

الجمهورية اللبنانية

مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

سوق بيروت المالية

إعداد:

شركة مروان إسكندر وشركاه

آذار ١٩٩٣

الجمهورية اللبنانية
مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

السوق المالية في لبنان

اعداد:

مؤسسة مروان اسكندر و شركاه

اذار ١٩٩٣

المحتويات

<u>صفحة</u>	
أ	استخلاصات رئيسية.....
١	السوق المالية في لبنان.....
٧	الاسواق المالية الدولية.....
٣٥	بورصة بيروت.....
٥٧	التوجهات العربية و التنظيم في مصر و قبرص و الاردن.....
٦٢	مصر و قبرص و الاردن.....
٦٢	مصر.....
٧٣	قبرص.....
٨٠	سوق عمان الهالي.....
١٠٧	تنظيم السوق المالية في لبنان.....
١٢٢	منافع السوق و الوقت المطلوب لقيامها.....

اسهم في وضع بعض اجزاء هذه الدراسة، اضافة الى مروان اسكندر الذي انجز الصياغة النهائية:

الدكتور جواد العناني - وزير سابق في الاردن و باحث اقتصادي

الاستاذ انور ابو جودة - اختصاصي في الشؤون المالية و المصرفية

الاستاذ سامر اسكندر - محلل مالي و اختصاصي في سوق السندات

استخلاصات رئيسية

خلال السنوات العشر المنصرمة برزت تطورات متنوعة دفعت العديد من الدول الصناعية والدول الصناعية النامية الى تبني تشريعات تشجع على قيام اسواق مالية، ونتيجة للثورة الالكترونية وخطوات تحرير العملات وتقنيات نقل ومعالجة المعلومات أصبح هناك ما يشابه السوق العالمية الواحدة لرأس المال .

لبنان استطاع الحفاظ على نظام نقدي متحرر من قيود التحويل وعلى نواة نظام مصرفي مقتدر، وهو اليوم يحتاج الى تطوير سوق مالية محلية واقليمية ودولية تسهم في توجيه الادخار الى مجالات الاستثمار الناجع كما تسهم في اعادة تكريس لبنان كمركز مالي اقليمي .

التشريع اللبناني الخاص بالسوق المالي كان اكثر تطورا من اعمال ونشاطات السوق ، لكن الدور المطلوب يستوجب تشريعا يؤمن حماية المستثمر والاقتصاد في آن ويتمشى مع التوجهات الدولية والاقليمية .

التوجهات الدولية البارزة كانت نحو تحرير عمليات الاسواق من القيود مع اخضاعها لرقابة رعائية وفرض عقوبات قاسية على المخالفات ، وقد اصبحت ملكية الاسواق المالية في غالبية البلدان الصناعية ملكا للمشاركين فيها من الشركات المختصة .

حيث ان لبنان خارج من محنة طويلة وقد واجه اثقال ونتائج اعمال غش على نطاق واسع في مجالات الاستثمار، وجدت الدراسة ان السوق يجب ان يكون مملوكا من هيئة عامة تتمتع باستقلال مالي واداري وتعيين، بكامل اعضائها، من قبل مجلس الوزراء وتشرف على تنظيمات العمل اليومي والممارسات التي هي من مسؤولية لجنة البورصة التي نقترح تعزيز عددها بعضوين يمثلان المؤسسات الاجنبية .

ان مفهوم السوق المالي يجب ان يشمل، اضافة للسندات والاسهم ومختلف الاوراق المالية والعقود الفورية والمستقبلية للسلع والعملات، موارد شركات التأمين او على الاقل موارد هذه الشركات الناتجة عن رسوم التأمين على الحياة او التقاعد، ومعلوم ان هذه الرسوم تشكل قاعدة هامة في مجال الادخار الوطني. وكانت قد بذلت محاولات من قبل المرحوم الشيخ سعيد

حماده، حين تولجه وزارة الاقتصاد، لفرض نسبة مرتفعة من الاستثمار المحلي على شركات التأمين، ونرى ضرورة ملحة لفرض الزام من هذا النوع وتطوير مجلس رقابة فعال لمراجعة اوضاع شركات التأمين، فالنظام الاقتصادي المالي قد يكون مهددا بمخاطر في هذا القطاع تفوق وقع مخاطر قطاع المصارف، لكن التشريع المطلوب خارج نطاق تكليف القيام بهذه الدراسة .

هيئة ادارة السوق المالي وصلاحياتها تمثل اهم توصية وارده في الدراسة، لكن اصدار التشريع المناسب لقيام الهيئة وتوليها الصلاحيات المقترحة لا يكفي بحد ذاته، فهناك خطوات متعددة اخرى لا بد منها، بعضها يستوجب تجهيزات وبرامج مثل تأمين نظام اعلامي في ساحة السوق حول اسعار الاسهم والسندات والاوراق المالية وبعضها الاخر يستوجب تشريعات وتنظيمات، ومن هذه:

- اصدار تشريع لتنظيم مهنة المحاسبين والمدققين وفرض شروط صارمة لممارسة المهنة وعقوبات على المخالفة التي تعرض حقوق المساهمين للهدر .

- وضع تنظيم لممارسة مهنة العميل في السوق المالي، سواء كان العميل شخصا معنويا ام طبيعيا. والشروط منها ما يتعلق بالاعداد الجامعي ومنها ما يتعلق بالمسلكية في ممارسة العمل ورأس مال الشركات ومختلف انواع الشركات العاملة في حقل الوساطة .

كذلك هناك تعديلات لا بد منها على القوانين الخاصة بالشركات، فشرط تمكين الشركات من التسجيل في السوق يجب أن تسمح بالاصدارات الجديدة كي يكون هنالك بالفعل سوق اولية تستقطب استثمارات لمشاريع جديدة، كما ان شروط رأس المال والنشر والعزل من مجلس الادارة يجب تعديلها .

توفر هذه الدراسة الاطار التوجيهي لوضع التشريعات والتنظيمات التي تسمح بقيام سوق مالية متطورة ومنتظمة ومؤثرة في مجرى النمو ايجابيا، وقد الحقنا بها عدة ملاحق تبين تفاصيل التشريعات المعمول بها في الاردن ومصر وقبرس.

حسب تقييمنا الواقعي، تنظيم السوق وتنشيطها يحتاج لفترة ستة أشهر منذ اقرار التشريعات حول هيئة ادارة السوق وتسمية اعضائها واقرار التشريعات الخاصة بممارسة مهنة المحاسبة والتدقيق واختبار الموقع والبدء في تجهيزه .

ان تشغيل السوق يؤدي الى فوائد متعددة على الصعيد المالي والاقتصادي، اهمها توفير البرهان على أن لبنان قادر على المعاصرة وله في خبرات ابنائه ما يميزه ويؤهله للعب دور حيوي في تنشيط سوق مالية تخدم الاقتصاد المحلي، كما تخدم المستثمرين اللبنانيين والعرب والاجانب .

السوق المالية في لبنان

دراسة شروط تنظيم و قواعد عمل و تطوير سوق مالية في لبنان اصبت ضرورة ملحة لاكثر من سبب نعدد اهمها في ما يلي انطلاقاً من السبب الرئيسي لقيام اية سوق مالية .

ان مؤسسات و عمليات السوق المالي تؤمن ترابطاً ما بين الادخار و الاستثمار فتفسح للمستثمر مجال الالمام بفرس التوظيف المجدي و تؤمن لاصحاب المشاريع ، اشخاصا طبيعيين او معنويين ، فرس استقطاب رأس المال ، و هذه الوضعية تسهم في رفع فعالية تخصيص الموارد المالية في اي بلد كما انها تشجع ، في حال تحقق استثمارات منتجة ، على رفع معدلات الادخار بغرض الاستثمار .

الافادة من قيام سوق مالي في اي بلد ترتبط بالوضع المشار اليه ، و قد تعززت دواعي اقامة الاسواق المالية بتسطورات دولية و اقليمية تجعل قيامها في لبنان في المستقبل القريب من الاولويات التي تستوجب الدراسة و الخطط التنفيذية .

عقد الثمانينات شهد توجهاً دولياً نحو توسيع الحريات الاقتصادية و التخلي التدريجي و من ثم الفجائي و احيانا العنفي عن انظمة التخطيط و التسعير المركزي .

الحريات الاقتصادية التي تعززت تمثلت في المكان الاول بحرية الملكية الخاصة و ممارسة النشاط دون قيود سوى ما تعلق منها بقضايا الصحة و البيئة و حرية التجارة و النقد و انتقال رؤوس الاموال بين بلد و آخر ، كما تبدت الحرية الاقتصادية في مظهر تحرير معدلات الفوائد و زيادة التنافس بين المصارف على صعيد دولي .

الابتعاد عن الانظمة المركزية و توسع رقعة حرية القرار الاقتصادي تحولات رافقتها تطورات تشريعية و تنفيذية اسهمت في تنشيط الاسواق المالية و تطوير قواعد و شروط عملها .

عام ١٩٧٥ صدر في الولايات المتحدة قانون تعديل قانون تبادل الاسهم Securities Act Amendments و كان هذا التعديل تاريخياً لانه فرض تغييرات جوهرية في السوق المالية الاوسع و الانشط في العالم ، و عزز فرس المنافسة في مجال توفير الخدمات المالية بالغائه سقوف الرسوم المحددة على المعاملات سابقا ، كما انه هدف الى انشاء سوق قومي للاسهم و السندات في الولايات المتحدة ، و اقرت التعديلات ضرورة تأمين شروط

افضل لحماية المستثمرين في زمن تسود فيه نزعة تحرير الاسواق، فوفرت سلطات اشرافية و رقابية اوسع لهيئة الاسهم و المبادلات (Securities and Exchange Commission (SEC).

اضافة الى التعديلات التشريعية المشار اليها و الخطوات التنفيذية التي تبعتها ، تطورت تكنولوجيا الاعلام بالوسائط الالكترونية بسرعة مذهلة ، و منذ اواسط السبعينات اصبح من الممكن للمستثمر في سوق نيويورك الاضطلاع على اسعار مبادلات الاسهم و السلع و العملات بعد لحظات من تنفيذ العقود حيثما هو ، في لبنان ، في السعودية ، في هونغ كونغ ، الخ. بكلام آخر ، اصبحت المعلومات المالية متوافرة في نفس الوقت في مختلف انحاء المعمورة ، و تعاضمت دقة و سرعة هذه المعلومات الى حد بعيد ، كما ان التطورات الالكترونية التي مكنت من توافر المعلومات في آن في مختلف انحاء المعمورة ، افسحت مجال تحقيق عمليات الشراء و البيع خلال الوقت المطلوب لانتهاء مكالمة هاتفية او ارسال فاكس .

الثورة الالكترونية طاولت وسائل توفير المعلومات و تحليلها و اشكال ابرازها (مع مقارنات زمنية و لوحات بيانية) كما طاولت وسائل الاتصال و التنفيذ و حفظ السجلات و سرعة تحقيق العمليات ، و هذه الوسائل وفرت للولايات المتحدة سبقا اوجب على الاسواق الاخرى مقارنته لان الاسواق اصبحت ، نتيجة توجهات تحرير النظم و العملات و تأكيد مبدأ حرية الملكية و الثورة الالكترونية المعلوماتية ، بمثابة السوق العالمية الواحدة و بالتالي كان على لندن و فرانكفورت و باريس و طوكيو و زوريخ مماثلة التجهيز الفني في الاسواق الاميركية .

اواسط الثمانيات كانت جميع الاسواق المشار اليها ، اضافة الى هونغ كونغ و سنغافورة ، متمتعة بالشروط الفنية المتناسبة مع التكنولوجيا الحديثة . و قد اقرت بريطانيا عام ١٩٨٦ ، و بعد دراسة استمرت سنوات ، قانون الخدمات المالية Financial Services Act الذي حرر رسوم التنفيذ و افسح مجال تمثيل الشركات الاجنبية في سوق لندن و ادخل مفهوم التنظيم الذاتي للسوق مع الاشراف الوقائي من سلطات الرقابة لدى الدولة . و من بعد اقرت كل من هولندا (هذا البلد الصغير هو من كبار بلدان الاستثمار في العالم) و كندا وفرنسا واسبانيا اجراءات وقرارات مشابهة .

قبل نهاية الثمانينات كانت ستوق الاسهم والسندات والعملات والعقود المستقبلية لتبادل العملات و السلع قد أصبحت عالمية ، وتقاربت أنظمة الاسواق الهامة الى بعضها البعض في حين أصبحت وسائل الاعلام عن الاسواق هي ذاتها المتوافرة لكل مهتم في هذه الشؤون ، و أصبحت حركة رؤوس الاموال ضخمة عبر الحدود . و على سبيل المثال ، ارتفعت مشتريات ومبيعات الاسهم الاميركية من قبل غير المقيمين من ٢٥١،٢ مليار دولار عام ١٩٨٠ الى ٥٠٥ تريليون دولار عام ١٩٩٠ .

التطورات الدولية ، سواء على صعيد توسيع الحريات الاقتصادية و تحرير العملات و تشابك الاسواق المالية ، كان لها أثرها على العالم العربي و في لبنان . فالاستثمارات العربية، الفردية منها و الحكومية ، متركزة في الاسواق المالية الدولية ، كما و ان اللبنانيين الاثرياء يتعاملون بنشاط عبر المصارف التي تحتوي ودائعهم في الخارج أو الداخل أو عبر شركات توظيف الاموال في الاسواق الدولية .

حسب النشرة الفصلية للبنك المركزي البريطاني والتي تشمل احصاءات حول توظيفات دول ومواطني منظمة الاوبك في ٣١ سوقا مالية في العالم ، بلغت توظيفات الدول العربية المصدرة للنقط، سواء منها توظيفات القطاع العام أو توظيفات الافراد، ٥٣٣ مليار دولار بنهاية ١٩٩٠ ، وقد توزعت هذه التوظيفات بما يساوي ٢٥٠ مليار دولار لحساب الدول المعنية و ٢٨٢ مليار دولار لحساب مواطنيها .

أما تركّز الاستثمارات وتوزعها فقد كان بنسبة ٦١ في المئة في قنوات استثمارية سائلة أو شبه سائلة ، مثل الودائع المصرفية والارصدة الذهبية والاجنبية لدى صندوق النقد الدولي والاوراق التجارية الحكومية والاستثمارات القصيرة الاجل ، و الباقي البالغة نسبته ٣٩ في المئة من المجموع فقد توزع بين الاسواق العالمية الرئيسية بالنسب التالية :

- ١٩٪ من الاستثمارات في السوق الاميركية .
- ١٣٪ من الاستثمارات في السوق البريطانية .
- ٢٠٪ من الاستثمارات في البلدان الاوروبية الاخرى .
- ٢٢،٥٪ من الاستثمارات في بقية بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وخاصة في اليابان .

٧٤،٨٪ من الاستثمارات في مراكز الأوفشور .
١١،٣٪ من الاستثمارات في الدول النامية .

من الأمور الجديدة بالملاحظة أن حصة التوظيفات في الولايات المتحدة انخفضت من ٢١ في المئة من المجموع عام ١٩٨٣ الى أقل من ١٩ في المئة في نهاية ١٩٩٠ . و بلغت ودائع اللبنانيين المقيمين في لبنان في مصارف البلدان المعنية بنهاية ١٩٩٠ حوالي ٩٤٦٠ مليون دولار انخفضت الى ٧٢٩٠ بنهاية ١٩٩١ ، و هذا الانخفاض نتج عن تحويلات اللبنانيين لودائعهم الى لبنان عام ١٩٩١ حينما تبدت فرس مناسبة للتوظيف وظهرت امكانيات للانفراج ، ولا شك ان عام ١٩٩٢ شهد تحويلات للبنانيين الى الخارج خلال الأشهر التسعة الأولى من السنة وتحويلات الى لبنان خلال الشهرين المنصرمين .

بالمقارنة مع التطورات العالمية والتوظيفات الدولية العربية واللبنانية ، انعدم النشاط في سوق بيروت المالية خلال سنوات الحرب سوى من قبل بعض المصارف وبيوتات المال العالمية أو من يمثلها ، و الواقع أن هذا النشاط كان حتى قبل ١٩٧٥ أوسع بكثير من نشاط البورصة في بيروت ، و كان واستمر دون رقابة حقيقية أو تنظيم يمنع الضرر عن المستثمرين .

القانون في لبنان سبق التطورات العملية ، فالمشترع احتاط لقيام أسواق العقود المستقبلية في المعادن والعملات و وضع نصوصاً تفصيلية لتبادل الأسهم و السندات في بورصة بيروت ، لكن النصوص لم تنفذ بسبب الاحداث التي عصفت بلبنان ، كما ان الثقة تزعزعت بالمؤسسات اللبنانية و بمنهجية الحكم ، سواء من معالجات قضايا البنوك الموضوع عليها اليد بعد افلاس بنك انتــــرا أو قضايا البنوك المتعثرة والمفلسة في حقبة الثمانينات أو من معالجة افلاس مؤسسات أجنبية سوقت اسهمها وسنداتها في السوق اللبنانية دون رادع في السابق .

لقد حافظ لبنان باستمرار على خصائص تسعى البلدان الصناعية الاشتراكية لمماثلتها في مساعيها لتحريك اقتصادياتها ، فلبنان تمتع بحرية تحويل النقد منذ ١٩٤٩ وحرية النشاط الاقتصادي والملكية منذ ان أصبح دولة ، و اليوم يبدأ لبنان استعادة أنفاسه و عليه تطوير النشاطات المتناسبة مع موقعه و كفاءات أهله خاصة منها النشاطات التي تعزز المداخيل و الموقع و تجعل من البلد بلداً معاصراً للتطورات من جديد .

التطورات الدولية في مجال تطوير الاسواق المالية حفزت العديد من دول المنطقة على محاولة تطوير اسواقها أو وضع التشريعات المناسبة لاقامة الاسواق المالية ، و هناك مساعي جدية في مصر و الاردن لتنشيط الاسواق المالية ، كما ان سوريا هي في سبيل اصدار تشريع يشجع قيام سوق مالية .

استنادا الى التطورات الدولية و الواقع و التوجه العربي لدول مقاربة أو مشابهة في اوضاعها لنا ، رأينا أن تعالج دراستنا هذه الاقسام التالية توخيا لتأمين التصور المطلوب و المناسب لقيام سوق مالية ناشطة في لبنان .

- التطورات الدولية الفنية و التشريعية : مبرراتها و ابعادها .
- البورصة و السوق المالية في لبنان: تاريخ العمل، النقائص و التشريع المعمول به .
- الاسواق المالية العربية المماثلة أو المشابهة: الاردن ، مصر و قبرس .
- التنظيم العملي و القانوني المطلوب لسوق بيروت المالية .
- تقدير الآثار الاقتصادية لقيام السوق و الزمن المطلوب لتحقيق الشروط التنظيمية .

دراستنا استوجبت زيارات لاسواق متطورة وقد تحققت حتى تاريخه ثلاث زيارات خارجية الى اسواق شيكاغو ، نيويورك و لندن ، كما تمت زيارة اسواق القاهرة و عمان و قبرس . و مع أن التطورات الاساسية في التنظيم و التطوير تحققت في الاسواق المتطورة ، ندرك أن دراستنا تقضي بالتفريق ما بين ما هو مناسب أو ما هو غير مناسب لاسواقنا و اوضاعنا ، و بالتالي الدراسة لا تتقبل الفكرة السائدة بأن كل ما هو اجنبي ممتاز و ما هو اقليمي أو محلي باطل ، بل تتقصى الدراسة ، عن سبيل المعرفة العملية و المراجعة النظرية ، ما يمكن أن يكون مفيدا لقيام سوق ناشطة و ديناميكية في بيروت تتكامل مع عناصر الحيوية التي أسهمت في ابقاء الاقتصاد اللبناني متحركا رغم جميع ما حل بالبلد من ويلات و خراب .

اهداف الدراسة التي حددت منهجيتها- اربعة :

أولاً: تأمين التشريع الذي يمكن لبنان من منافسة الاسواق الاقليمية وتوفير خدمات الاسواق العالمية كي ينشط اللبنانيون العاملون في هذا المجال انطلاقاً من بيروت.

ثانياً: الشروط الضرورية للحفاظ على حقوق المساهمين والعاملين في السوق مع تحقيق توازن ما بين ضرورات التحقق و متطلبات تنشيط السوق .

ثالثاً: العمل على توفير شروط تجعل من سوق بيروت السوق الاقليمية الاولى بحيث تكون متميزة في مجال التشريع و التنظيم عن الاسواق المنافسة .

رابعاً: السعي عبر الشروط التنظيمية و القانونية لايجاد سوق ناشطة تسهم في تحقيق تمويل مشاريع حيوية للنشاط الاقتصادي في لبنان خلال مرحلتي اعادة التأهيل و الاعمار ومرحلة النمو اللاحقة والمرجوة .

الفصل الاول

الاسواق المالية الدولية

هذا الفصل من الدراسة يتناول ابرز التطورات الاساسية في الاسواق المالية الدولية و نعرض فيه للتطورات على صعيد تطور حجم العمل و تنوعه و وسائل التنظيم و الرقابة ، خاصة و ان وسائل و تقنية نقل المعلومات فرضت تعديلات جوهرية في ممارسة العمل التنفيذي ، و مراجعتنا لا تنحصر باسواق الدول الصناعية و ان كانت توفر المقياس الرئيسي ، بل تتناول ايضا بعض اسواق البلدان النامية المتطورة بسرعة .

حقبة السبعينات و الثمانينات حفلت بالتطورات . و من اهم اسباب التغيرات الجوهرية الثورة التكنولوجية في وسائل نقل المعلومات و تحليلها و اعتمادها في التنفيذ ، و هذه التغيرات نتجت اصلا عن تطور استعمالات الادمغة الالكترونية و تطوير استعمالاتها من قبل الاسواق المتطورة و الشركات المختصة العاملة على نطاق دولي ، و وضعت التشريعات الاساسية للتجاوب مع التطورات التقنية من جهة و تحسين الضمانات المتوافرة للمستثمرين من جهة اخرى .

يمكن تحديد المؤثرات الاساسية في الاسواق المالية العالمية باربعة روافد هي: تعديلات ادخلت على قانون الاسهم و المبادلات الاميركي في اول ايار ١٩٧٥ ؛ قانون الخدمات المالية الذي صدر في بريطانيا في ٢٧ تشرين الاول ١٩٨٦ بعد دراسته لبضع سنوات ؛ اتخاذ الدول الاوروبية الاعضاء في السوق المشتركة ، الذين ادركوا ابعاد التطورات في الولايات المتحدة و الاستعدادات في بريطانيا ، خطوات تنظيمية وتطويرية مماثلة ما بين ١٩٧٥ و ١٩٨٦ ؛ و اخيرا ، اليابان التي بدأت تطوير انظمتها و فسخ المجال للمؤسسات المالية الاجنبية للعمل في سوق طوكيو بدءاً من النصف الثاني من الثمانينات .

كانت هذه التطورات و لازالت بالغة الاهمية لان البلدان المعنية ، الولايات المتحدة و بريطانيا و اليابان ، اضافة الى الدول الاوروبية المعنية اي فرنسا و هولندا و المانيا و اسبانيا ، مسؤولة عن غالبية حجم الانتاج العالمي ، و هذه البلدان و مؤسساتها تحتوي الجزء الاكبر من الاستثمارات العالمية لمواطني الدول الصناعية و النامية على حد سواء .

اواخر الثمانينات بدأت انظمة الاقتصاد المركزي في الكتلة الشرقية تتداعى و ظهر بوضوح انها تتجه نحو اقرار انظمة اقتصادية تسمح بحرية الملكية و المبادرة ، و حيث ان الحريات الاقتصادية، خاصة منها حرية الملكية و التمويل و الاستثمار ، ضرورية لتطور الاسواق ، توافر دفع جديد للاسواق المالية .

على صعيد حجم الاعمال الذي تنامي بشكل دراماتيكي في السنوات العشر المنصرمة كما هو مبين في الجدول ، اسهم توجه عدد من الدول الصناعية نحو تخصيص نشاطات معينة ، كليا او جزئيا، في زيادة حجم الاعمال . و برز هذا الامر في بريطانيا منذ نهاية السبعينات و خلال سنوات حكم مارغريت تاتشر ، و قد حولت بريطانيا ملكية شركات النفط و الغاز وتوفير المياه و الهاتف و الكهرباء و الطيران و ادارة المطارات الى القطاع الخاص . و بدأت فرنسا ايضا تمارس سياسة مشابهة انما بصورة تدريجية اواسط الثمانينات حينما تولى شيراك رئاسة الوزراء لفترة تعايش خلالها مع ميتران ، الرئيس الاشتراكي ، و بعد عودة الحكم الى اليسار ، تابع ميشال روكار و بيير برغفوا سياسات التخصيم و تحويل نسب ملحوظة من اسهم الشركات العامة الى القطاع الخاص ، و قد شملت هذه الخطوات عددا من المصارف و نسبة من اسهم شركات النفط و شركات التأمين الخ. اما اليابان فبدأت هي الاخرى برنامجا لتسويق اسهم شركات عامة بالتدريج لاكثر من سبب ، فقد بلغ حجم بعض الشركات مبالغ مخيفة كما كان الحال مع شركة N.E.C صاحبة الامتياز بالنسبة للتخاير الهاتفي . ففي سنة ١٩٨٧ مثلا ، كانت قيمة اسهم هذه الشركة وخطها ، حسب مقاييس التسعير المعتمدة في اليابان ، توازي مجموع قيمة ٢٠ في المئة من مجمل الاسهم الاميركية المتداولة .

رقميا ، تطور الاعمال برز في الاحصاءات التالية التي نوفرها عن الفترة ما بين ١٩٨٢ و نهاية ١٩٩١ اي على مدى عشر سنوات .

قيمة الاسهم و السندات المسجلة في اسواق الدول الصناعية

(ملايين ١٠٠ دولاراً)

الدول الصناعية	١٩٨٢	١٩٩١	المضاعف
النمسا	١٥٠٠	٢٥٥٧٥	١٧٤٠٠
بلجيكا	٨٥٠٠	٧١٣١٩	٨٤٤٠
كندا	١٠٣٥٠٠	٢٦٦٨٧٤	٢٤٥٨
الدانمارك	٥٥٠٠	٥٣٥٧٣	٩٤٧٤
فرنسا	٢٨٠٠٠	٣٧٤٠٩٣	١٣٤٧٤
المانيا	٦٨٩٠٠	٣٩٣٤٥٣	٥٤٧١
بريطانيا	١٩٦٢٠٠	١٠٠٣١٨٤	٥٤١١
الولايات المتحدة	١٥٢٠١٦٧	٤١٨٠٢١٠	٢٤٧٥
اليابان	٤٣٠٨١٧	٣١٣٠٨٦٣	٧٤٢٦
هونغ كونغ	١٨٧٨٤	١٢١٩٨٦	٦٤٤٩
اسرائيل	١٥٨٩٤	١٢٠٨٩	٠٤٧٦

المصدر: Emerging Stock Markets , FACT BOOK, 1992
International Finance Corporation

تظهر هذه الاحصاءات بوضوح ان البلدان الصناعية، المتمتعة باسواق مالية متطورة تاريخيا و انظمة اقتصادية حرة، حققت المستويات الادنى من التحسن.

كندا	٢٥٨ في المئة
الولايات المتحدة	٢٧٥ في المئة
بريطانيا	٥١١ في المئة
المانيا	٥٧١ في المئة

البلدان الصناعية التي بدأت تحرر انظمتها الاقتصادية وتوسعى لاستقطاب الاستثمارات حققت افضل النتائج:

النمسا	١٧٠٠ في المئة
فرنسا	١٣٣٦ في المئة
اسبانيا	١٣٣٢ في المئة
الدانمارك	٩٧٤ في المئة
اليابان	٧٢٦ في المئة
هونغ كونغ	٦٤٩ في المئة

وحدها اسرائيل واجهت خسائر في القيمة استمرت على مدى الاعوام العشرة التي وردت في الدراسة، و قد اسهم في هذه النتيجة تعرض المصارف الاسرائيلية للافلاس واسط الثمانينات

حيث اضطرت الدولة الى شراء ٨٧ في المئة من اسهم المصارف والرصيد يتمثل في اسهم مصارف مملوكة من اتحاد النقابات العمالية في اسرائيل .

ان النسب المئوية للارتفاع تبدو مفرطة لانها تعطينا قيمة الاسهم و السندات في السوق المعنية بتاريخ انتهاء السنة ، وهناك بلدان عديدة مثل انجلترا و فرنسا و اسبانيا و اليابان سوقت اسهماً لشركات كانت مملوكة من القطاع العام ، و بالتالي توسعت السوق . كذلك طرحت اسهما جديدة في جميع الاسواق المعنية ، و هذا الواقع يتبين لنا بسبب تدني مجموع قيمة الاسهم و السندات الفرنسية عام ١٩٨٢ و التي كانت تبلغ ٢٨ مليار دولار فقط مقارنة مع كندا مثلاً التي يبلغ عدد سكانها نصف عدد الفرنسيين ، و كانت قيمة السوق الكندية منذ عشر سنوات موازية لـ ١٠٣٥٠٠ مليار دولار اي اربعة اضعاف حجم السوق الفرنسية ، و هذا الواقع كان يعود الى ان الشركات الفرنسية الكبرى في معظمها مملوكة من القطاع العام ، على العكس تماماً من كندا . و من ثم اسهمت سياسات التخصيصية في فرنسا في تجاوز حجم سوقها للسوق الكندية ، و مع ذلك بقيت سوق فرنسا على مستوى ٣٨ في المئة من سوق بريطانيا التي كانت سبقت فرنسا في مجال التخصيصية كما ان سوقها المالية كانت دوماً انشط من السوق الفرنسية .

اضافة الى زيادة الاسهم المطروحة في السوق ، تبرز الاحصاءات نتائج تحرير الاقتصاديات المعنية من القيود على تحويل الاموال و انتقالها ما بين الاسواق ، كما تعود الى حد كبير الى تخفيض معدلات الضرائب على الارباح في الولايات المتحدة و بريطانيا و فرنسا و اسبانيا . و ارتفاع الاسعار تبدى بصورة ملحوظة منذ عام ١٩٨٦ حينما تدنت مستويات التضخم الى ادنى معدل ، و الى حد ما بسبب تدني اسعار النفط بقوة في تلك السنة ، و لولا تدهور الاسهم في سوق نيويورك يوم الاثنين الاسود في تشرين الاول ١٩٨٧ بما يزيد على ٥٠٠ نقطة او ما يساوي ٥٠٠ مليار دولار و نسبة ٢٠ في المئة من متوسط معدلات الاسعار ، لكانت النتائج افضل من تلك المحققة و التي هي جيدة رغم الانتكاسة التي اصابت جميع الاسواق الدولية خلال ايام ، لكن الارتفاع عاد ليبرز بعد اقل من شهرين و نصف على تاريخ الانهيار .

اسواق البلدان النامية حققت نتائج كانت الافضل و الاسوأ . و قد تميزت البلدان التي حققت افضل النتائج بتبنيها سياسات لضبط عجز الميزانية و تخفيض معدلات التضخم و الافساح في

المجال للاستثمار الخارجي ، و في حالات معينة ، اعفاء المستثمرين الاجانب من ضريبة الأرباح على ارتفاع القيم . وكما بالنسبة لاسواق البلدان الصناعية و من نفس المصدر ، نختار عينة من البلدان لعرض ما تحقق في اسواقها .

