

الأسواق المالية في الدول النامية

مع الإشارة بوجه خاص الى تجارب الدول الأفريقية

د. أحمد فهمي امام (*)

ترتب على التطور السريع الذي طرأ على العالم وخاصة في فترة ما بعد الحرب الثانية وعلى زيادة الاتصال بين الشعوب والحكومات أن ازداد تصميم الدول النامية على ضرورة البدء الفوري لبرامج التنمية والتخطيط في كلا المجالين الاقتصادي والاجتماعي .

غير أنه كان على الدول النامية عند وضعها لهذه البرامج أن تواجه مشاكل كبرى مثل ضخامة المبالغ اللازمة لتمويل مشروعات التنمية إذا ما أريد للتنمية الاقتصادية والاجتماعية أن تحدث أثرها نظراً لحالة التخلف التي تعاني منها الدول النامية ولارتفاع معدلات سكانها من ناحية أخرى . ولا شك أن حصول الدول النامية في الوقت الحاضر على الأموال اللازمة لبرامج التنمية أصبح أمراً شاقاً أكثر مما كان عليه الحال بالنسبة لمعظم الدول المتقدمة إذ أن هذه الدول الأخيرة قد حصلت على هذه الأموال خلال القرنين الماضيين بوسائل سهلة لا يمكن للدول النامية سواء من حيث المبدأ أو من حيث الواقع أن تلجأ إليها . ومما يزيد من صعوبة الحصول على الأموال اللازمة هو قصور الاقتصاد الحالي للدول النامية على إمكان توفير هذه الأموال نظراً لاعتماد هذا الاقتصاد في الغالبية العظمى على تصدير

(*) خبير الشؤون المالية والاقتصادية بالبنك الأوروبي العربي

بيروكسل .

الحاصلات الزراعية أو المواد الخام والتي تخضع أسعارها ومعدلات تصريفها في الأسواق العالمية لتحكم الدول المتقدمة - اقتصاديا ليس هذا فحسب بل أن كثيرا من الدول الصناعية لجأت في السنوات الأخيرة الى اتباع وسائل حماية ضارة باقتصاديات الدول النامية بالإضافة الى تكوين تكتلات اقتصادية تتمتع بوسائل حماية جماعية الأمر الذي أدى وسيؤدي الى إلحاق الضرر بتجارة الدول النامية الخارجية وبالتالي برامج التنمية اللازمة لشعوب هذه الدول •

ومن خلال الحقائق السابقة وارتكازا على الوعي الأكيد لدى الدول النامية نشأت الفكرة الى ضرورة تطوير القطاع المالي وبالذات نحو انشاء أسواق مالية في داخل كل منها باعتبار أن الحاجة الى المال أصبحت ضرورة لا يمكن مناقشتها وأن توفير هذا المال والمشاركة في جهد التنمية أصبح واجب على رعايا الدول النامية أنفسهم وأن مشاركتهم الايجابية في تنمية اقتصاديات بلادهم هي أنسب الحلول للتوصل الى الوسائل والحلول التي تمكنها على حصول شعوبها على تحقيق أمانها المشروعة في حياة كريمة •

ولا شك أنه اذا نظرنا الى العلاقات المالية الدولية بين الدول النامية والدول المتقدمة نجد أن هذه العلاقات لم تحقق النجاح المرجو لها مما أدى الى ترك مسائل التنمية الى شعوب هذه الدول •

وموضوع بحثنا الآن هو عن الأسواق المالية في الدول النامية ومدى امكانية تطويرها • وربما يكون هذا البحث من الصعوبة بمكان نظرا لما تلاحظه دائما من وجود اتصال وثيق بين النمو الاقتصادي للدولة ونموها المالي فزيادة الدخل القومي والتنمية داخل الدولة ينعكس لاشك على ادخاراتها وبالتالي استثماراتها • فمصادر التمويل الداخلية الرئيسية أي الادخار وهو الأساس الأول لوجود سوق مالي تكاد تكون ضئيلة أو منعدمة ولكن هذا لا يمنع من أنها موجودة وهي من الكبر أيضا وان اتخذت أشكالا مختلفة والمشكلة

هى فى كىفية تنمية هذه الادخارات وتطويرها • فتجميع هذه المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات يمثل الركيزة فى عمليات التنمية وبالتالى نحو وجود سوق مالى وتقتضى دراسة هذا الموضوع التعرض بالبحث للموضوعات الآتية :

- ١ - أهمية سوق المال للدول النامية •
- ٢ - الدور الذى يمكن أن يلعبه وجود سوق مالى فى الدول النامية •
- ٣ - التخلف والادخار فى الدول النامية •
- ٤ - شروط عمل السوق المالى فى الدول النامية •
- ٥ - العوامل التى تؤثر على ظهور الأسواق المالية فى أفريقيا •
- ٦ - التجارب الأفريقية •
- ٧ - دور الحكومات فى تكوين سوق مالى فى الدول النامية •
- ٨ - أمثلة عملية للأسواق المالية فى الدول الافريقية •
- ٩ - تطور الأسواق المالية فى أفريقيا •

١ - أهمية الأسواق المالية للدول النامية

تعريف السوق المالى والبورصة والفرق بينهما :

السوق المالى هو سوق الادخارات المتوسطة والطويلة الأجل أما البورصة فهو المكان الذى تباع فيه وتشتري هذه الادخارات وهو على عكس السوق النقدي أو سوق الادخار قصير الأجل فنطاق التعامل فيه هو البنوك وحسابات التوفير وعلى هذا فان السوق المالى هو المكان الذى تعرض فيه الادخارات المتاحة لأجل استثمارها لمدة متوسطة أو طويلة الأجل لذلك فان من أهم عوامل نمو السوق هو حجم

الادخارات ومقدار ما يعرض منها للاستثمار بواسطة السوق كذلك مقدار الطلب على الأموال الطويلة الأجل . فالسوق المالية على هذا الأساس مرتبطة الى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي وبالتالي لا يمكن تنميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية المطبقة .

ونظرا لحاجة المشروعات لرؤوس أموال ثابتة ومتغيرة بمقادير تزيد عما يتمكن أفراد قلائل من تأمينه فان الأسواق المالية تواجه ذلك عن طريق توظيف الادخارات في أوراق مالية تمثل حق ملكية أسهم أو حقوق دين على الجهات التي تصدرها والتي تحتاج الى أموال طويلة الأجل وتقوم ببيعها للمدخرين أو المؤسسات التي تقوم بتجميع المدخرات بقصد استثمارها . ومن هنا كانت أهمية أسواق الأوراق المالية بمعناها الواسع فهي سوق تباع وتشتري فيها الحقوق على الثروة والتي تعطى نتيجة لذلك سيولة للأوراق المالية تشجع المدخر على التوظيف فيها .

كذلك فان تأمين السيولة عن طريق ايداع المدخرات في مؤسسات تقدم بتوظيفها في أوراق مالية أو قروض وتتعهد في نفس الوقت بدفع كامل قيمة الأوراق المودعة وذلك عند الطلب أو بعد مهلة محددة من شأنه استقرار عمل السوق نفسه . لذلك فان جميع المؤسسات المالية المذكورة وكذلك الأفراد الذين يتعاملون في الأموال طويلة الأجل ويساعدون على انتقالها من المدخر الى المشروعات التي تحتاج اليها هم جزء من السوق المالية ، كذلك سوق السندات الحكومية هي جزء من السوق المالية اذ أنها سوق للأموال طويلة الأجل . وتمثل البورصة أهم أجهزة السوق المالية ويمكن تعريف البورصة بأنها تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض بالطلب بوسيلة من وسائل الاتصال المألوفة واجراء التعامل بأوراق مالية معينة تتوافر فيها شروط محددة وفقا لقواعد ونظم معينة .

مزايا السوق المالية للدول النامية :

من التعريف السابق يتبين :

(أ) أن السوق المالى وسيلة هامة لتجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج فى القطاعين العام والخاص بالإضافة فان توسع وتنوع فرص الاستثمار المنتج فى القطاعين العام والخاص مع توافر الظروف المشجعة الأخرى يؤدى فى الغالب الى رفع الانتاجية الجديدة لرأس المآل وبالتالي يحفز المدخرات الوطنية فتزيد مصادر التمويل المحلى اللازمة لتنفيذ الخطة .

(ب) تواجه السياسة المالية التى تعرضها الحكومات فى الدول النامية صعوبات كبيرة عند التطبيق وربما أفتت بنتائج مغايرة لما هو مرسوم لها ويعود السبب الأول فى ذلك الى عدم وجود السوق المالية أو ضعفها ان وجدت . وهكذا فان السوق المالية النشطة ان وجدت من شأنها أن تمهد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياسة المالية والنقدية ليكملا بعضها البعض بهدف التأثير فى حجم الطلب الكلى ولبلوغ الهدف المنشود الذى تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة فى كل حالة على حده .

(ج) يحفز وجود سوق مالى النشاطات الاقتصادية فى القطاعات الأخرى وبالتالي يدعم النشاط الوطنى ويقوى روابطه بالاقتصاد العالمى ويضفى عليه أهمية كبرى فى المجال الدولى مما يؤدى الى جذب المدخرات الأجنبية لاستثمارها فى المشروعات المختلفة .

٢ - الدور الذى يمكن أن يلعبه وجود سوق مالى

نظرا للحجم الكبير الذى تحتاجه الدول النامية من رؤوس الأموال وبالذات فى تلك الدول التى لا تتوافر فيها المرافق العامة أو التعليم أو حتى لأجل تنمية الزراعة والصناعة فان التأكيد على أهمية رؤوس الأموال ليست موضع بحث فى مجال التنمية .

ونظرا لندرة الأموال لقلّة حجم الادخارات فى معظم الدول النامية فان السؤال الذى يطرح هو ماهى ضرورة وجود سوق مالى ؟ والاجابة على هذا السؤال ترتكز أساسا على الدور المتوقع والذى قد يلعبه سوق مالى هو والمؤسسات المالية فى تمويل التنمية الاقتصادية .

والحاجة الى سوق مالى قد تنبع جزئيا من حاجة الحكومة الى الاقتراض من السوق الداخلى وحاجة القطاع الخاص لرؤوس الأموال من أجل انشاء وتنمية مشروعاتهم فوجود سوق مالى قد يسمح بايجاد نوع من التوافق بين الاستثمار والادخار ، وحجم السوق والعمليات التى تتداول فيه يعتمد على عوامل مختلفة أهمها وجود ادخار وطنى وعلى وجود طلب فعلى من جانب المستثمرين وعلى درجة تدخل الدولة فى تنظيم شؤونها الاقتصادية والمالية (١) .

فسوق المال يمكن أن يلعب دوره كهمزة وصل بين المقترضين والمدخرين كذلك فان وجود سوق مالى سوف يسهل عملية شراء وبيع سندات الديون المختلفة خلال التعامل فى السوق أو البورصة . هاتين العمليتين تقتضيان تنظيم بعض المؤسسات وانشاء البعض الآخر وهو ما يطلق عليه مجموعة هيئات أسواق المال فربط المقترضين بالمدخرين يتطلب تنظيم دور الوسطاء المالىين القادرين على تحريك الادخارات البسيطة للجمهور وتحويلها الى استثمار حيث يوجد الطلب على رؤوس الأموال . فالبورصة لاتسمح فقط بتداول الأوراق المالية بل أيضا فى تسهيل عملية اصدار أوراق جديدة . وعلى أساس هذا العمل أو هذه الوظائف فان وجود سوق مالى فى اقتصاد حر أو فى اقتصاد يلعب فيه القطاع الخاص دوره هو أمر متوقع أو مرغوب فيه حتى ولو فى حدود ضيقه .

(1) Edward Arowals.

— The development of capital markets in Staff Papers I.M.F., p. 420, 1972.

ولا شك أن السوق المالى يمكن أن يلعب دوره فى نطاق :

(أ) عمل البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المختلطة بها وذلك لما يتوافر لديهم من احتياطات تستوجب رصدها فى سندات مضمونة انفاذة وقابلة للتحويل الى نقود فى أى وقت • ان وجود بورصة مالية فى الدول النامية يجنب هذه المؤسسات اللتجاء الى السوق الدولية لتحقيق نفس الفرص المشار اليه •

(ب) الدولة والهيئات الحكومية والتي ترغب فى القيام بتكوين البنية الأساسية للاستثمار والتي لا تكون مفتحة للجيل الحاضر ولا تدر دخلا أو ربحا الا للأجيال القادمة لذلك يتحتم عليها توزيع عبء تحملها على سنين قادمة فى شكل قروض طويلة ومتوسطة الأجل بدلا من فرضها ضرائب باهظة والتي تؤدى الى شل الحياة الاقتصادية الحاضرة •

(ج) الى جانب الدولة والهيئات العامة هناك أيضا أصحاب الأعمال الصناعية الذين يرغبون فى اقامة مصانع جديدة أو توسيع وتطوير المعدات الموجودة فى الحالة الأولى يعمدون الى تكوين شركات ودعوة المدخرين الى المساهمة معهم وفى الحالة الثانية يميلون الى الزيادة فى رأس المال بتقوية نصيب المساهمين أو قبول مساهمين جدد أو اصدار قروض أو الاثنين معا •

٣ - التخلف والادخار فى الدول النامية

الادخار هو المرحلة الأولى فى عملية تكوين رأس المال تعقبه مرحلة تعبئة المدخرات على حين تتحصل المرحلة التالية فى تحويل هذه المدخرات الى تجهيزات انتاجية و سلع استثمارية • وهكذا فان كبح جماح الاستهلاك بقصد زيادة الادخار لا يجدى شيئا مالم يأتى مصحوبا بالسياسات الكفيلة بتعبئة المدخرات وتوجيهها الى وجوه الاستثمار المرغوب فيها • أضف الى ذلك أنه لما كان الادخار هو الامتناع عن

الاستهلاك فان له دورا مزدوجا يلعبه فى عملية التنمية فالادخار لا يؤدي فقط الى تدبير الموارد اللازمة لتمويل التنمية وانما يتسنى بمقتضاه تقييد الاستهلاك وبالتالي الحد من الضغط التضخمى .

والآن ماهو الادخار الوطنى ؟ الادخار الوطنى هو الجزء من الدخل الفردى أو الجزء من دخل المشروعات أو حتى الجزء من إيرادات الدولة الذى لم يخصص للاستهلاك وعلى هذا يمكن تقرير أن هناك ادخارا وطنيا اذا كانت الجماعة الوطنية لم تستهلك كل دخلها فالفرق بين مجموع الدخل ومجموع الاستهلاك هو الادخار الوطنى .

وبالنسبة للدول النامية فإنه من الثابت أن القطاعات التى لديها فائض فى رأس المال هى القطاعات العائلية فهى الوحيدة القادرة على تقديم ادخاراتها من أجل التنمية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أما بالنسبة لقطاع الأعمال والقطاع الحكومى فهى من القطاعات التى فى حاجة ماسة لرؤوس الأموال . فحتى تكون هناك تنمية فلا بد من ايجاد توازن بين عرض وطلب الادخار بالاضافة فان هناك أدوات مالية لا يمكن استعمالها الا اذا زاد حجم الادخار .

