وبتحويل من ميزانية الدولة. يضاف إلى

ذلك أن ملكية الدولة أو تسلمها مقاليد الأمور في الكثير من الشركات أدى إلى تخفيض حجم الأسهم المتاحة لاستثمارات القطاع الخاص. علاوة على ذلك، فقد أدى اعتماد هذه الشركات على الدعم المباشر وغير المباشر من الدولة إلى إضعاف الحافز لتمويل هذه الشركات أو زيادة رؤوس أموالها من خلال آلية عمل السوق. وأخيراً، تزداد هذه الأسواق ضعفاً بسبب محدودية الأسهم المتداولة وغياب صناع السوق، وما يترتب على ذلك من ضعف في درجة سيولة هذه الأصول ومعدلات عوائدها المتوقعة. وثمة عوامل أخرى على درجة من الأهمية منها عدم توافر معلومات كافية منشورة عن الشركات المتداول أسهمها، إضافة إلى محدودية مجالات أنشطتها والتي من شأنها أن تحد من الاهتمام الجاد للمستثمر بتلك الأسهم.

والسؤال المطروح الآن: ما هي المتطلبات لتطوير أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية؟ في اعتقادي، أن العمل ينبغي أن يتم في عدة اتجاهات وعلى مستويات مختلفة، وذلك لكي نصل بأسواقنا إلى الموقع الذي يمكنها من التوسع والتطور في مناخ دولي شديد المنافسة والتقلب. وإن كانت متطلبات مثل هذا التطوير لا بد وأن تنطلق من معطيات محلية خاصة بالسياسات الاقتصادية لهذه الدول وتوجهاتها التنموية، إلا أن هناك جوانب أساسية لهذا التطوير منها ما يلي:

أولاً: ضرورة مراجعة الأطر القانونية والتنظيمية للمعاملات المالية، بما في ذلك اتخاذ الخطوات التي تهدف إلى التأكد من أن الإجراءات لن تقف عائقاً أمام تطور سوق رأس المال. ومثل هذه الضوابط والإجراءات لا بد وأن توفر أساساً سليماً لمؤسسات وممارسات قانونية مع الاحتفاظ بدرجة من المرونة التي من شأنها السماح باتخاذ إجراءات معينة كتحويل الشركات الخاصة ذات الأداء الجيد إلى شركات مساهمة عامة، وتأسيس صناديق استثمار متنوعة. وفي ضوء تدويل الأسواق العالمية وتحريرها من الإجراءات المتعلقة بالمعاملات المالية، فإن الإطار

القانوني المنظم لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية يجب أن يتماشى مع الأطر السائدة في باقي دول العالم. ويعتبر هذا المطلب من القضايا الهامة، نظراً لأن أسواقنا ومؤسساتنا المالية مضطرة للدخول في منافسة أكثر قوة مع المراكز والمؤسسات الأجنبية.

ثانياً: ضرورة تغيير أساليب تمويل نشاطات معينة، وبخاصة من جانب المؤسسات التي يملكها القطاع العام. وهناك نشاطات متعددة يقوم القطاع الخاص بتنفيذها في معظم النظم الاقتصادية التي تستند إلى آليات السوق، ولكن ثمة عوامل مختلفة أدت في الماضي إلى قيام الحكومة بتولي المسؤولية عن هذه النشاطات. كما أعتقد أن هناك العديد من القطاعات التي ينبغي أن تناط أنشطتها بالقطاع الخاص، بما في ذلك الإسكان وبعض المرافق العامة. إذ أن أية تغييرات من شأنها ترشيد العلاقات فيما بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، بما في ذلك إعادة تخصيص أفضل لهذه الموارد، سيكون لها نتائج إيجابية فيما يتعلق بتشجيع تطور أسواق رأس المال ونموها.

ثالثاً: إن القيام بتحويل جانب كبير من ممتلكات القطاع العام من الأسهم إلى القطاع الخاص يعتبر عملية في غاية الأهمية في المدى المتوسط، لأن من شأن ذلك أن يتيح أصولاً جديدة للتداول في السوق، وأن يؤدي إلى زيادة في تمويل الأنشطة من خلال سوق رأس المال. وستكون المحصلة النهائية لذلك تحسناً إجمالياً في أداء الاقتصاد الكلي.

رابعاً: من الأهمية بمكان تشجيع الأسواق المكتملة، كأسواق التداول المستقبلي، بحيث تتطور بدورها ضمن إطار تنظيمي ملائم.

خامساً: تستوجب عملية تطوير أسواق الأسهم المحلية في دول مجلس التعاون الخليجي تشجيع ربط هذه الأسواق مع الأسواق العالمية الرئيسية، بما في ذلك إدراج أسهم الشركات الدولية الرئيسية وإصدارات السندات الدولية الممتازة.

سادساً: أن بعض التغيرات التي أشير إليها سابقاً من شأنها خلق تحديات وضغوط جديدة على الهيكل المؤسسي للنظام المالي. ولذلك فقد تنشأ هناك حاجة، غالباً، لإعادة النظر في الهياكل المؤسسية القائمة وتعديلها عند الضرورة.

أخيراً، فإنه لا يجوز إغفال أهمية السياسة النقدية كعامل يعتبر على درجة من الحسم في تحديد مسار تطور أسواق رأس المال لدينا. وكما نعلم جميعاً، فإن السياسة النقدية تلعب الدور الرئيسي في استقرار أسواق رأس المال. وقد أكدت تجربة الأسواق العالمية الرئيسية في شهر أكتوبر من أعوام ١٩٢٩ و ١٩٨٧ و ١٩٨٩ أهمية الدور الذي تلعبه السياسة النقدية في إدارة واحتواء تقلبات تلك الأسواق.

ولذلك، فإنه من الأهمية بمكان أن يكون لدى البنوك المركزية لدول المنطقة الأدوات الملائمة للتأثير في السيولة وتكلفة الأموال في سوق متنوع لرأس المال، إضافة إلى أهمية أن تكون تلك البنوك مجهزة باستخدام مثل هذه الأدوات.