قيمة الأسهم و السندات المسجلة في اسواق البلدان النامية

(ملايين الدولارات)

<u>الدول النامية</u>	١٩٨٢	١٩٩١	<u>المضاعف</u>
الارجنتين	٩٧٤	١٨٥٠٩	١٩٤٠٠
البرازيل (سان باولو)	١٠٢٤٩	٤٢٧٥٩	٤٤١٧
تشيلي	٤٣٩٥	٢٧٩٨٤	٦٤٣٦
كولومبيا	١٣٢٢	٤٠٣٦	٣٤٠٥
مصر	٦٥٤	١٨٣٥	٢٤٨٠
اليونان	١٩٢٣	١٣١١٨	٦٤٨٢
الهند	٧٠٥٨	٤٧٧٣٠	٦٤٧٦
المكسيك	١٧١٩	٩٨١٧٨	٥٧٤١١
الباكستان	٨٧٧	٧٣٢٦	٨٤٣٥
البرتغال	٩٢	٩٦١٣	١٠٤٤٤
تايوان	٥٠٨٦	١٢٤٨٦٤	٢٤٤٥٥
كوريا (الجنوبية)	٤٤٠٨	٩٦٣٧٣	٢١٤٨٦
زيمبابوي	٣٥٥	١٣٩٤	٣٤٩٢

المكسيك ، التي حققت افضل نتيجة بين جميع دول العالم ، توصلت الى نتائج باهرة بدءا من عام ١٩٨٨ . فالرئيس المنتخب تبنى سياسة لتحرير العملة من القيود و افسح مجال الاستثمار في مختلف القطاعات ، حتى في قطاع النفط الذي جرى تأميمه عام ١٩٣٦ ، و ركز ايضا على التخصيمية . و قد ادى تحويل شركة الهاتف الى القطاع الخاص الى توافر ٢،٤ مليار دولار و كانت هذه اكبر عملية تخصيص تجري في اي بلد نام . و في تايوان وكوريا ، اللتين حققتا افضل النتائج بعد المكسيك ، افسح مجال الاستثمار تدريجا امام الصناديق و المؤسسات الاجنبية كما خفضت معدلات الضرائب و معدلات التضخم . و في الارجنتين ، الدولة التي حققت افضل النتائج بين مختلف دول مجموعة البلدان النامية خلال السنوات الثلاث المنصرمة ، جرى ضبط الانفاق الحكومي و تحقق تخفيض ملحوظ لمعدلات التضخم كما اعفيت ارباح الاستثمارات الاجنبية من الضريبة ، الامر الذي استقطب توظيفات من الخارج بقيمة مليار دولار عام ١٩٩١ و افسح مجال

التخصيصية الذي طاول خدمات الهاتف التي تأسست لتقديمها
شركتان، احدها في شمالي البلاد و الأخرى في جنوبها .

المقارنة ما بين اليونان و البرتغال مفيدة لان البلدين
هما بين الافقر في مجموعة دول السوق المشتركة و قد انتسبتا
الى السوق في اوقات متقاربة ، لكن اليونان شهدت انخفاضا في
قيمة اسهمها المدرجة في السوق ما بين نهاية ١٩٩٠ و نهاية
١٩٩١ تجاوز نسبة ٢٠ في المئة ، في حين شهدت البرتغال تحسنا
بنسبة ٤٥ في المئة ، و كانت كل من اليونان و البرتغال تتبنى
النظام الاشتراكي سابقا و تبنت مؤخرا انظمة حرة ، فما هو سبب
التفاوت ؟ معرفته ضرورية لانها تلقي ضوءا على ما هو مطلوب
في بلد كلبنان .

من اهم اسباب ضعف السوق في اليونان "ضعف الاقتصاد و تردى
ثقة المستثمرين بقدرة الدولة على حصر عجز الميزانية .
استمرار تجاوز النفقات على المشاريع و تدنى المداخيل اظهرا
عجز الحكومة عن تخفيض اقتراضها الجارى .

" اوائل عام ١٩٩١ قررت السوق المشتركة منح اليونان قرضا
بقيمة ٢،١ مليار وحدة نقد اوروبية (ايكي) ، لكن القرض الهادف
لتعزيز قدرة الحكومة اليونانية، التي كانت تعاني من ازمة على
حساب ميزان المدفوعات ، علق على شروط . النصف الاول من القرض
وفر فوراً و النصف الثاني لن يتوافر ما لم تحقق الحكومة
بنهاية ١٩٩٢ ثلاثة شروط:

- ١- تخفيض مقترضات القطاع العام الى ما دون نسبة ١٠ في المئة
من الناتج القومي القائم ،
- ٢- ضبط التضخم دون نسبة ١٠ في المئة سنويا ، و
- ٣- تخفيض اعداد موظفي الدولة بنسبة ١٠ في المئة."

(المصدر: Emerging Stock Markets FACT BOOK, 1992, IFC)

بالمقارنة ، في لبنان الاقتراض العام يمثل نسبة ٢٠ - ٢٥
في المئة من الدخل القومي القائم ، و معدل التضخم عام ١٩٩٢
سيتجاوز الـ ١٢٠ في المئة ، اما الحاجة لاختصار اعداد موظفي
الدولة خارج قوى الجيش و الامن الداخلي فلا تقل عن نسبة ٣٠
في المئة .

مستوحبات نجاح الاسواق و المطبات البارزة في حقبة الثمانينات

الاسواق المالية ، سواء منها اسواق الاسهم و السندات ام اسواق المضاربة على العملات ام اسواق المعادن الثمينة تستوجب، كي تعمل بفعالية و ضمن افتراض المحافظة على مصالح و حقوق المساهمين ، بضعة شروط لا بد من توافرها .

الشروط الاساسية التي يتكون كل منها من عناصر متعددة هي

ثلاثة :

- ١- عمق العمليات و استمرارها ،
- ٢- وضوح المعلومات و شفافيتها ، و
- ٣- فعالية الاداء في عمليات البيع و الشراء .

يراجع: The SEC and the Future of Finance, Seligman, Joel,
Praeger Publishers, New York, 1985

١ - عمق العمليات و استمرارها

الاسواق المالية في جوهرها مماثلة لحلقات المزاد ، فالسلعة سهم في شركة او سند مصدر من شركة او حكومة ؛ او عقد مستقبلي لمبادلة عملة باخرى ، او شراء كمية من المحاصيل الزراعية او المعادن الثمينة . و كي يتحقق المزاد لا بد من اشتراك الراغبين في عرض طلباتهم للشراء و البائعين في عرض استعدادهم للبيع ، و يفترض نظريا ان تكون العمليات مفتوحة لاعداد كبيرة من المستثمرين في آن ، و بالتالي الاسواق محددة في الموقع و الاختصاص ، و المعلومات حول الاسعار تتوافر الكترونيا لجميع المشاركين في وقت واحد ، و كي تؤدي الاسواق دورها لا بد من ان تكون عميقة ، اي ان تعرض فيها كميات كبيرة من ادوات الاستثمار و ان يكون المساهمون ، افرادا و مؤسسات ، متعددين . و الاستمرار يعني ان الاسعار تتوافر بحسب العرض و الطلب طيلة فترة فتح السوق ، و هي فترة محددة بالساعات و الدقائق في كل من الاسواق المالية الدولية .

٢ - وضوح المعلومات و شفافيتها

وضوح المعلومات يتجلى بتوافرها كاملة ، فالى السعر الذي يفترض ان يكون واحدا ضمن هوامش ضيقة لجميع المستثمرين ، يجب ان تكون المعلومات عن اداء الشركة متوافرة للمختصين و مساهمي الشركة و اصحاب الاختصاص سواء اكانوا شركات تتعاطى اعمال البيع و الشراء لحسابها ام لحساب الاخرين ، و عليهم تقديم المعلومات المتوافرة على افضل وجه للزبائن، و بالطبع دقة المعلومات ترتبها بالقوانين المتعلقة بشروط البيانات المالية الدورية المفروضة في كل بلد تنتمي اليه الشركات و دقة عمل شركات التحقق و المحاسبة .

الشفافية هي غير الوضوح و هي ضرورة قدر الوضوح . فالشفافية تفرض الاعلان عن اية منافع خاصة للمدراء و عن توقعات نمو الشركات - او شروط الطلب و العرض المتوقعة للسلع - و عن اية صفقات تنوي الشركات انجازها مع مؤسسات اخرى سواء عن سبيل البيع او الشراء . و استباقا للقسم اللاحق من دراستنا ، نشير هنا الى ان بعض افدح المطبات برزت في الثمانينات بسبب ضبابية المعلومات و استفادة بعض المدراء والفنيين و اعضاء مجالس الادارة من معلومات لم توفر للمستثمرين .

٣ - فعالية الاداء في عمليات البيع و الشراء

فعالية الاداء لها وجهين ، اولهما تقني و الثاني معنوي . فالوجه التقني يتمثل بسرعة التنفيذ و دقته و تحقيق العملية في اقصر وقت بعد طلب انجازها من قبل الزبون . و الوجه المعنوي الالتزامي يتمثل بضرورة عمل موظفي شركات البورصة على توفير الخدمة لزبائنهم مع الالتزام بالقوانين و شروط تقديم الخدمة مقابل ادنى هوامش الرسوم .

بالنسبة لسرعة التنفيذ و دقته ، اسهمت التطورات التقنية، ان في تنظيم الاسواق او ادوات الشراء و البيع ، في تحقيق مستوى جيد ، و الفضل الاكبر يعود الى توسع اعتماد الادمغة الالكترونية و تطوير برامج تشغيل هذه الادمغة و التقارير الصادرة عنها لفائدة الزبون .

الالتزام المعنوي تآثر و لزال بمستوى الاعداد المهني للموظفين الذين يقومون بعمليات البيع و الشراء و العقوبات القانونية على المخالفات و مدى تطبيق هذه العقوبات ، لكن

الالتزام المطلوب و الذي هو ضمانة للمستثمرين فلم يتوافر
بالقدر و الاستمرار اللذين يفترض توافرهما نظريا ، و قد
شهدنا فضاءح مالية خلال حقبة الثمانينات تجاوزت في آثارها كل
ما كان يخافه المستثمرون ، كما هنالك فضاءح مستمرة تنال من
الثروة العربية لازالت مستمرة حتى تاريخه ، و السبب الرئيسي
كان و لازال ان وسائل الرقابة على عمل الاسواق هي وسائل
لاحقة للضرر لا سابقة له ، و الآمال بالتحسين لا تزال معلقة
على قساوة الاحكام على المخالفين لعلها توفر العظة لمن يجب
ان يتعظوا ، لكن الموارد المالية و حقوق المستثمرين يجب ان
تصان بفعالية اكبر و عن سبيل اعتماد هيئات الرقابة
مبادرات رقابية قبل وقوع المحذور .

مطبات الثمانينات

اول و اكبر انهيار للاسواق المالية في عقد الثمانينات
برز في الكويت ، و شرارة الانهيار تمثلت في عدم دفع شيك مؤجل
كان اعطي من احد كبار المتعاملين في سوق الاسهم الخليجية
التي سميت بسوق المناخ الى سيدة تعتبر من كبار اثرياء
الكويت.

سيل الشيكات المؤجلة دون رصيد تسبب في انهيار سوق المناخ
اواسط صيف ١٩٨٢ ، و قبل نهاية السنة كانت الارقام قد توضحت
و ظهر ان الخسائر وازت ٩٢ مليار دولار ، و بالتالي كان هذا
الانهيار في سوق صغيرة انما حائزة على سيولة هائلة اكبر
انهيار تواجهه سوق مالية منذ الانهيار الكبير اواخر
العشرينات في نيويورك .

ان انهيار سوق المناخ جدير بنظرة فاحصة رغما عن خصوصية
سوق الكويت ، و يمكن القول ان هذه الخصوصية تمثلت بسيولة
فائضة و تشجيع من قبل الحكومة للافراد على الاتجار بالاسهم
وتحقيق الأرباح و اغفال من قبل الحكومة حول تطبيق مفاعيل
قانون اصدر لتنظيم السوق المالي الكويتي عام ١٩٧٧ ، و كان
القانون يمنع تبادل الشيكات المؤجلة كما يمنع التعاطي باسهم
الشركات الخليجية ما لم تكن مسجلة في السوق الكويتية ، و اول
شركة خليجية طرحت اسهمها في الكويت كانت مجموعة الشارقة
للاستثمار التي كان يرئسها الشيخ علي صباح الاحمد ، اي نجل
وزير الخارجية و نائب رئيس مجلس الوزراء ، و حين طرحت اسهم
المجموعة منعت وزارة التجارة تداولها ، و مع ذلك بيعت الاسهم

الصادرة بقيمة اسمية تبلغ ٣٠٠ فلس بـ ٤ دنانير اي ان سعر
الاصدار تضاعف ١٣ مرة عند بيع الاسهم من الجمهور .

"بلغت ديون سوق المناخ ٢٦٧٤٣ مليار دينار اي ما يساوي ٩٢
مليار دولار و ذلك من المتاجرة باسهم ٣٢ شركة بلغ رأسمالها
٧٠٠ مليون دولار (٠٠٠) و بلغت ديون ثمانية اشخاص ٧٠ في المئة
من ديون السوق حيث بلغت ٦٣ مليار دولار (٠٠٠) و بلغت ديون
افراد من الاسرة الحاكمة بسبب المضاربة تسع مليارات دولار
او ١٠ في المئة من الديون غير المسددة ، و بلغت ديون
احدهم و هو ابن اخ الامير ، ٣،٤ مليار دولار." (المصدر: كتاب
غيوم فوق الكويت ، مروان اسكندر ، منشورات شركة المطبوعات
للتوزيع و النشر - بيروت ١٩٩١).

"كان سوق المناخ سوق مرايا و صور . لم تكن فيه موازنات
على غرار موازنات الشركات القديمة ، كما لم تكن هناك اي
لوائح تنظيمية سوى القوانين الاساسية للشركات المعنية، اي
انظمتها ، و كانت هذه واسعة بحيث تسمح بتضارب المصالح في عمل
الشركات و ادوار المؤسسين و المديرين . و في عدد من الحالات
تمكن المؤسسون - المديرون من ان يضمنوا لانفسهم قروضا شخصية
من شركاتهم تفوق المبالغ التي ساهموا بها في الاصل . اما
صور المرايا فكانت تعكس التوقعات التي كانت تشوهها الى حد
كبير الشهرة المنفوخة و الدعاية المبهرجة و السيولة
المتدفقة .

" لقد كان اكثر جوانب هذا النشاط تضليلا صمت الحكومة .
فقد كان يجري بيع اسهم الشركات الخليجية في الكويت بدون
اعتراض بالرغم من انه لم تكن تتوافر في بنود البيع و الوكلاء
(السماسرة) تلك الشروط المفروضة على تداول الاسهم الكويتية .
و كانت كثرة من مؤسسي تلك الشركات من رجال الاعمال
الكويتيين البارزين الذين لا يتوقع منهم احد ان يقدموا على
عمل شيء لا تقره الحكومة . و عليه فان صمت الحكومة ازاء
تزايد عدد الشركات الخليجية التي كانت اسهمها بيد الكويتيين
جدير بالتأمل . " (المصدر ذاته).

الحكومة الكويتية دفعت ثمنا بالغ الارتفاع لاهمالها
تطبيق القوانين و غضها الطرف عن ممارسات رجال الاعمال
الكويتيين المشاركين في هذا النشاط و عدد من افراد العائلة
الحاكمة الذين شاركوا فيه ، و قد تحملت الحكومة ، حتى ما قبل
الاحتلال العراقي للكويت صيف ١٩٩٠ ، حوالي ١٨ مليار دولار .
ورغم المقاصة التي تناولت مطالب متاجرين ما بين بعضهم البعض،

فرضت ترسبات آثار ازمة سوق المناخ على الحكومة الكويتية
تحمل الديون الصعبة للمصارف (التي يعود بعضها الى آثار حرب
٩١/٩٠ ، لكن غالبها يعود الى ازمة سوق المناخ) و شركات
الاستثمار و التي وازت ٢٤ مليار دولار. ان عبء سوق المناخ
ثقيل و يمكن القول انه كان الثمن المرتفع لاغفال الحكومة
تطبيق القوانين الموضوعية اصلا لحماية السوق من المضاربات
المحمومة ، و ازمة المناخ تبين ضرورة حماية الاقتصاد من
الممارسات الضارة اضافة الى حماية المساهمين انفسهم . واخيرا
يجدر بنا الاشارة الى ان عدد المتعاملين في السوق انحصر بـ
٦٢٠٠ متعامل اي ان متوسط الدين المترصد عن كل متعامل بلغ
حوالي ١٥ مليون دولار ، و لا شك ان هكذا رقم في سوق ضيقة
لا تتمتع بالعمق و لا بصحة المعلومات و لا بدقة المعاملات،
الشروط الثلاثة لقيام سوق ناجحة و فعالة ، يبين فداحة الخطأ
الذي تستمر الحكومة الكويتية و الشعب الكويتي في دفع ثمنه .

ادى الانهيار ، على الصعيد الدولي ، الى النيل من السمعة
الكويتية و العربية في الاسواق الدولية. فالكويتيون كانوا
يفخرون بان سوقهم ، في حجم نشاطها ، هي الخامسة في العالم ،
فتقوضت هذه المقولة و ظهر ان الاسواق غير المحصنة بالرقابة
والقوانين تتسبب في المحظورين اللذين حاولت القوانين في
العالم الصناعي حجبهما و هما الاضرار بالمساهمين و بالاقتصاد
الوطني للدولة التي تحتوي السوق المعني .

الازمة الفضيحة الثانية في الاسواق المالية الدولية
والاهم و الاكبر برزت في الولايات المتحدة في ما يسمى بازمة
مؤسسات الادخار و التمويل Savings and Loans التي كانت
دائما من دون حجم المصارف و متخصصة الى حد بعيد بتمويل
العقارات ، لكن هذه المؤسسات ، التي يوجد منها حوالي الالف
في الولايات المتحدة ، بدأت في سنوات الثمانينات ، حينما
تكاثرت صفقات شراء الشركات و دمجها ، تسعى لمنافسة المصارف،
و كانت خبرة القيمين على هذه المؤسسات دون خبرة المصرفيين
التجاريين ، كما ركز على مسؤولي مؤسسات الادخار و التمويل
عدد من واضعي سيناريوهات الدمج و الشراء القسري للشركات من
امثال ايفان بوسيككي و مايكل ميليكن ، و كانت النتيجة ان
تواترت افلاسات هذه المؤسسات ، و حتى تاريخه هنالك اكثر من
٥٠٠ مؤسسة افلست و خلفت ورائها ديونا تزيد على ٤٠٠ مليار
دولار لا زالت السلطات الاميركية الفدرالية تسعى لاستيعابها،
و ليس هنالك من شك في ان هذه الازمة اسهمت الى حد بعيد في
تعميق مشاكل الاقتصاد الاميركي و في افشال ولاية بوش الثانية

حيث اعتبر الرئيس احد المسؤولين عن تحرير قوانين الرقابة على هذه المؤسسات خلال ولاية ريغن ، و قد اُحيل احد ابناء الرئيس الاميركي ، بصفته عضوا في مجلس ادارة احدى مؤسسات الادخار والتمويل المفلسة ، على المحاكمة و واجه جزاء نقديا .

نتيجة ازمة مؤسسات الادخار و التمويل ، هنالك عقارات مرهونة تزيد قيمتها على ٤٠٠ مليار دولار تعمل هيئة انشئت لتصفيتها على تسويقها ، و هذه الاملاك المعروضة للبيع تسببت في انهيار سوق العقارات في الولايات المتحدة منذ ثلاث سنوات حتى تاريخه . كذلك افلاس مؤسسات الادخار و التمويل كانت مرتبطة بسوق السندات المرتفعة الفائدة و المخاطر Junk Bonds التي سوقها لدى هذه المؤسسات و عدد من البنوك مايكل ميلينكن بصورة خاصة و من قبله ايفان بوسكي . و في شباط ١٩٩٠ ، افلست شركة دركسل Drexel, Burham, Lambert ، ثاني اكبر شركة مالية في سوق نيويورك ، لان جزءا كبيرا من اعمالها ارتهن بنشاطات بوسكي و مايكل ميلينكن ، و تمثلت تركة الافلاس بـ ٢٠٠ مليار دولار من السندات المرتفعة الفوائد و المخاطر ، و بالطبع تدنى سعر هذه السندات الى مستوى ٢٠ - ٣٠ في المئة من قيمتها الاسمية .

ازمة مؤسسات الادخار و التمويل كانت كافية لاغراق اقتصاد بحجم الاقتصاد البريطاني ، لكن الاقتصاد الاميركي بحجمه البالغ ٦ تريليون دولار سنويا استطاع امتصاص الصدمة انما على حساب توقف النمو و تصاعد اكلاف القضايا القانونية العالقة و انكشاف ممارسات حسابية واهية من قبل عدد كبير من اوسع و اكبر بيوتات التدقيق و الادارة ، و قد صدرت احكام بحق بعض هذه الشركات كادت تؤدي بها الى الافلاس بسبب عدم تدقيق اداراتها المحاسبة للشركات المفلسة على المستوى المطلوب و تأخر شركات المحاسبة عن اعلام المساهمين بالاوضاع الحقيقية لبعض المؤسسات .

كيفية التلاعب على القوانين ، خاصة منها الحظر المفروض على الاستفادة المسبقة من معلومات تتصل بانجاز عملية قيد التحضير ، و اللاعبين الكبار و وسائلهم ، موضوع كتاب وضعه جيمس ستيوارت James Stuart و هو صحافي مسؤول عن تحرير الصفحة الاولى من صحيفة وول ستريت جورنال Wall Street Journal المتخصصة بشؤون البورصة و المال ، و كتاب ستيوارت "وكر اللصوم" Den of Thieves صادر عن دار سيمون اند شوستر Simon and Schuster في نيويورك عام ١٩٩٢ .

لعبة الثمانينات التي انتهت القوانين و الاعراف و هددت الاسواق المالية و شركات عريقة بالخراب تمثلت بتمكين عدد كبير من الراغبين في شراء الشركات و التحكم بامرها عن سبيل تأمين تمويل مرتفع الكلفة مقابل سندات تصدر بفوائد عالية ويفترض دفع اصولها و فوائدها من تسهيل بعض موجودات الشركات التي تتم السيطرة عليها عن هذا السبيل .

توسع الاستفادة غير المشروعة نتج بسبب الارباح الباهظة المتوقعة و سهولة تنفيذ العمليات. و كل ما كان مطلوباً هو ان يتبادل كبار الموظفين في الشركات الناشطة المعلومات حول مشاريع الشراء و الدمج ، فيقول محامي شركة راغبة في شراء شركة اخرى لزميل له في شركة للبورصة ، لقد وصلنا الى مرحلة تقرب من التوقيع . و في غالبية الحالات كانت اسعار شراء الاسهم اعلى بكثير من اسعار السوق ، فان اشترى مقدم المعلومات و متلقيها و المتعاونين معهم نسبة ملحوظة من الاسهم ، يحققون ارباحاً ملحوظة تبلغ عشرات او مئات ملايين الدولارات احياناً .

رغم ان القوانين كانت تحظر استخدام المعلومات المسبقة عن العمليات ، خاصة من قبل المختصين بانهاها ، لم يتورع فريق الاستفادة المتوسع عن الاغراق في هكذا نشاطات ، بل ان مملكين كان يتصيد الفرص بتحفيز مشتريين متوقعين عن سبيل تأمين التمويل المطلوب لهم و لو كانت ارقام التمويل بمئات الملايين و حتى المليارات .

ارباح تبادل المعلومات و الاستفادة غير المشروعة كانت ضخمة ، فايفان بوسكي مثلاً ، حقق ارباحاً تجاوزت الـ ٣٠٠ مليون دولار ، لكن هذا المبلغ بقي بسيطاً مقابل ما حققه مملكين لنفسه ، فهذا الرجل حصل خلال السنوات الثماني الاولى من عقد الثمانينات من الحوافز التعاقدية و الارباح و المشاركات غير الشرعية على ٣،٥ مليار دولار ، و من بعد بدأت خيوط الحلقة تتوضح منذ عام ١٩٨٦ و تساقط المتلاعبون واحداً بعد الاخر .

خلال حقبة تكاثر عمليات الشراء و البيع لشركات بكاملها ، اصبح من الواضح ان هنالك حلقة من كبار المستفيدين ، ذلك ان عمليات شراء و بيع اسهم الشركات التي بحث في امر شرائها كانت تتعاظم بالحجم و القيمة قبل شهر او اكثر من اتمام الصفقات ، لكن السلطات الرسمية المسؤولة عن مراقبة الاسواق لم تتوصل الى تحديد هوية المستفيدين ، و الصدفة وحدها اوصلت المحققين

الى حساب دينيس ليفين Dennis Levine لدى بنك لوي السويسري في الباهاما ، و بعد تأكد المحققين الأميركيين من ان ليفين ، المدير و الشريك في شركة دركسل ، قام بعمليات متعددة من ١٩٨٣ و حتى ١٩٨٦ انتجت له ارباحا تفوق الـ ١٢ مليون دولار ، احيل ليفين على التحقيق في ايار ١٩٨٦ و تسببت اعترافاته في توقيف بوسكي الذي توصل في تشرين الثاني ١٩٨٦ الى اتفاق دفع بموجبه ١٠٠ مليون دولار جزاء عن افعاله و قدم معلومات فتحت مجال التحقيق مع عدد من كبار المديرين في كبار شركات البورصة وبنوك الاعمال .

في شباط ١٩٨٧ حكم على ليفين بالسجن سنتين ، و في كانون الاول على بوسكي بالسجن ثلاث سنوات ، و في ايلول ١٩٨٨ اتهمت سلطات الرقابة على سوق نيويورك شركة دركسل بتجارة الاسهم مع الاستفادة من معلومات مسبقة و الغش و الاحتيال ، و قبل نهاية ذلك العام اقرت الشركة بمسؤولياتها و دفعت جزاء بلغ ٦٥٠ مليون دولار و كان هذا المبلغ بمثابة الرقم القياسي حتى ذلك التاريخ .

و في اذار وجهت سلطات الرقابة اتهامات الى ميلكين وشقيقه لوك ، الذي كان يعمل مديرا لمكتبه في لوس انجليس ، بارتكاب ٩٨ مخالفة للقوانين و الانظمة ، و جيش ميلكين عددا كبيرا من المحامين و شركة علاقات عامة معروفة ترأسها زوجة رئيس الاميركان اكسبرس للدفاع عنه و تلميع صورته ، كما شاركت شركة دركسل ، التي كان يعمل لديها كمدير و اكبر منتج ، في تحمل نفقات الدعوى و انفقت حوالي ٢٠٠ مليون دولار لهذا الغرض ، الامر الذي عجل في افلاسها في شباط ١٩٩٠ . في نيسان ١٩٩٠ ، اعترف ميلكين بارتكاب ستة انواع من المخالفات و دفع جزاء بلغ ٦٠٠ مليون دولار ، و من بعد رفع هذا المبلغ بـ ٣٠٠ مليون دولار اضافية ، و كانت السندات التي روجها ميلكين وقيمتها ٢٠٠ مليار دولار قد انهارت في تشرين الاول ١٩٨٩ .

خلال المحاكمات التي جرت ، ظهرت صورة بشعة عن الجشع الذي تآكل الاخلاق حتى في مؤسسات مالية عريقة وبنوك للاعمال كانت تتمتع بسمعة فائقة ومن هذه سالمون براذرز ، مورغان ستانلي ، و سميت بارني ، وقد ظهر من بعد ان سالمون براذرز، كمؤسسة، تحايلت على القوانين المتعلقة بنسب شراء سندات الحكومة الاميركية فتعرضت هذه المؤسسة المتشاورفة الى عقوبات مالية تجاوزت الـ ١٠٠ مليون دولار وخسر رئيسها لسنوات وظيفته وكاد يزع في السجن .

أهمية هذه الممارسات تجلت في نتائجها الكارثية التي أضعفت السوق الأميركية وهدرت مليارات الدولارات ، كما تجلت في ضعف الافراد تجاه امكانات الربح السريع عن سبيل الاستفادة غير المشروعة من المعلومات المسبقة . و كانت هذه الممارسات كالوباء فقد انتشرت في بريطانيا وبرزت في شكل واضح في المضاربات على أسهم شركة غينيس . و في تلاعب روبرت ماكسويل في عناصر مؤسسات متعددة حازها بتمويل توافر له من ميلكن ومن بعض أعرق المصارف البريطانية والاميركية والسويسرية والفرنسية ، و قد خلف هذا الرجل ورائه ديونا بلغت ٧ مليارات دولار .

ممارسات الثمانينات اوجبت على سلطات الرقابة على الاسواق توسيع نشاطها ، و هذا الامر تحقق في اسواق متعددة اضافة الى نيويورك ولندن ، فشهدنا نشاطا رقابيا ملحوظا في سوق باريس خاصة في قضية شراء شركة فرنسية حكومية (بشيني) لشركة تراينفل لتصنيع علب الالمنيوم في الولايات المتحدة وأسهم مصرف السويتيه جنرال ، و وجه الاتهام بالاستفادة من معلومات مسبقة الى لبناني مقيم في باريس لازلالت التحقيقات جارية معه حتى تاريخه .

في اليابان اظهرت تحقيقات الاستفادة من المعلومات المسبقة تشابكا ما بين الحزب الحاكم وعدد من الشركات وقد تسببت المعلومات في تحميل كبريات شركات السوق المالية مثل نومورا ودايوا جزاءات تجاوزت مئات ملايين الدولارات ، وأسهمت المعلومات عن التلاعب في أسعار الاسهم ورشاوي السياسيين في هبوط أسعار الاسهم اليابانية بنسبة ٤٧ في المئة ما بين ١٩٩٠ و ١٩٩١ ولا زال مؤشر أسعار اسهم سوق طوكيو يتراوح حول الـ ١٧٠٠٠ نقطة في حين بلغ هذا المؤشر اوائل عام ١٩٩٠ مستوى ٣٣٠٠٠ نقطة ، وبالتالي انهيار الاسعار في سوق طوكيو تجاوز انهيار سوق نيويورك عام ١٩٨٧ حينما انخفض مؤشر داو جونز من ٢٥٠٥ نقاط الى ٢٠٠٠ نقطة ، و المهم أن سوق نيويورك تجاوزت الازمة . و اليوم مؤشر داو جونز يزيد على ٣٠٠٠ نقطة . اما سوق طوكيو فشهدت مؤخرا فضيحة كانت بطلتها شركة نومورا التي توصلت في الاعوام ١٩٨٧ و ١٩٨٨ و ١٩٨٩ أن تكون اكبر الشركات المالية في العالم .