وفى دراسة قدمتها جامعة ييل الأمريكية عام ١٩٧٠ متعلقة بالادخار فى ١٤ دولة متقدمة وعشر دول نامية ظهر أن قطاع الادخار العائلى فى كلا المجموعتين من الدول قد استطاع أن يحقق نوعا من التعادل بين الطلب على النقود للاستثمار وعرضها من جانب المدخرين . ونظرا للادخار من أهمية فى تكوين سوق مالى فهذا يقتضى منا معرفة :

- (أ) أشكال الادخار بوجه عام فى الدول النامية .
- (ب) العوامل التى ترتبط بالادخار وتؤثر فيه .
- (ج) تجارب الدول المختلفة فيما يتعلق برغبتها فى زيادة الادخار .

(١) أشكال الادخارات فى الدول النامية

١ - الادخارات العائلية

العوامل التى يتوقف عليها حجم الادخار العائلى فى الدول النامية (٢) :

١ - يعتمد حجم الادخار العائلى على عوامل مختلفة من أهمها هو حجم الدخل الصافى بعد فرض الضرائب أى الدخل منقوصا منه حجم الضرائب المقتطعة • ومن المسلم به أن الادخار فى الدول النامية لا يمكن زيادته الا بزيادة نسب الدخل • فتستطيع الدولة مثلا - امتصاص كل زيادة فى الدخل عن طريق فرض ضرائب جديدة مما يؤدى الى زيادة الاستثمار الحكومى ، ولكن ذلك يتوقف على السياسة التى تتبعها فى ميدان الادخار وبالتالي الاستثمار •

٢ - والعامل الثانى الذى يحد من القدر على الادخار هو حجم الأسرة التى يتكفل بهم رب الأسرة فى المجتمعات النامية • فالأسرة كبيرة الحجم يكون حجم الادخار فيها ضئيلا أو معدوما والعكس صحيح • كذلك فان زيادة عدد السكان من شأنه انخفاض الادخار الحكومى أو العام لأن من شأن ذلك زيادة النفقات العامة فى ميدان التعليم والصحة والمرافق العامة ••• كذلك من شأن زيادة عدد السكان زيادة حجم الأموال المطلوبة للاستثمار حتى تكون هناك علاقة بين رأس المال والدخل •

٣ - توزيع الدخل فيتوقف حجم الادخار أيضا على توزيع الدخل فى الدول النامية فان أقصى مايسطيع رب العائلة ادخاره هو بعض الأوراق النقدية أو بعض السلع الاستهلاكية (سكر - زيت -

(2) Jean Van der Mensbrugge.

— Finance et développement, p. 44 et suiv.
L'épargne intérieure dans les pays en voie de développement.

حبوب ٠٠٠) حتى يستطيع استهلاكها فى أوقات الأزمات ولا يمكنهم
ايجاد أنواع أخرى من الادخار • كذلك فان طبقة أصحاب الدخل
الثابتة (موظفى الحكومة أو الشركات) هى أقل الطبقات ادخارا نظرا
لقلّة دخلها فى معظم الدول بوجه عام •

أسباب الادخار العائلى وأشكائه :

يدخر الأفراد فى الدول النامية لتحقيق هدف من الأهداف الآتية:

(أ) الحصول على مسكن أو عربة أو غسالة •••••

(ب) تأمين مستقبل العائلة عند حدوث مرض أو وفاة أو زواج
أحد الأولاد •

(ج) الحصول على رأس مال يدر دخلا فى المستقبل ك شراء منزل
لتأجيره أو ايداع فى البنوك أو شراء أوراق مالية فاذا كان هدف المدخر
هو الوصول الى الغاية الأولى أو الثانية فأننا نجد غالبا مايدخر فى
شكل نقود سائلة سواء فى منزله أو ايداعها فى أحد البنوك أو شركة
عقارية أو مؤسسة تأمين أو أى مؤسسة ادخارية أخرى •

وقد دلت التجربة على وجود علاقة وثيقة بين حجم الادخار
وحجم المؤسسات المالية فكلما زاد عدد المؤسسات المالية وقربت من
مجموع الشعب كلما زادت نسبة الادخارات •

وتستطيع الهيئات أو المؤسسات المالية عن طريق تجميعها لهذه
الادخارات فى اعادة استثمارها عن طريق تسليفها أو توظيفها فى
القطاعات التى فى حاجة الى رؤوس أموال ولا شك أن الادخار فى هذه
الحالة يمثل نوعا من الحرمان الاختيارى أى الامتناع عن الاستهلاك
غير أنه يوجد نوعا آخر من الادخار يبدأ اختياريا وينتهى اجباريا
وهو ما يسمى الادخار التعاقدى ومن أمثلة هذا الادخار — الادخار

فى شركات التأمين أو صناديق المعاشات أو صناديق الاستثمار وذلك للحصول على معاش استثنائى بعد نهاية الخدمة أو دفع تعويض لعائلة المدخر حالة وفاته وللحصول على مسكن ... فالدخر فى هذا النوع من الادخار مجبر على الاستمرار فى دفع الأقساط السنوية التى تعهد بدفعها والا فقد كل حقه .

هذا النوع من الادخار التعاقدى نادر جدا فى الدول النامية غير أنه فى سبيله الى الانتشار .

أما عن شراء أوراق مالية تعطى دخلا فى المستقبل فهو اتجاه وان كان منتشرا فى الدول الصناعية الا أنه يكاد يكون معدوما فى الدول النامية .

ولا شك أن الهيكل المالى فى الدول النامية لايسمح بتجمع الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة . ويقتضى تطوير الهيكل المالى فى هذه الدول - اتخاذ اجراءات متعلقة بتطوير المؤسسات المالية ذاتها وأدوات الاستثمار . كذلك فان السياسة المالية جزء لايتجزأ من السياسة الاقتصادية تهدفان الى تحريك واعادة توزيع الدخول بين أفراد المجتمع واذا كانت السياسة المالية تهدف الى تشجيع الادخار العام (تخفيض الضرائب - تخفيض النفقات العامة ...) فان السياسة الاقتصادية تهدف الى تشجيع الادخار والاستثمار الخاص، ولا شك أن سياسة سعر الفائدة تعتبر من أدوات السياسة المالية التى تؤثر على الادخار والاستثمار الخاص ، بالإضافة فانه يبدو أن هناك عوامل أخرى تؤثر على الادخار مثل انشاء مؤسسات مالية غير البنوك مثل (شركات التأمين - صناديق المعاشات - صناديق الاستثمار - بنوك متخصصة) . فهذه الهيئات المالية تقدم أدوات مالية استثمارية مختلفة من شأنها تشجيع الادخار والاستثمار وضمان السيولة والربحية .

فالادخار التعاقدى أحد ثمرات عمل المؤسسات المالية المتخصصة فهو يحتل مركز مرموق بين أنواع الادخارات المختلفة فالمدخر الفرد يقوم باستعمال هذه الأدوات عند ما يرغب فى الاستثمار لأجل طويل فالتأمين ضد الحوادث أو استهلاك دين عقارى مثلا يسمح بتقديم ادخارات قبل أن يصبح الفرد مالكا مثلا أو تقع حوادث • وهو يجبر الأفراد على الاقتصاد الاجبارى بمجرد اختياره لهذا النوع من الادخار فالطبيعة القانونية لهذا النوع من الاستثمار تقتضى ضرورة احتجاز المدخر جزءا من الدخل شهريا للوفاء به ولا شك أن من شأن ذلك ضمان حد أدنى من الادخارات ولفترة طويلة ، لأن من شأن التوقف عن أقساط الدين انهاء عقد المدخر • وتشجيع الدول النامية الآن هذا النوع من أدوات الاستثمار لأن من شأنه ليس فقط تقديم ادخارات ثابتة للاستثمار طويل ومتوسط الأجل بل أيضا الى الحد من الاستهلاك وبالتالي تقديم ادخارات أخرى لأجل الاستثمار •

٢ - ادخارات المشروعات الخاصة

يتضمن ادخار المشروعات الخاصة ذلك القدر من الأرباح غير الموزعة أى تلك التى حققها المشروع والتى بقيت فى الميزانية بدون توزيع • وقد لعب هذا النوع من الادخار دوره ليس فقط فى الدول النامية بل أيضا فى الدول الصناعية المتقدمة وفى مقدمتها المملكة المتحدة خصوصا أثناء الأزمات • ولا شك أن ادخار المشروعات يكون جزءا كبيرا من وسائل تمويل المشروعات القائمة وقد لوحظ أنه فى النظم الرأسمالية فالمشروعات الخاصة اما أن يعاد استثمار معظم أرباحها أو توزيعها على المساهمين أما فى النظم الاشتراكية فان معظم الأرباح تقتطع فى شكل ضرائب وتستثمر لصالح الدولة •

وتستطيع الدولة فى النظم الاقتصادية الرأسمالية التأثير فى حجم هذه الادخارات عن طريق زيادتها أو نقصها ، بل وتستطيع أن تفرق بين المشروعات الانتاجية المختلفة ، فمثلا عن طريق اعفاء المشروعات الحديثة فقط من الضرائب خلال فترة تأسيسها والى أن تقوم بالانتاج فان ذلك يمكن أن يزيد من ادخارات المشروعات نفسها خصوصا اذا لجأت لعدم توزيع أرباح على مساهميتها فى سنواتها الأولى وبالتالي تتفادى دفع ضرائب •

كذلك فان الدول تستطيع عن طريق استعمال الوسائل الضريبية المختلفة فرض ضرائب مختلفة على المشروعات عن طريق اختلاف المعاملة على الاستهلاكات أو المخزون السلعى •

ولا شك أنه لتشجيع الادخارات وبالتالي الاستثمارات فانه يلزم على الحكومة أن تجبر المشروعات على توزيع عائد مناسب على مساهميتها فهذا العائد قد يدفعهم مرة أخرى على استثماره بل ويزيد من ادخارهم فى المراحل التالية • كذلك فان عدم التجاء الشركات الى السوق المالية لتمويل استثماراتها الجديدة سواء فى شكل أسهم أو سندات اعتمادا على استثمار الأرباح المحققة سابقا من شأنه تجميد السوق المالى وحرمان هذه الشركات من رؤوس أموال جديدة • فادخار المشروعات الخاصة يجب ألا يكون عقبة فى جمود الأسواق وعدم نشاطها (3) •

(3) Bhatt V.V.

— Quelques aspects de la politique financière dans les pays en voie de développement.

Finance et développement, 29 et suiv.

٣ - ادخارات المشروعات العامة

عندما نتكلم عن الادخارات العامة فاننا نقصد بها ادخارات القطاع العام أى تلك الادخارات التى تحدث عن طريق تلك الشركات الممولة تمويلًا كاملاً عن طريق ميزانية الدولة • وقد لوحظ فى السنوات السابقة تضخم حجم القطاع العام فى جميع الدول النامية حتى أصبح يمثل عقبة فى سبيل تطور الاقتصاد القومى داخل هذه الدولة • إذ كثيراً ما يسيطر القطاع العام على كل النشاطات الداخلية بما يمثل عقبة أمام عمل القطاع الخاص ويحد من امكانياته • بالإضافة فقد لوحظ أن شركات القطاع العام فى جميع دول العالم سواء المتقدمة أم النامية أصبحت تمثل عبئاً على ميزانية الدولة فمعظم شركاته لا تحقق أرباحاً مناسبة بل أن كثيراً منها يحقق خسائر فادحة تعوض عن طريق ميزانية الدولة وهذا ماحدى بالدول النامية وحتى الدول الصناعية مثل إنجلترا الى التخلص من جميع شركات القطاع العام غير المنتجة أو تلك التى تحقق خسارة وانساح المجال أمام القطاع الخاص •

لذلك لا يمكن التحدث عن الادخارات فى القطاع العام لأنها تكاد تكون نادرة أو غير موجودة وحتى لو وجدت فإنها لا توزع أو تضاف الى ميزانية الدولة •

(ب) العوامل التى تؤثر على الادخار

فى الدول النامية

اهتم الاقتصاديون والمنظمات الدولية النامية نفسها منذ فترة ليست بالبعيدة بالقطاع المالى فى الدول النامية وبالطرق التى من شأنها ترقية وانشاء أسواق مالية فيها ومن أهم الموضوعات التى اهتم بها الاقتصاديون هى العوامل التى تؤثر فى حجم الادخار بوجه عام •

وأهم العوامل التى تؤثر على حجم الادخار فى الدول النامية هى:

١ - المؤسسات المالية : (٤)

هناك علاقة وثيقة بين حجم المؤسسات المالية وعددها وقربها من الشعب وزيادة الادخار فى الدول وبالتالي زيادة الدخل وأول من أظهر قوة هذه العلاقة هو RAYMOND GOLDSMITH فى كتابه Financial structure and development, Yale University, 1969.

فقد لاحظ جولد سميث أن زيادة عدد المؤسسات المالية ويقصد بها ليست البنوك التجارية فقط بل البنوك المتخصصة وشركات التأمين وصناديق الادخار والمعاشات وشركات المبانى - أدى الى زيادة عدد الوسائل والأدوات المالية المطروحة فى السوق وبالتالي تشجيع الاقبال عليها من قبل صغار المدخرين • وفى النظام الاقتصادى الذى يسود فيه التعامل يحول عدم وجود مؤسسات مالية أو بعدها عن المدخرين الى وجود ادخارات مالية كما هو الحال فى معظم الدول النامية حيث تتركز البنوك فقط فى العواصم والمدن الكبرى وبالتالي الحيلولة دون الاستفادة من المدخرات الشعبية • فاعتماد البنوك على عدد ضئيل من المدخرين والذين يعيشون غالباً فى العواصم من شأنه حرمان هذه المصارف من ودائع كثيرة • وعلى ذلك فنقطة ضعف البنوك فى الدول النامية: هو اعتمادها على عدد محدود من كبار المودعين بينما يحرمها عدم وجود فروع لها فى القرى والأماكن النائية من الاتصال بقاعدة المودعين الواسعة •

السياسة المالية :

ان أهمية السياسة الخاصة بتشجيع وجود سوق مالى هو التأثير على حجم الاستثمارات فى الدول النامية فمثلا السياسة المالية المتعلقة

(4) International Bank for reconstruction and development, paper No. 26.

— Interest rates and the structure of commercial banking system under inflationary conditions, case study of Brazil.

بزيادة الادخار فى القطاع الخاص كانت موضع جدل بين الاقتصاديين . فزيادة الادخار عامل هام فى التنمية الاقتصادية وان كان من ناحية أخرى يؤدى الى تخفيض إيرادات الدولة لأن الادخار غالبا لا يتم الا بتخفيض الأعباء الضريبية على صغار المدخرين وقد قامت كل من تايوان وكوريا وكينيا ونيجيريا باتخاذ اجراءات مالية من شأنها رفع سعر الفائدة على الودائع وتخفيض الضرائب فى نفس الوقت على المواطنين محدودى الدخل وقد أدى هذا الاجراء الى زيادة غير متوقعة للادخارات فى البنوك بعد فترة نتيجة لتحويل ادخارات عينية كبيرة الى نقود سائلة وضعت فى المؤسسات المالية . فهناك ثروة لا يستهان بها من المدخرات فى شكل ذهب وحلى فى يد الأفراد فتحويل هذه الثروات الى نقود مستغلة فى عمليات الاستثمار من شأنه زيادة الدخل القومى (5) .

٣ - الرقابة على عمليات القطاع الخاص :

يتصل بالسياسة المالية ما يسمى بالتدخل فى شؤون الهيئات المالية وادارة محافظها المالية فكتيرا ما تتدخل الدول النامية فافرضة سياستها على المؤسسات المالية العاملة هناك ومن أمثلة ذلك اجبار المؤسسات المالية على شراء الأوراق المالية الحكومية قصيرة وطويلة الأجل ومن شأن ذلك عرقلة تطوير القطاع الخاص . وليس هذا فحسب بل تجبر هذه المؤسسات على شراء هذه الأوراق بأسعار تزيد عن أسعار السوق المالى أو تحاول الاقتراض من هذه المؤسسات بأسعار فائدة أقل من أسعار الفائدة المتداولة . وهذا من شأنه عدم وجود أموال كافية لتمويل مشروعات القطاع الخاص الاستثمارية كذلك يؤدى بالمدخرين نظرا لما يترتب على هذه السياسة تحويل هذه الادخارات مرة أخرى الى ادخارات عينية غير مجزية .

(5) Vicente Galbis :

— Structuralisation et liberalisation Financière.
Finance et développement, p. 33 et suiv., Janvier 1977.

٤ - سعر الفائدة والاستثمار :

قد يتساءل اذا كان رفع سعر الفائدة على الادخارات يؤدي الى زيادة اعباء الاستثمار وبالتالي الاحجام عنه في الدول النامية .
والاجابة على ذلك هو العكس فان رفع سعر الفائدة على الودائع في الدول النامية سوف يؤدي الى تخفيض نفقات الاستثمار بالنسبة لعدد كبير من المقترضين والمستثمرين والذين يلجأون غالبا الى المرايين والذي يحدث في الدول النامية أن رفع سعر الفائدة في البنوك سوف يؤدي الى دمج الفوائد الموجود في السوق المالى غير الرسمى والذي يتميز الاقتراض فيه بارتفاع أسعار الفائدة والذي يقبل عليه الأفراد عندما ترفض البنوك منحهم القروض المطلوبة مع الفوائد في السوق المالى الرسمى والذي يحدده البنك المركزى والذي يتميز سعد الفائدة فيه بانخفاضه نسبيا اذا قورن بالسعر غير الرسمى (٦) .

فسعر الفائدة الرسمى الذى يطبق على المؤسسات المالية لايشجع توجيه المدخرات اليها لذلك فان من واجب الحكومة اعادة تقييم سياستها فيما يتعلق بهذا الدور . فاذا اندمج سوق الاقتراض الرسمى مع السوق غير الرسمى يؤدي ذلك الى زيادة حجم المدخرات وانخفاض سعر الفائدة نسبيا اذا ما قورن ذلك بسعر الفائدة في السوق غير الرسمى وبالتالي تشجيع عدد كبير من المستثمرين على الاقتراض من أجل الاستثمار من المؤسسات المالية .

٥ - النقود كوسيلة للادخار :

لاحظ كثير من الاقنصاديين أن أحد أسباب قلة الادخار في الدول النامية هو قلة استعمال النقود في التبادل وقد أثبت ذلك بوضوح

(6) André G. Chandevarkar :

— La politique des taux d'intérêts dans les pays en voie de développement, mars 1970.

وهذا سر انتشار الادخار العينى ولكن يمكن تغير هذه العادة أى تحويل الادخار العينى الى ادخار نقدى عن طريق التأثير فى أسعار الفائدة وبالتالي زيادة القدرة على تمويل الاستثمارات فى الدول النامية ومن أهم الوسائل المستخدمة هو رفع سعر الفائدة على الودائع بحيث يكون قيمة الادخار مجزى وهذا ما ثبت فى كثير من الدول النامية فى آسيا وأفريقيا .

٦ - ربط قيمة الودائع بالتضخم INDEXATION

يقتضى ربط قيمة الودائع بالتضخم ضرورة تعديل قيمتها من وقت لآخر لكي تلاحق التضخم والذي يؤدي الى انهيار قيمة المدخرات الناتجة عن التضخم واذا كانت الدول المتقدمة قد أخذت فى اعتبارها هذه المهمة لتشجيع الادخار فان الدول النامية لم تعط لهذه المشكلة أى أهمية تذكر لذلك فان من شأن التضخم عرقلة زيادة الادخار وبالتالي التأثير على السوق المال ومن أمثلة الدول التى أخذت بنظام ربط قيمة النقود بالتضخم هو فرنسا وفنلندا واسرائيل كذلك نجحت البرازيل فى اجتذاب ودائع كبيرة بالرغم من زيادة حدة التضخم فيها فمثلا منذ عام ١٩٦٤ والحكومة البرازيلية تطرح سندات حكومية ربطت قيمة استردادها بسعر التضخم الذى قد يحدث طوال فترة القرض وقد لاقت هذه الوسيلة نجاحا كبيرا بل كانت سببا فى بعث الروح الى السوق المالى هناك (٧) .

(7) Sanjaga Lall :

— L'indexation un remède à l'inflation ?
Finance et Développement, Juin 1969.

وأهم ما يوجه من عيوب الى نظام ربط قيمة النقود بالتضخم هو أن تطبيق ذلك يؤدي الى زيادة التضخم نفسه غير أنه يمكن القضاء على ذلك اذا كانت الحكومة نفسها غير راغبة في زيادة التضخم في حد ذاته . ولا شك أن الحجة القائلة بأنه غالباً ما ترغب الحكومات في التخلص من التزاماتها الحقيقية عن طريق التضخم قد أثرت كثيراً في الاتجاهات القائلة بضرورة ربط الادخار بالتضخم .

٧ - التضخم وسعر الفائدة :

لا شك أن من شأن التضخم عرقلة عمل السوق المالي فعن طريق التأثير على عائد الاستثمار الحقيقي يؤدي التضخم الى انكماش السوق المال ذاته ويمكن القول بوجه عام بأنه ليس للتضخم أي تأثير على الاستثمارات المختلفة اذا كان معقولاً ولا يؤثر على ثقة الجمهور في الاستثمارات بل على العكس فإن من شأن التضخم المعتدل إعادة توزيع الدخل وتحريك الثروات . فالزيادة المعتدلة في الأسعار من شأنها زيادة أرباح المشروعات . كذلك من شأن ارتفاع المرتبات والأجور في بعض القطاعات المستثمرة للاقتصاد القومي زيادة تنقل الأيدي العاملة والمواد الأولية الى هذه القطاعات . غير أن حدود التضخم المعقول نسبية للغاية فهناك نقطة غير معلومة من شأنها اذا وصل اليها التضخم فقدت الثقة في الاستثمار بل ويؤدي ذلك الى ضعفه وانخفاض حجمه ويثار في الغالب سؤال خاص وهو الى أي حد يمكن تمويل الاستثمارات الجديدة عن طريق نقود جديدة وبدون أن يؤدي ذلك الى تضخم .

٨ - الرقابة على الصرف :

لا شك أن اختلال العلاقات التجارية بين الدول النامية هو نتيجة لوجود قطاع مالي غير نامي مما يؤدي الى وجود رقابة على الصرف فتأخر نمو القطاع المالي يؤدي الى التأثير على القطاعات الأخرى

وهكذا فإنه فى الدول النامية يثار غالباً فكرة الصناعة الوليدة لحماية الصناعات فى هذه البلاد • ومع ذلك فإن وجود سوق مالى مناسب من شأنه تحميل الخسائر التى تحدث فى الاستثمارات الحديثة • وإذا كان من المرغوب فيه منح بعض الاعانات للمشروعات ذات الأهمية فإنه لا شك أن الاعانات المباشرة أفيد بكثير لهذه المشروعات من الاعانات غير المباشرة • ولا شك أن السياسة المالية المتحررة هى حل لمشاكل التنمية فى جميع الدول • ولا شك أن السياسة المالية فى جميع الدول النامية تلعب دوراً كبيراً فطرح سندات دين حكومية مثلاً بكميات كبيرة فى السوق الداخلى لا تمثل أية عقبة إذا أمن المدخر على قدرته على تحويل رأسماله وأرباحه الى الخارج بل أن من شأن حرية التحويل نقل رؤوس الأموال من الخارج الى الداخل بما يزيد من انتعاش الاقتصاد القومى (٨) •

(ج) تجارب الدول المختلفة فيما يتعلق

برغبتها فى تشجيع الادخار

الهيكل المرغوب فيه بنسبة الادخار العائلى :

من المحتمل أنه بمجرد أن تتحرك الدول النامية فى نطاق التنمية فإن هيكل الادخار العائلى سوف يتغير وأن الاقراض من المؤسسات المالية سوف يزيد ويأخذ المكان الأول (٩) •

والواقع أنه يبدو أن الادخار العائلى مازال ساكناً لدى العائلات المختلفة بسبب عدم كفاية المنظمات المالية سواء من حيث العدد أو

(8) Politique de taux de change d'un groupe de pays asiatique.

—Finance et développement, p. 39 et suiv. Juin 1982.

(9) Edward Arowols.

Finance et Développement, p. 427 et suiv.

الكفاءة وبالذات تلك المتعلقة بوسائل الاستثمار فسوق رأس المال يكاد يكون مكتنظا وبالذات فى المناطق الزراعية وشبه الزراعية فى الدول النامية ، غير أنه من الصعوبة نقل هذا الادخار بسهولة الى القطاعات الأخرى التى فى حاجة اليه كذلك فان الشروط الكثيرة والمخاطر الكبيرة التى قد يلاقيها المدخر من المقترضين تجعل عرض الادخار غير كاف بملاقاة الطلب وهذا مايؤدى الى تحول هذا الادخار الى استهلاك •

وبوجه عام فان المنظمات المالية لا تمول الا جزأ يسيرا من حاجات القطاع العائلى وان الجزء الأكبر من هذا الاستثمار يمول عن طريق الادخار المباشر أو عن طريق الاقراض من مقترضين معروفين أو بنوك محلية ولا شك أن سعر الفائدة يكاد يكون مرتفعا جدا لدى هذه الطائفة فقد يبلغ ما بين ٢٠ - ٣٥٪ •

تجارب الدول الأفريقية فيما يتعلق بالادخار :

يعتبر الادخار فى الدول الأفريقية نوعا من التضحية التى يقوم بها المواطنون فعن طريق الادخار يمكن الحد من القوة الشرائية التى توازنها وهى تهدف فى الدول النامية الى تأخير الاستهلاك والسؤال هو كيف يمكن تجميع واستثمار هذا الادخار ؟

وقد ترجمت بعض الدول الأفريقية رغباتها فى مشاركة مواطنيها فى عمليات التنمية الصناعية التى تبني اجراءات تهدف الى تدبير المال اللازم للقطاع الصناعى لتحقيق الاستثمارات التى قد تتطلبها الجماعة وأهم الوسائل التى استعملت فى أفريقيا هى فرض الادخار الاجبارى على رعاياها وأهم الوسائل المستعملة : (١٠)

(10) Larry, E. Westphal.

— Le secteur privé moteur principal du développement la Corée.

(أ) حجز جزء من مرتبات المواطنين ومنحهم مقابلها أسهم شركات وطنية استثمارية •

فقد قامت بعض الدول الأفريقية وفي مقدمتها تونس ومدغشقر ومصر بتقرير استبدال جزء من مرتبات موظفيها مقابل أسهم شركات وطنية أو سندات حكومية •

ولاشك أن ممارسة الادخار الاجبارى فى الدول النامية يعتبر من الأمور الشاقة لأن الفشل فيه يؤدي الى مصاعب فى التنمية لاحد لها •

(ب) وهناك شكل آخر من الادخار الاجبارى لأجل الاستثمار والذي قامت به هيئات التسويق التعاونية فى المجال الزراعى وهو اجراء عملى يهدف الى تكوين ادخار اجبارى واستثماره فى مجال الزراعة فيلزم على الزراع جزء من ايرادات محصوله فى شراء معدات زراعية أو أسمدة أو بذور منتقاه •

وقد استعمل هذا الشكل من الادخار فى دول شرق أفريقيا كما هو الحال فى كينيا وغانا ففى هذه الدول يدفع ٩٠٪ من قيمة المحصول المقدم للهيئة التعاونية نقداً و ١٠٪ مقابل كيونات لشراء معدات وآلات •

وقد استعمل نفس هذا النوع من الادخار فى تونس قبل عام ١٩٧٠ فقد قام أحد المحافظين باقتطاع مليون واحد على كل كيلو طماطم وكون بالبلغ شركة مساهمة سياحية تضم أكثر من ٣٠ ألف سهم •

(ج) وهناك دولا أفريقية أخرى فرضت ضريبة تكميلية على الأشخاص المعنوية محسوبة على أساس الأرباح مقابل سندات تعطى الحق فى شراء آلات وأجهزة صناعية ومن أمثلة ذلك ساحل العاج •

ومهما كانت محاسن هذه الطرق والمحاولات التي اتخذت فلم تؤدي الطرق الاجبارية هذه الى زيادة الادخار بطريقة مقنعة في هذه الدول .

وعلى هذا الأساس يمكن القول بأن أساس السوق المالي هو الادخار الاختياري واذا اماننا بأن أساس السوق هو الادخار غلابد أن يؤدي ذلك الى وجود مؤسسات مالية وبالتالي انشاء بورصة للقيم المنقولة .

ملاحظات عامة على الادخارات في الدول النامية :

من أهم العوامل التي تؤثر على نمو السوق المالية هي حجم الادخارات ومقدار ما يعرض منها للاستثمار بواسطة السوق . وكذلك مقدار الطلب على الأموال الطويلة الأجل ولا شك في أن العوامل التي تؤثر في كل من العرض والطلب متشابكة الى حد كبير بحيث يصعب في كثير من الأحيان بحث كل منها بصورة منفردة .

ومن أهم العوامل المؤثرة في مقدار الادخارات النقدية انخفاض مستوى الدخل وسوء توزيعه ان انخفاض مستوى الدخل يضعف من نسبة الادخار . أما سوء توزيع الدخل فمع أنه قد يفيد الميل الى الادخار أي نسبة الادخار الى الدخل الا أنه يؤدي حتما الى حصر الجزء الأكبر من الادخار في عدد قليل من الأفراد يقومون في استثمارها في المشاريع الانتاجية مباشرة دون أن تمر في السوق المالية وهكذا فمع أن عرض الادخارات النقدية هو منخفض بمجمله الا أن ما يوظف منه في السوق المالية أقل بكثير .