الفضيحة الاخيرة طاوت مبيعات اسهم من قبل شركة نومورا للمستثمرين تقضي بتملك موجودات عقارية في الولايات المتحدة مسوقة من قبل الهيئة المشرفة على تصفية موجودات مؤسسات

الادخار و التمويل ، و قد وجدت وزارة المالية اليابانية التي تشرف على سوق طوكيو أن شركة نومورا لم توضح مخاطر حمل هذه الاسهم بصورة واضحة للمستثمرين ، اي ان الشركة لم تتقيد بموجبات الاعلام الصارمة المفروضة لتوضيح مخاطر الاستثمار ، فاجبرت الوزارة شركة نومورا على تعويض اكثر من ١٠ الاف مستثمر ياباني كامل توظيفاتهم في هذه الاسهم ، و قد بلغت قيمة التعويضات ١٨٥ مليون دولار و اجبر رئيس الشركة على تخفيض معاشه بنسبة ٢٠ في المئة كما ان مديرها العام وجب عليه تخفيض معاشه بنسبة ١٠ في المئة ، و كانت الفضائح السابقة قد اجبرت الرئيس السابق على الاعتذار العلني و الاستقالة ، وكلا الامرين يعتبر من العقوبات الصارمة في اليابان حيث حفظ ماء الوجه هو القياس لتقبل المجتمع للسياسيين ورجال الاعمال .

قبل الانتهاء من موضوع المطبات الرئيسية في الاسواق المالية العالمية لا بد من الانتباه الى موضوع نجاح المانيا الغربية في تفادي ازمات مماثلة لما شهدته اسواق نيويورك ولندن وطوكيو وباريس . على ما يبدو ، السبب الرئيسي لتدارك المانيا لهذه المخاطر يعود الى دور المصارف الكبرى في الاشراف على الشركات ، فالمصارف الالمانية تتملك الاسهم لـصـباب زبائنها و تشارك في مجالس ادارات مختلف الشركات الكبرى ، كما انها تشكل هيئات لمراقبة اوضاع الشركات و تطور اوضاعها المالية ، و حيث ان تمويل الشركات يتم عبر القروض و اصدارات السندات من قبل المصارف ، يتوجب على الشركات التقيد بارشادات المصارف المعنية و بالتالي ، عمليا ، هنالك نوعين من الرقابة في المانيا الغربية ، رقابة مستمرة ودقيقة لاوضاع الشركات المالية من قبل المصارف وشروط محاسبية بالغة الدقة ، ومن جهة ثانية هنالك الرقابة المفروضة من قبل السلطات الحكومية المعنية ، و يبدو أن هذا التوجه اثمر فوائده تجلت في تفادي المانيا للضائر المادية والمعنوية الناتجة عن انهيارات الاسواق المالية و التي تتسبب بها في غالب الاحيان انهيارات شركات كبرى او ممارسات لا مسؤولة في قطاعات ذات أهمية كبرى للاقتصاد .

هنا نعود الى التيارات البارزة في تطور الاسواق العالمية على صعيد التنظيم والرقابة ، سواء منها اسواق البلدان الصناعية أو بعض اسواق البلدان النامية المتعاظمة الأهمية .

التيارات الرئيسية التنظيمية في اسواق المال الدولية

خلال سنوات الثمانينات شهدت الاسواق المالية الدولية تطورات بارزة لم تشهد مثلها منذ الفترة المنقضية من نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى نهاية السبعينات .

تمثلت التطورات في توسع سريع لاسواق الاسهم والسندات والعملات في البلدان الصناعية والنامية على حد سواء ، و في زيادة التحويلات الرأسمالية ما بين الدول و توسع ملحوظ لشروط تحرير الاسواق و العملات و قواعد و تنظيم ضبط الاسواق .

كان هناك توجهان بارزان تمثلا في تحرير الاسواق من جهة و في انضائها في شبكة دولية تتأمن خلالها العمليات على مدار ٢٤ ساعة يوميا . العنصر الذي ساعد على عالمية الاسواق المالية كان الثورة المعلوماتية الالكترونية التي وفرت المعلومات حول اسعار الادوات المتداولة في مختلف انحاء المعمورة في الوقت ذاته عبر الاقمار الاصطناعية .

خلال التسعينات ، من المتوقع زيادة الاهتمام بالاسواق الجديدة خاصة منها اسواق البلدان النامية و من اهمها اسواق دول الكتلة الشرقية التي بدأت تتحول الى نظام الاقتصاد الحر ، كما ستتعاظم الحاجة لتطوير فعالية الاسواق المالية من اجل توفير التمويل بالشروط المناسبة للقطاع الخاص في عدد كبير من الدول النامية .

لتفادي الانهيارات المالية التي تصيب الاقتصاد الوطني والادخار والثقة بأضرار فادحة ، لا بد من صياغة قواعد التنظيم والرقابة على أفضل وجه وتأمين الاشراف الرقابي الفعال .

"بصورة عامة هناك على الاقل سببين يمكن ان يتولد عنهما اضرار للمستثمرين والاقتصاد الوطني من عمل الاسواق المالية لتبادل الاسهم ومختلف ادوات الاستثمار . السبب الاول هو تفاوت المعلومات المالية والاقتصادية حول اوضاع الشركات أو العملات أو المعادن التي يجري تبادلها ، والسبب الثاني يتمثل بمخاطر الانهيار المالي للنظام المعني ."

المصدر: Regulation of Securities Markets - Some Recent Trends and their Implications for Emerging Markets, Terry Chuppe and Michael Atking - Policy Bank Research Working Papers International Finance Corporation, World Bank January, 1992

تفاوت المعلومات يفرض عدة شروط لضبط الاسواق .
فالمعلومات المالية المفروضة توافرها من الشركات يجب ان تؤمن
المعلومات على اسس تسمح بمقارنتها ما بين الشركات ، كما ان
المعلومات لا تكون وافية ودقيقة ما لم تتوافر نتيجة عمل
شركات متطورة وملتزمة للمحاسبة والتدقيق ، كذلك من الضرورة
بمكان أن تفرض القوانين على شركات المحاسبة قواعد لاطهار
الوضع المالي بدقة للشركات قيد التدقيق . و يجب أن تكون
هناك شروط واضحة للعميل أو الوسيط المالي و للتاجر في
السوق و بنوك الاعمال وذلك بهدف تأمين مستوى نوعي و التزام
مهني من قبل هؤلاء .

الحفاظ على ثقة المستثمرين يستوجب قوانين واضحة تحدد
اسس تنفيذ العقود و أسس فض النزاعات بسرعة ، كما ان ثقة
المستثمرين تحتاج الى نظام تسعير لادوات الاستثمار يتسم
بالوضوح والشفافية . وجميع هذه المستلزمات تفرض تشريعات
مناسبة و أدوات و هيئات رقابة متطورة .

اما محذور انهيار الاسواق فله مستوجبات مختلفة . فعلى
هذا الصعيد يجب فرض شروط تؤمن رؤوس اموال وافية للشركات
المتعاملة في السوق و خبرات اعدادية للمتعاملين الافراد ،
وشروط واضحة لتبادل وثائق الملكية وحفظها و تفاصيل انجاز
العمليات .

الاسواق المالية تطورت في البلدان الصناعية نتيجة تحسس
القطاع الخاص للحاجات الاقتصادية ، اما في البلدان النامية
فالاسواق غالباً ما تأسست بمبادرة من السلطات الحكومية من اجل
تحقيق اهداف معينة ، و بالتالي حكومات البلدان النامية كان
لها ولا زال دور مباشر في تطور اسواقها المالية .

قياساً على الخبرة المتوافرة في مجال تطور و تطویر
الاسواق المالية هناك منهجين للتنظيم .

"اولاً: تنظيم الاسواق يمكن أن يفرض من قبل الهيئات
الحكومية بقوانين . وقد تكون الهيئات الحكومية وزارة معينة ،
او لجنة للسوق أو البنك المركزي . و في بعض الاسواق ،
التدخل الحكومي قد يتخذ شكل القيود المباشرة او الإدارة
الحكومية .

"ثانياً: هناك منهجية تتمثل بفرض الرقابة من هيئات السوق
مع احتفاظ السلطات الحكومية بدور الرقابة على الشطط .

" ان هذين المنهجين يتكاملان في الواقع ، فأكثريه الاعمال اليومية تخضع لقيود هيئات ادارة الاسواق و لو كانت هذه غير حكومية ، حتى في البلدان التي تختار الاشراف المباشر على عمليات السوق." (المصدر ذاته) .

قبل الانتقال الى عرض أهم التطورات التنظيمية في الاسواق المالية الرئيسية ، لابد من ابداء ملاحظة بالغة الأهمية .

" التنظيم الرقابي ضروري للحفاظ على الثقة ، لكن الرقابة المفرطة قد تخنق المنافسة و الابتكار و تمنع الاسواق عن تحقيق المنافع المرجوة للاقتصاد . فالنمو الاقتصادي والابتكار لا يتولدان من اسواق مصممة من ممارسي القيود ، بل من جهود مؤسسات القطاع الخاص المتنافسة مع بعضها البعض . دور الهيئات الرقابية الحكومية هو تنظيم الاسواق للاطمئنان الى أن الاسواق تؤمن المصلحة العامة وتسهم في تأمين الاموال وتخصيصها بالمشاريع المنتجة." (المصدر ذاته) .

توجهات الاسواق العالمية

ارتبطت تطورات الاسواق العالمية بعنصرين جوهريين .

اولا: توسع نطاق توافر المعلومات حول الاسهم والسندات والسلع نتيجة الثورة الالكترونية وتسريع معاملات تنفيذ اوامر البيع والشراء .

ثانيا: تعدد وتوسع اسواق المبادلات في مختلف أنحاء العالم وتقارب شروط عملها لانها أصبحت توفر خدمات للمستثمرين على نطاق عالمي مع ازدياد حركة رؤوس الاموال ما بين الدول وامتداد فترة المتاجرة بالعديد من الاسهم والسندات والسلع على مدار الساعة في مختلف الاسواق العالمية ، و بالتالي اصبح هناك نواة واقعية لما يمكن تسميته بالسوق العالمية للاسهم والسندات والسلع وجزئيات هذه السوق تتمثل بأسواق نيويورك وشيكاغو ولندن وباريس وهونغ كونغ وطوكيو وسيدني الخ .

عام ١٩٧٥ ، وكما أشرنا سابقا في المقدمة ، صدرت تشريعات في الولايات المتحدة تحرر عمليات التعامل و التبادل من الكثير من القيود و تسمح باجرائها على كامل نطاق السوق

الاميركي بعد أن كانت مقيدة بشروط للولايات . و مع هذا التحرير لشروط التبادل والرسوم والهيئات التي يمكنها المتاجرة في السوق بحيث أصبحت البنوك قوة فاعلة فيه ، توسع السوق بمشاركة المؤسسات الأجنبية على قدم المساواة مع الشركات الاميركية ، و افترضت التشريعات أنها ستؤدي الى قيام سوق موحدة في الولايات المتحدة National Market كما عززت هذه التشريعات صلاحيات لجنة مراقبة السوق Securities and Exchange Commission (SEC)

نتج عن هذه التشريعات مقدار كبير من المنافسة وتزايدت اعداد الشركات العاملة في هذا الحقل سواء منها الشركات الاميركية أم الأجنبية التي وفدت على السوق ، لكن هدف قيام سوق موحدة لم يتحقق لان سوق نيويورك استمرت ولا زالت مهيمنة في مجال تجارة الاسهم والسندات. و سوق الـ AMEX الموجودة أيضا في نيويورك هي الأخرى احتفظت بحصتها ، و يمكن القول أن سوق نيويورك تمثل ٨٥ في المئة من مجموع مبادلات الاسهم والسندات والـ AMEX عشرة في المئة و البقية موزعة على أسواق متعددة عاملة في الولايات المتحدة .

"على عكس الفشل في تحقيق سوق موحدة في مختلف أنحاء الولايات المتحدة ، نجحت التشريعات في تأمين قاعدة نظام اعلامي موحد يوفر اي وقت و لحظة السعر المتوافر في السوق سواء للاسهم أو السندات أو السلع .

"ان هذا الانجاز اعتبر من قبل هيئة الرقابة على السوق ومن قبل الكونغرس الاميركي بمثابة حجر الأساس في تحسين فعالية التنافس في الأسواق ، فالنظام المركزي للتسعير و بت الاسعار جعل فرس الشراء و البيع متطابقة الى حد بعيد لجميع المتعاملين اينما كانوا في الولايات المتحدة أو خارجها ، وهذا النظام طور من شركة مملوكة من قبل الـ NSC والـ AMEX بنسبة الثلثين و الثلث. " (المصدر كتاب Seligman).

النظام المتبع في غالبية الأسواق المالية اليوم يستند الى مفهوم التنظيم الذاتي و ملكية الأسواق من الشركات المسجلة فيها مع الاشراف الوقائي و الرقابة المتوفرة من قبل هيئات السلطات الرسمية ، و في ملحق هذا الفصل نوفر وصفا مستفيضا لاسواق نيويورك و شيكاغو لانها الأسواق الأهم بالنسبة للاسهم و السندات و العقود المستقبلية سواء على العملات او المعادن او السلع .

الجمهورية اللبنانية

مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية
مركز مشاريع ودراسات القطاع

بعد الولايات المتحدة ، اقرت بلدان عديدة بمبدأ تطوير اسواقها . و بدأت كندا ، التي تعتمد نظاما مشابها للانظمة الاميركية منذ عام ١٩٨٣ ، بتحريم الرسوم و القيود على المشاركة في عمل السوق . اما استراليا فقد اقرت خطوات مشابهة عام ١٩٨٤ . التعديل الكبير جاء في سوق انجلترا حيث صدر قانون الخدمات المالية عام ١٩٨٦ Financial Services Act و ذلك بعد سنوات من الدراسة و التمحيص ، و نتيجة التشريع الجديد و حاجات تطبيعه ، حررت رسوم الخدمات و اصبح هنالك نظام جديد متطور الكترونيا للتبادل في السوق المالي و انفسح المجال لتأسيس شركات الخدمات المالية الاجنبية في السوق الداخلية للاسهم و السندات البريطانية . كان الاسم الذي اطلق على مجموعة هذه الاجراءات "الانفجار الكبير" Big Bang

اضافة الى تحفيز المنافسة ، نتج عن تطبيق القانون الجديد في بريطانيا تأسيس مجلس للاسهم و الاستثمار Securities and Investments Board (SIB) لتأمين الاشراف الحكومي على الشطط من خلال نظام للانضباط يعتمد على تجاوب الشركات المعنية بتنفيذ فحوى القوانين ، و انشاء قسم لمكافحة الغش في الشركات لدى سكوتلانديارد سمي بقسم مكافحة الغش الفادح Serious Fraud Office و اعطي هذا القسم صلاحيات المداخلة و المراجعة على نطاق واسع في حال تلكوء الشركات المعنية عن التقيد بالتعليمات سواء من جهات الاشراف الاختيارية المهنية او ايا من السلطات الحكومية ذات العلاقة بعمل الاسواق . و لا شك ان هذه الدراسات تبدو مبهمة و ذلك لان بريطانيا منذ القدم تعتمد على الايحاء لتحقيق الانتظام وهو منهج نابع من الشخصية البريطانية الفريدة الى حد ما .

نظام الانتظام الاختياري المطعم بالاشراف الحكومي على الخلل مطبق في الولايات المتحدة منذ عام ١٩٣٤ و في بريطانيا منذ ١٩٨٦ و في اليابان منذ ١٩٤٨ حينما اقر قانون الاسهم و المبادلات عام ١٩٤٨ .

القانون الياباني وضع على اسر مشابهة للنظام الاميركي ، انما في مجال الاشراف الحكومي انشاء مكتب للاسهم في وزارة المالية اليابانية و عليه تقع مسؤولية تنظيم الاسواق و الاشراف على عمل الشركات ، من ثم انشاء مجلس للاسهم و المبادلات و اعضائه يعينون من قبل وزارة المالية ، و يقدم هذا المجلس ، القائم منذ عام ١٩٥٢ ، المشورة حول القضايا المتعلقة بالاسواق .

مكتب الاسهم و المبادلات في وزارة المالية الذي يشرف على الممارسات التنفيذية في اليابان يشرف في الوقت ذاته على اسواق العقود المستقبلية للسلع و العملات . بالمقابل هنالك في الولايات المتحدة هيئة اشراف غير ال SEC مسؤولة عن وضع شروط و انتظام عمل الاسواق المستقبلية للسلع و العملات و هذه الهيئة تسمى لجنة السلع و العقود المستقبلية The Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

رغم اتجاهات تحرير التعامل و شروط العمل ، اتجه المشرفون اليابانيون الى ممارسة تأثير مباشر على الاسواق سواء في حالة ارتفاع الاسعار بسرعة او هبوطها كذلك .

في انجلترا ، مجلس الاسهم و الاستثمارات يشرف على هذه المبادلات عبر شبكة من الهيئات ذات التنظيم الذاتي ، و هذه الهيئات تغطي مختلف انواع النشاطات بجمعيات تؤسس بين اعضائها ، و يجب ان تكون نظم الجمعيات خاضعة لموافقة مجلس الاسهم و الاستثمارات الذي يتمتع بصلاحيات واسعة لكبح الجموح و منع الغش . اما هذا المجلس فهو خاضع لاشرف وزارة التجارة و الصناعة و تمويله يتوافر من القطاع الخاص من اشتراكات تفرض على الشركات العاملة .

هنالك تطور هام يأخذ مجراه حاليا يتضمن بتوجه السوق المشتركة نحو سوق مالية موحدة بنهاية هذه السنة نتيجة التشريعات الاوروبية على الدول الاعضاء في السوق و التجاوب مع توصيات لجنة السوق المشتركة في ما يخص تنظيم الاسواق المالية و ممارسة المهنة المصرفية . و توجيهات السوق تفرض حدودا للتنظيم لا تتجاوز الانظمة القائمة و تفرض على البلدان الاعضاء الاعتراف بتنظيماتها المختلفة . النتيجة ستكون سوقا اوروبية تنافسية و توجهها نحو التكامل في مجال نشاطات الاسواق المالية .

بالنسبة لاسواق البلدان النامية ، اخترنا التركيز على السوق الكورية لانها اصبحت الاكبر بين هذه المجموعة بل هي ، على صعيد حجم الترسمل و المبادلات ، خامس اكبر سوق في العالم .

النظام المعمول به يعتمد على الرقابة الذاتية و اشراف حكومي واسع على الخلل في المعاملات و الشركات العاملة في السوق و المشاركات الدولية فيها ، سواء تمثلت هذه

بالاستثمارات او شركات الاستثمار . توجد في هذا النظام ثلاث مؤسسات حيوية :

The Korean Securities Dealers Association (KSDA)
الجمعية الكورية لوسطاء الاسهم

The Korean Stock Exchange (KSE) سوق الاسهم الكوري

Korean Securities and Exchange Commission (KSEC)
اللجنة الكورية للاسهم و المبادلات

الجمعية الاولى اسست عام ١٩٥٣ و على جميع شركات الوساطة ان تشارك في عضويتها و تتمتع هذه الجمعية بمسؤوليات واسعة لغرض الانتظام الذاتي و حل الخلافات بين الاعضاء وتسجيل الاسهم القابلة للتداول .

سوق الاسهم الكورية تأسست عام ١٩٣٥ ، و بعد تحويلها الى هيئة حكومية عام ١٩٦٣ ، استعادت تخصصيتها عام ١٩٦٨ . هذه السوق لها صلاحيات تنظيمية تتناول تسجيل الاسهم و شطبها ، الاشراف على المبادلات و تحديد مواصفات التقارير المالية واشتمالها على كل ما يؤثر على قيمة اسهم الشركات المعنية .

اللجنة الكورية للاسهم و المبادلات تأسست كمنظمة رقابية خاضعة لاشراف وزارة المالية بموجب قانون صادر عام ١٩٦٢ ، والخطوات المقررة من هذه اللجنة يجب ان تحظى بموافقة وزارة المالية التي لها حق نقض اية خطوات او اجراءات تتخذ من قبل اللجنة .

رغم هذا التقييد العام ، تتمتع اللجنة بصلاحيات واسعة لفرض القرارات الخاصة بعمل السوق و تنفيذ قانون البورصة ، لكن هذه اللجنة لا تعتبر مستقلة بالمفهوم الاميركي ، و هنالك ضمن اللجنة هيئة اشراف تتمتع بالسلطة التنفيذية فيها يرأسها رئيس اللجنة .

ترسم اللجنة اصول الادارة المالية للشركات المسجلة وتحدد سياسات توزيع الارباح و اصدارات الاسهم سواء اكانت لشركات محلية ام اجنبية . و مشتريات حافظات الاسهم الكبيرة تخضع لموافقة اللجنة و هذه الموافقة اجبارية في حال تجاوز الشراء لنسبة ١٠ في المئة من مجموع الاسهم لاي شركة مسجلة ، و اللجنة تقرر نسب الاقراض لمشتريات الاسهم و الفوائد على هذه القروض و هي تقرر ايضا الاسهم القابلة للتداول مقابل دفع

نسبة معينة من السعر كما تقرر حجم الاقراض الكلي للشركات العاملة في السوق .

الترخيص للشركات للعمل في السوق محصور بوزارة المالية التي تقرر ما اذا كانت هذه الشركات ستعمل كوسيطه او متعهده للاصدارات او متاجرة . و عام ١٩٨٩ كانت الشركات الـ ٢٥ المسجلة تتعاطى جميع هذه النشاطات . و منذ عام ١٩٨٣ سمح لكبريات الشركات بضمانه السندات المصدرة من شركات كورية والقيام باعمال تعهد توفير الاموال للشركات في كوريسا او خارجها .

ان الاستعراض المقدم عن التوجهات الرئيسية في الاسواق المالية الدولية يوفر خلفية ضرورية لدراسة التنظيم المقترح لسوق بيروت و التوصيات التي ستعرض في هذا الصدد . ونلحق بهذا الفصل تصوير بياني لكل من سوق باريس المستقبلية وسوق شيكاغو للاغراض ذاتها .

ملحق الفصل الاول

هيئة الاسهم والمبادلات (SEC)

تأسست هذه الهيئة الفدرالية بموجب قانون الاسهم والمبادلات الصادر عام ١٩٣٤ ووجب عليها تنفيذ مفاعيل هذا القانون وقانون الاسهم الصادر عام ١٩٣٣ ، الذي كانت تديره الهيئة الفدرالية للتجارة Federal Trade Commission و هي هيئة اختصت بمكافحة الاحتكار .

هيئة الاسهم والمبادلات تتألف من خمسة أعضاء يعينهم الرئيس الاميركي لفترة خمس سنوات بصورة دورية . رئيس اللجنة يسميه الرئيس الاميركي ، و لتأكيد استقلالية اللجنة ، لا يجوز أن ينتمي اكثر من ثلاثة من اعضائها الى حزب سياسي معين .

ان الشروط القانونية التي تؤمن الـ SEC تطبيقها تهدف الى توفير كامل المعلومات الضرورية لقرارات الاستثمار وحماية المستثمرين من التلاعب . كما ان جميع الاسهم التي يعلن عنها في الاسواق وبواسطة البريد يجب أن تكون مسجلة لدى اللجنة . جميع أسواق الاسهم والمبادلات في الولايات المتحدة هي تحت اشراف الهيئة، كما شركات الاستثمار و المستشارين الماليين والمتعاملين في الاسواق الثانوية Over the Counter .

لجنة الاسهم والمبادلات تنظم تبادل الاسهم ، تسجل الاصدارات ، تحقق في التلاعب والتجارة مع معلومات مسبقة ، تشرف على شركات الاستثمار و شركات المشورة المالية و شركات المحاسبة وبعض الهيئات ذات الادارة الذاتية ، مثل هيئات الاسواق والجمعية الوطنية للمتعاملين بالاسهم National Association of Securities Dealers .

بصورة عامة ، الشروط التي تشرف عليها لجنة الـ SEC تهدف لحماية حقوق المستثمرين وتأمين فعالية اسواق المال والاستثمار . نورد في ما يلي و على سبيل المثال بعض القواعد المطبقة من اللجنة .

القاعدة ١٣(د): تملك نسبة مهمة من الاسهم :

أي شخص يملك مباشرة او بصورة غير مباشرة نسبة ه في المئة من مجموع أسهم شركة من نوع معين عليه الاعلان عن ذلك .

القاعدة ١٤(أ): طلب التوكيل:

توضح المعلومات والوثائق المطلوبة مع طلب التوكيل الموجه لمساهمي شركة مساهمة .

القاعدة ١٤(د): عروضات الشراء:

شروط وقيود عروضات الشراء والاعلان عن التفاصيل تأميننا لمعرفة الجميع على حد سواء .

القاعدة ١٥(س) ١-٣:

حاجات الرسملة للوسطاء والمتاجرين ، تحدد نسبة الراسمال الى مجمل مديونية الوسطاء أو التجار .

القاعدة ١٥(س) ٣-٣: احتياطات حماية الزبائن وحفظ الاسهم:

تنظم حفظ الاسهم المدفوع ثمنها بالكامل وأي مدفوعات تفوق النسب المطلوبة من سعر سهم معين مع الوسطاء والتجار . والاسهم المسددة أثمانها يجب فصلها ، وعلى الوسيط اجراء ايداعات اسبوعية في حساب مصرفي خاص لمصلحة الزبائن .

القاعدة ١٩(ب) - ٣: منع فرض رسوم محددة من قبل الاسواق :

يمنع فرض رسوم محددة على مبادلات الاسهم تماشيا مع تعديلات قانون الاسهم الصادرة عام ١٩٧٥ .

القاعدة ٢٥٤: تسجيل اصدارات صغيرة:

تسهيل تسجيل اصدارات صغيرة (١٥ مليون دولار أو اقل أو اسط الثمانيات) بما فيها افادة تسجيل مختصرة وبيان اعلامي (Prospectus) .

اضافة الى هيئة الاسهم والمبادلات الـ SEC ، هناك هيئة
مماثلة تسمى بهيئة تجارة السلع المستقبلية Commodity Futures
Trading Commission (CFTC)

تنظم هذه الهيئة تجارة عقود السلع والخيارات المستقبلية
(اي عقود المضاربة على أسعار العملات والمعادن) ، وتحقق في
اتهامات الغش من قبل تجار السلع كما ينحصر حق الموافقة
بالعقود المستقبلية المستحدثة بهذه الهيئة (CFTC) .

ان كل من الهيئتين SEC و CFTC تعتبر بمثابة هيئة
حكومية ، وموظفي الهيئتين يعتبرون موظفين حكوميين ومعاشاتهم
تدفع من قبل الحكومة الفدرالية ، والكونغرس يوافق على
موازنات الهيئتين كما بالنسبة لاي هيئة حكومية اخرى .
وبالطبع ، بعض مصادر الموازنات يتوافر من حاصلات ضريبة
فدرالية على العقود المنجزة في الاسواق .

اما الاسواق نفسها ، كسوق نيويورك وسوق شيكاغو ، فهي
مؤسسة كتعاونيات مفتوحة العضوية لمن يشاء ، شرط حصوله على
موافقة الـ SEC أو الـ CFTC ، باستثناء من يمنعم سجلهم
العدلي عن ذلك ، و يستطيع اي فرد أو شركة الانتماء الى سوق
معينة مقابل دفع الاشتراك . وعلى سبيل المثال ، في تشرين
الثاني ١٩٩٢ كانت كلفة المقعد في سوق شيكاغو لعقود العملات
تساوي ٦٠٥٠٠٠ دولار وعضوية سوق شيكاغو للاسهم كانت تكلف
٣٦٧٠٠٠ الف دولار (حسب آخر عملية بيع لمقعد جرت في ٢٣ تشرين
الثاني ١٩٩٢) .

اضافة الى اكلاف شراء المقاعد في الاسواق المعنية، يدفع
الاعضاء رسوم متاجرة تحدد سنويا . و يفترض أن تغطي هذه
الرسوم الاكلاف الجارية كتسجيل العمليات ، والاكلاف الثابتة
كالهتاف والهاتف واستعمال الادمغة الالكترونية المتوفرة
من هيئة السوق . يتمتع جميع الاعضاء بأصوات متساوية ، فكل
مقعد له صوت واحد .

الاسواق لا تتمتع بصلاحيات تنظيمية . كل عضو عليه
التقيد بأنظمة يشملها "كتاب الانظمة" لكل نوع من النشاط .
مجلس ادارة السوق يستطيع تعليق عضوية أحد الاعضاء اذا اعتبره
مسؤولا عن مخالفة ، وبالتالي مبدأ الرقابة الذاتية يسود .
وللسوق ، ممثلة بمجلس ادارتها، طلب المعونة من الـ SEC
أو الـ CFTC . وفي حال الشك بتصرفات غير قانونية ، يتوجب
على مجلس ادارة السوق المعنية لفت نظر هيئة الرقابة الى

المخالفات . ومن بعد ، جميع الاجراءات القانونية تتخذ من قبل هيئات الرقابة لا الاسواق نفسها .

المصدر: Finance and Investment Handbook, Third Edition
John Downes and Jordan Elliot Goodman, Barrons, 1990
Internal Memos, Chicago Mercantile Exchange November 1992

قبل انهاء هذا الملحق الذي يشمل رسمين عن هيكلية سوق العقود المستقبلية في باريس وشيكاغو ، لا بد من الاشارة الى مؤسسة أوجدها الكونغرس لحماية حقوق المساهمين . تسمى هذه المؤسسة بشركة حماية المستثمرين بالاسهم Securities Investor Protection Corporation (SIPC) .