ومما يساعد على جعل مقدار الأموال التي توظف بواسطة السوق المالية قليلة أن أكثر المشاريع القائمة هي مشاريع صغيرة نسبيا فيتمكن بالتالي عدد قليل من الأفراد أصحاب الدخل

والثروات الكبيرة من تأمين جميع احتياجاتها للأموال وبالفعل فإن أكثر المشاريع الانتاجية القائمة فى البلاد هى مشاريع عائلية أو يملكها عدد قليل من الأفراد بالرغم من أن بعضها يتخذ شكل شركات مساهمة. ومع أن صغر حجم المشاريع يعود الى حد ما الى ضعف السوق المالية الا أنه يعود أيضا الى عوامل أخرى ، منها ضيق السوق وعدم الكفاءة الادارية كما أنه يعود أيضا الى أن أغلب المشاريع القائمة مشاريع عائلية ومملوكة من قبل عدد قليل من الأفراد ان هذه المشاريع تخشى غالبا التوسع خوفا من أن يفقد أصحابها سيطرتهم عليها .

أما ضيق السوق فيعود الى انخفاض مستوى الدخل وسوء توزيعه والى قلة عدد السكان . يضاف الى ذلك أن التعاون الاقتصادى الدولى لم يعط ثماره كاملة بعد كما أنه يصعب على الصناعة الأفريقية فى وضعها الحالى الصمود أمام المزاومة الأجنبية فى الأسواق الخارجية .

بالإضافة الى تشابك هذه العوامل بعضها مع بعض والتي يمكن ارجاعها جميعا الى التخلف الاقتصادى بوجه عام والتي هى مظهر من مظاهره هناك عوامل أخرى تتعلق بالمؤسسات التى لها علاقة بالسوق المالية ومن أهم هذه المؤسسات الشركات المساهمة .

فالشركات المساهمة جزء أساسى من السوق المالية لأنها الوسيلة الرئيسية لتجميع الأموال السائلة واستثمارها فى الأصول الثابتة . ان مفهوم الشركة المساهمة مازال لم يلق قبولا واسعا من الجمهور بعد فتوزيع الأسهم على عدد كبير من المساهمين يضعف دور المساهم الصغير. ان عدم قبول فكرة فصل رأس المال عن الادارة يحدو بالأفراد الى توظيف أموالهم فى المشروعات الصغيرة حيث يشرفون بأنفسهم على ادارتها أو فى شراء الحلى والذهب أو الاحتفاظ بأموالهم كودائع فى البنوك .

ومن أهم المؤسسات التى لها علاقة بالسوق المالى الى جانب

الشركات المساهمة هي البورصة التي هي في حقيقتها جزء أساسي من السوق ولا شك أن المضاربة في البورصات يعود بصورة أساسية الى عدم وجود مراقبة فعلية على الشركات وعدم توافر معلومات دقيقة عنها مما يفسح المجال أمام الشائعات ومن العوامل التي تساعد على المضاربة سهولة ادراج الأسهم في البورصة وقلة عدد الأسهم المدرجة بالفعل . ان سهولة ادراج الأسهم يؤدي في الغالب الى ادراج أسهم يحيط بها الشكوك وهذا النوع من الأسهم يكون عرضة في الغالب للمضاربة على نطاق واسع ولا شك أن المضاربة تؤذي السوق المالي في المدى الطويل وتنفر الفرد العادي من توظيف مدخراته في الأوراق المالية كذلك . أما شركات التأمين والاستثمار فان توظيفها لأموالها أو لجزء منها في الخارج يؤدي الى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه الى السوق المالية وهذا ناتج من ضعف السوق نفسه . ومما لا شك فيه أن وضع تشريع يقضى بتنظيم استثمارات هذه المؤسسات ويعطيها بعض الاعفاء الضريبي اذا هي وظفت حدا أدنى من أموالها يساعد أيضا على تنمية السوق المالية .

ولا شك أن وجود تشريعات ملائمة وحدها لا يمكن أن يؤدي الى تنمية الأسواق المالية وان كان مساعدا على ذلك فالأسواق المالية مرتبطة الى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي وبالتالي لا يمكن تنميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية للدولة .

٤ - الشروط الواجب توافرها فى عمل السوق المالى

فى الدول النامية وبالذات الأفريقية

السؤال الذى يطرح الآن هو هل حققت المجهودات المبذولة فى سبيل تكوين الادخار وبالتالي تكوين سوق مالى أهدافها المضطردة لدفع عجلة التنمية وبالذات فى مجال التصنيع ؟

لاشك أنه لا ينتظر تحقق أى تقدم اقتصادى دون الاعتماد على الادخار الوطنى . هذا الادخار يجب أن يكون نابعا من نفوس الأفراد وشعورهم بمسئوليتهم نحو أنفسهم من جهة ونحو اقتصاد دولتهم من جهة أخرى أو بمعنى أصح يجب أن يكون هناك أمل فى مستقبل أحسن لذلك يجب تسخير العوامل والمقومات اللازمة لتكوين الادخار التلقائى وجلبه الى الاستثمار وبدون ذلك تصبح البورصة عبارة عن هيكل بلا روح .

لذلك فانه يمكن القول أن التجارب الأفريقية الحاضرة لم تتعد المرحلة البدائية بالنسبة لنشاطها وذلك لضعف المستوى الاقتصادى والمالى لتلك البلدان ، والتي تتمثل فى ضعف السياسة الاقتصادية أو عدم كفاءة البنوك العاملة أو عدم اتخاذ الاجراءات اللازمة نحو مكافحة التضخم وبالتالي انعدام الناتج من القيم المنقولة .

لكل ذلك فان نجاح السوق المالى فى الدول الأفريقية يقتضى توافر الظروف الآتية :

- (أ) ضمان سلامة الادخار وحمايته .
- (ب) تأمين المستثمر على قدرته على تحويل استثماره الى مال سائل فى أى وقت يشاء .
- (ج) ضرورة أن يؤدى الادخار أو الاستثمار الى تحقيق عائد مجزى .
- (د) سلوك سياسة اعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات .
- (هـ) جعل الادخار حرا وليس اجباريا .

وفيما يتعلق بعنصر المخاطرة فإن أى إجراء من شأنه خفض المخاطر المتصلة بالتعامل فى الأسواق المالية يؤدي الى اقبال المدخرين على سوق المال وزيادة فعاليتها ولا شك أن أول إجراء فى ذلك هو إتاحة المعلومات والبيانات الصحيحة والمتكاملة للمدخر بخصوص عمل الشركات وما حققته من أرباح فى الماضى وما ينتظر لنشاطها فى المستقبل . هذه المعلومات تمكن المدخر من اتخاذ قرار سليم بالاستثمار من عدمه . ولهذا السبب تطلب معظم الدول النامية من شركاتها نشر ميزانياتها .

وقد قامت الدول الصناعية منذ فترة طويلة بايجاد شركات مساهمة تقوم بنشر نشرات دورية عن حركة الأسهم والسندات وللأسف ليس لهذا النوع من الشركات مثيل فى الدول النامية .

وقد شعرت كثيرا من الدول النامية بحاجتها لاتاحة مزيد من المعلومات للمدخرين ولحمايتهم لذلك فقد خصت أسواق الأوراق المالية لجان تقوم بتنظيم ادراج الأسهم وتسجيل أسماء السماسرة والمتعاملين فى البورصة وعادة ماتفوض هذه اللجان برقابة وتنظيم كافة صور التعامل والنشاط فى سوق الأوراق المالية ويمكن زيادة فعالية الرقابة على أسواق الأوراق المالية بوضع قوانين لتنظيم الشركات المساهمة ومراقبة ميزانياتها .

وللمحافظة على رأس المال المستثمر قامت بعض الحكومات وبالذات فى دول أمريكا اللاتينية كما سبق أن ذكرنا باستخدام الرقم القياسى لتلافى آثار التضخم . ومن مزايا هذه الطريقة حماية حائزى الأصول المالية من آثار التضخم وبذلك يتم المحافظة على الدور الرئيسى للسوق المالية كمجمع للمدخرات بغرض توجيهها للاستثمارات غير أنه يعيب هذه الطريقة أنها قد تدفع المدخرين الى تحويل استثماراتهم اليها مما يخلق ضغطا متزايدا للتوسع فى ربط الادخارات بالتضخم فى حين أن اللجوء الى هذه الوسيلة لا يعدو أن

يكون عاملا ملطفا للمشكلة التي تبعد المدخر عن السوق وهي مشكلة التضخم .

أما عن السيولة فلا شك أن قيام البنوك المركزية بشراء الأوراق المالية الحكومية ومساندة سوق السندات هو أسلوب مطبق على نطاق واسع في الدول النامية بالإضافة فان فرض حيازة الأوراق الحكومية ضمن الاحتياطي القانوني للبنوك التجارية وشركات التأمين كان من أهم الأدوات المستحدثة لخلق أسواق للأوراق المالية الحكومية .

ومن وسائل زيادة السيولة السماح للبنوك بالاستثمار المباشر في سوق المال بدلا من الاكتفاء باقراض السماسرة والعاملين .

أما عن تحقيق عائد مجزى للادخار فيبدو أن الاعفاءات الضريبية كانت السياسة المتبعة في الدول النامية سواء كانت متعلقة بأسهم شركات أم سندات وأن هذا الأسلوب قد ساعد على تدفق رؤوس الأموال الى الأسواق المالية .

ومن أمثلة الاجراءات التي اتخذت نحو تشجيع الأفراد على دخول السوق المالي هو ماقررته بعض الدول النامية وبالذات في جنوب شرق آسيا من خفض تكاليف الاصدار والعمولات . ولا شك أن هناك علاقة مباشرة ودقيقة بين الأرباح الموزعة ونشاط سوق الاصدارات الجديدة فزيادة الأرباح الموزعة في الشركات من شأنه انعاش سوق الاصدارات الجديدة لذلك يجب على الدول النامية اطلاق التشريعات التي تحدد الحد الأعلى من الأرباح الموزعة .

التمويل المباشر والتمويل غير المباشر :

السؤال الذي يطرح بالنسبة للدول النامية هو :

هل من المرغوب فيه اعطاء الأولوية لشراء أسهم وسندات أم انشاء

مؤسسات مالية لتجميع الادخارات وبالتالي لها نطاق الحرية في استعمال أموالها في غايات الاستثمار ؟

ان تنمية السوق المالى في شراء أسهم وسندات هي عملية معقدة وان كانت ضرورية في المدى الطويل أما في الظروف الحالية التي تمر بها الدول النامية فان وسيلة ترقية السوق هو الاهتمام بالمنظمات المالية المختلفة وقد اتبع هذا الطريق كثيرا من الدول النامية ويرجع ذلك الى الدور الذي تلعبه حكومات الدول النامية كمصدر للسندات . أضيف الى ذلك ضعف الحجة التي يقدمها بعض الاقتصاديين من أن نظام التمويل المباشر للأوراق المالية قد يعطى للمدخرين ربحية أعلى من الاستثمار غير المباشر في حسابات التوفير ، فضلا عن أن نظام التمويل المباشر قد يحقق نوعا من السيولة أكبر من حسابات التوفير (١١) .

وأنه يعيب هذا النظام أن التمويل المباشر أكبر خطورة بالنسبة للمدخرين وذلك بسبب تقلب عائد الأوراق المالية أكثر من عائد المدخرات في البنوك ولا يمكن أن نأمل في المستقبل القريب اتجاه الأفراد الاختياري نحو تحويل مدخراتهم الى أوراق مالية وبالذات في الدول النامية . خصوصا ملاحظناه من كثرة المشروعات العائلية وعدم رغبتها في طرح أسهمها للاكتتاب العام وذلك بسبب صغر حجمها في نفس الوقت .

لذلك تبدو أنه في المرحلة الأولى لوجود سوق مالى ضرورة تشجيع المؤسسات المالية وبالذات شركات التأمين والادخار وصناديق المعاشات على القيام بعملها في تشجيع الأفراد على زيادة مدخراتهم ولا شك أن زيادة المدخرات التعاقدية من شأنه ترقية السوق المالى ومدد بنقود

(11) Madhusudan Joshi.

— Le rôle de l'Épargne contractuelle, Finance et développement, p. 47 et suiv.

بسائلة فالأسبقية الآن يجب أن تكون لتشجيع الادخار ، فالادخار عادة يجب تنميتها ثم تجيء المرحلة التي تعقبها وهي تحويل هذه الادخارات الى استثمارات • ومن واجب الحكومات والهيئات العامة تشجيع وجود هيئات مالية سواء اتخذت شكل بنوك أو شركات تأمين أو صناديق معاشات •

ولا ننسى أن هناك كثيرا من الدول النامية قد أنشأت بنوكا متخصصة كبنوك التنمية الصناعية أو الزراعية أو السياحية وأن من واجب هذه البنوك هو المشاركة في عمليات التنمية المباشرة بعد الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لنشاط المشروعات التي تباشرها من البنوك التجارية أو مؤسسات الادخار التعاقدية وإذا رغبت الدول النامية تشجيع الادخار فيجب أن تشجع عمل المؤسسات المالية التعاقدية هذه •

وهناك شروط ضرورية في عمل السوق المالي في الدول النامية لابد من توافرها :

أولا : العوامل النفسية التي تدفع الأفراد الى الاستثمار وبالذات في أوراق مالية وليست في أصول مادية •

ثانيا : يجب أن تمر معظم العمليات الاقتصادية عن طريق النقود بدلا من المبادلة •

ولابد أن يكون للنقود دور في الحياة الاقتصادية والمبادلات (بدلا من مرورها بنظام المقايضة) لتحريك الادخارات العينية •

ثالثا : يجب أن يكون هناك عرض كبير للأوراق المالية واصدارات جديدة قابلة للاكتتاب فيها على أسس منتظمة •

رابعا : وحتى يعمل السوق المالي لابد من وجود عدد كبير من المستثمرين والحاملين للأوراق المالية راغبين في التعامل فيها بانتظام

فحيوية السوق المالى يعتمد على حجم الادخارات المالية التى توجه للاستثمار وعلى تلك التى توجه الى شراء الأوراق المالية .

خامسا : لابد من وجود دور واضح للمؤسسات المالية بحيث يزداد عددها وتتطور أعمالها .

٥ - العوامل التى تؤثر على ظهور الأسواق المالية

وتحول دون قيامها

١ - هيكل الاقتصاد فى الدول الأفريقية : (١٢)

ان مد السوق المالى بالمال وشراء الأوراق المالية يعتمد بوجه عام على تنظيم النشاط الاقتصادى فى داخل كل دولة . وفى هذا الصدد فان الاقتصاد الأفريقى يتميز بوجهتين أو شكليتين :

(أ) الأهمية النسبية للتبادل وعدم وجود نقود وبالذات فى قطاع الزراعة .

(ب) الشكل القانونى للشركات فى القطاعات الحديثة .

فيميز الاقتصاد الأفريقى بسيطرة القطاع الزراعى واستثناءا فى بعض الدول حيث يغلب قطاع المناجم أو التعدين .

ويشارك القطاع الزراعى بما يزيد عن ٧٥٪ من الناتج القومى . ويعتمد الانتاج الزراعى فى معظم الدول الأفريقية على الملكيات الصغيرة والتى لا تسمح بتحريك الموارد المالية المختلفة فى السوق المالى . وفى الحقيقة فان قطاع الزراعة فى معظم الدول الأفريقية يحتاج الى رؤوس أموال كبيرة ومرافق كثيرة لترقيتها وادخال هذا

(12) Francis Lees.

Fraeger publishers 1975, pp. 505 and ...

القطاع فى نطاق التبادل النقدى • أضاف الى ذلك الكثير من المشاكل المرتبطة بنظام الملكية الزراعية والتي تحول دون اعادة تنظيم هذا القطاع واتجاهه نحو السوق المالى • أما عن تنظيم الهيكل الزراعى للمشروعات فى القطاعات الحديثة فلا شك أن انتشار شكل الشركات المساهمة من شأنه مد هذه المشروعات بالادخارات والمال من السوق المالى حيث أنها تشارك فى تكوين السوق ذاته فالطلب على الأصول الثابتة أو حتى المتغيرة يتطلب مصادر مالية أو تمويل لفترة قد تطول بعض الشيء وتحقيق هذه الاحتياجات عندما تطلب مصادر تمويل وادخار يجب أن تكون داخليا أو تانى من الخارج •

أما المشروعات الصناعية القديمة فمعظمها صناعات حرفية أو صناعات صغيرة والتي لا تحتاج غالبا لرؤوس أموال والتي لا تساهم فى عملية تكوين سوق مالى الا اذا تطورت واتخذت شكل شركات مساهمة تطرح أسهمها للاكتتاب العام أو تطلب قروضا فى شكل سندات من المدخرين •

ومهما كانت الظروف فإن الصناعة فى الدول الأفريقية تعتبر فى مراحلها الأولى فالنشاط الصناعى فى معظم الدول الأفريقية يشارك بما لا يزيد عن 5٪ من الناتج القومى فى بعض الدول الأفريقية التى يوجد بها مناجم فمشاركة القطاع الصناعى تعتبر أعلى من ذلك بكثير •

وفى الحقيقة فإن الأوراق المالية لم تتداول على نطاق واسع فى الاقتصاد الأفريقى وهذا يعكس انخفاض نسبة مشاركة الصناعة فى الناتج القومى • أما فى الدول التى بها مناجم فلا شك أن الدخل القومى بها مرتفع والحقيقة أن هذه المشروعات بما فيها المناجم فى الدول الأفريقية هى غالباً شركات أجنبية ومرتبطة بالخارج بمعنى أنها تستمد معظم إيراداتها من عمليات التصدير الى الخارج وحتى فى البلاد التى يوجد بها شركات وطنية فإنها غالباً لا تميل الى الاقتراض

من الداخل أو عرض أسهمها على السوق الداخلية • أضاف الى ذلك أنه بالرغم من أن الحكومة أصبحت شريكة فى كثير من المشروعات فان هذه الحكومات احتفظت بأسهمها حتى الآن ولا تتنازل عنها الى القطاع الخاص (١٣) •

٢ - الدخل والادخار :

ان أى حديث عن الأسواق المالية فى الدول الأفريقية يجب أن ينطلق من المعطيات الاقتصادية للمنطقة الأفريقية فالأساليب والتقنيات المالية الحديثة المعمول بها فى مراكز المال فى الدول الصناعية هى نتيجة لتطور الاقتصاد الصناعى فى تلك الدول وهى تتسم مع التطورات الاقتصادية فيها ولا يمكن نقل هذه الأساليب المالية الى الدول النامية فى أفريقيا •

بالإضافة الى هذه الملاحظة لابد أن نتذكر أن المال والمؤسسات المالية قد استعملت لغرض السيطرة الاقتصادية على البلدان الفقيرة لابقائها فى حلقة التبعية الاقتصادية والمالية بالنسبة الى البلدان النامية صناعيا •

وبما أن الهيكل الادخارى للدول النامية يتميز بالاعتماد الكبير على الزراعة ونتاجها فان الدخل مقوما بالنقود بالنسبة للأفراد سوف يكون منخفضا اذا ما قورن بمجموع الناتج الداخلى الحقيقى • ونتيجة لذلك فان نطاق الادخار المالى محدود •

وفى دراسة قدمها Arowols بعنوان الأسواق المالية فى الدول النامية ذكر فيها أنه من تحليل جداول الدخل فى ٣١ دولة افريقية يبدو أن متوسط دخل الفرد لايزيد عن ٢٠٠ دولار سنويا •

(13) Edward Arowals.

— The development of capital markets in Staff papers I.M.F. p. 420, 1972.

أما متوسط الادخار فهو يتمشى مع حجم الاستهلاك ومع حجم المهن التى لا تتقاضى أجورا نقدية ومع الدور الذى تقوم به النقود فى النظام الاقتصادى فى الداخل • وفيما يتعلق بالمهن التى لا تتقاضى أجورا نقدية فإن الوضع يختلف بين الدول الأفريقية حيث أن هناك غالبية من أصحاب الحرف لا تتقاضى أجورا مقومة بالنقود •

ولا شك أن استعمال النقود كوسيلة للتبادل فى الدول الأفريقية غير منتشرة إذا ما قورن ذلك بالدول الصناعية •

ومن الأسباب التى تحول دون قيام سوق نقدى ومالى فى الدول الأفريقية عدم اتساع استعمال النقود اذ يجب أن تكون المبادلات النقدية فى المجتمع قد وصلت الى درجة كافية من الانتشار بحيث يتوفر حجم كبير وثابت من المدخرات الداخلية •

١ - اذ دام التوافق بين تلاقى العرض والطلب على رؤوس الاموال :

ان الطلب فى البلاد الأفريقية على الاموال لأغراض الاستثمار والتنمية لا تقابلها من الناحية الأخرى عرض رؤوس الاموال المتوفرة فى داخل البلد •

فمن ناحية الطلب فالطلب على رأس المال فى البلاد الأفريقية أو النامية هو طلب احتمالى وليس طلب فعلى لعدم توفر العرض الذى يتمكن من استيعاب الطلب فورا وبطريقة سليمة وآمنة أو بمعنى آخر فإن المشاريع المحتاجة الى تمويل فى كثير من البلاد النامية لم تتبلور بصورة كافية أن لم تتضح من ناحية قابلية المشاريع للتنفيذ الفورى مع التيقن بأن المنطقة الأفريقية فى حاجة الى ملايين الدولارات لتكامل بنيتها الأساسية من شبكات رى وصناعة لتكفل الاستفادة من ثروتها الطبيعية الضخمة بدلا من تصديرها الى الخارج موادا خاما أو شبه مصنعة •

(ب) ان طلب رؤوس الأموال فى البلاد النامية غالبا طلب لأموال طويلة الأجل اذ أن معظم هذه المشاريع محتاجة لوقت غير قصير حتى تدر الأرباح التى من شأنها تأمين سداد الأموال المقترض لتمويلها •

(د) طريقة طرح الطلب للتمويل :

كثيرا ما يحدد الطلب على الأموال بطريقة ضيقة أى بدراسة عائدتها بمعزل عن تأثيرها على الاقتصاد المحلى ككل من جهة رفع مستواه وبالتالي قابليته الى تسديد ديون خارجية متزايدة خاصة فى حاله وضع سلسلة متكاملة من المشاريع موضع التنفيذ •

ذلك أن هذه النظرة الضيقة على أساس مشروع واحد هى النظرة المعمول بها فى الدول المتقدمة وأن الأخذ بهذه النظرة فى الدول النامية كثيرا ما يؤدى الى التنازل عن تمويل المشروع لعدم توافر الأموال بالحجم المطلوب ولمدة طويلة لتأمين سلامة التسديد •

وبالتالى فان هذه المنهجية فى تقييم عائد المشاريع اذ تبدو معقولة فى البلدان الصناعية حيث البنية الأساسية ناضجة ومتكاملة وحيث كل قطاع من القطاعات الاقتصادية من الضخامة بحيث يكون غالب الطلب على التمويل المطلوب مناسباً • هذه الطريقة لا يمكن أن تعمل فى ظل الاقتصاد النامى والذى يعانى من تقلبات عميقة نظرا لاعتماده على قطاع واحد غالبا موجه للتصدير •

وعلى هذا يمكن أن يعتبر الاعتماد على تحديد الطلب على رؤوس الأموال بالنظر الى عائد المشروع ، عقبة فى طريقه طرح الطلب على التمويل اذ غالبا مايكون العائد خاسرا فى حين أن المشروع هو بالفعل من ناحية تأثيره الاجتماعى على الاقتصاد والمجتمع مشروعا ناجحا •

ومن العقبات التي تؤثر على قيام الأسواق المالية وتعرقلها هي الطلب على رؤوس الأموال اذ يجب أن تتوافر العقلية الاستثمارية لدى قطاع واسع من المجتمع أى أنه يجب أن تتوافر لدى الأفراد الميل الى الاستثمار فى موجودات مالية غير حقيقية ذات أسعار قابلة للغير مثل الأسهم والسندات •

كذلك يجب أن يكون هناك حجم كبير نسبيا من الأسهم والسندات المعروضة وكذلك اصدارات جديدة من هذه الأسهم والسندات بشكل دورى ومنظم •

أما من ناحية عرض رؤوس الأموال أى الادخار :

فيتأثر حجم السوق الرأسمالى بالضرورة بمستوى الدخل المنخفضة فى البلدان النامية والطريقة التى ينوع بها المدخرون مدخراتهم ومع انخفاض الدخل ومستوى المعيشة فقد ترتب على ذلك أن كل زيادة فى الدخل توجه نحو الاستهلاك وعلى ذلك تتجه الزيادة الحاصلة فى الدخل نحو اثباع الرغبات الاستهلاكية وليس الى الادخار وبهذا تكون نسبة الادخار الى الزيادة المتحققة فى الدخل ضئيلة • وهذا مايشجع الدخول المنخفضة وظروف عمل السوق السائدة تفضل الاحتفاظ بالمدخرات على شكل موجودات مضمونة لا تحمل المخاطر ويمكن تحويلها الى نقد بسرعة مثل اكتناز الذهب والنقود السائلة ، بالاضافة الى ذلك فان عدم الثبات السياسى والاجتماعى فى بعض الدول النامية يؤدي الى تفضيل المستثمرين للاستثمارات قصيرة الأجل على الطويلة الأجل وهذا يفسر قلة توافر الموجودات المالية وقلة اقبال الأفراد على الاحتفاظ بها فى الدول النامية وعلى ذلك نجد أن حجم الأسواق الرأسمالية فى الدول النامية اضعف بكثير من مثيلاتها فى الدول المتقدمة •

٢ - السوق الرأسمالي والبنوك التجارية :

فى المجتمعات المالية التى يكون دور الوساطة المالية فيها ضعيفا تكون البنوك التجارية فى المجال الوحيد لاستثمار المدخرات الا أن مرونة البنوك التجارية فى مجال الاستثمار الطويل الأجل تقل عن مرونة مؤسسات الوساطة المالية حيث أن البنوك التجارية لا تقبل أو لا تسمح بأن تمول استثمارات طويلة الأجل عن طريق الحصول على مطلوبات قصيرة الأجل كالودائع •

وهناك مساوئ للأسواق المالية تسيطر عليها البنوك التجارية فالبنوك التجارية ليست مؤسسات لايداع المدخرات فقط بل هى المؤسسات الوحيدة القادرة على خلق النقود والائتمان والضغط على البنوك فى شراء الموجودات المالية الطويلة الأجل قد يؤدى الى زيادة خلق النقد أكثر مما يجب مما يهدد الثبات النقدى للمجتمع وفى بعض المجالات يهكن أن يكون الجهاز المصرفى وسيلة تضخمية بدلا من وسيلة تنموية •

ومن ناحية أخرى فان البنوك المركزية فى محاولتها لتطبيق السياسة الائتمانية المناسبة تلجأ فى كثير من الأحيان الى تقليص سبولة البنوك التجارية وفى مثل هذه الحالة تقوم البنوك التجارية بطرح استثماراتها فى السوق أو على الأقل تتوقف عن شراء استثمارات جديدة وغالبا ماتكون سياسة البنك المركزى الانكماشية أشد أثرا على السوق الرأسمالى منه على السوق النقدى • وبذلك تفقد الثقة بالأسهم والسندات وتتنجه أسعار الفائدة طويلة الأجل نحو التذبذب مع أسعار الفائدة قصيرة الأجل •

والأهم من ذلك هو أن تدفق الأموال لأغراض الاقراض طويلة الأجل ينتوقف فجأة وبشكل لا يتوقعه المقرضون •

ولهذه الأسباب كثيرا ماتكون الأسواق المالية التي تسيطر عليها البنوك التجارية أسواقا سطحية ولا يمكن الاعتماد عليها كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل أو الحفاظ على القيمة الرأسمالية للمدخرين •

٤ - الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية في الدول الأفريقية : (١٤)

قبل الحديث عن التجارب الأفريقية في مجال انشاء وتطوير الأسواق المالية يحسن بنا أن نستعرض بإيجاز تطور الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية الأخرى •

فقد بقيت العمليات المصرفية في الدول الأفريقية متركرة في البنوك التجارية الأجنبية حتى أواخر الخمسينات وبذلك لم يشكل الأسواق الأفريقية بالنسبة للبنوك العاملة آنذاك الا جزءا قليلا من نشاطها •

ونتيجة للنهضة الاجتماعية والاقتصادية والعمرائية التي تمر بها البلاد الأفريقية وبسبب الاستقرار النسبي بدأت البنوك الوطنية في الظهور كذلك قامت عدة بنوك أجنبية ليست من بلد غير تلك البلد المستعمر بافتتاح فروع لها •

أما السلطة النقدية في البلاد الأفريقية فقد تمثلت في البنك المركزي للدول التابعة لها حتى العملة المتداولة في كثير من البلاد الأفريقية كانت جزءا من نطاق التكتلات النقدية التي أنشأتها الدول المستعمرة (كتلة الاسترليني ، كتلة الفرنك ...) وحتى عندما منحت السلطات النقدية في الدول الأفريقية سلطة اصدار النقد فقد كان اصدار العملة الجديدة مقابل غطاء كامل من عملة دولة الكتلة

(14) Gerhard Morgenroth.

— Les bases d'un système bancaire efficace, pp. 33-37.