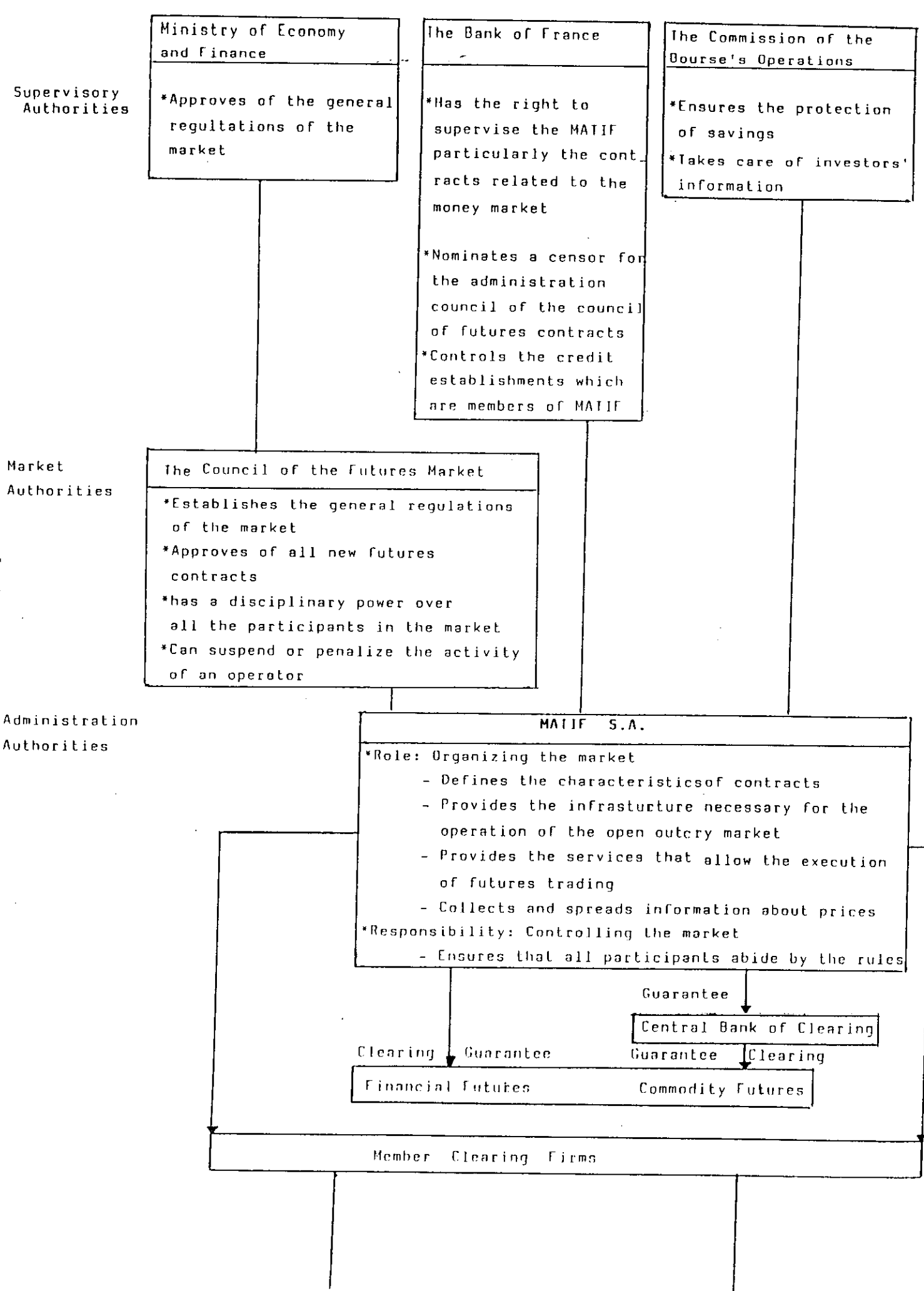
هذه شركة لا تبغي الربح أوجدها الكونغرس بمقتضى قانون حماية المستثمرين الصادر عام ١٩٧٠ ، و تؤمن هذه الشركة الاسهم والمال في حسابات الزبائن لدى الشركات العاملة في السوق في حال توقفها عن الدفع . جميع شركات الوساطة والتجارة العاملة في مختلف الاسواق في الولايات المتحدة والمسجلة لدى الـ SEC عليها أن تكون منتمية الى الـ SIPC . مهمة هذه الشركة، مثل الشركة الفدرالية لتأمين الودائع المصرفية FDIC ، و في حال افلاس شركة سمرة او تجارة تسعى الـ SIPC الى دمجها مع شركة اخرى ، وان لم تنجح في ذلك تلجأ الـ SIPC الى تصفية موجودات الشركة وتدفع لاصحاب الحسابات في أقصى حد ما يساوي ٥٠٠ الف دولار للزبون الواحد شرط أن لا تتجاوز التعويضات عن الحسابات النقدية الـ ١٠٠ الف دولار . لكن هذه المؤسسة لا تحمي المستثمر تجاه مخاطر السوق، فقط انهيار مؤسسات السوق .

وسائط تأمين عدالة الاسواق ، والمحافظة على اخلاقيات التعامل وفعالية التنفيذ هي ما يسمى بتنظيمات الرقابة الذاتية (Self Regulatory Organization (SRO) .

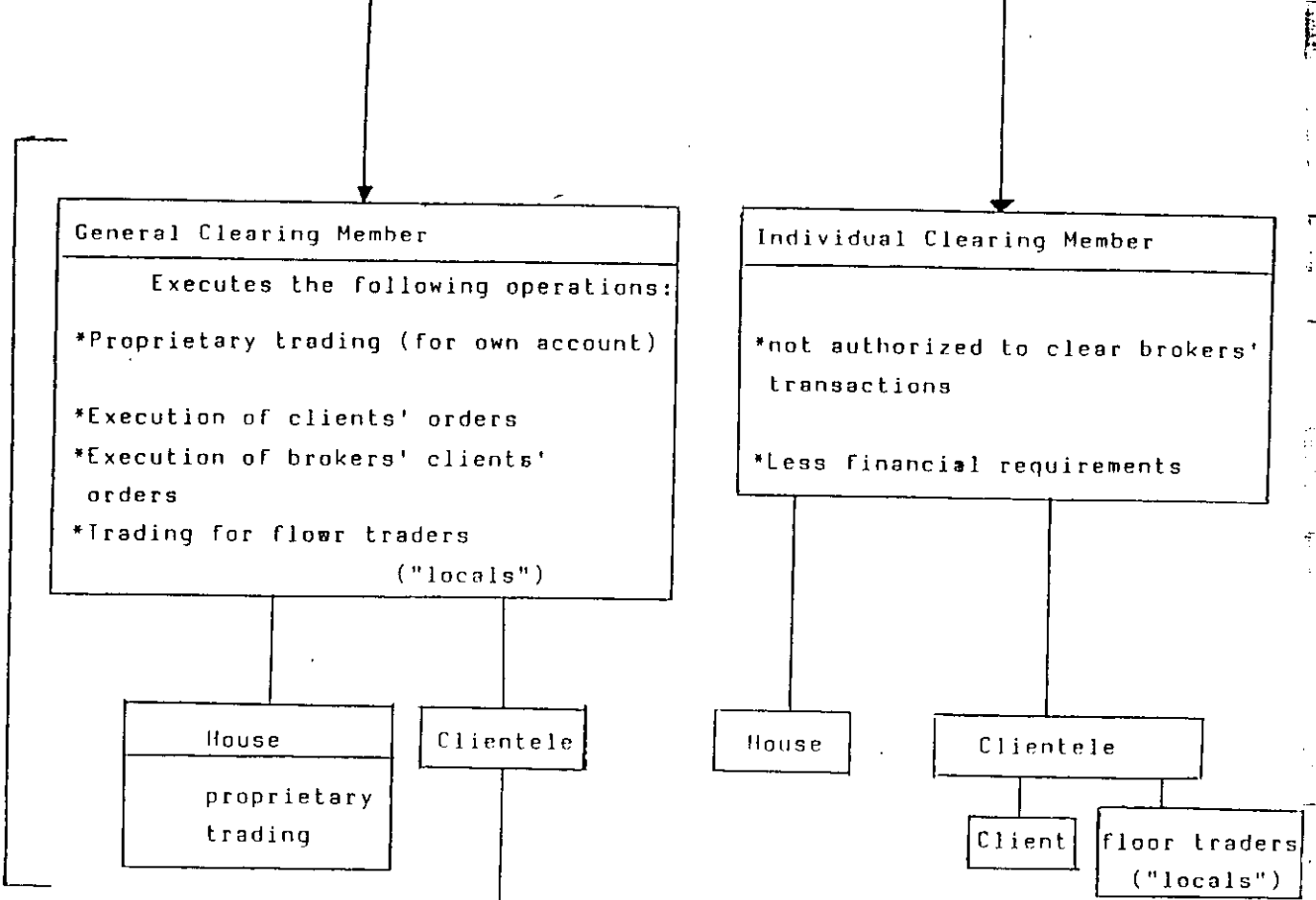
تشمل هذه التنظيمات مختلف أسواق الاسهم والسلع في الولايات المتحدة والجمعية الوطنية لمتعاملي البورصة (National Association of Securities Dealers (NASD) التي تمثل جميع المتعاملين في الاسواق الثانوية ومجلس تنظيم السندات البلدية الذي أسس عام ١٩٧٥ .

المصدر: Finance and Investment Handbook, Third Edition
Downes and Goodman

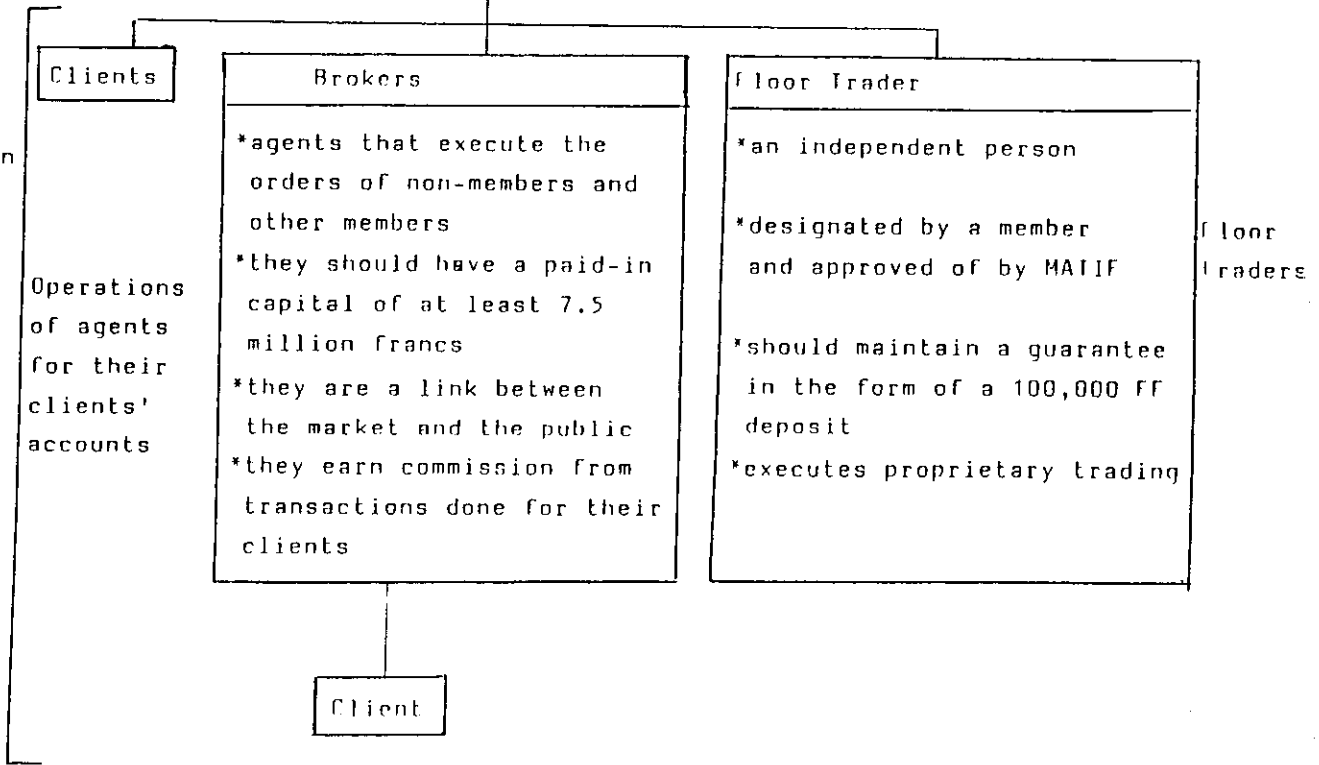
THE INTERNATIONAL FUTURES MARKET OF FRANCE (MATIF)



Clearing

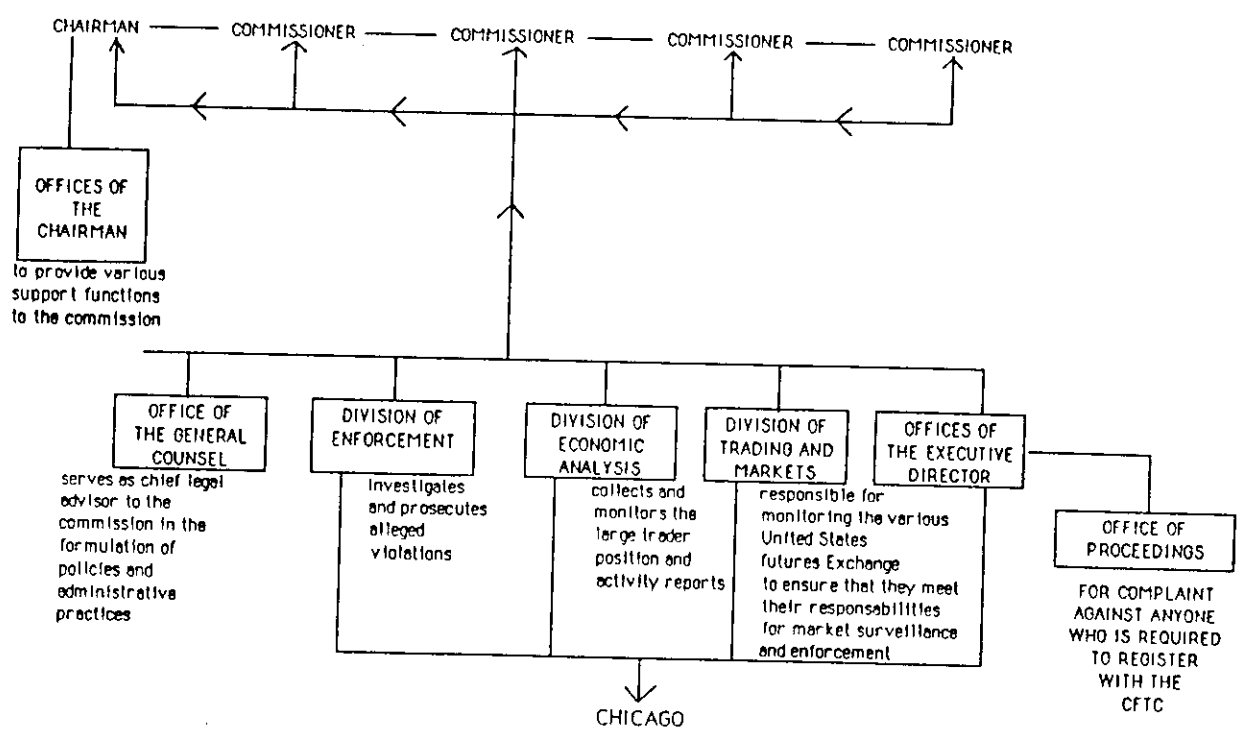


Internal Administration



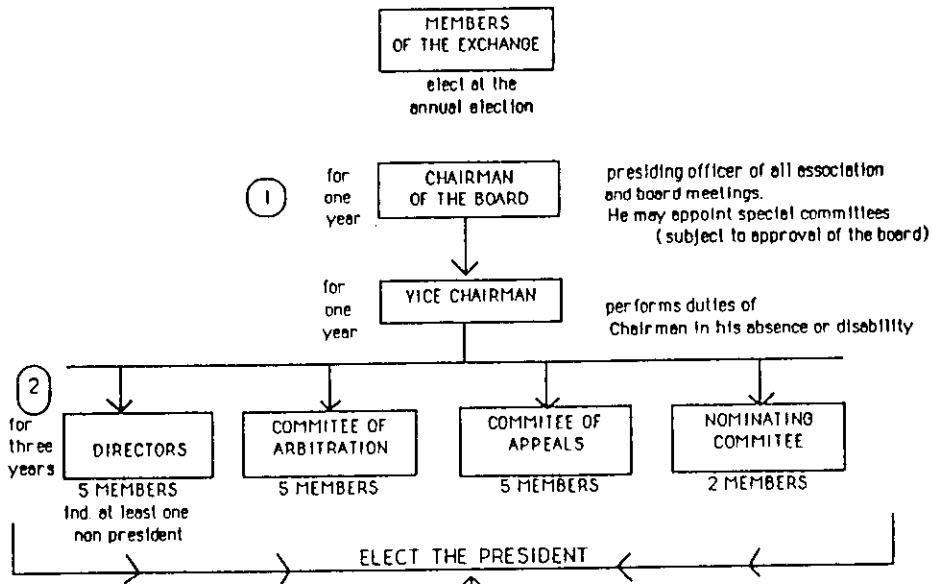
**COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC)
ORGANIZATIONAL CHART.**

IS AN INDEPENDENT FEDERAL REGULATORY AGENCY
APPOINTED BY THE PRESIDENT WITH THE ADVICE
AND CONSENT OF THE SENATE.
TERM = 5 YEARS BASED IN WASHINGTON

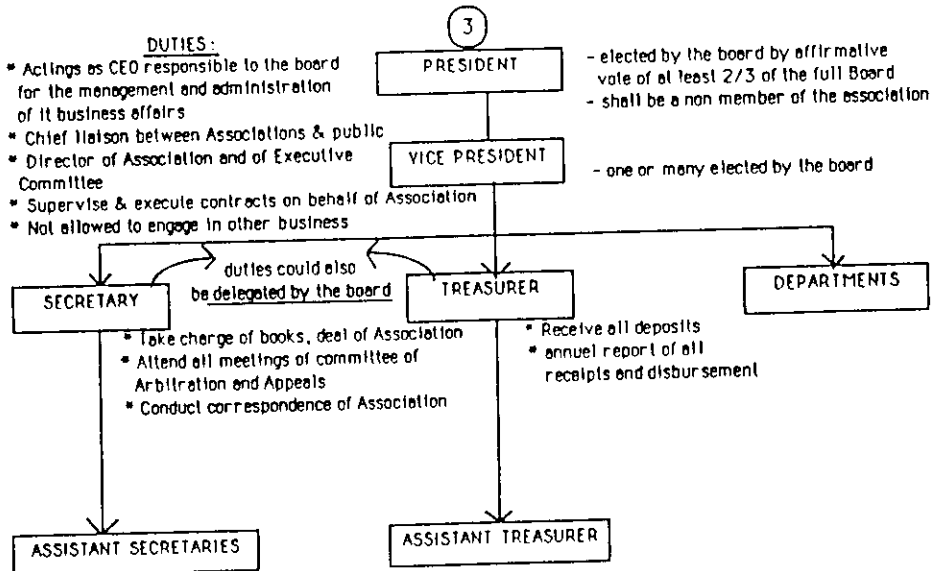


CBOT BOARD OF DIRECTORS

(all members of the Exchange)

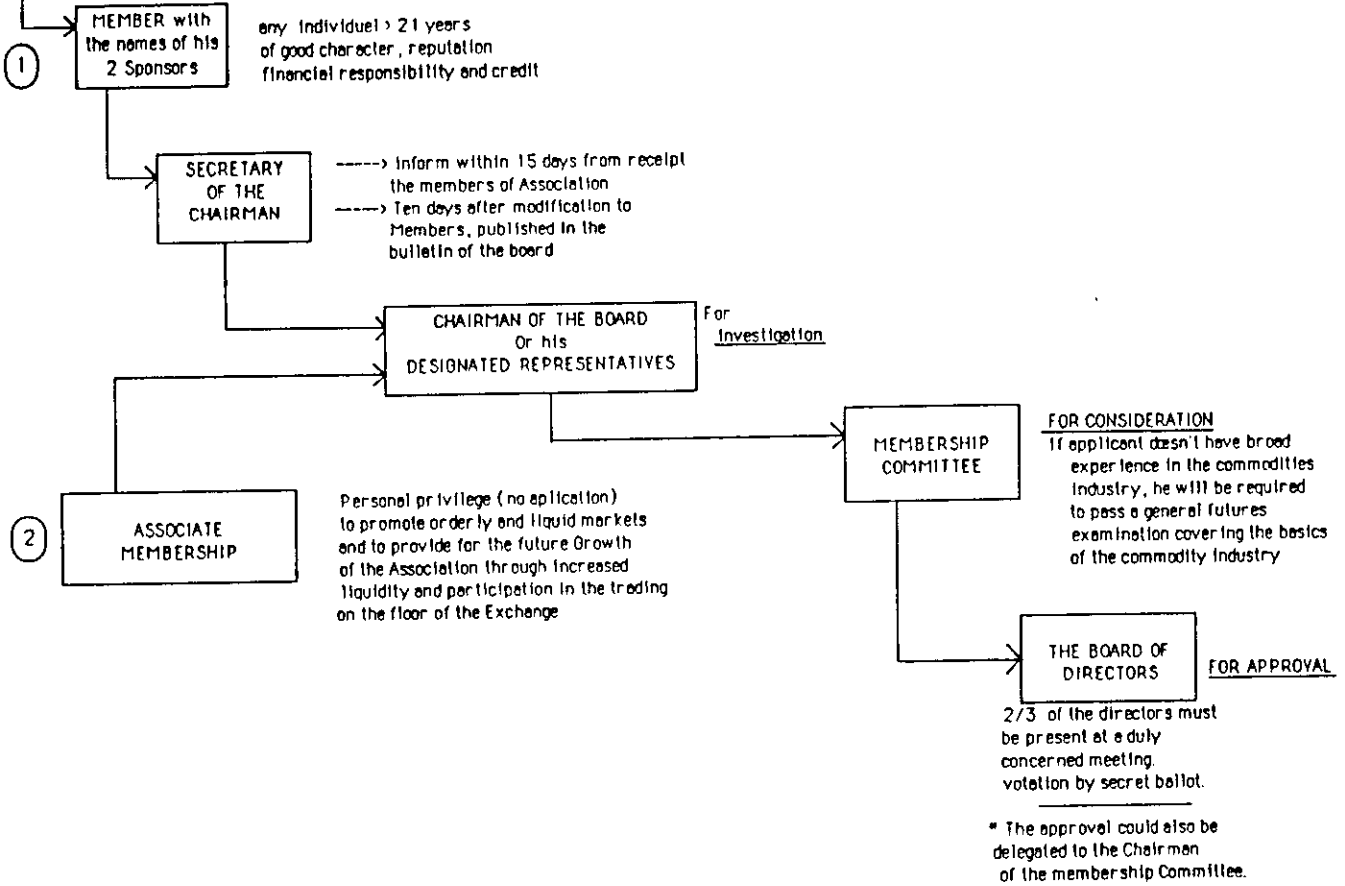


CBOT MANAGEMENT



MEMBERSHIP

APPLICATION



الفصل الثاني

بورصة بيروت

١- لمحة تاريخية

في العام ١٩٢٠ أسس الانتداب الفرنسي ، بموجب قرار تاريخ ٣ تموز ١٩٢٠ ، بورصة بيروت . و كان وراء اختيار بيروت مركزاً لها اسباب عدة ، اهمها :

١ - وضع ولاية بيروت ايام الحكم العثماني المتميز عن اوضاع بقية الولايات الاخرى .

٢ - الروابط الثقافية و التجارية مع دول شمالي حوض البحر المتوسط من جهة و امتدادها التجاري الى المناطق الداخلية في كل من بلاد الشام و شرقي الاردن من جهة اخرى .

٣ - الدور الذي لعبه مرفأ بيروت في تجارة الغرب مع دول الشرق .

٤ - وجود نواة لصناعة وطنية مثل الدخان و الحرير الطبيعي وغيرها من الصناعات الحرفية .

٥ - وجود جامعتين ، واحدة اميركية و الاخرى فرنسية ، الى جانب معاهد الارساليات ، جميعها ساهمت بفاعلية في ايجاد مناخ ثقافي اجتماعي متقدم .

٦ - وجود نواة مصرفية تجلت سنة ١٩١٩ بإنشاء المصرف الامبراطوري العثماني لمصرف سوريا برأسمال قدره ١٠ ملايين فرنك فرنسي لسنة ١٩١٩ و ٢٠ مليوناً لسنة ١٩٢٠ والذي تملك فروع المصرف الامبراطوري ضمن منطقة الانتداب الفرنسي و اصبحت في ما بعد بنك سوريا و لبنان . تولج هذا المصرف دور بنك الاصدار ، و بالتالي اصدر قطعاً نقدية و طرحها في التداول ابتداءً من اول ايار ١٩٢٠ بموجب قرار المفوض السامي رقم ١٢٩٨ تاريخ ١٩٢٠/٣/٣١ ، و اخذت العملة الجديدة تحل شيئاً فشيئاً محل الفرنك الفرنسي و اصبحت عملة التعهدات و السندات و العقود . و بقرار رقم ٣٠٢ تاريخ ١٩٢٠/٨/٩ ، اصبحت هذه العملة هي الوحيدة المقبولة لدى الصناديق العامة في كافة الاراضي الخاضعة للانتداب الفرنسي .

في اواخر سنة ١٩٢٣ و نتيجة للتقلبات في اسواق البورصات العالمية ، سمح المفوض السامي ، بقرار رقم ١١٣٧ تاريخ ١٩٢١/١٢/٥ ، بحرية ابرام العقود باية عملة .

الى جانب هذه الاسباب البنيوية ، كانت سلطات الانتداب تبغي تسويق صكوك الشركات الفرنسية المنهكة من جراء الحرب العالمية الاولى و ايجاد اسواق جديدة لبورصة باريس .

باشرت بورصة بيروت نشاطها بعمليات الذهب و بقبول اسهم الشركات المساهمة الفرنسية المدرجة في بورصة باريس ، اضافة الى شركات الامتياز التي انشأها الانتداب في لبنان لاستثمار مؤسسات المنفعة العامة من مياه و اتصالات و كهرباء و نقل و ادارة مرفئية و حصر التبغ و التنباك .

من الثابت انه بذاك التاريخ لم يكن الاقتصاد اللبناني ، الخارج من حرب عالمية اعقبت اربعة قرون من الاستعمار العثماني ، بوضع يبرر وجود بورصة للاوراق المالية سوى رغبة السلطات المنتدبة باستقطاب المدخرات اللبنانية و رسملتها في شركاتها ، و من ثم توطيد الروابط الانتدابية و ترسيخها عن طريق ربط مصالح و اموال اللبنانيين بالشركات الفرنسية . بقيت بورصة بيروت على هذه الحالة حتى اندلاع الحرب العالمية الثانية و الى مطلع عهد الاستقلال .

بعد ان انتهت الحرب العالمية الثانية و استقرت الاوضاع في لبنان ، ترسخت الحرية الاقتصادية و الاجتماعية فخلقت مناخا مثاليا لتأسيس شركات مساهمة ، منها المصرفية و الخدماتية و السياحية و غيرها ، و استقطبت ايضا اموالا عربية غير لبنانية . و مما ساعد على تحقيق هذا الاستقطاب كانت التطورات السياسية التي اودت ببعض الانظمة المحيطة ، بدءاً من حرب فلسطين و وفود قسما من الفلسطينيين الى لبنان ، مروراً بالتغيرات السياسية و الاجتماعية في بعض الدول العربية و التي ادت بها الى التأميم و تقييد الاقتصاد ، فنتج عنها وفود رأس مال عربي الى لبنان مصطحبا معه خبرات مهنية . و في هذه الفترة ايضا تراكمت الاموال الخليجية من سعودية و عراقية و كويتية بفضل الاكتشافات النفطية و كان للبنان نصيبا في استقطاب بعضها و ظف في مختلف المجالات خصوصا في العقارات و في الايداعات المصرفية .

توافرت اذاً الشروط الاقتصادية و السياسية و الامنية الاجتماعية لخلق بيئة تنموية بتمويل لبناني و عربي ، و كان من

الطبيعي اذاً تطوير سوق مالية تؤمن وسائل تمويل طويلة الاجل خارجة عن ادوات الجهاز المصرفي العادي و ترفيع النزعة الفردية في الاقتصاد الحر الى مستوى الفكر المؤسساتي الجماعي الذي يساهم في بناء بنية اقتصادية متينة مبنية على اساس اقتصاد السوق ، انما بامكانيات ومؤهلات متكاملة ومتعاضة .

ازاء هذه الحالة ، عمد المشرع اللبناني الى اعادة تنظيم عمل بورصة بيروت و ادخل تعديلات على القرار رقم ١٥٠٩ تاريخ ١٩٢٠ ، فصدر قانون ١٩٥٤ الذي عدل تباعا في العام ١٩٥٩ والعام ١٩٦١ والعام ١٩٦٧ ، و المرسوم الاشتراعي رقم ١٢٠ تاريخ ١٦ ايلول ١٩٨٣ "تنظيم بورصة بيروت" المعدل بالمرسوم الاشتراعي رقم ٣٠ تاريخ ٢٣ آذار ١٩٨٥ ، و مرسوم وزارة المالية رقم ٤٧٢٩ تاريخ ٣٠ آذار ١٩٨٨ "تنفيذ تعديل بعض احكام النظام الداخلي لبورصة بيروت" .

على الرغم من محاولات المشرع لتفعيل دور البورصة واصدار القوانين و التشريعات و الحاقها بتعديلات كلما رأى ذلك ضروريا ، بقي هذا الدور هامشيا بسبب غياب المرتكزات العامة الضرورية لقيام سوق مالي وتأقلم هذه المرتكزات مع خصائص المجتمع اللبناني ومحيطه العربي .

٢ - تطور العمل في بورصة بيروت

منذ تأسيسها وحتى العام ١٩٤٣ ، اشرفت على البورصة هيئة ادارة مختلطة بمعظمها من رجال اعمال فرنسيين و بعض رجال الاعمال اللبنانيين . و كانت الاسهم المتداولة عائدة لشركات فرنسية أو لشركات مختلطة ذات مصلحة فرنسية .

في العام ١٩٤٣ تراست ادارة البورصة ، للمرة الاولى ، شخصية لبنانية ساهمت بوضع نظام داخلي جديد . و طرحت ، كذلك للمرة الاولى ، برسم التداول في ردهتها اسهماً عائدة لشركات لبنانية ناشئة ، كالترابة و كهرباء قاديشا و غيرها .

و في العام ١٩٥٧ ، و بعد اجراءات التأميم في مصر ، تعطل العمل في كل من بورصتي الاسكندرية (تأسست سنة ١٨٩٨) والقاهرة (تأسست سنة ١٩٠٣) ، فاصبحت بورصة بيروت تعتبر الوحيدة في المنطقة ، و بالرغم من هذه الفرصة ، لم تستطع أن تقوم بدورها كوسيط فاعل بين المستثمر والمدخر ولاسباب سوف نستعرضها لاحقا .

على صعيد التعامل في ردهة بيروت ، لم يتجاوز عدد الشركات المسجلة بتاريخ ١٢/٣٠/١٩٧٤ ، ٤٥ شركة مقبولة اسهمها مثلت القطاعات التالية :

- قطاع التأمين (مثل: شركة الاتحاد الوطني ش.م.ل.).
- قطاع المصارف (مثل: بنك بيروت والبلاد العربية) .
- قطاع انتاج وتوزيع الطاقة (مثل: امتياز كهرباء البارد وامتياز كهرباء زحلة).
- القطاع العقاري (مثل: المشاريع العقارية لمدينة بيروت) .
- قطاع الصناعة (مثل: نيو اوكال).
- قطاعات اخرى (مثل: كازينو لبنان).

و كان هناك سبع شركات اسهمها غير مقبولة انما كانت تجري عليها عمليات داخل الردهة. هذا العدد الضئيل ، بنهاية ١٩٧٤ ، ان دلّ على شيء فيدلّ على ضعف اداء بورصة بيروت و عدم تمكنها من لعب دورها بفعالية .

طيلة سنة ١٩٧٤ ، تناولت عمليات بورصة بيروت ٣٠٩٦٢٤ سهماً بلغت قيمتها الاجمالية ٥١٣٣٢٧٥٢ ليرة لبنانية توزعت على ٣٤ شركة ، اهمها شركة كازينو لبنان (٥٢٠٨٥ سهماً) ، و اضعفها شركة الاتحاد الوطني (عشرة اسهم) .

و جرى تداول ٢٠٩٠٥ سهماً عائدة لشركات غير مقبولة رسمياً و ١٠٧٠٥ سهماً لشركات مقبولة تم تداولها خارج الردهة .

والجدير بالذكر ان عائدات البورصة المستوفاة عن عمليات التبادل بلغت للعام ١٩٧٤ ما مجموعه ١٠٢٦٦٥ ليرة لبنانية . هذا مع التنويه ان العام ١٩٧٤ كان بالنسبة للاقتصاد اللبناني عام الذروة الذي سبق بدء الاحداث اللبنانية ، ولم تكن بورصة بيروت لتستفيد من هذه الفورة الاقتصادية وبقيت جسماً غريباً عن خصائص السوق اللبناني .

وعندما اقبلت البورصة عام ١٩٨٣ كان عدد الشركات المسجلة ٢٨ شركة من اصل آلاف الشركات المغفلة اللبنانية .

الشركات المساهمة المتداولة اسهمها في بورصة بيروت

عند اقفالها الأخر عام ١٩٨٣

<u>عدد الاسهم</u>	<u>الشركة</u>
١٥٠٠٠	١ - الاتحاد الوطني
٨٠٠٠٠	٢ - كهرباء البارد
٢٣٠٠٠٠	٣ - قاديشا
١٨٠٠٠٠	٤ - نهر ابراهيم
٢٥٠٠٠	٥ - نقل القوى
٨٠٠٠٠	٦ - كهرباء زحلة
٢٨٠٠٠٠	٧ - القارية - سيل
١٩٠٦٩٨	٨ - مالية و عقارية المرفأ
٦٠٠٠٠	٩ - العقارية لتحسين المسكن
١٠٨٠٠٠	١٠ - المالية العامة
٢٠٠٠٠	١١ - سوديكو
٤٠٠٠٠	١٢ - التحسينات العقارية
٨٠٠٠٠	١٣ - بون جوس
٢٥٠٠٠٠	١٤ - اوكال
١٥٠٠٠٠٠	١٥ - الاسمنت الابيض
٥٧٦٠٠٠٠	١٦ - الترابية اللبنانية
٧٦٨٠٠٠	١٧ - اترنيت
١٢٠٠٠٠	١٨ - صناعة التبريد
٢٧٥٠٠	١٩ - الريجي
١٢٠٠٠٠٠	٢٠ - سوليفر
٩١٥٠٠	٢١ - أ.ب.ث.
٣٦٠٠٠٠	٢٢ - كازينو لبنان
٤٥٠٠٠	٢٣ - التلفريك
٢٧٠٠٠٠	٢٤ - التلفزيون
١٩٠٦٩٨	٢٥ - ادارة المرفأ
١٥٠٠٠٠	٢٦ - نعم - بكفيا
١٣٥٠٠٠	٢٧ - يونيسيراميك
١٣٠٠٠٠	٢٨ - ليسيكو

١-٣-١ - السوق النقدي

يتميز السوق النقدي بأجله القصيرة و يتكون عامة من المصارف و من شركات الصرافة و بيوت الحسم و مؤسسات الوساطة و من شركات التأمين .

تتنوع ادوات هذه السوق بين قبول الودائع و عمليات القطع، و بين التسليفات الائتمانية القصيرة الاجل التي عادة ما تكون لتمويل التجارة و رأس المال التشغيلي .

يراقب البنك المركزي هذه السوق و يشارك بتنظيمها .

٢-٣-٢ - السوق المالي

على خلاف السوق النقدي فان السوق المالي يتميز بأجله الطويلة و بطبيعته الترسلمية . فهو سوق استثماري خاضع لتقلبات العرض و الطلب و لمخاطر الربح و الخسارة .

يتكون السوق المالي من:

- السوق الاولي : و يشمل الشركات و المؤسسات مصدرة الصكوك المالية .
- السوق الثانوي : و يشمل اقنية تداول صكوك السوق الاولي .

٣-٣-٣ - السوق المكمل

حاول المشرع اللبناني منذ العام ١٩٥٤ ايجاد سوق يقوم بدور تنموي لا ينافس المصارف التجارية و يكون داعما للسوق المالي .

لقد رأت الدولة ، نظرا لتطور وظائفها و امكانية مساهمتها في نمو و تطور قطاعات الانتاج و الحياة الاقتصادية والاجتماعية ، ان تساهم مع القطاع الخاص بانشاء عدة مصارف مختلطة تعمل على تشجيع و انماء المشاريع الزراعية، والصناعية، و العقارية للسماح بالاصطاف ، و تمويل مشاريع اسكانية ، و تكون هذه المصارف مؤسسات ذات توجه قطاع عام انما ذات طابع تجاري تبغى تحقيق الربح ، و كانت الدولة تهدف الى تنفيذ سياسة انمائية غير مترابطة بخطة واضحة .

- مصرف التسليف الزراعي و الصناعي و العقاري :

انشيء بموجب قانون ١٦ تموز سنة ١٩٤٥ برأسمال حدد بخمسة ملايين ليرة لبنانية تساهم الدولة بمليون ليرة من اصله و تعرض للاكتتاب اسهما اسمية بمبلغ ثلاثة ملايين و تعطى افضلية الاكتتاب للافراد .

حدد القانون موارد البنك برأسماله و سلفات من البنك المركزي بكفالة الدولة و لم يلحظ امكانية قبول ودائع .

عدّل قانون البنك عدة مرات ، و خلال العام ١٩٦٧ ، بعد ان تعرض القطاع المصرفي لازمة اودت ببنك انترا و بعدد من المصارف الاخرى ، انشيء "قسم ادارة المصارف" لدى مصرف التسليف الزراعي و الصناعي و العقاري بموجب المرسوم الاشتراعي رقم ٨ تاريخ ١٩٦٧/٧/٣ لتطبيق المادة ٢٣ من القانون ٦٧/٢٨ الذي اجاز للهيئة المصرفية العليا اتخاذ قرار وضع اليد على المصارف و عهد الى مصرف التسليف متابعة ادارة موجودات و مطلوبات المصارف الموضوع اليد عليها بغية تصفيتها و دفع حقوق الدائنين . و لا يزال هذا القسم يتابع عمله انما بدون فعالية تذكر .

- مصرف الوطني للانماء الصناعي و السياحي :

انشيء بموجب المرسوم رقم ٢٣٥١ تاريخ ١٩٧١/١٢/١٠ برأسمال قدره ٦٠ مليون ليرة لبنانية ، مناصفة بين الدولة و المصارف التجارية .

كانت الغاية من انشاء هذا المصرف تشجيع الاستثمار الصناعي و السياحي ، و رغم زيادة رأس مال هذا المصرف من قبل الدولة وحدها ، لا يزال دوره هامشيا و معرض لانطفاء ما لم تتعدل هيكلية ادارته و ما لم ترفع موارده الى حد بعيد .

- مصرف الاسكان :

انشيء بموجب القانون الصادر بمرسوم رقم ١٤ تاريخ ١٩٧٧/١/١٥ برأسمال قدره ٥٠ مليون ليرة لبنانية تكتتب بها الدولة ، الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي ، المصارف و المؤسسات المالية ، شركات الضمان ، الشركات العقارية ، شركات الاشخاص ، و الاشخاص الطبيعيين اللبنانيين . و كانت الغاية من انشاء هذا المصرف تنفيذ سياسة اسكانية

عن طريق تسليف الافراد لمساكنهم او لشركات بناء مجمعات سكنية . استنفذ المصرف امكانياته و هو بحاجة لتطوير ادارته و زيادة امواله اذا كان له ان يقوم بدور فعال في مجال الاسكان .

- المصرف الوطني للانماء الزراعي :

انشيء بموجب المرسوم الاشتراعي رقم ٦٦ تاريخ ٢٥ حزيران ١٩٧٧ برأسمال قدره ٥٠ مليون ليرة لبنانية و كانت الغاية من انشاء هذا المصرف تنمية القطاع الزراعي .

غير ان هذا المصرف لم يبصر النور .

يستخلص ان غاية الدولة لم تتحقق و لم تتمكن من ترشيد الاستثمارات الترسلمية في قطاعات الاقتصاد المختلفة عن طريق المصارف المتخصصة .

تعود اسباب الفشل الى :

- ذهنية ادارة هذه المصارف التي بقيت ، تحت تاثير طابع الادارة العامة ، متشبثة بالنصوم و ليس بروح القانون .

- ضالة الموارد التي كانت السبب الاساسي لفشل عملها و عدم تمكن ادارات هذه المصارف من ايجاد مصادر تمويل .

- التشريعات الخاصة بهذه المصارف و التي كانت بمعظمها تقييدية غير متناسبة مع نظرية الانماء الديناميكي .

- اضافة الى الظروف الامنية و ما نتج عنها من افلاسات و اضرار جسيمة في مختلف القطاعات .

على الرغم من ان قوانين انشاء هذه المصارف اجازت لها المساهمة بالشركات المساهمة حتى نسبة معينة من اموالها الخاصة و مواردنا التي تفوق آجالها الخمس سنوات ، نرى ان جميعها احجم عن التوظيف الترسلمي .

- المصارف المتخصصة او مصارف الاعمال و التسليف المتوسط والطويل الاجل :

نظم القانون ٦٧/٢٢ تاريخ ١٩٦٧/٤/٢١ انشاء هذه المصارف وميزها عن المصارف التجارية لجهة :

* تحديد الحد الادنى لرأس المال بـ ٣٠ مليون ليرة .

- * منح تسليفات لآجال اقلها سنتان معززة بضمانات .
 - * قبول ودائع لآجال اقلها سنتان .
 - * توظيف ما لا يزيد عن ٥٠ بالمئة من مجموع الودائع والاموال المستقرضة التي يتجاوز اجلها خمس سنوات في حصص شراكة و مساهمات .
 - * حق اصدار شهادات ايداع .
- في ١٩٨٢/٩/٢٠ صدر القانون المنشور بالمرسوم رقم ٥٤٣٩ فالغى ضمناً الميزة التي كانت تختص بها المصارف المتخصصة باصدار شهادات الايداع و بات بإمكان جميع المصارف اصدار الصكوك المذكورة .
- عدّل المرسوم الاشتراعي رقم ٨٣/٥٠ قانون ٦٧/٢٢ و حصر موضوع المصارف المتخصصة بما يلي :
- استعمال وارداتها لعمليات تسليف متوسط و طويل الاجل ، التوظيف المباشر ، المساهمة في عمليات بيع و شراء السندات المالية لحسابها او لحساب الغير ، و اصدار الكفالات بمختلف الآجال .
 - و يتعين على هذه المصارف ان تمتنع عن قبول الودائع لاجل معين يقل عن ستة اشهر .
 - و لها ان توظف ، بصورة استثنائية ، اموالها لاقل من سنة بشكل ودائع لدى المصارف او بتسهيلات لمؤسسات مالية او باكتتابات بسندات عامة . و يمكن لها ان توظف بحدود ٥٠ بالمئة من مجمل الودائع لاقل من خمس سنوات في حصص شراكة و مساهمات ، و يمكن لمصرف لبنان تعديل هذه النسب وفقاً لمقتضيات الاوضاع المصرفية .
 - و تستطيع هذه المصارف اصدار سندات دين لحد اقصى يبلغ ستة اضعاف اموالها الخاصة و يبقى هذا السقف قابلاً للتعديل من قبل مصرف لبنان حسب مقتضيات الحالة الاقتصادية .
- ان العدد القليل من المصارف التي انشئت بموجب القانون ٦٧/٢٢ و المملوكة بكاملها من القطاع الخاص تحول بعضها الى مصارف تجارية و بقيت اثنتان فقط عانت من ذات الصعوبات التي واجهت المصارف المختلطة و بنوع خاص من

ضالة الموارد . و احد هذه المصارف حصر نشاطه بتسويق
سندات الخزينة اللبنانية (بنك التمويل التابع لمجموعة
شركة انترا للاستثمار).

٤ - التشريعات المنظمة لبورصة بيروت

حددت هذه التشريعات الاطار العملي و التنظيمي لبورصة
بيروت و تركت للجنة البورصة مجال تقديم اقتراحات نصوص
تشريعية و تنظيمية لها علاقة بالبورصة .

بحسب المرسوم الاشتراعي رقم ١٢٠ تاريخ ١٦ ايلول ١٩٨٣
المعدل بالمرسوم الاشتراعي رقم ٨٥/٣٠ ، تتناول بورصة بيروت :

١ - سوق الصكوك المالية .

٢ - سوق المواد الاولية و المعادن الحديدية بما فيه
المعادن الثمينة و العملات .

- العضو :

يعتبر عضوا في بورصة بيروت كل شركة مغفلة يتجاوز
رأسها نصف مليون ليرة لبنانية .

- العميل :

هو كل شخص لبناني حقيقي او معنوي غير عضو في بورصة سوق
الصكوك المالية اعطي له حق التوسط في عمليات البيع
والشراء داخل البورصة (الوسيط) .

- السر المهني :

يلزم بالسر المهني كل من يتعاطى الوساطة في عمليات
البورصة و تطبق بحقه احكام القانون تاريخ ٣ ايلول ١٩٥٦
العائد للسرية المصرفية .

- ادارة البورصة :

تدير بورصة بيروت لجنة مؤلفة من رئيس و نائب للرئيس
و ثمانية اعضاء يعينون بمرسوم يتخذ في مجلس الوزراء بناء
على اقتراح وزير المالية ، و تمارس اللجنة الصلاحيات
التي يعطيها قانون التجارة لمجلس الادارة في الشركات
المغفلة .

- مفوض الحكومة :

الحق بالبورصة مفوض للحكومة مهمته السهر بصورة عامة على تطبيق القوانين و الانظمة المتعلقة بالبورصة . يعين مفوض الحكومة بمرسوم بناء على اقتراح وزير المالية .

اما النظام الداخلي لبورصة بيروت الذي لا يزال معمولاً به فهو الذي صدر بمرسوم رقم ٤٨٠٨ تاريخ ٢٩ كانون الثاني سنة ١٩٨٢ و المعدل بموجب المرسوم ٤٧٢٩ تاريخ ٣٠/٣/١٩٨٨ .

على الرغم من ان النظام الداخلي قد لحظ :

- ١ - امكانية قبول شركات اجنبية اعضاء في بورصة بيروت .
 - ٢ - التداول بصكوك مالية و عقود مصارف او مواد اولية او عملات داخل الرذمة .
 - ٣ - منح لجنة البورصة نوع من الصلاحيات الرقابية على صحة المعلومات المالية الخاصة بالشركات المقبول التداول بصكوكها .
 - ٤ - صلاحيات تديرية و تأديبية بحق المخالفين من الاعضاء او المشتركين او الوسطاء .
 - ٥ - صلاحية تحديد الرسوم و العمولات لتأمين ايرادات للبورصة .
- بقيت عمليات البورصة محدودة و لم تستطع ان تجتذب المستثمر اللبناني الذي كان ناشطاً في البورصات العالمية .

٥ - محطات

١ - ٥ - محطات سلبية

سبق و اشرنا الى ان بورصة بيروت لم تتمكن من الارتقاء الى اداة فاعلة في السوق المالي الثانوي و لم تكتسب صفة البورصة، و الا لما افلس بنك انترا الذي كان يحتاج الى ٥٠ مليون ليرة لبنانية في تشرين ١٩٦٦ و كان يحمل في محفظته اسهما توازي قيمتها ما بين ٥٠٠ و ٦٠٠ مليون ليرة لبنانية عائدة لأكبر الشركات المساهمة اللبنانية مثل شركة طيران الشرق الاوسط و شركة استثمار المرفأ و شركة استثمار

الكازينو، و لم يتمكن البنك من تصفية سريعة لاي من هذه الموجودات تفاديا للافلاس وذلك لان البورصة لم تكن فاعلة .

اضافة الى ذلك و بسبب عدم الرقابة على تسويق الادوات المالية في لبنان من قبل الشركات الاجنبية ، طرات عدة افلاسات اضرّت باللبنانيين و لم يعوّض على اي منهم .

ففي اواسط الستينات افلست شركة I.O.S ، اول شركة صندوق مشترك للاسهم است في جنيف من قبل برني كورنفيلد ، و سوّقت في لبنان سندات جاوزت قيمتها ١٥ مليون دولار .

تلتها شركة لادارة الاموال اسما المستثمرون المتحدون Consolidated Investors و كانت تعمل في بيروت و الكويت وتتشارك مع احد بيوتات المال الاميركية الصغيرة ، و كانت هناك تجاوزات و ارتكابات كبيرة في الشركة تسببت في خسارة ما يفوق ١٥ مليون دولار حملتها مجموعة من اللبنانيين والفلسطينيين المقيمين في لبنان و تسببت بافلاس بنك في بيروت.

اضافة الى ذلك ، ان المصارف التي تخضع لرقابة مصرف لبنان تجاوزت المعايير القانونية و الضوابط المهنية و بعضها افلس و وضعت عليه اليد في الستينات ، و لم يوفّر قانون وضع اليد حقوقا للدائنين او لاصحاب الاسهم بل حقق منافع للقيمين على وضع اليد .

و الوضع اليوم لا يختلف كثيرا عن السابق على صعيد التنفيذ بالنسبة للمصارف المتعثرة او التي تقدمت بطلبات التصفية الذاتية .

٢-٥- محطات ايجابية

بالرغم من غياب فعالية البورصة في السوق المالي ، فقد تمكنت مجموعة من المصارف اللبنانية من اصدار و تسويق عدة قروض مشتركة بالليرات اللبنانية لحساب مؤسسات و شركات اجنبية غير مقيمة و كان نجاحها مشجعا لو لم تأت الحرب اللبنانية وتحجّم دور لبنان المصرفي و المالي .

١-٦- لجنة البورصة

بعد ان تلبنت البورصة في العام ١٩٤٣ ، دخلت هيئة البورصة فلك التعيينات في الادارة اللبنانية و ما يرافقها من علاقات شخصية و مصالح على حساب الاختصاص . فكان اول رئيس للجنة البورصة الاستاذ ميشال شيحا ، المفكر المعروف . كذلك كان للرئيس سليمان فرنجية كلمته في تعيين السيد انطوان خواجه . اما محاولة ادخال البورصة تحت هيمنة السيد سامي مارون في عهد الرئيس الجميل فكان بموجب المرسوم الاشتراعي رقم ١٢٠ تاريخ ١٦ ايلول ١٩٨٣ الذي اوجب ان يكون ممثل المجلس الوطني للعلاقات الاقتصادية الخارجية في لجنة البورصة رئيسا لهذه اللجنة ، ثم عدل هذا البند بموجب المرسوم الاشتراعي رقم ٨٥/٣٠ .

هكذا نرى ان بورصة بيروت التي كانت في عهد الانتداب وسيلة لتسويق مكوك الشركات الفرنسية اصبحت في ظل الدولة اللبنانية مركزا اداريا يدخل في حساب توزيع الحصص على المحاسبين .

كان ذلك احد اهم اسباب اعاقه نمو البورصة بواسطة هيكلتها الادارية .

٢-٦- ذهنية الشركة العائلية

و ان كانت بنظر القانون شركات مساهمة ، فان معظم الشركات في لبنان يغلب عليها طابع العائلة لجهة ملكية الاسهم والادارة المتوارثة . و ان وجدت شركات مساهمة خرجت عن اطار العائلة فعددها محدود جدا و كذلك عدد المساهمين فيها . ونادرا ما تكون الاسهم لحامله .

اما لجهة لجوء هذه الشركات الى الاستدانة بقروض مباشرة من الجمهور (سندات دين) ، فلم تظهر هذه الحاجة لديها كون المصارف التجارية المتنافسة امت لها التمويل عن طريق التسهيلات الائتمانية المتجددة ، فانتفت الحاجة الى اصدار سندات دين و وفرت بذلك التعقيدات القانونية التي تتطلبها هكذا عملية .

غير ان بعن الشركات الصناعية لجأت الى اصدار سندات دين لتمويل توسعها (شركة يونيسيراميك مثلا) ، فكانت المصارف التجارية هي المكتتبة بهذه السندات .

٣-٦- غياب الخطط الانمائية

على الدولة واجب تجاه الاقتصاد الوطني يتمثل بوضع خطط تنموية تتناول القطاعات الاقتصادية و المناطق الجغرافية ، فتقوم بوضع الاهداف و الضوابط و تجهز البنية التحتية بما يتطلبه تحقيق الهدف في قطاع ما او في منطقة جغرافية معينة ، و من ثم تسن التشريعات و تقرر الاجراءات التشجيعية، وتختلف هذه الاجراءات من قطاع الى قطاع اخر او من منطقة الى منطقة جغرافية اخرى حسب رغبة الحكومة في توجيه الاستثمارات .

على سبيل المثال ، لو نظرنا الى قطاع البناء لرأينا ان كثافة البناء تتمحور في المدن و تخلو من الضوايط المعمارية او التنظيمية و معظمها ، في المدن او في المناطق ، مخصص لفئة ميسورة من الشعب ، بينما يزداد الطلب على المساكن المخصصة لذوي الدخل المحدود .

و بامكان الحكومة، في حال وجود خطة اسكانية، ان تزيد من الضوايط في حالة البناء الفخم و تزيد ايضا من الاجراءات التشجيعية لبناء مجمعات سكنية بعد ان تكون قد قامت بتأهيل البنية التحتية لمنطقة المجمعات .

كذلك بالنسبة للصناعة اللبنانية ، التي بمعظمها صناعة تحويلية ، حيث نستورد المواد الاولية و نصنعها و نعيد تصديرها جزئيا او كليا ، فيستفيد المجتمع اللبناني من تشغيل اليد العاملة و من القيمة المضافة على المواد المستوردة . فلو وجدت خطة تنموية للصناعة في لبنان ضمن مجمعات صناعية او ضمن مناطق حرة صناعية ، لما تشرذمت المصانع و المعامل و لكان من السهل ايجاد بنية تحتية تساعد على تخفيض الكلفة و جعل اسعار المنتجات الصناعية منافسة. كذلك كان بالامكان تعريف الجاليات اللبنانية المنتشرة في بلاد الاغتراب على انتاج الصناعة اللبنانية و ايجاد اسواق جديدة . كما ان وجود الاحصاءات الدقيقة تساعد على اختيار صناعة او صناعات بضائعها مطلوبة .

هذا صحيح بالنسبة لكافة القطاعات الاقتصادية والاجتماعية . فالخطة تسهل الاختيار و تساعد على ترشيد

الاستثمارات الترسلمية ان لجهة زيادة طاقة المؤسسات الموجودة، او تحويل انتاجها الى اصناف جديدة اذا كانت عملية التحويل سهلة و غير مكلفة ، او ايجاد مؤسسات جديدة .

و من ضروريات الخطة ان تكون الاهداف المحددة لكل من القطاعات و المناطق المختلفة متناغمة في ما بينها ضمن اطار كامل مشترك هو امن المواطن الاجتماعي و الاقتصادي.

٤-٦- منافسة المصارف التجارية

ان عمليات البورصة بمفهومها الضيق تعني تجارة الصكوك من اسهم و سندات ، و هذا يتطلب عرض و طلب .

يأتي العرض من شركات السوق الاولي و يأتي الطلب من الجمهور و يكون الاستثمار الثابت جزئيا من المدخرين الذين يبحثون عن مردود مقبول و مضمون لمدخراتهم ، و هم عادة من اصحاب المدخرات المتوسطة و ما دون .

هذه الشريحة من المجتمع هي ايضا هدفا من اهداف المصارف لاستقطاب ودائع ثابتة . و في غياب توعية استثمارية لدى العامة من الشعب و ترشيد للمدخرات ، تتجه هذه الفئة الى المصارف . و اذا ما فقدت ثقتها بالقطاع المصرفي ، هاجرت الى الخارج عن طريق المصارف الاجنبية العاملة في لبنان و خسرناها في كل من السوقيين ، النقدي و المالي .

و ما كثافة الاكتتاب بسندات الخزينة اللبنانية من قبل الجمهور ، عندما فتح له المجال ، سوى نتيجة الاعلام والمردود التشجيعي للسندات ، اضافة الى الخوف الذي اعترى الجمهور على اثر تعثر بعض المصارف .

٥-٦- العامل الامني و عامل التضخم

ان الاضطراب الامني يتسبب بتراجع اعمال الشركات، وبالتالي طلب التمويل ، كما و يقلل المداخل الشرعية عامة ، فتنشط المضاربات لتحقيق الربح السريع و اسهلها المضاربة على العملة الوطنية التي تكون الضحية و يطال تراجع قيمتها الاكثريية الساحقة من الشعب . اما الثروات المحققة بالعملات الاجنبية او تلك التي حولت الى عملات اجنبية ، فانها تجد الامان في المصارف غير المقيمة . يكون اذاً الاستقرار الامني ، و ما يتبعه من امن اقتصادي و اجتماعي و ما ينتج

عنه من لجم للتضخم ، عاملا اساسيا في تطوير الاستثمار
الترسملي الداخلي .

٦-٦- منافسة فروع و مكاتب تمثيل مؤسسات الاستثمار الاجنبية

ان الفورة المالية التي عرفتھا بيروت اغرت الكثير من
مؤسسات الاستثمار الاجنبية لفتح فروع او مكاتب تمثيل متصلة
مباشرة بالمركز الام و مزودة باحدث وسائل نقل المعلومات
الالكترونية ، نذكر منها المريل لينش و اي.اف. هاتن و غيرها .

لعبت هذه الفروع او المكاتب دورا رئيسيا في توجيه
المستثمرين في السوق المالي الى البورصات العالمية للصكوك
المالية و العقود على انواعها ، العائد منها للمعادن الثمينة
او للمواد الاولية و كذلك للعملات الاجنبية ، و بقيت بورصة
بيروت عاجزة عن استقطاب هؤلاء المستثمرين . و كذلك بقيت
هذه الفروع و مكاتب التمثيل خارج نطاق اية مراقبة حكومية ولم
تفد الاقتصاد اللبناني الا هامشيا ، بل على العكس ، نتج عنها
اضرار كثيرة لمجموعة كبيرة من المستثمرين اللبنانيين
والمقيمين .

٧-٦- صورية الميزانيات المحاسبية للشركات

يعتبر اللبناني ان التحايل على قانون ضريبة الدخل او اي
موجب اخر تجاه الدولة هو مهارة تزداد كلما كبر التحايل .
لذلك جرت العادة على وضع ميزانيات صورية لا تعكس الواقع
المالي للشركات و بنوع خاص حساب النتائج ، و كثيرا ما توضع
الميزانيات بتوجيه من مفوضي المراقبة و احيانا بارشادات
مراقبي الضرائب لدى وزارة المالية .

فالضرر من هذا الاجراء هو ذو وجهين :

- الوجه الاول : الحاق الضرر بواردات الخزينة اللبنانية .
- الوجه الثاني : تشويه مصداقية المؤشرات المالية للشركات
و بالتالي فقدان الثقة بالقيمة المعلنة للأسهم و بنوع
خاص صحة عائدات الاسهم المعدة للتوزيع (انصبه الارباح) .

فاذا استمر اسلوب المحاسبة على ما هو عليه ، يكون من
الصعب جدا اقناع المستثمرين في البورصة بان ما يدفعه ثمننا
لاي من الصكوك هو السعر الحقيقي و ان ما يتقاضاه من عائدات
هو حقه كاملا .

هنا تتوجب اعادة تنظيم مهنة مفوضي المراقبة لدى الشركات و ايجاد ضوابط مهنية يحددها القانون و تخضع كل مخالفة لاقصى العقوبات الجزائية .

اما في ما خص الشركات المدرجة ، فيجب ان تتمتع هيئة البورصة بامكانية الاطلاع على كافة المعلومات المالية في الوقت الذي تشاؤه و دون اية ممانعة من قبل ادارة هذه الشركات و ذلك للتأكد من صحة المعلومات و تقييم وضع هذه الشركات بطريقة دقيقة و علمية . في هذه الحالة ، تصبح محافظة الصوك التي بحوزة المستثمر مقبولة ضمانا من قبل المصارف اذا ما اضطر للجوء الى تسييلها ، و هذا اجراء مطمئن للمستثمر .

٨ -٦- صعوبة الاتصالات

من العوامل الاساسية لتنفيذ العقود سهولة الاتصال لاخذ المعلومات و لاعطاء اوامر البيع و الشراء ، و في غياب شبكة اتصالات فاعلة ، لا نرى كيف يمكن تطوير عمل البورصة .

٧ - ثغرات اساسية

ان عمل البورصة في لبنان و نشاط السوق المالي الاوسع تعرض ، رغم التشريعات المتطورة نسبيا ، الى مخاطر ممارسات غير مسؤولة من قبل افراد تولجوا مسؤوليات هامة و اغفلوا الالتزام بقواعد القوانين التجارية و حتى تعليمات مصرف لبنان في ما يخص المصارف .

لقد كان اهم اسباب فشل البورصة ، كوسيلة لتوجيه المدخرات للاستثمار في الشركات الناجحة ، غياب المشاركة الواسعة في ملكية الاسهم ، كما ان مستوجبات النشر قلما جرى التقيد بها حرفيا ، و افتقرت مستويات الرقابة المحاسبية الى التنظيم القانوني المطلوب . كما و ان شركات المحاسبة لا تتمتع بالمستويات المهنية التي تؤمن للمستثمر اطلاعا حقيقيا على اوضاع الشركات . وقد بقيت معدلات الضرائب على الارباح وتوزيعات انصبة الارباح مرتفعة ، الامر الذي اسهم في بقاء الشركات شخصية رغم ان طابعها القانوني هو كشرركات مساهمة .

غياب الرقابة من قبل لجنة البورصة عن الشركات و بقاء العدد الاكبر من الشركات خارج البورصة ، اضافة الى ضعف مستويات النشر و التحقق المحاسبي ، تركت المجال واسعا

للمدراء لحيازة المنافع على حساب المستثمرين . و في احيان كثيرة ، و بصورة خاصة خلال ايام الحرب ، حقق مدراء بعض الشركات منافع خيالية على حساب الاقتصاد الوطني دون ان يكون هناك اية رقابة فعالة تحول دون ذلك . و في ما يلي ندرج امثلة متنوعة عن اوضاع شركات لبنانية متعددة لم تأخذ شكل الشركات المساهمة او هي اخضعت لادارة عدد من كبار المستفيدين الذين لم يتورعوا عن استلاب المنافع .

خلال حقبة الستينات كانت كبرى الشركات اللبنانية شركة "كات" للمقاولات ، و كانت تملك شركات تجارية و سياحية ومصرفية و عقارات و شركات صناعية في لبنان و الخارج ، لكن شركة "الكات" بقيت شركة تضامنية مملوكة من ثلاثة افراد وعائلاتهم .

بنك "انترا" توسع نشاطه و ارتفع عدد حاملي اسهمه و اصبحت له شبكة من الملكيات المصرفية و العقارية و الصناعية في لبنان و الخارج اعتبرت فريدة في حينه ، و عانى البنك من ازمة سيولة خريف ١٩٦٦ و اعلن افلاسه بعد تأخير توفير ٥٠ مليون ليرة لبنانية من السيولة لادارته من قبل مصرف لبنان . بعد تأسيس شركة انترا للاستثمار عام ١٩٧٠ ، التي اصبحت اكبر شركة مساهمة لان المودعين في البنك اصبحوا ، اضافة لحكومات لبنان و الكويت و قطر ، مساهمين في الشركة التي بلغ رأس مالها ٢٨٠ مليون ليرة لبنانية ، انفقت الادارات المتعاقبة خلال ٢٢ عاما ما يزيد على ٤٠٠ مليون دولار دون ان تتبخر جميع موجودات الشركة .