ولم يكن هناك بنك مركزي في هذه البلاد وحتى اذا وجد فقد كان مقره اما لندن أو باريس •

وحتى عندما أنشئ البنك المركزي في الدول الأفريقية فقد كان نشاطه مقتصرًا على إصدار النقد ولم يؤدي أية وظيفة من الوظائف المعروفة للسلطات النقدية كما أنه لم يمارس أية تأثير على الأوضاع النقدية والائتمانية في هذه البلاد ولم يؤثر على أعمال سياسات البنوك التجارية بأي شكل من الأشكال •

وقد ترتب على محدودية نشاط البنوك المركزية في البلاد الأفريقية إعطاء سلطة كبيرة للبنوك التجارية العاطلة فهذه البنوك لا تعتمد على البنوك المركزية في إعادة خصم أوراقها المالية والتجارية •

ونظرا لعدم وجود سوق مالي في البلاد الأفريقية في تلك الفترة فقد اتجهت البنوك التجارية المحلية الى استثمار جزء من أموالها خارج البلاد وبالذات في الأسواق الأوروبية النقدية خصوصا وأن أعمال البنوك التجارية لم تكن تخضع لأية رقابة أو قيود خاصة فيما يتعلق بحجم الاستثمارات المحلية أو أموالها المستثمرة في الخارج •

كذلك بالإضافة فان أهم الأسباب التي عرقلت عدم وجود سوق مالي هو عدم وجود دين عام داخلي حيث أن الحكومات الأفريقية كانت تحصل على متطلباتها المالية عن طريق القروض والمعونات الخارجية •

وقد بدأت البنوك المركزية في أفريقية تأخذ أوضاعها نسبيا كبنوك مركزية في أواخر الستينات أي منذ تحررها خصوصا بعد الاستقلال وقامت هذه البنوك بوظيفتها كمقرض أخير للجهاز المصرفي وبذلك تحقق الشرط الأول من شروط إيجاد سوق نقدي وقد حاولت بعض البنوك المركزية أن تضع نصب أعينها إيجاد سوق نقدي منتظم لاقتناعها بأن نجاح السياسة النقدية الملائمة مرتبط ارتباطا وثيقا

بوجود سوق نقدي حيث أن أهم الأسلحة النقدية التي يمكن للبنوك المركزية استعمالها في توجيه النقد والائتمان هو عمليات السوق المفتوح .

عوامل ضعف السوق المالية في الدول النامية :

١ - من أهم العوامل التي ساعدت على جعل مقدار الأموال التي توظف في السوق المالية في البلاد النامية قليلة هي أن أكثر المشروعات القائمة هي مشروعات صغيرة نسبيا فيمكن بالتالي لعدد قليل من الأفراد أصحاب الدخول والثروات الكبيرة من ناحية تأمين جميع احتياجاتها للأموال ومع أن صغر حجم الأموال يعود إلى ضعف السوق المالية إلا أنه يعود أيضا إلى عوامل أخرى تتعلق بالمؤسسات بمعناها الواسع التي لها علاقة بالسوق المالية ومن أهم هذه المؤسسات الشركات المساهمة فالشركات المساهمة هي جزء أساسي من السوق المالية وانها الوسيلة الرأسية لتجميع الأموال السائلة واستثمارها في الأصول الثابتة وغيرها . أن فكرة الشركة المساهمة لم تلق قبولا بعد من البلاد النامية لأنها تفصل بين الملكية والإشراف على الأموال وإدارتها . وهذا سر انتشار الاستثمار في البناء والتجارة والقطاع العقاري .

٢ - الاعتماد الكبير على التمويل الذاتي وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة ويبدو ذلك جليا في حالة توسع الشركات الناجحة في نشاطها مما يؤدي إلى نقص الأرباح الموزعة وتكوين احتياطي بقصد الانتفاع من المزايا الضريبية وإعادة استثمارها في نفس المشروع في المستقبل أو زيادة رأس المال مع حصر الاكتتاب في الأسهم الجديدة على أصحاب الأسهم الحاليين وعدم طرحها في الأسواق المالية وهكذا يتم استبعاد المساهمين الجدد وغنى عن البيان أن هذا الأسلوب في التمويل يقيد إلى حد كبير نمو الأسواق المالية ويحصرها في أضيق الحدود .

٣ - المضاربة الشديدة التي قد تضر بالسوق المالية فى المدى الطويل وينفر الفرد العادى عن توظيف مدخراته الا أن التشدد فى ادراج الأوراق المالية والوسطاء المتعاملين قد يخفف التعامل بادىء الأمر فى البورصة ولكنه يضع البورصة على أسس سليمة يضمن لها نموا أسرع فى المستقبل •

٤ - توظيف شركات التأمين جزء من أموالها فى الخارج مما يضعف السوق المالية بصفة عامة نظرا لندرة عرض رؤوس الأموال الا أن ذلك ناتج من ضعف السوق وندرة فرص الاستثمار غير أن نجاح الخطط الاقتصادية فى ايجاد فرص الاستثمار رابحة كذلك وجود البورصة بصفة خاصة من شأنه تخفيف انتقال الأموال الى الخارج •

٥ - للمدخرات فى البلاد النامية صفة خاصة تختلف عما هو عليه الحال فى البلاد المتقدمة صناعيا ذلك أن الميل للادخار فى الغالب لا يحفز الرغبة فى الاستثمار طويل الأجل بل كثيرا ماتوجه هذه المدخرات نحو الانفاق الاستهلاكى فالمدخرات الوطنية فى مثل هذه الأحوال هى فى حقيقتها استهلاك مؤجل سرعان ما تأخذ مكانها فى تيار الانفاق لتزيد من الضغوط التضخمية فى الاقتصاد الوطنى •

هذه الدرجة العالية فى تفضيل السيولة يمكن تخفيف حدتها عن طريق التوعية الاقتصادية القوية من جهة واتخاذ الاجراءات الشكلية لمواجهة الطلب على الاستهلاك من جهة أخرى •

٦ - ارتفاع نسبة الربح فى الاستثمارات التقليدية كالبناء والتجارة وارتفاع نسبة الفوائد التى تمنحها البنوك مما يؤدى الى جذب أصحاب رؤوس الأموال بعيدا عن توظيف أموالهم فى الأوراق المالية المحدودة والمنخفضة العائد نسبيا •

٧ - التضخم النقدى وما ينتج عنه من تآكل فى القوة الشرائية وعلى الأخص فى حالة توظيف الأموال فى سندات الدين العام •

ولا شك أن الفهم الصحيح لتلك المشاكل وإدراك أبعادها الحقيقية وانعكاسها على تصرفات رجال الأعمال وعلى الاقتصاد الوطنى هو الخطوة الأولى فى سبيل اختيار السياسات الناضجة ووضعها الصحيح (١٥) .

٦ - تجارب الدول النامية فيما يتعلق بأسواق المال

وبوجه خاص التجارب الأفريقية (١٦)

نظمت بعض الدول الأفريقية فى جنوب أفريقيا وروديسيا والمغرب ونيجيريا وكينيا وتونس ومصر أسواقا للأوراق المالية كذلك أعلنت كل من غينيا والسودان وغانا وزامبيا وساحل العاج منذ فترة رغبتهم فى إقامة بورصات للأوراق المالية بالإضافة فإنه توجد بورصة مالية فى كينيا وإن كانت غير نشطة . وأكثر الأسواق المالية نشاطا مازال فى جنوب أفريقيا حيث تعمل منذ سنوات طويلة ويتبعه السوق المالى فى روديسيا .

وقد تصورت معظم الدول الأفريقية أن وجود بورصة للأوراق المالية معناه وجود سوق مالى ومهما كانت الظروف فإن الأسواق المالية فى أفريقيا هى أسواق صغيرة جدا بالمقارنة مع مثيلاتها فى الدول الصناعية .

أما فى باقى البلاد الأفريقية والتي لا يوجد بها سوق مالى منظم فإن الأفراد أو المؤسسات المالية التى تملك بعض الأسهم أو أذونات الخزنة تجد صعوبة كبيرة عند الرغبة فى تحويل هذه الأوراق

(15) Raymond Goldsmith.

— Financial Structure and Development Yale University Press, 1969, p. 343 ...

(16) Francis Lees — Maximo Eng. International Capital Markets, pp. 304 and ...

المالية الى رأس مال خاصة اذا كانت هذه الأوراق اسمية لعدم توافر المؤسسات الضرورية ولعدم قيام البنوك التجارية بشراءها لذلك فان السوق المالي غالبا ما يتدرج مع السوق النقدي ولا يوجد بينهما أية تفرقة ولا ينسى أن كثيرا من الحكومات الأفريقية تملك قطاع عام كبير أو أسهم في شركات مختلطة وتملك هذه الحكومات لهذه الأوراق المالية لا يسهل في عملية انشاء سوق مالي .

وإذا أخذنا في الاعتبار أثر السياسة الضريبية على اقامة أسواق مالية فان مركز الثقل سوف يكون دائما في طبيعة الضرائب على تملك الأوراق المالية فاذا وجدت ضريبة على الثروة أو الدخل على تملك الأوراق المالية فان ذلك سوف يحد من شراءها اذا كانت هناك أوجه استثمارات أخرى لا توجد فيها مثل هذه الضرائب ، خصوصا وأن حملة الأسهم هم غالبا من الطبقة المتوسطة أو الفنية وهم غالبا ما يأخذون في اعتبارهم الضرائب قبل اتخاذهم أي قرار .

لذلك فان أي اجراء ضريبي من شأنه تخفيض عبء الضرائب يؤدي تلقائيا الى تشجيع شراء وتداول الأوراق المالية بالاضافة الى الضرائب على الثروة والدخل فهناك الضرائب المباشرة على بيع هذه الأوراق والتي تمثل مصاريف اضافية يمكن أن تؤخذ في الحساب في تفصيل الأوعية المختلفة للاستثمارات .

ومن الملاحظ أن الضرائب لا تؤثر على حركة الأوراق المالية في الدول الأفريقية ففي كثير من الدول لا توجد ضرائب على زيادة القيمة التي تتحقق من بيع الأوراق المالية بل على العكس فان إيرادات الأسهم تعامل معاملة تفصيلية في بعض الدول غير أن وجود ضريبة دمغة وضريبة على تنقل الأسهم تزيد من نفقات الحصول على الأوراق المالية وقد اضطرت كثيرا من الدول الى تخفيف عبء هذه الضرائب تشجيعا لعملية تداول الأوراق المالية .

وما يهمنا في عرضنا هذا هو كيف نشأت الأسواق المالية في أفريقيا وما هي العوامل التي دفعت هذه الدول بالرغم من عدم اكتمال كل مقومات السوق في اقامة بورصات فيها ، حتى يكون ذلك نوعا من التجارب التي قد تستفيد منها بعض الدول النامية الأخرى في سبيل تكوين أسواقها الجديدة .

ونحب أن نشير أنه قد لعب في تكوين البورصات في الدول الأفريقية عاملان من :

- (أ) الحكومة
- (ب) القطاع الخاص

٧ - دور الحكومات في تكوين سوق مالي

في الدول النامية

لاصلاح واستكمال الهيكل الاقتصادي في الدول النامية فانه يلزم ضرورة وجود سوق مالي وتنمية الهيكل المالي في نفس الوقت ، ويحكم هذا الموضوع نظريتين تكادا تختلفا في الظاهر وان كانتا تكمل كل منهما الأخرى فيما يتعلق بتفسير عدم الاستقرار الاقتصادي والذي يؤدي الى انعدام الادخار والشروط الواجب توافرها لضمان تنمية اقتصادية منتظمة في الدول النامية . فالنظرية الأولى وينترعمها Raul Prebisch ترجع أسباب عدم الاستقرار الى انعدام البنية الأساسية للاقتصاد والتي تبدو واضحة في شكل تضخم وتدهور قيمة النقود وصعوبة ميزان المدفوعات (١٧) .

أما النظرية الثانية ويدعمها Shaw and Rolland فترجع الانهيار

(17) Vicenti Galbis.

— Structuralisation et liberalisation financiere Finance et development, p. 33 et .

المالى فى الدول النامية الى سوء الادارة النقدية وزيادة حجم النقود فى التداول والتوسع فى سياسة الاقراض فهذه الاسباب تمثل السبب الرئيسى فى انهيار الهيكل الاقتصادى فى الدول النامية وبالتالي عدم استفادة المدخرين من استثماراتهم بسبب زيادة الفائدة السلبية . والنتيجة أن هناك اختلاف فى توصيات كل من النظريتين للخروج من هذه الحلقة المفرغة .

والحل الذى يقدمه الفريق الأول والمرتبط بعدم الاستقرار المالى الناتج من عدم كفاية البنية الأساسية للاقتصاد داخل الدول النامية يتجه الى ضرورة معالجة الاختلال باجراءات اقتصادية جماعية مثل الاتجاه نحو السياسة المالية الدافعة الى الحد من حجم الدخول أو نحو تخفيض التدفقات العامة أما الاتجاه الآخر فهو يتجه الى عكس هذه الاجراءات بمعنى أنه لمعالجة هذا الاختلال فإنه يجب أولاً الاتجاه الى القطاع المالى والسيطرة على حجم النقود وتخفيض النفقات العامة . فسياسة تدخل الدولة فى ربط الأسعار الداخلية والقيود على الاستيراد للحد من زيادة الاختلال الهيكلى والى زيادة الصعوبات المالية ورسم سياسة مالية معقدة سليمة فالسياسة المالية السليمة سوف تؤدى فى المدى الطويل الى تصحيح الاختلال الهيكلى الذى يميز الدول النامية . فهذه النظرية ترى أن التنمية المالية هى أساس حيوى للتنمية الاقتصادية وتعتمد نظريتهم على أساس أن انعدام السوق المالى فى الدول النامية وما يؤدى اليه من عدم امكان توزيع الموارد المالية بطريقة فعالة تعرقل الاقتصاد القومى فعدم وجود سوق مالى من شأنه حرمان أصحاب الأعمال من طلب رؤوس الأموال فى سبيل ترقية صناعاتهم وأعمالهم وهذا ما أدى بحكومات الدول النامية الى التدخل فى منح قروض للحرفيين والقطاع الخاص والنتيجة أنه يجب على حكومات الدول النامية التدخل وبالذات فى النطاق المالى وهذا سوف يؤدى الى خلق وتنمية المؤسسات المالية .

أما من الناحية العملية فإن أنصار الحرية الاقتصادية الحديثة
Neoliberele يوصون بضرورة اعداد سياسة مالية ونقدية حذرة
بعيدة عن التضخم ومرونة أسعار الفائدة وهذا سوف يؤدي الى رفع
سعر الفائدة الحقيقي ومن المسلم به أنه يمكن زيادة الادخار عن طريق
رفع سعر الفائدة وبالتالي تجميع هذا الادخار لتنمية الاقتصاد
القومي •

أما النظرية الأولى فهي من أنصار تدخل الدولة وبالتالي فهي
تشجع على التصنيع ولكن بوسائلها الخاصة أما الثانية فهي من أنصار
الحرية الاقتصادية وتشجيع المشروعات الخاصة •

هأتان النظريتان لعبتا دورهما في الدول النامية بالنسبة لتشجيع
دور الحكومات وتكوين أسواق مالية فيها •

٨ - أمثلة عملية للأسواق المالية في الدول الأفريقية

١ - السوق المالي في كينيا (١٨)

ان تطور السوق المالي في كينيا كان نتيجة احتياجات القطاع
الخاص لرؤوس الأموال أكثر من حاجة الحكومة للاقراض من السوق
الداخلي فالاستثمارات العامة أو القطاع العام هو قطاع متواضع
في كينيا بالإضافة فوجود مجتمعات أوروبية وأسيوية بما لهم من دخل
مرتفع نسبيا ومعرفتهم بالقطاعات التي يمكن أن تحقق ربحا قد ساعد
على وجود سوق مالي وقد أدى معرفتهم بالقطاعات المختلفة ودخولهم
العالية الى الاستحواذ على معظم النشاط الزراعي والصناعي • وبهذا
فان القطاع الخاص لم يكن هو فقط المحرك لظهور السوق بل كان
المشارك الأكبر في نشاطه •

(18) Edward, Arowols,

— Annual Report of The Central Bank of Kenya, from 1960-1979.