و خلال تولج روجيه تمرز رئاسة الشركة و رئاسة مصارف تابعة لها اصلا ، كبنك المشرق ، او عن سبيل شراء الاسهم ، كبنك الاعتماد اللبناني ، حاز لنفسه و لشركائه على ٢٥٤ مليون دولار من اموال الشركة و الشركات التابعة و لم ينل المساهمون دولارا واحدا ، بل ان الحكومة اللبنانية تعرضت، عبر مصرف لبنان ، لضرورة تقديم تسهيلات لبنك المشرق وازت ٥٠ مليون دولار .

بورصة بيروت ، لو كانت فعالة عام ١٩٦٦ ، لكان بنك "انترا" تمكن من تسييل اسهم بـ ٥٠ او ١٠٠ مليون ليرة لبنانية. لكن نشاط البورصة كان ضئيلا ، الامر الذي حال دون ذلك و افسح مجال تبديد الجزء الاكبر من موجودات هذه الشركة لان اداراتها اصبحت خاضعة لقرارات سياسية تناقضت في فترات مع

ضرورات العمل الجدي ، و بصورة خاصة ، خلال ولاية روجيه تمرز .

مثل آخر عن اسهم شركة تابعة لانترا هي شركة استثمار الكازينو ، فهذه الشركة تملك اسهما شركة انترا للاستثمار بنسبة ٥١ في المئة ، و الـ ٤٩ في المئة الباقية مملوكة من افراد لبنانيين منهم توفيق غرغور و البير اببلا و انطوان مغني . و كانت الشركة قد تملك او اخر السبعينات نسبة ٢٥ في المئة من اسهم شركة كازينو مدريد التي ازدهرت و اصبحت توزع ، منذ سنوات ، حوالي ٢٠٥ مليون دولار في السنة لحساب شركة كازينو لبنان و تحول مبلغا مماثلا للاحتياطي الذي اصبح يوازي ٥٠ مليون دولار .

خلال رئاسة روجيه تمرز لشركة "انترا" ، كان يحول الربح العائد للشركة لحساب شركات تابعة له شخصيا ، و بالتالي لم ينل المساهمون في شركة كازينو لبنان اية منافع ، هذا مع العلم ان الكازينو في حقبة ١٩٨٢ - ١٩٨٧ كان يحقق دخلا صافيا يزيد على المليون دولار شهريا . اما اليوم ، فان موظفي الكازينو مسرحون دون تعويضات و المساهمين يفتشون عن حقوقهم .

مثل ثالث صارخ عن سوء استغلال موارد شركات مساهمة لبنانية من قبل المشرفين على شؤونها ، الامر الذي ينتقص من حقوق المساهمين و يؤخر بالتالي حماسة المستثمرين لتوظيف اموالهم في اسهم شركات لبنانية ، هو "شركة الترابية اللبنانية" . هذه الشركة هي من اقدم الشركات المساهمة في لبنان و مملوكة من شركة سميت هايني السويسرية بنسبة ٥١ في المئة و بنسبة ٢٠ في المئة من السيد مرشد بعقليني و ٥ في المئة من البطريركية المارونية ، و بقية الاسهم يتوزعها ربما ٢٠ مساهما و مساهمة . انشأ مساهمو هذه الشركة خمسة مصانع للاترنيث في منطقة الخليج و شاركوا في مصنع للترابية في قبرص بنسبة ٣٠ في المئة ، و مع انهم باعوا احد مصانعها في جدة بقيمة ١٦٠٠ مليون ريال ، لم ينل المساهمون حصتهم من هذا المبلغ و ارباحه . كما ان سميت هايني اشترت المساهمة من الشركة في الشركة القبرصية مقابل ٢٥٠ الف دولار ، الامر الذي يناقض قواعد قانون التجارة ، و قد اصبحت قيمة هذه الاسهم اكثر من ١٢ مليون دولار في سوق البورصة في قبرص . و مع ان شركة الترابية اللبنانية هي من اكبر الشركات العاملة في لبنان فانها لا تنشر ميزانياتها بالتفصيل ، كما ان قرارات مجلس الادارة لا تسجل في السجل التجاري كما يفرض القانون اللبناني . و حينما حاول احد المساهمين ، السيد بعقليني ،

بعد انتخابه عضواً في مجلس الإدارة ، المطالبة بالتزام القانون ، اختار السويسريون و أعضاء مجلس الإدارة التابعين لهم تنحيته عن منصبه اعتماداً على المادة ١٥٠ من قانون التجارة التي تسمح بتنحية أي عضو من منصبه دون تبرير ، و لا شك ان هذه المادة ، اضافة لخلو القانون من اية قيود على نسب تملك الاسهم ، تفسح مجال احكام السيطرة و الاستفادة دون رادع .

ان نمو الشركات المساهمة حسب الاصول التي تسهم في تدعيم الثقة بنتائجها تحول دونه ثغرات قانونية و رقابية و محاسبية واسعة ، و لعل صعوبة محاسبة مجالس الإدارة و المديرين هي السبب الرئيسي لابتعاد المستثمر العادي عن توظيف امواله في الشركات المساهمة اللبنانية ، و يمكن تعداد اهم الثغرات القائمة كما يلي :

- فقدان الرقابة على اوضاع و حسابات الشركات .
 - ضعف قواعد المحاسبة المعتمدة في لبنان و ضعف شركات المحاسبة على صعيد التجهيز البشري .
 - عدم التقيد بقواعد النشر و ضرورات تسجيل القرارات الهامة لمجالس الإدارة في السجل التجاري .
 - استئثار فئات قليلة العدد بنسب الاسهم التي تمنع المساهم العادي عن المناقشة الفعالة .
 - التهرب السهل من اعباء الضرائب عن التحويلات الى الخارج و امكانية موازاة هذه التحويلات للقسم الاكبر من الارباح المحققة .
 - ضعف قانون التجارة في مجال حماية المساهمين من تلاعب المدراء و أعضاء مجالس الإدارة .
 - استمرار ملكية غالبية الاسهم في غالبية الشركات من افراد يفضلون تسيير شؤون المؤسسات على المستوى العائلي البحت .
- اضافة الى الثغرات في التشريع والرقابة وفي ممارسة مديري الشركات واصحاب غالبية الاسهم ، وهذه كانت كافية لاعاقبة نمو البورصة وتحقيقها الهدف الاساسي المتمثل بتوجيه الادخار نحو الاستثمار الافضل ، ظهرت ممارسات في البورصة من قبل اصحاب الاختصاص أسهمت هي الاخرى في ابعاد الثقة عن التوظيف في

البورصة ، كما برزت نشاطات منافسة خارج البورصة وعلى نطاق واسع خلال الفترة ١٩٧٨ وحتى ١٩٨٢ .

بالنسبة لممارسات أصحاب الاختصاص ، كان القسم الأكبر من العملاء يعملون لحساب واحد أو أكثر من رجال الأعمال المسيطرين في السوق فيشتررون ويبيعون الاسهم لحسابهم وبصورة خاصة خارج البورصة ، وبالتالي كانوا يخالفون شروط البورصة التي تفرض المبادلات في الردمة ، وحصصهم للتعامل في عدد قليل من المسيطرين كان ضد مصلحة المستثمر ، كما غاب عنصر الشفافية والاعلام الصحيح عن عملهم .

عملاء آخرون كانوا يختصون بترويج أسهم شركات معينة ودفع أسعارها للارتفاع بصورة مفتعلة أو للانخفاض احيانا ، و كان عمل هؤلاء مخالفا للقانون والاعراف وشروط تطوير السوق ، فلا عجب من أن البورصة بقيت بعيدة عن استقطاب الودائع .

بورصة بيروت التي عانت من هذه الممارسات لم تكن مجهزة فنيا للاعلام الواسع عن الاسعار وكانت الاسعار تعلن بالمناداة ، وحينما همشت الحرب دور البورصة ، كانت الثورة الاعلامية الالكترونية في بدايتها ولم تصل الى ردهات البورصة وبالتالي لم يكن هنالك نظام متطور للاعلان عن الاسعار والصفقات وتقريب العرض والطلب للتلاقي على مستويات اسعار في السوق موجودة لجميع المتعاملين .

الشروط الاساسية لقيام سوق للاسهم والسندات وهي المعلومات الدقيقة والواضحة ، وشفافية المعلومات ، واستمرار السوق وعمقها كانت مفقودة كليا في سوق بيروت وبالتالي يمكن الجزم بأن بورصة بيروت لم تبلغ في أي وقت حجم العمل الذي كانت تسمح به الظروف الاقتصادية ونظام الاقتصاد اللبناني الحر .

ان كان هنالك من حاجة للبرهان على هذا الاستخلاص فان البرهان يتوافر من نشاط السوق اللبناني خارج البورصة في مجالات تعتبر حكما من النشاطات الاساسية في البورصة ، ولو كانت بورصة بيروت متطورة لانحصرت هذه النشاطات فيها ، و نورد في ما يلي المثليين التاليين .

خلال الفترة الممتدة من اواسط السبعينات وحتى اوائل الثمانينات كان بنك موسكو نارودني يسوق القسم الأكبر من مبيعات الاتحاد السوفياتي من الذهب في الشرق الاوسط بواسطة فرعه في بيروت ، و لهذا السبب أصبحت ودائع الفرع ككبيرة

وجعلته يتبوأ المركز الرابع بين مجموعة البنوك ، كما أقدمت ادارة البنك على انشاء مبنى فخم لاحتواء موظفيه ونشاطاته للعمل على نطاق اقليمي . و من بعد فرضت الاحداث انسحاب البنك من السوق اللبنانية وبيع المبنى الواقع على شارع اده مباشرة خلف مبنى صباغ في الحمراء .

عام ١٩٧٨ و ١٩٧٩ نشطت المضاربات على الفضة والذهب ودخلت بضعة مصارف هذا النشاط ومارسته على نطاق واسع ، و من المصارف التي توسعت بسبب مبيعات الذهب والفضة بالمفرق للمودعين بنك سرادار وبنك الاعتماد الشعبي . كما تعرض بنك مجدلاني للافلاس من فرط تجارته بالذهب قبل تلك الفترة .

نشاطات المصارف هذه كانت بالاضافة الى عمل مكاتب التمثيل لبيوتات المال الاجنبية ومنها في حينه المريل لينش ، هاتون ، وشيرسون (وقد توحدت هاتان الشركتان في الثمانينات) وشرودر الخ . وجميع هذه العمليات كانت تجري خارج نطاق البورصة التي افتقدت التجهيزات والملاكات لاستقطاب هذه النشاطات كما ان الرقابة على هذه النشاطات كانت ولا زالت مفقودة .

الخلاصة الواضحة هي ان التشريع في لبنان كان واستمر افضل من التطبيق ، وان الرقابة غائبة ، و التجهيز مفقود ، ونشاطات البورصة الحيوية كانت تمارس خارجها . واذا كان للبنان ان يصبح مركزا ماليا في المنطقة في المستقبل القريب فلا بد من تطوير التشريع الى حد ما ، وتطوير التنظيم العملي والرقابي الى حد أكبر ، وفرض شروط قاسية وواضحة على مستويات المحاسبة والاعلام عن التطورات النقدية والمالية للشركات والحكومة في آن ، فقد أصبحت السندات الحكومية الاداة الاكثر تداولاً في السوق اللبنانية . ونعرض لتفاصيل التعديلات المطلوبة في الفصل الرابع بعد دراسة تطورات الاسواق القريبة كي نتفحص امكانات التنافس والتكامل معها .

التوجهات العربية

و التظيم في مصر و قبرس و الاردن

حيث ان لبنان يتجو نحو اعادة تشغيل البورصة و توسيع وتطوير خدمات السوق المالي ، و جب مراجعة التطورات الحاصلة في هذا المجال في الدول العربية ذات الاسواق المنظمة و في قبرس، حيث اختبار الجزيرة مفيد لانه جديد و لان ظروف قبرس اقرب الى وضع لبنان من ظروف كوريا او لندن مثلا .

الدول العربية خصت جهودا كبيرة لتطوير اسواقها المالية في السنوات العشر المنصرمة ، فهذه الاسواق تفسح مجال تجميع الادخارات و توجيهها نحو استثمارات مجدية، كما تمكن من توسيع قواعد ملكية الشركات الامر الذي يشرك المواطنين على نطاق واسع في الاستثمار المحلي في المكان الاول ، و هذا هدف حيوي لاي اقتصاد . لقد تعرض هذا الدفع للتأخر و التشكيك بسبب احداث و نتائج انهيار سوق المناخ في الكويت و من بعده السوق النظامي، و عاد التفكير جديا بتطوير الاسواق المالية منذ اواسط الثمانينات .

قبل ان نخوض بالتفصيل في التشريعات و الممارسات في بلدان معينة ، لا بد من اعطاء صورة عامة عن الخطوط العريضة لتنظيم و تطور الاسواق المالية في العالم العربي .

رئيس اتحاد البورصات العربية الدكتور اميه صلاح طوقان، مدير عام سوق عمان المالي ، لخص الوضع في دراسة مقدمة لندوة عنوانها "نحو سوق مالية عربية موحدة: الخطوات التنفيذية" انعقدت في القاهرة من ٦ الى ٨ تشرين الاول ١٩٩٢ برعاية مجموعة دلة-البركة و "عالم اليوم" .

يعتبر الدكتور طوقان ان الاسواق المالية العربية لا زالت ضعيفة على اكثر من صعيد ، منها:

- انخفاض القيمة السوقية Market Capitalization لاسهم والسندات بالنسبة للنتاج المحلي القائم حيث لا تتجاوز نسبة ٥ في المئة في عدد من اسواق الدول العربية .

الجمهورية اللبنانية

مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

- محدودية تنوع الادوات المالية العربية المتوافرة في الاسواق .

- دور الوساطة المالية ضعيف كما ان دور الشركات الصانعة للاسواق Market Makers شبه مفقود .

- تعاني الاسواق العربية من قصور تشريعي ومؤسسي ، و هذا الواقع يؤخر تعاون الاسواق العربية مع بعضها البعض وانفتاحها على التعامل بجميع الادوات المتوافرة في كل منها ، و الاختلافات واضحة في النظم و القواعد التي تحكم العمل في الاسواق العربية كما في التوجه الاقتصادي العام .

بعد هذه الملاحظات، يصنّف الدكتور طوقان الاسواق العربية الى ثلاث مجموعات .

١- اسواق رأس المال المنظمة: و هي التي تحكمها تشريعات معينة تنظم جميع نواحي التعامل بالاوراق المالية ضمن اطار قانوني معين ، و تشمل اسواق مصر، لبنان، الاردن، الكويت، تونس، المغرب، البحرين و عمان . و يمكن ان نضيف ان التشريعات في مصر و تونس و المغرب و عمان مستحدثة، وان التشريع الكويتي كان ناقصا حتى ازمة سوق المناخ و من بعد جرى تطويره ، لكنه لا زال دون المرتجى .

٢ - الاسواق المنظمة جزئيا: تتكون هذه المجموعة من الدول التي لديها تنظيم جزئي للتعامل بالاوراق النقدية من خلال قوانين الشركات او قرارات و اجراءات تنظيمية محددة كما هو الحال في دولة الامارات و المملكة العربية السعودية .

٣ - الاسواق غير المنظمة: بقية الدول العربية .

اضافة الى التصنيف الواسع المدرج اعلاه ، يمكن القول ان الاسواق العربية غير مرتبطة مع بعضها البعض بشبكة تعامل تلقائي ، فالقوانين التي تنظم العمل مختلفة ، كما هنالك دول عربية ، اخصها دول النفط ، تحصر تملك الاسهم بمواطنيها او، في احسن الاحوال ، مواطني مجموعة منها . و منذ سنوات قليلة اصبح هنالك على شاشة رويتر اعلام عن اسعار عملات بعض الدول و الاسواق العربية و اسعار بعض الاسهم و السندات المتداولة فيها ، و الاسواق المالية العربية التي تفيد شبكة

رويتر عن اسعار العملات و بعض الاسهم و السندات فيها هي دولة الامارات ، البحرين ، الكويت ، الاردن و لبنان .

اخرنا ان نركز على مثلين عربيين و خبرة بلد صغير غير عربي هو قبرس لاسباب منطقية ، فالاسواق الاخرى غالبها من اسواق البلدان النفطية التي تتمتع بفوائد فردية و مداخيل منتظمة من انتاج و تصدير النفط و معدلات مرتفعة للدخل الفردي، و هذه ميزات غير متوافرة لنا . و بالمقابل وضع الاردن و مصر اقرب لما نواجهه ، اما قبرس ، فقد كانت البلد الذي حقق اعلى معدل للنمو في المنطقة و قد تفاعلت الى حد بعيد مع العالم العربي في نطاق تصدير البضائع و الخدمات وتوفير السياحة .

قبل التركيز على التنظيم و النشاط في كل من مصر و الاردن و قبرس ، لا بد من الاشارة الى بعض خصائص اسواق المال في الخليج لان لها مدلول للتنظيم المقترح في بلادنا، و يمكن النظر في المستقبل الى امكانيات التعاون و التكامل .

الدكتور عبد الله قويز ، الامين العام المساعد للشؤون الاقتصادية لمجلس التعاون الخليجي ، قدم ورقة عمل في الندوة ذاتها حول "فرس و عوائق قيام سوق اوراق مالية (بورصة) خليجية مشتركة" ، و نقرأ في ورقة العمل المقدمة منه ما يلي:

"لقد عانت بعض دول مجلس التعاون من ... تخلف و تجزئة اسواق الاوراق المالية فيها الى وقت قريب و من مظاهر المضاربة و الضغوط التضخمية على الاصول الثابتة الناتجة عن ذلك . و مع التسليم بان تطوير اسواق الاوراق المالية في المنطقة كان مطلباً ملحا منذ السبعينات ، فقد اصبح الان اكثر الحاحاً... فتسمية سوق الاوراق المالية هي تطور طبيعي يأتي مباشرة بعد ان نضجت بنوك دول المجلس .

"شهدت اسواق الاوراق المالية في دول المجلس تطورات سريعة خلال السنوات الخمس الاخيرة . فبعد ان كانت سوق الاوراق المالية في الكويت للشركات الكويتية هي السوق الرسمية الوحيدة في المنطقة في السبعينات و اوائل الثمانينات ، شهدت اسواق الاسهم في كل من المملكة العربية السعودية و الامارات و البحرين و عمان نقلات نوعية في الفترة الاخيرة ."

و لقد سجلت سوق الاسهم السعودية تطورا و تحسنا واضحا خلال العقد الماضي ، خاصة ابتداء من ١٩٨٧ . ففي عام ١٩٨٠ كانت سوقا متواضعة تتكون من اسهم ٢٧ شركة مساهمة فقط براسمال

اجمالي لم يتجاوز ٢١،٢ بليون ريال (٥،٧ بليون دولار)، و في عام ١٩٩١ بلغ عدد الشركات ٧٨ شركة برأسمال اجمالي قدره ٥٥،٤ بليون ريال (١٤،٨ بليون دولار) . ومع ان اسهم هذه الشركات ليست كلها متاحة للتداول ، فقد نمت قيمة الاسهم المتداولة من ٣،٣ بليون ريال في عام ١٩٨٩ الى ٤،٥ بليون ريال في عام ١٩٩٠ ثم ٨،٢ بليون ريال في عام ١٩٩١ . كما ان عدد الاسهم المتداولة تضاعف تقريبا ما بين ١٩٨٩ (حوالي ١٥ مليون سهم) و ١٩٩١ (حوالي ٢٩،٣ مليون سهم) .

كما شهد السوق السعودي تطورات مماثلة في ما يتعلق بتنظيم التداول عن طريق البنوك التجارية ، حيث اصبح معظم التداول يتم عن طريق النظام الالكتروني للاوراق المالية الذي سمح بمزيد من المرونة و اتاح قدرا من السيولة في السوق .

و من التطورات الجديرة بالذكر في سوق الاسهم السعودية هو سماح مؤسسة النقد العربي السعودي للبنوك التجارية بانشاء صناديق استثمارية مخصصة لشراء و بيع الاسهم المحلية ، الامر الذي اصبح معه الان وجود صناع للسوق .

و في البحرين ، صدر مرسوم اميري في عام ١٩٨٧ بانشاء وتنظيم سوق البحرين للاوراق المالية التي بدأ التعامل فيها خلال عام ١٩٨٩ . وبلغ ، عام ١٩٩٠ ، عدد الشركات المسجلة والمقبول التداول باسهمها في سوق البحرين ٢٩ شركة . ويسعى سوق البحرين الى الانفتاح على الاسواق المالية العالمية والاقليمية ويخطط لادراج شركات اجنبية وقبول شركات الدلالة وذلك لتشجيع صناعة الاسواق المحلية والاجنبية .

وفي عمان ، صدر مرسوم سلطاني في عام ١٩٨٨ بانشاء سوق مسقط للاوراق المالية وبدأ التعامل بها عام ١٩٨٩ ، حيث يتم حاليا تداول اسهم ٤٠ شركة عمانية . ومنذ افتتاح السوق وحتى نهاية اذار ١٩٩٢ ، قامت ١٨ شركة مساهمة عمانية عامة بطرح اسهمها للاكتتاب العام من خلال السوق الاولى ، منها عشر شركات جديدة و ثمانية زادت رؤوس اموالها ، كما تم تأسيس بعض الشركات الاخرى المساهمة المقفلة عن طريق السوق .

وعلى الرغم من حداثة انشاء سوق كل من البحرين ومسقط ، فان النشاط فيهما ينمو بثبات وتدرج . كما تنامت حركة تبادل الاسهم في دولة الامارات في الفترة الاخيرة .

و في اواخر ايلول ١٩٩٢ ، استؤنف التعامل في بورصة الاسهم في الكويت لأول مرة بعد الاحتلال العراقي لها .

من التطورات المالية التي شهدتها دول المجلس خلال النصف الثاني من الثمانينات هو اصدار السندات و ادوات الدين العام الاخرى من قبل حكومات دول مجلس التعاون و السلطات النقدية فيها . و فضلا عن مساهمة ذلك في تمويل عجوزات الميزانية، فقد اوجد ادوات جديدة للسياسة النقدية و قنوات استثمار مرنة ساعدت على استقطاب مدخرات القطاع الخاص و استعادة بعض الاموال المهاجرة . و لا شك ان لهذه الخطوة تأثيرا على تطوير اسواق الاوراق المالية في المنطقة ، فانها ستوفر مؤشرا تقاس به اسعار السندات التي يمكن ان تصدرها الشركات الكبيرة في المنطقة ، كما ستؤدي الى تعزيز اسواق الاوراق المالية حديثة الانشاء في المنطقة .

المجلس الاعلى لدول مجلس التعاون سمح لمواطني دول المجلس بتملك و تداول اسهم بعض الشركات المساهمة ، و قد تم تطبيق هذا القرار من الجميع و وضعت لائحة مشتركة للشركات المقبول شراء اسهمها من مواطني دول مجلس التعاون و قد احتوت هذه اللائحة لدول المجلس ، باستثناء دولة قطر ، ١٢٧ شركة مساهمة . علاوة على هذا التوجه، سمحت الانظمة الكويتية والبحرانية لمواطني دول المجلس بتملك نسبة عالية من اسهم جميع الشركات المساهمة المحلية ، و هذا الوضع هو ذاته بالنسبة لدولة الامارات ، كما ان سلطنة عمان تعمل في الوقت الحاضر على تبني اجراء مماثل .

رغما عن نمو عدد الشركات في اسواق دول مجلس التعاون وتعاضم حجم العمليات و التوجه نحو اقرار تنظيمات متقاربة و انفتاح تدريجي على التعاون ، لا بد من التنبيه الى بعض المؤشرات اللافتة .

"ما زالت قاعدة السوق صغيرة لان النسبة التي يجري تبادلها من الاسهم المصدرة هي ، في معظم البلدان، ضئيلة. فقد كانت في البلد الاكبر بين المجموعة ، اي المملكة العربية السعودية ، مساوية لـ ٥ في المئة في السنوات الماضية وارتفعت مؤخرا الى ١٠ في المئة ، وهي نسبة متدنية بالمقاييس العالمية . و يعود ذلك جزئيا الى تملك الحكومات و المؤسسات العامة للنصيب الاكبر من اسهم بعض الشركات و تركيز بعض الاسهم في ايدي عدد محدود من المستثمرين الكبار الذين غالبا ما تكون اهدافهم الاستثمارية طويلة الاجل ... وبالتالي فان سن القوانين التي تحد من تركيز الملكية و زيادة الشركات المساهمة

وزيادة رؤوس أموال العائم منها و طرح ذلك للاكتتاب العام
سيزيد من قاعدة السوق."

قبل انهاء الجزء المختصر المتعلق باسواق الخليج ، لا بد من ابداء ملاحظة هامة و هي ان المصارف و شركات التأمين تمثل اكثر من نصف حجم رؤوس اموال الشركات الخليجية سواء منها الاموال المعلنة او المدفوعة ، كما شكل التعامل باسم البنوك و شركات التأمين القسم الاعظم من عمليات تبادل الاسهم في اسواق دول الخليج خلال السنوات الاخيرة . و يلاحظ مثلا في المملكة العربية السعودية ان زيادات الاكتتاب في اسهم البنوك نتج عنها رغبات اكتتاب فاضت ما بين ٢٦ و ٨٠ ضعفا عن الحاجات، و من اسباب نجاح اسهم البنوك ان الملكية لاي فرد فيها لا يجوز ان تتجاوز نسبة محدودة من رأس المال .

مصر و قبرس و الاردن

اخترنا في هذه الدراسة النظر ببعض التفصيل الى اختبارات كل من مصر و الاردن و قبرس في تنظيم و تطوير اعمال الاسواق المالية ، و اختيارنا لمصر و الاردن كان بسبب انتماء البلدين الى البلدان العربية المنظمة لاسواقها و كون البلدين من البلدان النامية التي تقرب اوضاعها من وضعنا في لبنان اكثر مما هو وضعنا قريب من اسواق المال في البلدان العربية في الخليج ، علما بان المراجعة المدرجة اعلاه كان القصد منها التعريف بملامح التنظيم في تلك البلدان . اما قبرس ، فيعود اختيارها لسببين : انها حققت نموا و معدلا للدخل يمكنها من تطوير سوقا ناشطا و انها في الوقت ذاته تتميز بتطبيق القوانين و محاولات الحفاظ على الحقوق .

مصر

توجهت جمهورية مصر العربية منذ سنوات نحو تحرير اقتصادها من التوجه الاشتراكي و هي تسعى الى توسيع نطاق التخصصية كي تحل محل العديد من مؤسسات القطاع العام التي عانت من صعوبات مالية و ادارية متنوعة ، و عجزت في معظمها عن توفير البضائع و الخدمات المطلوبة ، ان على صعيد النوعية او الكمية .

و قد نجحت مصر في تحقيق خطوة هامة تمثلت في تحرير الجنيه المصري من القيود على تحويل العملة ، و ذلك سواء بالنسبة للمصريين ام الاجانب من الزائرين لاغراض السياحة ام رجال الاعمال . و منذ نهاية ١٩٩١ ، حقق الجنيه المصري نسبة ثبات جيدة تجاه الدولار و ارتفعت ودائع غير المقيمين في المصارف العاملة في مصر و اصبح الجو مناسباً لحياء سوق مالية متطورة . و معلوم ان مصر كانت اول بلد عربي يؤسس بورصة مختصة بالمواد الاولية عند بداية هذا القرن .

صدر القانون رقم-٩٥- الخامس بسوق رأس المال اواخر صيف ١٩٩٢ ، و اوضح القانون تمركز المسؤولية و التوجهات كما اولج هيئة ادارة السوق مسؤولية تطوير قواعد عملها عبر تعميمات اجرائية لا زالت تصدر عن ادارة السوق حتى تاريخه . و عام ١٩٩٢ بلغ حجم التداول في السوق حوالي ٥٠٠ مليون دولار و هو رقم متواضع قياساً على حجم الدخل القومي القائم و على حجم الودائع المصرفية مقيّمة بالدولار . و نعرض في ما يلي لاهم جوانب القانون و مدلولاتها كما نرفق مع الملاحق موجزاً عن القانون .

طبيعة السوق المالية

طبيعة السوق القانونية انها هيئة عامة تتبع وزير الاقتصاد و التجارة الخارجية ، و تتولى الهيئة العامة لسوق المال تطبيق احكام هذا القانون و القرارات الصادرة تنفيذاً له ، و لها ابرام التصرفات و اتخاذ الاجراءات اللازمة لتحقيق اغراضها و على الاخص :

- ١- تنظيم و تنمية سوق رأس المال ، و يجب اخذ رأي الهيئة في مشروعات القوانين و القرارات المتعلقة بسوق رأس المال .
- ٢- تنظيم او الاشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال او الراغبين في العمل فيه .
- ٣- الاشراف على توفير المعلومات و البيانات الكافية عن سوق رأس المال و التحقق من سلامتها و وضوحها و كشفها عن الحقائق التي تعبر عنها .

٤- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من ان التعامل يتم على اوراق مالية سليمة و انه غير مشوب بالغش او النصب او الاحتيال او الاستغلال او المضاربات الوهمية .

٥- اتخاذ ما يلزم من اجراءات لمتابعة تنفيذ احكام هذا القانون و القرارات الصادرة تنفيذا له .

مجلس ادارة هيئة السوق

مجلس ادارة هيئة ادارة السوق يشكل على الوجه التالي :

رئيس الهيئة	رئيسا لمجلس الادارة
نائب رئيس الهيئة	نائبا لرئيس مجلس الادارة
	نائب محافظ البنك المركزي

و اربعة اعضاء من ذوي الخبرة يصدر بتعيينهم و تحديد مكافاتهم لمدة سنتين قابلة للتجديد قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير المختص .

كما يصدر قرار بتعيين رئيس الهيئة و نائبه و تحديد المعاملة المالية لهما من رئيس الجمهورية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد اخرى .

مصادر موارد هيئة السوق

موارد الهيئة تتكون من مصادر متعددة هي :

- ١- الاعتمادات التي تخصصها لها الدولة .
- ب- الرسوم التي تحصلها الهيئة طبقا لاحكام هذا القانون .
- ج- مقابل الخدمات التي تقدمها .
- د- الغرامات التي يحكم بها تطبيقا لاحكام القانون .
- ٥- القروض و المنح المحلية و الخارجية التي يوافق عليها مجلس ادارة الهيئة بعد اعتمادها من السلطة المختصة قانونا .

بورصات الأوراق المالية

يكون قيد الأوراق المالية في جدول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها ، و يتم قيد الورقة و شطبها بقرار من إدارة البورصة وفقا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة (و بالتالي اسر القرار تعود للهيئة) و يتم القيد في نوعين من الجداول :

أ - جداول رسمية تقيد بها الأوراق المالية التالية :

١ - اسهم شركات الاكتتاب العام التي يتوافر فيها الشرطان الآتيان :

- الا يقل ما يطرح من الاسهم الاسمية للاكتتاب العام عن ٣٠ في المئة من مجموع اسهم الشركة (افتراض ان تكون اسهم هذه النسبة اسمية لسهولة التحقق منها) .