الطلب على رأس المال :

اعتمد القطاع العام على الاقراض الخارجى فى تمويل استثماراته وعلى جزء صغير من الاقراض من السوق الداخلى وساعد على ذلك سهولة الاقراض من الخارج بسبب العلاقات الخاصة التى كانت تربط كينيا بالمملكة المتحدة •

أما القطاع الخاص فقد اعتمد لحد كبير على التمويل الداخلى سواء كان نتيجة للادخار الفردى أو الاقراض من البنوك •

وشجع على نمو القطاع المالى فى كينيا انتشار انشاء شركات مساهمة أو ذات مسئولية محدودة وكانت شركات القطاع الخاص تعتمد فى تمويل نشاطها اما على المصادر الخاصة للأفراد الذين يعملون فى المشروع أو الاقراض من عدد محدد من الأفراد • وقد ترتب على وجود شركات كبيرة أجنبية فى كينيا تقوم بالتصدير تحويل القطاع الخاص بل وانشاء مشروعات جديدة من فائض ادخاراتها كذلك شجع قانون الضرائب والذى يعفى الشركات الجديدة من كل ضريبة لمدة خمس - الى عشر أعوام - على توزيع أرباح كبيرة على المساهمين وبالتالي تشجيع انشاء شركات جديدة • وقد كان دور مشاركة الأفراد فى عمليات التمويل ضئيلة جدا وهذا يعكس انخفاض الدخل لأكبر عدد ممكن من الأفراد •

كذلك لعبت شركات التأمين دورا كبيرا فى تمويل القطاع الخاص فقد كانت هذه الشركات تستثمر أموالها فى شراء أذونات الخزانة وأسهم شركات القطاع الخاص كذلك كانت تستثمر جزءا من أموالها فى الرهون العقارية وشراء الأراضى وقد أدى مساهمتها فى شراء الأوراق المالية الى توسع وأثراء السوق المالى •

وهناك مؤسسات مالية أخرى قدمت رؤوس أموال للقطاع

الخاص مثل شركات الادخار لاقامة المباني والتي كانت تقدم قروضا بالاشتراك مع البنوك في اقامة مباني للقطاع الخاص أو للشركات •

وهكذا نجد المؤسسات المالية الخاصة قد لعبت دورا هاما في تحريك المدخرات الخاصة بالشركات والأفراد والمشاركة في تمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل • كذلك كان لسعر الفائدة دورا كبيرا في ذلك فمثلا كان يتقاضى المودع عند ايداعه ادخاراته في البنك ما بين ٣ - ٦٪ في حين أن ايداع نفس المدخرات في شركات التأمين أو صناديق الادخار أو شراء سندات مباشرة ما بين ١٠ الى ١٢٪ • كذلك كانت شركات الاستثمار هذه تعطي قروضا بسعر فائدة مخفض عن تلك التي تمنحها البنوك •

وكان لنمو النشاط الاقتصادي في كينيا والمتعلق بالقطاع الخاص دورا كبيرا في نشاط البورصة وقد قام عدد من أصحاب الشركات بعمل ضغط على الحكومة لتكوين البورصة ، وفي أول يولية ١٩٥٤ تكونت بورصة نيروبي لأول مرة وقد ضمت عضويتها المؤسسات المالية مثل شركات التأمين والبنوك والشركات المساهمة وكانت العمليات التي تتم يوما من بيع وشراء عمليات متواضعة • ومن العوامل التي شجعت على نشاط البورصة هي المكاسب التي كانت تحققها الشركات وتنعكس على أوراقها المالية • وما زالت بورصة نيروبي قائمة وان كانت ليست نشطة كما كانت من قبل خصوصا بعد أن حصلت كينيا على استقلالها وعودة كثير من الأجانب الى بلادهم •

٢ - السوق المالي في نيجيريا (١٩)

بالرغم من تداول الأوراق المالية في نيجيريا منذ عام ١٩٤٦ الا أن ذلك لم يعن وجود سوق مالي في هذا الوقت ، وقد كان لتأسيس

(19) Annual reports of the Central Bank of Nigeria From 1960 to 1979.

البنك المركزي النيجيرى عام ١٩٥٩ الفضل الأول فى ايجاد سوق
مالى • كما وأن تطور الاقتصاد الوطنى وزيادة عدد المؤسسات
المالية قد ساعد على وجود ونمو هذا السوق •

وقد ظهر التفكير لايجاد سوق مالى منذ عام ١٩٥٨ عندما قامت
الحكومة بتكوين لجنة لدراسة تداول الأوراق المالية فى نيجيريا وكيفية
تحريك الادخارات للاستفادة بها فى الاستثمارات المختلفة • وقد
وجدت اللجنة أن الظروف ملائمة لتكوين سوق مالى وذلك لتطوير القطاع
الاقتصادى فى نيجيريا وتمويل المشروعات صغيرة ومتوسطة الحجم
الى شركات مساهمة كبيرة وقد أوصت اللجنة قبل تقرير اقامة سوق
مالى ضرورة القاء نظرة على :

(أ) الضرائب ; فمن شأن تخفيفها تشجيع الأفراد على زيادة
ادخاراتهم فتخفيض ضرائب الدمغة والدخل الناتج من تداول الأوراق
المالية من شأنه تشجيع الأفراد على شراءها •

(ب) ضرورة اعلام الجمهور بنشاط الشركات وازالة العوائق
المتعلقة بتحويل أو شراء الأوراق المالية وفوائدها بمعنى أن طرح
أوراق مالية جديدة يجب أن يكون موجها ليس فقط للجمهور بل أيضا
للبنوك والمؤسسات المالية •

(ج) لابد من انشاء مؤسسات مالية قادرة على تحويل هذه الأوراق
المالية الى نقود سائلة عند الطلب •

(د) لابد من اتخاذ الخطوات نحو تأمين المدخرين والمستثمرين
على ادخاراتهم واستثماراتهم •

وعندما تكون البنك المركزي قام هذا الأخير بشراء جميع
الأوراق المالية المتداولة والمعروضة نظرا لعدم وجود سوق مالى ولما
كبرت محفظته قام ببيعها الى الأفراد وذلك عن طريق طرحها بأسعار

يحددها هو وذلك نظرا لعدم وجود سوق مالى وظل الحال على ذلك حتى عام ١٩٦١ عندما أعلن لأول مرة تكوين بورصة لاجوس للاوراق المالية .

وأهمية الدور الذى قام البنك المركزى فى نيجيريا تظهر فى السياسة التى اتبعتها بشأن السندات الحكومية وقد واجه البنك صعوبات كبيرة من أهمها عدم وجود مشتريين للسندات الحكومية فى السوق الثانوى وقد كان معظم حملة السندات الحكومية هم المؤسسات المالية وفى مقدمتها البنوك بالاضافة فقد صدر مرسوم يجبر شركات التأمين على استثمار مالا يقل عن ٤٠٪ من رأس مالها فى شراء سندات الحكومة كذلك صناديق الادخار وصناديق المعاشات كلها أصبحت مجبرة فى استثمار جزء من أموالها فى شراء سندات الحكومة ولم تقتصر الاصدارات على السندات الحكومية بل تعدتها الى الشركات العامة وأول اصدار كان تكوين شركة أسفنت سنة ١٩٥٩ وتبعه بعد ذلك اصدارات مختلفة لتكوين شركات كبيرة وقد شارك فيها صغار المدخرين بل والمواطنين الذين يعملون فى الخارج .

وهكذا استطاعت نيجيريا أن تقوم بنهضة اقتصادية معتمد فى ذلك على نشاط البنك المركزى الذى قاد عملية انشاء وتطوير السوق المالى هناك وما زالت بورصة لاجوس تعمل وهى نشطة حتى الآن بالرغم من مصاعب التمويل الناتجة عن خطط التنمية الطموحة التى تقوم بها الحكومة المركزية .

٣ - السوق المالى فى جمهورية مصر العربية

تعتبر جمهورية مصر العربية من أقدم البلاد الأفريقية التى اهتمت بالأسواق المالية فيوجد بها بورصتين أقدمها بالاسكندرية وأنشئت عام ١٨٨٣ وأكبرهما بالقاهرة وأنشئت عام ١٨٩٠ وتتعامل كلا البورصتين فى الأسهم والسندات . وقد ارتبط ظهور هذه البورصات

بالظروف التى كانت سائدة هناك فقد قام السوق فى ظل الأجنبى وبمبادرة منهم سواء القائمين عليه أو الوسطاء أو الأوراق التى يتم التعامل عليها وكلها لشركات مساهمة أجنبية كانت تسجل فى مصر . كما كان أهم المتعاملين فيه فروع الشركات الأجنبية ورجال المال الأجنبى المقيمين فى مصر .

وفى الحقيقة لم يلعب هذا السوق دورا فعالا فى تنمية الاقتصاد بل اقتصر دوره على توفير الجانب التمويلى للنشاطات التى تهتم الجاليات الأجنبية بالاضافة الى التعامل بأسهم شركات معينة .

وكانت الطفرة الكبرى فى مجال تطوير سوق مالى فى مصر انشاء بنك مصر عام ١٩٢٥ برأس مال مصرى كامل وذلك أعقاب ثورة ١٩١٩ وقد قام هذا البنك منذ انشاءه بتكوين العديد من الشركات المساهمة والمشاركة فيها فلم يكن دوره بنكا تجاريا بمعنى الكلمة بل كان بنك استثمار فكان يقوم بتكوين الشركات ثم يطرح أسهمها للاكتتاب بها للجمهور فساهم بذلك بحق فى تطوير سوق الاصدار والتداول وعمل على تنشيط سوق الأسهم بوجه خاص كذلك كان تكوين البنك الصناعى عام ١٩٤٧ خطوة أخرى فى مسار الاقتصاد المالى نحو تقرير السوق المالى حيث قام هذا البنك بانشاء وتدعيم المؤسسات الصناعية بل والمساهمة فى كثير من المشروعات الصناعية والترويج للاكتتاب فى كثير من أسهم الشركات ولا ننسى ما كان لقانون الشركات المساهمة رقم ٢٦ لسنة ١٩٥٤ من أثر فى انتشار هذا النوع من الشركات فى مصر .

الا أن نشاط سوق الاصدار والتداول أخذ فى التراجع منذ عام ١٩٥٨ نتيجة للإجراءات التى اتخذتها الحكومة فى هذا الوقت بالذات نحو تأمين البنوك وتمصير الشركات والمصادرة مما أدى الى

هروب رؤوس الأموال وضعف الدافع الفردي للنشاط وتملك الدولة لمعظم أوجه النشاط الاقتصادي بالإضافة الى انخفاض سعر الفائدة على المدخرات والحد من توزيع الأرباح على المساهمين •

الى أن كان عام ١٩٧١ عندما شعرت الحكومة غياب القطاع الخاص عن كل نشاط اقتصادي وعدم قدرة القطاع العام على القيام بملىء هذا الفراغ فمنذ عام ١٩٧١ والحكومة تحاول جاهدة بكل الطرق بذل الثقة وتشجيع القطاع الخاص بجميع أوجه المرغبات الضريبية وتشجيع الادخار عن طريق رفع سعر الفائدة وازالة العقبات أمام تنقل رأس المال العربي والأجنبي ومع ذلك بالرغم من كل هذه الجهود فما زال القطاع المالي منكشأ ولم يتطور بطريقة موازية لكل هذه التشجيعات ويرجع ذلك الى أسباب مختلفة :

١ - استحواذ القطاع العام على تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية بحيث أصبح المجال ضيقا أمام القطاع الخاص •

٢ - عدم قيد أسهم الشركات الجديدة في البورصة وبالتالي قلة المعروض من الأوراق المالية للاكتتاب فيه •

٣ - منافسة البنوك في اجتذاب المدخرات عن طريق رفع سعر الفائدة في الوقت الذي اتجهت فيه أسعار الأسهم والسندات الى الهبوط واتجهت أسعار السلع ومستلزمات الانتاج الى الارتفاع ولا يخفى ما أدى اليه انخفاض الجنيه المصري من التأثير على قيمة الأموال المستثمرة أو عائدها •

٤ - بالإضافة فوجود أوعية استثمارية أخرى تعطى فائدة أعلى من تلك التي تمنحها الأسهم والسندات أو حتى البنوك أدى الى تحويل كثير من المدخرات عن هذه القنوات ومن أمثلة ذلك الاستيراد بدون تحويل عملة مثلا •

وفى رأينا أن نمو القطاع المالى يحتاج دائما الى وقت ولا ننسى أن أصحاب رؤوس الأموال يخشون دائما من تكرار ما حدث فى الماضى ولكن يخفف من ذلك المجهودات الكبيرة التى تبذلها الحكومة لتطوير القطاع العام وزيادة الانتاج والحد من أعباء الميزان التجارى بالاضافة فقد ترتب على ارتفاع سعر الفوائد زيادة الادخارات فى البنوك وهى العامل الأول والهام فى تكوين سوق مالى ولا بد أن تلعب المؤسسات المالية دورا فى تحريك السوق وأن تستكمل هذه المؤسسات تكوينها عن طريق ايجاد بنوك استثمار *

ونحب أن ننوه أن انشاء شركة للاتجار بالأوراق المالية سوف تكون له أثر فى تحريك عمليات السوق المالى وتأمين المدخرين على امكانية تحويل مدخراتهم الى نقود سائلة فى أى وقت *

وهكذا فقد بدأ السوق المالى نتيجة لمجهود القطاع الخاص وفى تطوره ونموه نتيجة لمجهود الحكومة والبورصة * فتجربة مصر هى مزيج من تجربة كل من كينيا ونيجيريا *

٤ - السوق المالية فى تونس (٢١)

أنشئت سوق الأوراق المالية بتونس عام ١٩٦٩ وقد ارتبط قيامها باتجاه تونس الى ادخال بعض الصناعات الحديثة والتوسع فى قطاع الخدمات والسياحة الأمر الذى تبعه نشاط واسع فى انشاء الشركات المساهمة العامة والاقبال على شراء أسهمها والتعامل فيها بجانب تزايد سندات هذه الشركات عند الاقراض طويل الأجل والحاجة لزيادة رأس المال * وقد حاولت البورصة منذ تأسيسها بأن

(21) Mr. Ezzaddine Babbou. Tunisie.