- الا يقل عدد المكتتبين في الاسهم المطروحة عن مائة و خمسين ، و لو كانوا من غير المصريين .

ان قل عدد المساهمين عن مائة لمدة تتجاوز ثلاثة اشهر متصلة او منفصلة خلال السنة المالية للشركة ، اعتبرت الاسهم مشطوبة من هذه الجداول بحكم القانون و تنتقل الى الجداول غير الرسمية (يبين هذا الشرط الاهمية المعلقة على توسيع قاعدة المساهمين) .

٢ - السندات و صكوك التمويل و الأوراق المالية الاخرى التي تطرحها شركات المساهمة و شركات التوصية بالاسهم في اكتتاب عام على ان تتوافر فيها الشروط الواردة بالبندين (أ) و (ب) من الفقرة السابقة .

٣ - الأوراق المالية التي تصدرها الدولة و تطرح في اكتتاب عام .

٤ - الاسهم و الأوراق المالية الاخرى لشركات القطاع العام و شركات قطاع الاعمال العام .

ب - جداول غير رسمية تقيد بها :

١ - الاسم و غيرها من الأوراق المالية التي لا تتوافر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية .

٢ - الأوراق المالية الأجنبية .

و القانون لا يجيز تداول الأوراق المالية المقيدة خارج البورصة و إلا اعتبرت العملية باطلة . كما على البورصة ان تمد الهيئة بالبيانات و التقارير الدورية التي تحددها اللائحة التنفيذية .

كذلك التعامل بالأوراق المالية المقيدة في البورصة يتم بواسطة احدى الشركات المرخص لها بذلك و إلا اعتبر التعامل باطلا، و تضمن الشركة سلامة العمليات التي تتم بواسطة القاطنين و تبين اللائحة التنفيذية الأعمال التي يحظر على الشركة القيام بها .

يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض و طلبات التداول التي ترمي الى التلاعب في الأسعار . و يكون له الغاء العمليات التي تعتمد بالمخالفة لاحكام القوانين و اللوائح و القرارات الصادرة تنفيذا لها او التي تتم بسعر لا مبرر له . كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية اذا كان من شأن استمرار التعامل بها الاضرار بالسوق او المتعاملين فيها .

و لرئيس الهيئة ان يتخذ في الوقت ايا من الاجراءات السابقة .

يجوز لرئيس الهيئة، اذا طرأت ظروف خطيرة ، ان يقرر تعيين حد اعلى وحد ادنى لاسعار الأوراق المالية باسعار القفل في اليوم السابق على القرار ، وتفرض هذه الاسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الأوراق المالية .

ويبلغ القرار فور اتخاذه الى الوزير ، وللوزير ان يوقف تنفيذه ويبين طريقة تعيين الاسعار ومراقبة الأعمال في البورصات .

ينشأ صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية .

ويكون انشاء هذا الصندوق بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على عرض الوزير واقتراح مجلس ادارة الهيئة .

ويتضمن قرار انشاء الصندوق نظام ادارته وعلاقته بالشركات المشار اليها ونسبة مساهمة كل منها في موارده، وقواعد انفاق واستثمار هذه الموارد، والمخاطر التي يؤمنها الصندوق واسس التعويض عنها .

يصدر الوزير بناء على اقتراح مجلس ادارة الهيئة قرارا بنظام عمليات السمسرة والحدود القصوى لمقابل الخدمات عن العمليات التي تتم في البورصات.

الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية

احكام عامة:

الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطا او اكثر من الانشطة التالية:

- أ - ترويج وتغطية الاكتتاب في الاوراق المالية .
- ب - الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر اوراقا مالية في زيادة رؤوس اموالها .
- ج - رأس المال المخاطر .
- د - المقاصة والتسوية في معاملات الاوراق المالية .
- هـ - تكوين ادارة محافظ الاوراق المالية وصناديق الاستثمار .
- و - السمسرة في الاوراق المالية .

وتقدم طلبات تأسيس هذه الشركات الى الهيئة ، وتبين اللائحة التنفيذية اجراءات واوضاع تأسيسها والاحكام المنظمة التي تدخل في تلك الانشطة .

يشترط لمنح الترخيم:

- أ - ان يكون طالب الترخيم شركة مساهمة او شركة توصية بالاسهم .
- ب - ان يقتصر غرض الشركة على مزاولة نشاط او اكثر من الانشطة المبينة في المادة -٢٧- من هذا القانون .

ج - الا يقل رأس مال الشركة المصدر وما يكون مدفوعا منه عند التأسيس عن الحد الأدنى الذي تحدده اللائحة التنفيذية بحسب نوع الشركة وغرضها .

د - ان تتوافر في القائمين على ادارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها على النحو الذي يصدر به قرار من مجلس ادارة الهيئة .

هـ - اداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والاجراءات المنظمة للخصم منه واستكمالها وادارة حصيلته وردده قرار من مجلس ادارة الهيئة .

و - الا يكون قد سبق الحكم على احد مؤسسي الشركة او مديريها او احد اعضاء مجلس الادارة خلال الخمس سنوات السابقة على تقديم طلب الترخيس بعقوبة جنائية او بعقوبة جنحة في جريمة ماسة بالشرف او الامانة او في احدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات او التجارة او الحكم بافلاس ما لم يكن قد رد اليه اعتباره .

لمجلس ادارة الهيئة ، اذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال او مصالح المساهمين في الشركة او المتعاملين معها، ان يتخذ ما يراه من التدابير الاتية:

أ - توجيه تنبيه الى الشركة .

ب - منع الشركة من مزاوله كل او بعض الانشطة المرخص لها بمزاوتها .

ج - مطالبة رئيس مجلس ادارة الشركة بدعوة المجلس الى الانعقاد للنظر في امر المخالفات المنسوبة الى الشركة واتخاذ اللازم نحو ازالتها ويحضر اجتماع مجلس الادارة في هذه الحالة ممثل او اكثر عن الهيئة .

د - تعيين عضو مراقب في مجلس ادارة الشركة ، ذلك للمدة التي يحددها مجلس ادارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رايه في ما يتخذ من القرارات .

الجمهوريّة اللبنانيّة

مكتب وزير الدولة لشؤون التميمية الإدارية
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

ه - حل مجلس الادارة وتعيين مفوض لادارة الشركة مؤقتا
لحين تعيين مجلس ادارة جديد بالادارة القانونية
المقررة .

و - الزام الشركة المحافظة بزيادة قيمة التأمين المودع
منها .

يكون التظلم من القرارات الصادرة وفقا لاحكام المواد
السابقة امام لجنة التظلمات المنصوم عليها في الباب الخامس
من هذا القانون خلال خمسة عشر يوما من تاريخ ابلاغ صاحب
الشأن بالقرار او علمه به .

ولا تقبل الدعوى بطلب الغاء تلك القرارات قبل التظلم
منها طبقا للفقرة السابقة .

لا يجوز لاية شركة وقف نشاطها او تصفية عملياتها الا
بموافقة مجلس ادارة الهيئة ، وذلك بعد التثبت من ان الشركة
ابرات منها نهائيا من التزاماتها وفقا للشروط والاجراءات
التي يحددها مجلس ادارة الهيئة .

تسوية المنازعات

تشكل بقرار من الوزير لجنة للتظلمات برئاسة احد نواب
رئيس مجلس الدولة ، وعضوية اثنين من مستشاري مجلس الدولة،
ويختارهم المجلس و احد شاغلي وظائف مستوى الادارة العليا
بالهيئة ، يختاره رئيسها و احد ذوي الخبرة يختاره الوزير .

تختتم اللجنة المنصوم عليها في المادة السابقة بنظر
التظلمات التي يقدمها اصحاب الشأن من القرارات الادارية التي
تصدر من الوزير او الهيئة .

يكون ميعاد التظلم من القرار ثلاثين يوما من تاريخ
الاخطار او العلم به .

وتبين اللائحة التنفيذية اجراءات نظر التظلم والبت فيه،
ويكون قرار اللجنة بالبت في التظلم نهائيا وناظدا .

ولا يقبل الدعوى بطلب الغاء تلك القرارات قبل التظلم
منها .

العقوبات

يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات ، وغرامة لا تقل عن خمسين الف جنيه ولا تزيد على مائة الف جنيه، او باحد هاتين العقوبتين:

- ١- كل من باشر نشاطا من الانشطة الخاضعة لاحكام هذا القانون دون ان يكون مرخصا له في ذلك ...
- ٢- كل من طرح للاكتتاب اوراقا مالية او تلقى عنها اموالا باية صورة بالمخالفة لاحكام هذا القانون .
- ٣- كل من اثبت عمدا في نشرات الاكتتاب او اوراق التأسيس او الترخيم او غير ذلك من التقارير او الوثائق او الاعلانات المتعلقة بالشركة بيانات غير صحيحة او مخالفة لاحكام هذا القانون او غير هذه البيانات بعد اعتمادها من الهيئة او عرضها عليها.
- ٤- كل من اصدر عمدا بيانات غير صحيحة عن الاوراق المالية التي تتلقى الاكتتاب فيها جهة مرخص لها بتلقي الاكتتابات.
- ٥- كل من زور في سجلات الشركة او اثبت فيها عمدا وقائع غير صحيحة او عرض تقارير على الجمعية العامة للشركة تتضمن بيانات كاذبة .
- ٦- كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي او عملية صورية او حاول بطريق التدليس التأثير على اسعار السوق .
- ٧- كل من قيد في البورصة اوراقا مالية بالمخالفة لاحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية .

الاطلاع والرسوم

لكل ذي مصلحة طلب الاطلاع لدى الهيئة على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة والحصول على بيانات او صور منها مصدق عليها ، وذلك مقابل مائة جنيه عن كل وثيقة او بيان في حالة الاطلاع ومائتي جنيه عن كل صورة .

يقدم طلب الاطلاع او الحصول على صور من الوثائق او البيانات الى الهيئة مرفقا به ما يفيد دفع المقرر على ان

يبين في الطلب صفة مقدم الوثيقة او البيان الذي يطلب الاطلاع عليه ، او الحصول على صورة منه والغرض المراد استخدامه فيه .

وللهيئة رفض الطلب اذا كان من شأن اذاعة البيانات او الصور المطلوبة الحاق ضرر بالشركة او الاخلال بالمصلحة العامة او بمصالح المستثمرين .

تؤدي الشركة التي يتم تأسيسها طبقا لاحكام هذا القانون الى الهيئة رسما للتأسيس بواقع واحد في الالف من قيمة رأسمالها المصدر بحد أدنى خمسة الاف جنيه و بحد اقصى خمسة عشر الف جنيه ، ومقابلا سنويا للخدمات التي تؤديها الهيئة بواقع اثنين في المائة من قيمة رأسمال الشركة المصدر بحد ادنى الف جنيه و بحد اقصى خمسة الاف جنيه .

تؤدي الشركات التي تصدر اوراقا مالية رسما للهيئة بواقع واحد بالالف من قيمة كل اصدار و بحد اقصى عشرة الاف جنيه .

اصدار الاوراق المالية

يجب ان تتضمن نشرة الاكتتاب في اسهم الشركة عند تأسيسها الافصاح عن البيانات الاتية:

- أ - غرض الشركة ومدتها .
- ب - رأس مال الشركة المصدر والمدفوع .
- ج - مواصفات الاسهم المطروحة ومميزاتها وشروط طرحها .
- د - اسماء المؤسسين ومقدار مساهمة كل منهم وبيان الحصص العينية ان وجدت .
- هـ - خطة الشركة في استخدام الاموال المتحصلة من الاكتتاب في الاسهم المطروحة وتوقعاتها بالنسبة لنتائج استخدام الاموال .
- و - اماكن الحصول على نشرة الاكتتاب المعتمدة من الهيئة .
- ز - اية بيانات تحددتها اللائحة التنفيذية .

ويجب ان تتضمن نشرات الاكتتاب الاخرى، بالاضافة الى البيانات المشار اليها في الفقرة السابقة، الافصاح عن البيانات الاتية:

- أ - سابقة أعمال الشركة .
- ب - أسماء أعضاء مجلس الإدارة والمديرين المسؤولين بها وخبراتهم .
- ج - أسماء حاملي الأسهم الاسمية الذين يملك كل منهم أكثر من ٥ في المئة من سهم الشركة ونسبة ما يملكه كل منهم .
- د - موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة او عن المدة من تاريخ تأسيس الشركة ايها اقل والمعدة طبقا لقواعد الافصاح التي تبينها اللائحة التنفيذية والنماذج التي تضعها الهيئة .
- على كل شركة طرحت اوراقا مالية لها في اكتتاب عام ان تقدم على مسؤوليتها الى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج اعمالها على ان تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها .
- ويجب على الشركة نشر ملخص واف للتقارير نصف السنوية والقوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار احدهما على الاقل باللغة العربية .
- على الشركة ومراقبي حساباتها موافاة الهيئة بما تطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة .
- على كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠ في المئة من الاسهم في رأس مال احدى الشركات التي طرحت اسهما لها في اكتتاب عام ان يخطر الشركة قبل عقد العملية باسبوعين على الاقل .
- وعلى الشركة خلال اسبوع من تاريخ اخطارها بذلك ان تبلغ به كل مساهم يملك ١ في المئة على الاقل من رأس مال الشركة .
- ويترتب على مخالفة احكام الفقرة الاولى الغاء العملية دون اخلال بمسائلة المتسبب عن هذه المخالفة .

ملاحظات على التنظيم المصري

يلاحظ وسع صلاحيات هيئة ادارة السوق سواء بالنسبة للرقابة او الاجراءات التنفيذية، كما التشديد على توسع دائرة المساهمة في الشركات ، وصرامة العقوبات بالنسبة لمن يباشر نشاطات خاصة بالسوق وليس له اذن بذلك او من يقدم معلومات خاطئة في بيانات الشركات او نشرات الاكتتاب او سجلات الشركات الخ .

ومما يستدعي النظر الصلاحيات الواسعة الممنوحة للهيئة من اجل تصحيح سير العمل في الشركات حتى حل مجلس الادارة وتعيين مفوض لادارتها بانتظار حل اي نزاع حسب ما يبين القانون .

ومستوجبات النشر النصف سنوية تستدعي الانتباه كما ضرورات التبليغ عن تملك نسبة تفوق الـ ١٠ في المئة من الاسهم في شركة طرحت اسهمها في اكتتاب عام والزام الشركة المعنية بتبليغ هذا الامر لكل شريك يملك ١٪ او اكثر من الاسهم خلال فترة اسبوع .

اخيرا ، يظهر بوضوح ان موارد الهيئة تتكون من الرسوم المفروضة على الشركات عند التأسيس والرسوم السنوية اضافة الى الرسوم التي تتحقق عند كل اصدار . وخوفا من ان تكون النسب المئوية مرتفعة، حصرت المدفوعات المستحقة ما بين حدود دنيا وقصى .

والهيئة العامة تصدر لوائح تنفيذية لا زالت تأخذ طريقها للحياة ، ومن هذه لوائح افترضت رؤوس اموال للشركات العاملة في مجال الاوراق المالية ، والحد الأدنى لابطس العمليات (السمرة) هو ٢٥٠ الف جنيه او حوالي ٨٠ الف دولار في حين الحد الاقصى يبلغ ٥٠ مليون جنيه او حوالي ١٦ مليون دولار .

سوق قبرس

دراسة وضع السوق المالي في قبرس لها اهميتها لعدة اسباب منها ، حجم الاقتصاد القبرصي الذي يضاهاى، بحجم الناتج القومي (٣،٦ مليار دولار)، حجم الاقتصاد اللبناني حاليا ، وكون قبرس تستقطب استثمارات لبنانية وعربية ، ولان قبرس تجهد لتطوير قوانين تتماشى مع التطورات الدولية وقد ظهر ذلك في تشريعاتها

الخاصة بشركات الـ " أوف شور " والمناطق الحرة. وقبرس تطبق القوانين بصرامة، كما أن مساعها لتأسيس سوق مالية يعود لسنتين ونيف، وقد تطورت حركة السوق وأسعار الاسهم على شكل جيد، حيث كانت القيمة السوقية للاسهم أواخر ١٩٩٢ على مستوى ١١٨ مليار دولار .

الامر الملفت للنظر والتفكير في قبرس أن مسؤولية تنظيم السوق وتسييرها والاشراف عليها اولجت لغرفة التجارة والصناعة في العاصمة نيقوسيا ، والغرفة ألفت لجنة تنفيذية للقيام بهذه المسؤولية وهي تطبق النظم بنجاح وفعالية وقد أعطيت صلاحيات تنفيذية تأديبية تذكر بمنهجية الردع الرعائي التي تتبعها السلطات البريطانية. وفي ما يلي نلخص شروط عمل السوق كما هي مع الاشارة احيانا لاهمية اجراءات معينة .

شروط قيد الشركات في مؤسسة سوق الاسهم

الشروط المعددة تسري على الشركات المقيدة والتي سيجري قيدها في السوق .

١- يجب أن يكون رأس مال الشركة المساهمة المقرر والمدفوع موازيا على الأقل لـ ٣٠٠ الف ليرة قبرصية (حوالي ٦٠٠ الف دولار)، في حين القانون في لبنان كان ينم على ٣٠٠ الف ليرة لبنانية رفعت الى ٣٠ مليون ل.ل.، و يبقى ان هذا المستوى يجب تعديله بالزيادة .

٢- يجب أن يكون عدد المساهمين في الشركة ٢٠٠ على الأقل (في مصر الشرط ١٥٠ وفي لبنان يمكن ان يكونوا ثلاثة فقط، وهذا امر مناقض لروحية الشركة المساهمة) .

٣- لا يجوز لاي مساهم ان يسيطر مباشرة او بصورة غير مباشرة على اكثر من ٧٠ في المئة من اسهم الشركة ويجب ان يحوز جمهور المكتتبين على نسبة ٢٠ في المئة من الاسهم على الأقل .

٤- ١- يجب أن لا تكون هنالك عوائق على تحويل اسهم الشركات سوى الشروط الموضوعه حول نسب مفروضة بموجب .

- التشريعات الضريبية وغيرها .

- ترخيص انشاء وعمل الشركات المساهمة ونظام الشركة المعنية .

- الشروط الموضوعية من الشركة حول النسب القسوى
لملكية الاسهم وشروط توافق هذه مع موجبات القانون.

(ب) يمكن للشركات العامة، التي تملك فيها الدولة
او شركات المنفعة العامة، نسبة من الاسهم تفوق الـ ٧٠
في المئة، والتي لا تتوافق ملكية الاسهم فيها مع
المادة (٣) اعلاه و (٤-١)، قيد اسهمها في مؤسسة السوق
بعد دراسة الوضع الخاص من قبل الغرفة التي تجري
مشاورات مع مختلف الفرقاء المعنيين قبل التوصل الى
قرار نهائي .

٥- بعد تسجيلها في مؤسسة السوق، على الشركة تزويد الغرفة كل
سنة اشهر بجدول تبين مختلف عمليات تبادل الاسهم وعدد
الاسهم المتبادلة .

٦- على الشركة ابلاغ الغرفة فوراً ونشر عمليات اقفال سجلات
اسهمها في الصحافة .

٧- على الشركات المسجلة أن تتشاور مع سكرتارية الغرفة
لتحديد اوقات انعقاد الجمعيات العمومية وذلك بهدف تفادي
تعدد الاجتماعات لشركات مختلفة في وقت واحد . (لا يمكن
اقرار نظام كهذا في لبنان لان عدد الشركات المسجلة في
البورصة قد يتجاوز المئات) .

٨- يجب على الشركات التقيد كلياً بشروط قانون الشركات وبصورة
خاصة:

أ- على الشركات اصدار الاسهم وتحويلها للمكتتبين خلال
شهرين من استلامها اذونات التحويل بموجب قانون
الشركات .

ب- يجب على الشركة نشر تقريرها السنوي والدعوة الى جمعية
عمومية خلال تسعة اشهر من انقضاء سنتها المالية .

٩- يجب على الشركة ابلاغ الغرفة خلال ١٥ يوماً عن اي تعديل
في مجلس ادارتها او منصب المدير العام او مدققي
الحسابات.

١٠- على الشركة تقديم تقريرها السنوي الى الغرفة وعملاء
البورصة في الوقت ذاته الذي تقدم فيه التقرير للمساهمين.

١١- الشركات المنتمية لمؤسسة السوق والتي لا تتوافق اوضاعها مع الشروط المعددة، عليها تحقيق التوافق خلال تسعة اشهر من سريان هذه التنظيمات .

١٢- اذا وجدت الغرفة ان تسجيل شركة ما في المؤسسة لا يخدم اغراض المستثمرين، لها الحق، بعد اجراء مشاورات مع جمعية الشركات المساهمة وعملاء البورصة، شطب الشركة .

١٣- الوقائع المتعلقة بالمواد ٦ و ٨ و ٩ و ١١ تنشر في نشرة الغرفة .

١٤- الشركة التي لا تتقيد بالشروط الواردة اعلاه او بالتزاماتها المالية تجاه الغرفة، تشطب من السجل بعد انقضاء شهر على تبليغها المخالفات خطيا من قبل الغرفة، وهذا الشطب حسب الشروط الواردة هو اوتوماتيكي .

١٥- الرسم المستحق لتسجيل شركة جديدة في مؤسسة السوق هو:

ا- رسم مقطوع قدره ٥٠٠ ليرة قبرصية (اكثر من الف دولار)

ب- مائة ليرة قبرصية عن كل مليون ليرة من رأس المال .

١٦- الاشتراكات السنوية: الشركات التي تشتري في النشر اليومي لاسعار اسهمها عليها، اضافة للرسوم المقطوعة، دفع الاشتراكات السنوية التالية قياسا على رأس مالها .

- الشركات التي رأس مالها حتى المليون ليرة قبرصية--
٤٠٠ ليرة قبرصية (٨٠٠ دولار).

- من ١ - ٥ مليون ليرة -- ١٠٠ ليرة قبرصية اضافة .

- فوق ٥ مليون ليرة -- ٥٠ ليرة قبرصية .

الشروط المتعلقة بعملاء البورصة Stock Brokers

١- عليهم أن يكونوا مواطنين قبارصة .

٢- أن يكون عمر العميل ٢٥ سنة او اكثر .

٣- عليهم ان يكونوا قد مارسوا مهنة العميل لمدة ١٢ شهرا في قبرص دون اي عمل آخر وتقديم الاثباتات على تنظيم وعمل مكاتبهم بشكل مناسب. وفي هذا الاطار، عليهم تقديم

معلومات وافية حول العمليات التي انجزوها مع عملاء آخرين ومع زبائنهم .

٤- على العملاء أن يحملوا شهادة جامعية في علم الاقتصاد، التسويق، او ادارة الأعمال. او ان يكونوا حاصلين على رخصة عميل من احد اسواق المال الرئيسية في العالم تفيد عن نجاحهم في الفحوصات المحددة .

٥- (أ) خلال ١٢ شهرا قبل تسجيلهم في مؤسسة تبادل الاسهم، على العملاء، الذين يقدمون طلبات انتساب، نشر اسعار الاسهم على الاقل مرة في الاسبوع في جرائد يومية واسعة الانتشار وعليهم تبليغ الغرفة عن نشرهم ، كما يجب ان تكون الاسعار مقاربة لتلك المنشورة من عملاء البورصة المسجلين . وفي حال تأخر طالب الانتساب عن القيام بهذا الواجب، يمكن تمديد الفترة المطلوبة قبل السماح بالتسجيل . (من الواضح ان هكذا شرط شبه تعجيزي في الظروف اللبنانية) .

(ب) بصورة اوتوماتيكية ومع تقديم طلبات الانتساب، على الاشخاص المعنيين الالتزام بنظم مؤسسة تبادل الاسهم الموضوعة من الغرفة وعدم الاشتراك في اعمال تضر بالمؤسسة .

(ج) على المتدرجين دفع ٥٠ في المئة من العمولات المعتادة للعملاء المسجلين الذين يتعاملون معهم على انجاز العمليات .

(ح) من اجل الحصول على القبول بالتسجيل، على الاشخاص المعنيين توفير جميع الشروط الاضافية المطلوبة لشرط الخبرة .

٦- في الحالات التي تختلف فيها المواصفات الاكاديمية عن تلك المحددة في الفقرة (٤)، تصبح فترة الخبرة الضرورية سنتين بدلا عن سنة واحدة .

٧- على طالبي الانتساب تقديم ضمان مصرفي او من قبل شركة تأمين بقيمة ٥٠ الف ليرة قبرصية للغرفة (١٠٠ الف دولار). وبالامكان بدلا عن ذلك تقديم تقرير سري يبين ان موجوداتهم الشخصية لا تقل قيمتها المستمرة عن هذا المبلغ. ويجب ان يكون لكل منهم حساب جاري مصرفي لا تقل قيمته عن ١٠ آلاف ليرة قبرصية . وفي حالات المشاركة بين

اكثير من شخص، على كل منهم ان يقدم الضمانات المشار اليها .

٨- على طالبي الانتساب توقيع تعهد يشتمل على:

- موافقتهم على التقيد بجميع شروط تنظيم السوق .
- حتى تاريخ قبولهم، عليهم الامتناع عن الاشتراك باية اعمال تضر بالسوق او تناقض اهداف الغرفة في هذا النطاق .
- عليهم خلال فترة الاختبار التقيد بجميع الشروط والاجراءات .

٩- على جميع عملاء البورصة العمل خلال فترات عمل البورصة والغرفة . يجب على الشخص المسؤول ان يكون بتصريف معاونيه . وفي حال غيابه، عليه تفويض ممثل عنه كتابيا، واعمال الوكيل تلزم الموكل، ويجب ان يكون الوكيل مقبولا من الغرفة بعد مشاورتها عملاء البورصة الاخرين . خلال جلسات البورصة، على العميل ان يشارك فيها شخصا .

١٠- يجب ان لا تكون هناك تهمة مثبتة تجاه اي عميل من عميل آخر او مستثمر تبعث على الشك بمصداقية العميل وملائته المالية . كذلك لا يجوز ان يكون اي عميل قد صدر بحقه حكم جرمي .

١٢- يحظر على عملاء البورصة ان يكونوا اعضاء في مجالس ادارة اي شركة مساهمة او ان يمارسوا عملا في هكذا شركات . يشمل هذا الحظر الاشخاص الطبيعيين والمعنويين وموظفي عملاء البورصة سواء اكان العميل شخصا ام شراكة ام شركة، يستثنى من هذا الحظر حالات الاصدارات للاسهم ورؤوس اموال المجازفة ، ويكون هذا الاستثناء مؤقتا .

- الاشخاص المعنويين او الطبيعيين المالكين لنسبة تفوق ٥ في المئة من اسهم اي شركة يحظر عليهم الاعلان عن اسعار اسهم الشركة المعنية وتداول هذه الاسهم . والاستثناء الوارد بالنسبة للاصدارات ورؤوس اموال المجازفة venture capital يسري في هذا الصدد .

- في الحالات التي تملك فيها شركة مساهمة اكثر من ١٠ في المئة من اسهم شركة للعمل في البورصة، لا يحق (للشركة

- العميل) حيازة اسهم الشركة المساهمة بل فقط انجاز
اعمال السمسرة بصدد هذه الاسهم .

١٣- تسري الشروط ذاتها على الوسطاء الافراد ، أو الوسطاء
الشركات .

١٤- بالنسبة لشركات الوساطة المالية

- يجب أن لا يقل رأس مال الشركة عن ٢٥٠ الف ليرة
قبرصية (٥٠٠ الف دولار) .

- على الشركات تسمية الافراد الذين يقومون بدور العملاء
والممثلين للشركة . وعلى هؤلاء التقييد بجميع الشروط
المتعلقة بالعملاء الافراد (ما عدا الضمانة المالية
الشخصية حيث هذه تتوافر من الشركة الملزمة برأسمال
اكبر) .

١٥- على شركات الوساطة الافادة سنويا عن تقيدهم بجميع
الاجراءات والتنظيمات المقررة من الغرفة وهذه الافادة
تقدم للغرفة مع رسم الاشتراك السنوي ، وفي حال التخلف عن
اي من الواجبين يكون ذلك سببا لشطب الشركة .

١٦- جميع شركات الوساطة تسجل في سجل خاص لدى الغرفة . ويشمل
السجل اسماء العملاء الممثلين لشركات الوساطة الذين
يتمتعون بجميع الشروط الضرورية .

شركات الوساطة المالية عليها دفع الاشتراكات والرسوم
التالية:

رسم انتساب للغرفة

الاشخاص الطبيعيين ٢٠٠٠ ليرة قبرصية (٤٠٠٠ دولار)

الشركات ٥٠٠٠ ليرة قبرصية (١٠٠٠٠ دولار)

اشتراك سنوي للغرفة

لجميع شركات الوساطة: رسم مقطوع قدره ٣٠٠ ليرة قبرصية
(٦٠٠ دولار) .

اشتراك اضافي يتراوح ما بين ١٠٠ و ٧٠٠ ليرة قبرصية تقرره
اللجنة التنفيذية للغرفة قياسا على حجم عمل العميل
(فردا ام شركة)

عام ١٩٩١ تقرر أن يكون الرسم الاضافي ٥٠٠ ليرة قبرصية (١٠٠٠ دولار) لجميع الشركات العاملة .

المستلزمات الشديدة التي تفرضها الغرفة على المشتركين في عمل سوق الاسهم في قبرص تشمل عقوبة الشطب للعملاء في حال ارتكابهم ايا من الاعمال التالية:

- الغش او الخداع .
- اصدار شيكات مرتجعة .
- اطلاق شائعات مفوضة حول عملاء آخرين او موظفي الغرفة .
- اعلان الاسعار .
- نشر مؤشرات مقارنة لما تصدره غرفة التجارة والصناعة .
- التصرف غير اللائق تجاه موظفي الغرفة .

ان الرسم المستحق لعملاء البورصة على انجاز اي عملية هو ١,٥ في المئة من قيمة البيع، والرسم يوزع مناصفة بين عميل البائع وعميل المشتري ما لم يكن البائع والمشتري زبائن لدى العميل ذاته ، وفي هكذا حالات على العميل اعطاء الغرفة شرح واضح عن كل تفاصيل العملية .

جميع تفاصيل اجراء جلسات مؤسسة سوق الاسهم من مسؤولية الغرفة بما فيها تسجيل اسعار البيع والشراء والنشرة اليومية عن التداول والتقرير السنوي عن السوق ، وعلى العملاء تزويد موظفي الغرفة بنسخة عن كل عملية منجزة خلال يوم الانجاز .

سوق عمان المالي

الاطار القانوني

نصت الخطط الاقتصادية والاجتماعية المتعاقبة في الاردن بصراحة على ايجاد السوق المالي ، حيث تضمنت مشاريعا لطرح سندات حكومية و انشاء بورصة في عام ١٩٦٢ و ذلك في الخطة الخمسية الاولى للسنوات ١٩٦٢ - ١٩٦٧ . و عند تعديل الخطة السابقة الى خطة لسبع سنوات ، تم النمر على اصدار سندات

حكومية و انشاء بورصة للاوراق المالية في عام ١٩٦٦ . كما ورد في قانون بنك الانماء الصناعي ، الصادر في عام ١٩٧٥ ، ان من غايات البنك المذكور مساعدة سوق الاوراق المالية على النمو و التطور .