Le Marché financier dans un pays en développement Annual Reports of Central Bank of Tunisia.

تكون بورصة شعبية أى بمعنى أن عمل البورصة ليس مقصورا على الشركات أو فئات معينة من الشعب بل من حق كل أفراد الشعب المشاركة فى أعمال البورصة والانتفاع من مصادر الثروة فى البلاد والسماح لهم باكتساب دخل جديد عن طريق رصد مدخراتهم التى كانت فى الأوس القريب مكتنزة .

وهذا ماحدى بالحكومة الى اقتطاع جزء من مرتبات الموظفين ومنحهم مقابلها اسهم فى الشركات القومية وتحاول البورصة جاهدة جعل تنويع أعمالها واشراك كافة أفراد الشعب فيها وهذا يظهر فى :

— تخفيض القيمة الاسمية لأسهم الشركات الجديدة حتى تكون فى متناول أفراد الشعب .

— اشراك العمال فى رأس مال الشركات حتى تتحسن الانتاجية لشعور العامل بملكيتة لجزء من المؤسسة التى يعمل بها .

— توزيع أرباح على المساهمين .

كذلك لا ننسى تدخل المشرع التونسى لازالة جميع العقبات التشريعية أمام عمل الشركات والبنوك ومحاولته حماية صغار المدخرين . ولا ننسى الدور الكبير الذى لعبه البنك المركزى فى تنشيط أعمال البورصة والدور الذى قامت به البورصة نفسها فى قيام بحملات اعلامية متعددة الجوانب فارتفع حجم المعاملات من ٣ ملايين دينار عام ١٩٧٢ الى ٢٣ مليون دينار عام ١٩٨٢ .

على ضوء هذه التجارب التى اقتصرت فيها على البورصات الأفريقية هل يمكن القول بأنها حققت النجاح المنتظر منها لدفع عجلة التنمية الاقتصادية ؟ والجواب على هذا السؤال بالايجاب فمهما كانت ضالة النتائج التى تحققت من وجود البورصات فى الدول الأفريقية الغامية فلاشك أنها نتائج ايجابية . فالبورصة كوليده لاينتظر نموه

فجأة فهو يحتاج لكثير من الصبر والوقت حتى يكبر وينمو والبورصات فى الدول الصناعية لم تنمو وتكبر بمجرد تكوينها فالبورصة عامل مساعد لتكوين سوق مالى ولكنه ليس العنصر الوحيد وكما سبق أن ذكرنا فالقطاع المالى داخل أى دولة هو قطاع محايد بمعنى أن نموه ونشاطه مرتبط بالقطاعات الاقتصادية الأخرى فكل تنمية اقتصادية تتبعها تنمية مالية موازية لها فى قوتها وشدتها •

ولا ننسى أن تفتح الشعوب الأفريقية فى زيادة التعليم والمواصلات من شأنه أن يؤدى فى يوم ما الى خروج هذه البلاد من أزماتها الاقتصادية لتعوض ما فاتها من تقدم ورفاهية • ونأمل أن يكون هذا اليوم فى القريب العاجل •

٩ - تطور الأسواق المالية فى أفريقيا

من تحليل الشروط التى تسود الاقتصاد الأفريقى وتجارب كينيا ونيجيريا ومصر وتونس فإنه يبدو أن الحاجة الى توسيع عمل الأسواق المحلية فى هذه البلاد ظهرت بوضوح ، اذا كان لابد وأن تعمل هذه الأسواق بجدية وتقوم بدور فعال فى تحريك الادخارات • ومهما كان الوضع فان جدوى أو أهمية تكوين سوق مالى تبدو غير واضحة وبالذات لو أخذنا الاقتصاد القومى فى كل دولة على حده وذلك بسبب صغر حجم الاقتصاد أو الناتج القومى فى كل دولة منها على حده بالإضافة الى ضآلة الدخل والادخار (٢٢) •

لذلك فإن الضرورة تقضى بوجود سوق مالى لكل مجموعة من الدول • وبالتالي يكون الهدف من السوق هو رفع المستوى الاقتصادى لمجموعة من الدول التى تربطها روابط جوار أو روابط اقتصادية تقليدية •

(22) Francis Lees.

— International Financial Markets, pp. 501.

وسوف يساعد ذلك على انتشار المشروعات والشركات المساهمة الاقليمية
أصف الى ذلك ملاحظناه من كبر حجم القطاع العام فى الدول الأفريقية
بحيث قد أصبح بمثابة عقبة فى تطور السوق وتنميته وهناك ثلاث وسائل
من شأنها تشجيع شركات القطاع العام على تكوين مشروعات خاصة
وبالتالى تحريك السوق المالى :

١ - فتستطيع شركات القطاع العام تكوين شركات خاصة أى
أنها تلعب دور الشركة الأم وبذلك تستطيع تجميع المدخرات الخاصة
فى سبيل تكوين شركات مختلطة وهذا الشكل القانونى الجديد
للمشروعات من شأنه تحريك مدخرات القطاع العام نفسه والتى يحجم
عن توزيعها بالاضافة فهو وسيلة فعالة فى مشاركة الأفراد فى شؤون
القطاع العام .

٢ - تشارك الحكومة الآن القطاع الخاص فى كثير من المشروعات
وقد آن الأوان فى أن تتنازل الحكومة عن هذه الأسهم للأفراد عن
طريق بيع هذه الأسهم فى البورصة واستخدام حصيلة هذه الأسهم فى
تكوين شركات جديدة وبهذا تحرك من جهة السوق المالى ومن جهة
أخرى تقوم بعملية تنمية اقتصادية .

٣ - تشجيع الشركات الأجنبية على العمل فى داخل البلاد
بالاشتراك مع شركات القطاع العام من شأنه أن يؤدى الى نقل
المدخرات من الخارج الى الداخل وتطوير الاقتصاد الداخلى بما يتبعه
وجود شركات أجنبية من نقل للتكنولوجيا وتوفير استيراد معدات
كانت تلزم بها الحكومة أو شركات القطاع العام .

ومن الوسائل الهامة فى تطوير الأسواق المالية فى أفريقيا هو :

١ - ضرورة تطوير عمل البنوك فى الداخل ومشاركتها الفعالة فى
عملية التنمية الاقتصادية .

٢ - ضرورة خلق بنوك متخصصة فى القروض متوسطة وطويلة الأجل (بنوك صناعية - زراعية - حرفية ...) .

٣ - الاهتمام بالمؤسسات المالية التعاقدية مثل شركات التأمين وصناديق الادخار .

٤ - ضرورة تطوير التشريعات الداخلية فى كل دولة وازالة المعوقات أمام الاستثمار الداخلى والخارجى .

٥ - ضرورة زيادة أدوات الاستثمار وتنوعها .

٦ - ولا ننسى الضرائب كعقبة من عقبات الاستثمار فلا بد من تخفيف وقعها على المستثمرين .

نحو سوق مالى اقليمى :

نظرا لصغر حجم الاقتصاد القومى فى كل دولة أفريقية على حده فإن نمو سوق مالى لخدمة مجموعة من الدول سوف يسهل تنقل الادخار من دولة الى أخرى ويشجع على تحويل المدخرات فى شكل أوراق مالية . ويقتضى وجود سوق مالى اقليمى ازالة العقبات فى شأن تنقل رؤوس الأموال وعلى عائد الأسهم والسندات داخل المجموعة الاقليمية التى تضمها السوق ويساعد على ذلك وجود مجموعات اقتصادية فى أفريقيا واستعمال عملة موحدة داخلها مثل دول غرب أفريقيا ودول شرق أفريقيا ودول وسط أفريقيا ودول شمال أفريقيا .

وسوف يؤدى التعاون المالى داخل كل منطقة الى ترقية الاقتصاد الأفريقى ويزيد من التعاون بين الدول النامية وازالة جميع عوائق وجود سوق مالى داخل كل دولة مثل انخفاض الدخل القومى وصغر حجم الادخار وعدم انتشار النقود بدرجة كافية فى التعامل وبالذات بالنسبة للنشاط الزراعى يمكن تخفيف حدته عن طريق انشاء أو وجود سوق مالى .

- خاتمة :

من المؤكد أن أسواق الأوراق المالية هي مصادر هامة للتمويل الطويل الأمد لخدمة أغراض التنمية الاقتصادية لرؤوس الأموال يمكن أن توجه لخدمة الطلب ليس فقط من السوق الداخلى ولكن أيضا من الخارج وفى هذه الحالة فان الجهود سوف تكون موجهة نحو إقامة سوق مالى دولى حقيقى وفى الحقيقة فان وجود سوق دولى يعتمد أساسا على تجديد نشاط وتوسيع نطاق عمليات السوق الوطنية .

فى خلال العشر سنوات السابقة كثرت وتمت الدراسات المتعلقة بالأسواق المالية فقد درس خبراء الولايات المتحدة وكندا وانجلترا أسواقهم المالية فى نطاق بحوث موسعة ومرتبطة بنظامهم النقدى أما فرنسا وبلجيكا فقد قدموا دراسات لتحسين فاعلية أسواقهم المالية .

ولا ننسى مجهودات الدول الأفريقية النامية فى محاولتهم الى جذب الادخارات الداخلية والسوق الدولية للمشاركة فى الاصدارات والأوراق المالية الجديدة وبالذات فى النشاطات الهامة للاقتصاد القومى خصوصا اذا لاحظنا أن هناك جزءا كبيرا من الادخارات مودع فى الخارج كوديعة فى البنوك لفترة طويلة .

فتوسيع نطاق السوق المالى هو محل دراسات متعمقة تتم غالبا فى نطاق المشاكل النقدية الدولية فالأسواق المالية تستطيع ليس فقط زيادة حركة رؤوس الأموال فى المدى الطويل من بلاد غنية نسبيا برؤوس الأموال الى بلاد أخرى فقيرة والتي فى حاجة لرؤوس أموال ولكنها تستطيع أيضا تسهيل الحلول لمشاكل موازين المدفوعات التى قد تأثرت بها البلاد الصناعية نفسها .

فعمل السوق المالى والذى يهدف الى زيادة وتوجيه حركة رؤوس الأموال فى المدى الطويل تعتمد على فعالية السوق المالى فى الاقتصاد الوطنى وفى دراسة قدمت حديثا عن مشاركة الدول الصناعية فى

مساعدة الدول النامية اقترح المؤلف أن أحسن وسيلة لمساعدة الدول النامية برؤوس أموال للتنمية هو ضمان الاصدارات التي توم بها الدول النامية فى أسواق الدول الصناعية بمعنى أنه من حق الدول النامية إصدار سندات فى أسواق الدول الصناعية وأن تكون هذه السندات مضمونة من حكومات الدول الصناعية وبذلك يمكن إزالة جميع العقبات أمام تنقل رؤوس الأموال بين الدول الصناعية والدول النامية (٢٣) .

وهناك فى الوقت الحالى أفكار كثيرة متشابهة فقد درست لجنة محافظى صندوق النقد الدولى والبنك الدولى للانشاء والتعمير فى يونيو ١٩٧٥ فكرة ضمان القروض التي تعقدها الدول النامية وكل مانتيره مشكلة ضمان قروض الدول النامية هو مشكلة ضرورة استعمالها فى التنمية والعائد المحقق منها وبالرغم من كل هذه المحاولات لتشجيع واقامة سوق مالى الا أنها من الناحية العملية قد لاقت اعتراضات كثيرة أهمها أن تكون السندات صادرة من حكومة مع ضرورة مراقبة رؤوس أموال هذه .

ومهما كانت الظروف فلا بد للأسواق المالية أن تتبع من داخل الدول النامية ذاتها فالادخار الداخلى هو الأساس الأول فى تكوين هذه الأسواق ولا شك أن هناك عوامل مختلفة قد لعبت دورها فى الدول الأفريقية لعرقلة اقامة أسواق مالية فمثلا الطلب على رؤوس الأموال بالنسبة للقطاع العام طلب محدود ومعظم الطلب يتجه الى مصادر خارجية كذلك الطلب بالنسبة الى القطاع الخاص فمعظمه كما رأينا قد مول عن طريق رؤوس أموال أجنبية أو بنوك . بالاضافة فان وجود علاقة سابقة بين معظم الدول الأفريقية والدول التي كانت تربطها بها علاقة استعمارية سهلت عملية الاقتراض من هذه الدول الأخيرة فى سبيل الوفاء بحاجتها الى المال .

(23) Stefan Dareche.

— C.D. and Capital Markets Economy Nov. 1975, p. 119.

أما من ناحية عرض الادخار فان حجم الأسواق المالية قد تأثرت بانخفاض الدخل فى الدول النامية وسيطرة الحكومة لتمويل عمليات التنمية • فانخفاض الدخل وانخفاض مستوى المعيشة يجعل الأفراد ينفقون كل دخولهم الحاضرة بدلا من الرخاء الذى قد ينتظرهم فى المستقبل • والنتيجة أن أى ارتفاع فى الدخل يوجه الى رفع مستوى المعيشة فانخفاض الدخل المصحوب بعدم وضوح الرؤية بالنسبة للمستقبل قد أثر فى تشجيع الادخار واستثماره فى النشاطات التى تبعد كلية عن المخاطرة والتى يمكن تحويلها بسهولة الى رأس مال بدون مخاطر أو خسائر •

كل هذه الظروف تؤثر على المواطنين الذين يعيشون حتى على مستوى الكفاف باختزان ولو قليل من رؤوس الأموال فى شكل نقدى أو ذهب • فعدم وجود استقرار جماعى أو سياسى فى كثير من الدول النامية قد شارك فى تفصيل استثمار رؤوس الأموال لآجال قصيرة عن تلك الخاصة بالآجال الطويلة والتى تتطلبها عملية الاستثمار فى الدول النامية وهكذا فان حجم الأسواق المالية فى الدول النامية سوف يكون أقل كثيرا عن تلك الموجودة فى الدول المتقدمة •

معهد البحوث الاقتصادية العربية

RESEARCH INSTITUTE FOR ECONOMIC STUDIES

مركز البحوث الاقتصادية العربية

المجلة التاريخية المصرية

مجلة سنوية تصدرها الجمعية المصرية للدراسات التاريخية

تقوم بنشر البحوث العلمية فى مختلف عصور التاريخ القديم ، والعصور الوسطى الاسلامية والأوربية ، والتاريخ الحديث والمعاصر سياسيا وحضاريا ، ويكتبها أستاذة التاريخ المتخصصون بجامعة مصر العربية .

كما تقوم الجمعية بنشر مجموعة المحاضرات التى يلقيها الأستاذة المصريون والأجانب بمقر الجمعية فى الموسم الثقافى فى مجلة أخرى تصدر سنويا .

رئيس مجلس الادارة

الأستاذ الدكتور ابراهيم نصحى قاسم

تطلب المجلة والموسم الثقافى

من الجمعية المصرية للدراسات التاريخية

٢ شارع ناصر الدين المتفرع من شارع البستان بالقاهرة