و يمكن اعتبار طرح السندات الحكومية متوسطة الاجل اول بدايات السوق الرأسمالي الأردني ، اذ لجأت الحكومة ، في سبيل تغطية العجز المتزايد في الموازنة العامة ، الى الاقتراض الداخلي عن طريق اصدار اذونات الخزينة اعتبارا من شهر كانون الثاني ١٩٦٩ و الى اصدار سندات التعمير في حزيران عام ١٩٧١ .

اشارت خطة التنمية الثلاثية (١٩٧٣ - ١٩٧٥) الى ضرورة انشاء سوق للاوراق المالية ، اذ فرضت هذه الخطة زيادة الادخار الخاص بمعدلات اعلى من الاستهلاك ، و هذا يستدعي بالضرورة زيادة نشاط الاطار المؤسسي القادر على جذب المدخرات و تنميتها . و نظرا للدور الذي تلعبه المؤسسات المالية في عملية التنمية الاقتصادية ، و كونها توفر آلية تجميع المدخرات و توجيهها نحو مختلف الميادين الاستثمارية و الائتمانية ، فقد اقلت الخطة الثلاثية عليها مهام عديدة و افترضت عددا من السياسات و الاجراءات التي تمكن من تنفيذ هذه المهام ، و من بينها النص صراحة على اقامة سوق للاوراق المالية و الشروط الواجب توافرها لاقامة سوق نشطة .

و افردت الخطة الخمسية (١٩٧٦ - ١٩٨٠) ، و لأول مرة ، فصلا خاصا للجهاز المصرفي و السياسات النقدية و اكدت على ضرورة قيام البنوك، بمساعدة الشركات المساهمة العامة، باصدار سندات دين عامة من خلال قيام هذه البنوك بشراء السندات و تسويقها .

مما تقدم ، يتبين ان خطط التنمية قد حددت مهام كبيرة و حيوية للسوق المالي الأردني بشقيه ، النقدي و رأس المال . و مع ازدياد الطموح في المملكة لتحقيق التنمية الشاملة ، ازدادت الحاجة الى رأس المال سواء المحلي ام الاجنبي . ولقد شهدت بداية عقد السبعينات تطورا ملحوظا، من حيث الكم و النوع، في اعداد المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية الأردنية . و بدأت المؤسسات العامة ، بتشجيع من الحكومة و بالتعامل مع البنك المركزي الأردني ، بالحصول على متطلباتها المالية عن طريق طرح سندات للاكتتاب العام ، حيث بدأت فعلا مؤسسة المواصلات السلوكية بطرح سندات منذ شهر اذار ١٩٧٦ .

وفرت هذه التطورات الشروط اللازمة لقيام سوق للاوراق المالية ، كما ان العقلية و الوعي الاستثماري كان منتشرا بين فئات كثيرة في المجتمع الاردني بمؤسساته المختلفة ، و كان شراء الاسهم و السندات قد بدأ فعلا في تلك الفترة و لكن دون وجود سوق منظم .

و استجابة لهذه الظروف انشيء سوق عمان المالي بموجب قانون مؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ بعد دراسات و جهود مكثقة قام بها البنك المركزي خلال عامي ١٩٧٥ و ١٩٧٦ و ذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولي (I.F.C) المنبثقة عن البنك الدولي .

غايات السوق و اعماله

عند انشاء سوق عمان المالي كان من المتوقع ان يحقق للسوق المالي الاردني الصفات الهامة التالية التي تساعد على تنفيذ برامج التنمية الاقتصادية :

١ - توفير السيولة الكافية لكل من المدخر و المستثمر، و حشد و تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية و توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد المالي.

٢ - تنظيم و مراقبة اصدار الاوراق المالية و التعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل و سهولته و سرعته و بما يضمن مصلحة البلاد المالية و حماية صغار المدخرين .

٣ - جمع الاحصائيات و المعلومات اللازمة لتحقيق الغايات المذكورة و نشرها بما يحول دون الحاق الغبن من قبل اية جهة بالمستثمرين و المدخرين .

و يتجلى دور سوق عمان المالي في القيام باعمال البورصة التقليدية و توفير خدماتها سواء من ناحية ايجاد قاعة مناسبة للتداول او من ناحية نشر المعلومات و الاسعار بصورة مستمرة في ما يتعلق بعمليات تداول الاوراق المالية المدرجة لديه .

و اهم وظائف السوق في هذا المجال هي :

١ - مراقبة و تنظيم و تسجيل و تسوية عمليات بيع و شراء الاوراق المالية التي تجري في قاعة السوق بين الوسطاء

المعتمدين ، و مراقبة حركة اسعارها ، و متابعة مدى تطبيق الوسطاء لاجراءات التداول المقررة من قبل لجنة الادارة .

٢ - تحقيق الرسوم المتوجبة للسوق على عمليات انتقال ملكية الاوراق المالية .

٣ - تدقيق العقود المبرمة في السوق و تسجيلها في سجلات خاصة و ارسالها الى اقسام المساهمين في الشركات المساهمة العامة ، و استلام الاشعارات التي تثبت ملكية المساهمين في هذه الشركات و توزيعها على الوسطاء ليقوموا بدورهم بتوزيعها على عملائهم .

٤ - مراقبة و متابعة نشاطات شركات الوساطة المعتمدة و التأكد من سلامة صحة عملياتها .

٥ - جمع المعلومات و البيانات المتعلقة بحركة الاسعار و اجراء الدراسات و الابحاث و تقديم التوصيات بشأن تطبيق الوسائل المثلى للعمل في السوق .

و في مجال تنظيم اعمال البورصة فان السوق يطبق القواعد و التعليمات التي تحكم و تنظم عمليات التداول (بيعا و شراء) داخل القاعة من اجل توفير فرص متكافئة لجميع الوسطاء لتنفيذ اوامر البيع و الشراء لما يحقق مصلحة المتعاملين بالاوراق المالية ، كما قام بوضع التعليمات التي من شأنها منع حصول المضاربات غير المشروعة . و من هذه التعليمات مثلا ما يتعلق باصول التعامل لصالح محفظة الوسيط و عمليات بيع و شراء الاوامر الخاصة (ستناقش هذه الجوانب بالتفصيل في ما بعد) .

الاعضاء و الوسطاء في سوق عمان المالي :

حدد قانون سوق عمان المالي عضوية السوق حكما و الزاما لكل من البنك المركزي الاردني و البنوك المرخصة (تشمل كل من البنوك التجارية و بنوك الاستثمار و بنك الاسكان) و مؤسسات الاقراض المتخصصة و كل شركة مساهمة عامة اردنية يبلغ رأسمالها ١٠٠ الف دينار اردني او اكثر، و الوسطاء المقبولين وفق احكام القانون . و تلتزم الشركات المساهمة العامة ، غير العضو في السوق ، بتسجيل عمليات بيع و شراء اسهمها في السوق و تبين اسعار التعامل للجنة ادارة السوق لتسجيلها في سجل

خامس، و لا يجوز للجنة ان تسجل او تعلق المعلومات الواردة في هذا السجل الا من الناحية الاحصائية الاجمالية .

و نظرا لاهمية الدور الذي يقوم به الوسطاء في احداث النشاط على حركة التداول بالاوراق المالية ، و كذلك دورهم في تسهيل عمليات تبادل الاسهم و السندات ، فقد نظم القانون عمل هؤلاء الوسطاء و وضعت شروط اضافية لترخيصهم و ضمان حسن تعاملهم لصالح المستثمرين . و وضع القانون شروط قبول الوسطاء و حددها بنوعين من الاشخاص . النوع الاول ، الشخص الطبيعي و يشترط فيه ان يكون اردني الجنسية و ان لا يقل عمره عن ٣٠ سنة و ان يكون متمتعاً بالحقوق المدنية و ان لا يكون قد اعلن افلاسه او حكم بجنحة شائنة او جنائية ، و ان لا يقل رأسماله المدفوع عن ١٠ آلاف دينار اردني ، و ان يقدم لامر اللجنة ضماناً مالياً كافية لا تقل عن ١٠ آلاف دينار اردني . و قد حدد النظام الداخلي لسوق عمان المالي شروطاً اضافية مثل ان يكون حسن السيرة و السلوك و ان يكون حاصلًا على شهادة الدراسة الثانوية على اقل تقدير و ان تكون له خبرة مميزة في هذا المجال لا تقل عن خمس سنوات .

اما النوع الثاني ، فهو الشخص المعنوي على ان تكون شركة اردنية اغلبية الشركاء فيها اردنيون ، و ان لا يكون مديرها و الشركاء المفوضون بادارتها قد اعلنوا افلاسهم او حكم عليهم بجنحة شائنة او جنائية ، و ان يكون مديرها حائزاً على شهادة الدراسة الثانوية على اقل تقدير و ان يكون ذا خبرة لا تقل عن خمس سنوات في احدى المؤسسات العامة و المصرفية ، و ان تقدم للجنة ادارة السوق كفالة مالية لا تقل قيمتها عن ١٠ آلاف دينار اردني .

و يشمل عمل الوسطاء في سوق عمان المالي الاعمال التالية: وسيط بالعمولة ، وسيط يشتري و يبيع لصالح محافظته ، وسيط مغطي لاصدارات الاوراق المالية الجديدة ، وسيط بائع لاصدارات الاوراق المالية الجديدة ، و وسيط مستشار مالي للاستثمار في الاوراق المالية .

و من الملاحظ ان سوق عمان المالي قد استثنى البنوك التجارية من القيام بعمل الوساطة المالية ، سواء من خلال السوق الاولي (مرحلة الاصدار) ، او من العمل كوسيط في السوق الثانوي . و استند السوق في ذلك على الفلسفة القائلة بان في المجتمعات التي يكون دور مؤسسات الوساطة المالية فيها ضعيفا تكون البنوك التجارية هي المجال الوحيد لاستثمار

المدخرات ، الا ان مرونة البنوك التجارية في مجال الاستثمار الطويل الاجل تقل عن مرونة مؤسسات الوساطة المالية ، حيث ان البنوك التجارية لا تسمح لها مصادرهما المالية بان تمول استثمارات طويلة الاجل و ذلك لان معظم المصادر عبارة عن ودائع قصيرة الاجل . و قد تبين من رصد تجارب دول اخرى ان السوق الراسمالي الذي تسيطر عليه البنوك التجارية يعاني من مساوئ عديدة اهمها تنازع المصالح ما بين رغبات البنوك التجارية في استثمار اموالها باكبر العوائد السائلة جدا و عزوفها عن توجيه المدخرات للاستثمارات الراسمالية وادواتها الاكبر خطورة .

و من ناحية اخرى ، فان البنوك المركزية في محاولتها لتطبيق السياسة الائتمانية المناسبة تلجأ في كثير من الاحيان الى تقليص سيولة البنوك التجارية ، و في مثل هذه الحالة تقوم الاخيرة بطرح استثمارات في السوق ، او على الاقل ، تتوقف عن شراء استثمارات جديدة . و غالبا ما تكون سياسة البنك المركزي اشد اثرا على السوق الراسمالي منه على السوق النقدي و بذلك تفقد الثقة بالاسهم و السندات و تتجه اسعار الفائدة قصيرة الاجل (التي تعرف بكونها اكثر تباينا من اسعار الفائدة طويلة الاجل) نحو التذبذب مع اسعار الفائدة السائدة . لكن الالم من ذلك هو ان تدفق الاموال لاغراض الاقراض طويلة الاجل يتوقف فجأة و في بعض الاحيان بشكل لا يتوقعه المقترضون . لهذه الاسباب، تكون الاسواق الراسمالية التي تسيطر عليها البنوك التجارية في الغالب سطحية لا يمكن الاعتماد عليها كمصدر من مصادر التمويل طويلة الاجل او للحفاظ على القيمة الاسمية للمدخرات .

و انطلاقا من هذه الفلسفة ، فقد تبنى سوق عمان المالي دعم الشركات المالية المتخصصة للقيام بالاعمال المتعلقة بسوق رأس المال و اعتبر هذه المهام خارجة عن دائرة اختصاص البنوك التجارية ، و قد سمح للبنوك التجارية بالدخول الى سوق رأس المال في حالة القروض المجمعة التي تتولاها هذه البنوك و الشركات المالية ، و هذا الاسلوب هو المتبع في الاردن منذ بداية عام ١٩٨٧ . كما ان هناك تعليمات اجازت للبنوك الاشتراك في عملية تعهد اصدار الاسناد و ادواتها في حالة حاجة مؤسسة كبرى الى نوع من التمويل الجاري المدين و القرض التجميعي و اسناد القروض . ففي هذه الحالة ، سمح للبنوك التجارية بالاشتراك في عمليات اصدار اسناد القروض كمتعهدي تغطية و مديري اصدار و كمسوقين لهذه الاصدارات الى جانب

كونهم المستثمرين ، شريطة اشتراكهم بذلك مع الشركات المالية المتخصصة في السوق .

و يتحدد عمل الوسيط المسموح به على ضوء حجم رأسماله . فمثلا، لا يسمح للشركات المساهمة الخصوصية الصغيرة و الشركات العادية التعهد بتغطية الاصدارات و ان تكون بائعا لهذه الاصدارات و ذلك لصغر حجم رؤوس اموال هذه الشركات و التي يقتصر عمل الوساطة لديها على عمليتين اثنتين هما : وسيط بالعمولة و وسيط يبيع و يشتري لصالح محفظته . كما منعت شركات الوساطة التي يقل رأسمالها المدفوع عن ١٠٠ الف دينار من التعامل لصالح محفظتها . و يهدف هذا الاجراء الى تخيير شركات الوساطة المالية، التي يقل رأسمالها عن المبلغ المذكور، بين القيام برفع رأسمالها للاستفادة من ميزة التعامل لصالح محفظتها ، و بين الابقاء على سلامة رأسمالها على وضعه، و بالتالي يخسر الوسيط ميزة التعامل لصالح محفظته .

و منع على الوسيط الذي يقل رأسماله المدفوع عن نصف مليون دينار اردني من ممارسة اعمال تغطية اصدارات الاوراق المالية و ذلك لان القيام بعملية التغطية من اسهم و سندات يتطلب من شركات الوساطة المالية التي تقوم بالتغطية ان تكون ذات رأسمال كبير نسبيا بحيث يمكنها من القيام بمهمة التغطية و تحمل المخاطر المترتبة على ذلك ، لقيام العديد من الشركات بطرح اسهم او اسناد قرض بمبالغ كبيرة .

يخضع الوسطاء في سوق عمان المالي للترتيبات الخاصة بمسك الدفاتر التجارية ، و يجب عليهم مسك دفاتر يضمنون فيها جميع العمليات التي يقومون بها حسب توارихها دون ان يترك فيها اي فراغ او كتابة بين الاسطر او تشطيب ، و عليهم ايضا تقديم المعلومات و البيانات و الاحصاءات التي تطلبها لجنة ادارة السوق وفق النماذج المعدة .

و يتقاضى الوسطاء اجورا لقاء قيامهم بعمليات السوق حسب تعرفه يجري تحديدها من قبل لجنة ادارة السوق . و تبلغ عمولة الوسطاء عن بيع الاسهم و السندات في السوق الثانوي حوالي ٠,٦ بالمئة من قيمة الصفقة من البائع بالاضافة الى ٠,٦ بالمئة اخرى من المشتري .

يحظر على الوسطاء السعي وراء المستثمرين او جلب زبائن بصورة تمس بسمعة المهنة و يحظر عليهم ايضا شراء الاوراق

المالية المتنازع عليها او دفع قيمة الاوراق المالية قبيل تنفيذ عملية البيع في قاعة السوق وفقاً للانظمة و التعليمات المرعية .

و يلتزم الوسيط بالانتساب الى جمعية الوسطاء التي ينشئها السوق و يتعهد بالالتزام باحكام نظامها الداخلي . كذلك يلتزم الوسيط بالاشتراك في عضوية صندوق التأمين الذي ينشأ في السوق و يلتزم بالتقيد بالاحكام الواردة في نظام الصندوق .

يتصرف الوسيط ، نيابة عن المستثمرين ، بالاوراق المالية وفق التفاوين المعدة اصوليا من قبل السوق ، و عليه مراعاة الامور التالية :

١ - التثبت من هوية المتعامل عند تفويضه بذلك و التثبت من اهليته للتعاقد ، و عليه ان يذكر بوضوح اسم و شهرة و محل اقامة عميله .

٢ - اذا لم يكن للعميل المستثمر بطاقة شخصية ، على الوسيط ان يطلب منه احضار معرفين اثنين .

يمنع على الوسيط القيام بالتعامل بالاوراق المالية الا بعد التأكد من حيازة شهادة ملكية الاسهم من قبل مالكيها او من ينوب عنه قانونا .

ادارة سوق عمان المالي :

سوق عمان المالي في الاردن مؤسسة عامة تتمتع باستقلال مالي و اداري . و تتولى ادارة السوق لجنة ادارة يعينها الوزراء بتنسيب من وزير المالية و تتكون من : المدير العام للسوق (رئيسا) ، اما الاعضاء فهم : مراقب الشركات في وزارة الصناعة و التجارة ، ممثل عن البنك المركزي ، ممثل عن البنوك المرخصة و مؤسسات الاقراض ، ممثل عن الشركات المساهمة الاعضاء حكما في السوق ، ممثل عن غرفة الصناعة و غرفة التجارة ، و ممثل عن جمعية الوسطاء في سوق عمان المالي . تمتد العضوية الى ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة .

تمارس اللجنة بالنسبة للسوق الصلاحيات التي يعطيها قانون الشركات لمجلس الادارة في الشركة المساهمة العامة ، بالاضافة الى الصلاحيات التي يمنحها ايها قانون السوق والانظمة الصادرة بمقتضاه .

وتشمل صلاحيات اللجنة بصورة خاصة ما يلي:

- ١ - وضع الانظمة اللازمة لتنظيم شؤون السوق وادارته وسيره ورسم السياسة العامة للسوق وخططه واهدافه .
- ٢ - التوصية الى المراجع الحكومية المختصة بكل ما من شأنه ان يساعد على تنمية السوق وحماية اموال المدخرين .
- ٣ - ايقاف نشاط السوق ، عند الاقتضاء ، لمدة محدودة لا تتجاوز ثلاثة ايام عمل يحظر خلالها التعامل بالاوراق المالية في السوق وذلك بموافقة من وزير المالية ، ولاي مدة تتجاوز ذلك بموافقة مجلس الوزراء .
- ٤ - ايقاف التعامل بالاوراق المالية الصادرة عن جهة او جهات معينة للمدة التي تراها اللجنة مناسبة .
- ٥ - اقرار التعليمات التي يضعها المدير العام لتنظيم السوق وادارته .
- ٦ - تحديد عدد الوسطاء والشروط الاضافية لقبولهم .
- ٧ - اعداد مشاريع القوانين والانظمة ذات العلاقة بأعمال السوق والتي تحدد اهدافه .
- ٨ - وضع التعليمات لتنظيم حسابات وارادات السوق ونفقاته واصدار موازنته السنوية .
- ٩ - وضع التعليمات في ما يتعلق بتنظيم التداول في قاعة السوق .
- ١٠ - تحديد عمولات السوق .
- ١١ - تحديد الشروط الاضافية لقبول الاوراق المالية في السوق .
- ١٢ - وضع التنظيم الاداري الهيكلي للسوق وفقا لما تراه مناسباً .
- ١٣ - انشاء صندوق تأمين وسطاء .
- ١٤ - انشاء جمعية للوسطاء .

١٥ - ايداع اموال السوق لدى بنك او عدة بنوك وفق ما تقتضيه مصلحة السوق ، ولا يجوز السحب من هذه الاموال الا بموجب امر دفع او تحويل اصولي موقع وفق النظام المالي .

وتعقد اللجنة اجتماعاتها في مقر السوق الا اذا نصت الدعوة للاجتماع على غير ذلك ، ويتم عقد الاجتماع بدعوة من الرئيس او بناء على طلب عضوين على الاقل من أعضائها على أن يعقد الاجتماع خلال اسبوعين من تاريخ ارسال الدعوة على الاكثر . ويجب على اللجنة ان تجتمع مرة واحدة في الشهر على الاقل ، وكل عضو يغيب ثلاث مرات متتالية عن الاجتماع بدون عذر يفقد عضويته .

ويقوم رئيس اللجنة بتمثيل السوق لدى الغير ويعتبر توقيعه كتوقيع لجنة الادارة بكاملها ، كما يقوم بتنفيذ مقررات اللجنة وتوصياتها . أما مدير السوق فان صلاحياته تشمل تنفيذ سياسة السوق وهو المسؤول عن ادارة اعماله . و يكون المدير العام أمر الصرف في السوق وفقا للانظمة والتعليمات المقررة بهذا الشأن . و يحق كذلك للمدير العام ممارسة الاعمال التالية :

١- توقيع العقود التي تبرم مع السوق ضمن حدود القانون والنظام المعمول بهما .

٢- نشر البيانات والتصريحات لايضاح سياسة السوق وأهدافه في الصحف المحلية .

٣- تعيين او اقتراح تعيين موظفي السوق وممثلين للسوق لدى الادارات والمؤسسات واللجان التي يكون السوق ممثلا فيها .

٤- التوقيع ، منفردا او بالاشتراك مع آخرين بالسوق ، على التقارير والبيانات الحسابية والكشوف المالية والمراسلات والوثائق الخاصة بالسوق .

ويمكن للمدير أن يفوض أي من كبار موظفي السوق بأي من الصلاحيات المخولة له بموجب كتب خطية .

وتعين الحكومة مندوبا لها لدى السوق يسميه وزير المالية من موظفي الصنف الاول من وزارة المالية وتمتد مدة التعيين الى ثلاث سنوات قابلة للتجديد . ويتولى مندوب الحكومة مراقبة صحة المعاملات التي تجري في السوق وبصورة خاصة مراقبة لجنة السوق ويشترك في مناقشاتها ولا يملك حق التصويت ، لكنه

يملك حق الاعتراض على قرارات لجنة السوق ذات الطابع المالي التي تبدو غير قانونية . ولا بد في حالة الاعتراض هذه من موافقة أغلبية ثلثي أعضاء اللجنة الحاضرين لاعتبار قرار الاعتراض نافذ المفعول .

وتتكون الإيرادات المالية لسوق عمان المالي من: اشتراكات الأعضاء ، رسوم الوسطاء ، العمولات التي يستوفيهما السوق لقاء عمليات البيع والشراء ، الغرامات التي تفرضها لجنة إدارة السوق على المخالفين ، الاشتراكات في نشرات السوق الدورية ، الهبات التي تمنحها الحكومة للسوق، والقروض التي تحصل عليها إدارة السوق .

ويتم تحويل أي فائض في إيرادات السوق بعد اقتطاع جميع النفقات التأسيسية والجارية للسوق في تلك السنة الى الخزينة خلال مدة لا تتجاوز الثلاثة اشهر من انتهاء السنة المالية ذات العلاقة .

الشركات المساهمة المدرجة في السوق:

يتم ادراج اسهم الشركات المساهمة العامة وجوبا اذا كان رأسمال هذه الشركات لا يقل عن ١٠٠ الف دينار .

ويحق للجنة ادارة السوق أن تقبل عضوية الشركات المساهمة العامة الاخرى من غير من ذكر في المادة السابقة شريطة مراعاة الامور التالية:

١- ان لا يقل رأسمالها المدفوع عن ستين الف دينار و ان تكون قد نشرت ميزانيتين سنويتين متتاليتين .

٢- ان لا تكون الشركة قد أظهرت خسارة خلال العامين السابقين لطلب الادراج .

٣- أن لا يملك احد المساهمين ما يزيد عن ١٠ بالمائة من رأسمال الشركة في ما عدا الشركات التي تساهم بها الحكومة أو المؤسسات العامة بنسبة تزيد على هذا الحد .

٤- أية شروط اخرى للعضوية تحددها اللجنة .

يحق للسوق أن يطلب من الشركات المساهمة العامة الاعضاء نشر أية معلومات ايضاحية حول أوضاع هذه الشركات بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمر .

ويتوجب على الشركات المساهمة العامة الاعضاء تقديم المعلومات والبيانات والاحصاءات التي يطلبها السوق وفق نماذج خاصة يعدها لذلك وفي خلال مدة لا تزيد عن شهر من تاريخ الطلب.

وتلتزم هذه الشركات على وجه الخصوص بتقديم البيانات التالية:

- ١- نسخة من النظام الداخلي وعقد التأسيس .
- ٢- قائمة بأسماء اعضاء مجلس الادارة مع نماذج عن توقييع الاشخاص المفوضين بالتوقيع .
- ٣- الميزانية السنوية والحسابات الختامية لآخر سنة مالية موقعة من مدققي الحسابات .
- ٤- نسخة عن شهادة تسجيل الشركة لدى مراقب الشركات.
- ٥- كشف سنوي بأسماء المساهمين .
- ٦- أية بيانات تراها اللجنة ضرورية لاداء اعمالها .

ويجب على كل شركة مساهمة عامة يبلغ رأسمالها المدفوع مائة الف دينار أن تطلب قبول أسهمها للتداول في قاعة السوق في خلال مدة لا تتجاوز ستة شهور من تاريخ اعطائها حق الشروع بالعمل من الجهات المختصة .

ويحظر على جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة أن تقوم بتحويل أو نقل ملكية اسهم لاي شخص كان دون الحصول على موافقة السوق وبالطريقة التي يحددها . ويتم تحويل أسهم الشركات المساهمة العامة غير المدرجة وفقا للتعليمات التي تصدرها اللجنة .

يحق للجنة أن تطلب من الشركات المساهمة العامة المدرجة تأمين مكتب أو وكيل من اجل اتمام عمليات تحويل الاسهم في العاصمة وذلك للشركات التي لا يتواجد لها مكتب في داخل عمان .

يتوجب على الشركات المساهمة العامة أن تقوم باعداد وتقديم نشرة اصدار عند طرح اوراقها المالية للاكتتاب العام ويجب اعداد هذه النشرة وفق متطلبات النموذج الخاص المقرر من قبل السوق ويجب ان يتضمن النموذج الخاص المقرر من قبل السوق بشكل خاص ما يلي:

- أ- كافة المعلومات والايضاحات التي تعتبر هامة للمستثمرين والتي تمكنهم من اتخاذ قرار معلل للاقدام على الاستثمار او الاحجام عنه في مجال الاوراق المطروحة على ان لا تكون هذه المعلومات مضللة .
- ب- عدم حذف اية معلومات عمدا بقصد عدم اظهار الوضع الحقيقي للشركة .
- ج- ان زعم الشركة وقيامها باعلام الجمهور وايهامه بأن السوق قد تثبتت من جدوى المعلومات المنشورة وصحتها وسلامتها يعتبر مخالفة لقانون سوق عمان المالي والنظام الصادر عنه .

السوق النظامية والموازية :

أولاً: السوق النظامية :

- هي ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في قاعة التداول في سوق عمان المالي بأسهم شركات تحكمها شروط ادراج خاصة تحددتها لجنة السوق . ومن هذه الشروط:
- ١- أن تكون الشركة مساهمة عامة ، ويكون رأسمالها مطابقا لما هو وارد في قانون الشركات ، وأحكام قانون البنوك ، وأحكام قانون مراقبة أعمال التأمين .
- ٢- أن يكون مدفوعا على الأقل ٥٠ في المئة من قيمة أسهم الشركة .
- ٣- أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنتين كاملتين ، وأن تكون قد بدأت بممارسة نشاطها الطبيعي فعلا .
- ٤- أن لا تكون حقوق المساهمين في الشركة قد انخفضت عن ٨٠ في المئة من مستواها في السنة السابقة لطلب الادراج .
- ٥- على الشركة التي تطلب الادراج في السوق النظامية أن يكون قد تم التعامل بأسهمها لمدة عام في السوق الموازية اضافة لشروط الادراج الاخرى .

٦- تلتزم الشركة بتقديم البيانات المالية لاقرب فترة من تاريخ الادراج، ونشر الميزانية العامة، وحساب الارباح والخسائر لآخر سنة قبل الادراج في صحيفتين يوميتين لمدة يومين متتاليين، وتقديم ميزان مراجعة لآخر شهر قبل تاريخ طلب الادراج .

٧- على الشركة تقديم طلب الادراج الى المدير العام لسوق عمان المالي لدراسته وعرضه على لجنة ادارة السوق لاتخاذ القرارات للادراج او عدمه .

ثانياً: السوق الموازية:

هي ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط ادراج ميسرة وغير متشددة بهذه السوق بقصد توفير السيولة المبكرة للادوات المدرجة فيه قبل ادراجها في السوق النظامية . ومن هذه الشروط:

- ١- أن تكون شركة مساهمة عامة ويكون رأسمالها مطابق لما هو وارد في احكام قانون الشركات، واحكام قانون البنوك، واحكام قانون مراقبة اعمال التأمين .
- ٢- أن يكون مدفوعا ٥٠ في المئة من قيمة اسهم الشركة على الاقل .
- ٣- أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع بالعمل مدة سنة كاملة .
- ٤- أن تقدم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة والحسابات الختامية للشركة وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الايضاحية بحيث يغطي هذا التقرير سنة كاملة بغض النظر عن تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل .
- ٥- تلتزم الشركة بنشر المعلومات المذكورة في بند (٤) في صحيفتين يوميتين ولمدة يومين متتاليين للميزانية السنوية والحسابات الختامية وتقرير مدققي حسابات الشركة .
- ٦- تلتزم الشركة بتقديم تقرير موجز عن سير عملها لاقرب نشرة زمنية من تاريخ طلب الادراج والخطة المستقبلية له .

٧- على الشركة تقديم طلب الإدراج إلى المدير العام للسوق لدراسته ، وعرضه على اللجنة لاتخاذ القرار بالإدراج أو عدمه .

الأوراق المالية وتداولها :

تقبل في السوق جميع السندات الصادرة عن الحكومة ومؤسساتها العامة التي تكفلها الحكومة وجميع اذونات الخزينة وسندات الدين التي تصدرها الشركات وفقاً لأحكام قانون الشركات. ويجب على كل شركة مساهمة اردنية يبلغ رأسمالها المدفوع مائة الف دينار على الأقل ان تطلب قبول أسهمها للتداول في السوق خلال ثلاثة اشهر من تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل . أما الشركات المساهمة الأخرى ، فيحق لها ان تطلب قبول أسهمها للتداول في السوق مهما بلغ رأسمالها شريطة أن تكون قد نشرت ميزانيات آخر سنتين ماليتين . وفي جميع الأحوال للجنة ادارة السوق أن تقرر قبول أو رفض الطلب في ضوء الانظمة والتعليمات التي تضعها لتنظيم تداول قبول الأوراق المالية .

ويتم التعامل بالأوراق المالية المقبولة في السوق في داخل قاعة سوق عمان المالي ومن خلال وسيط مقبول ، ويستثنى من ذلك الحالات التالية :

- ١- عمليات البنك المركزي لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الحكومة .
- ٢- عمليات تداول الأوراق المالية الاردنية في مرحلة الاكتتاب الأولى بما في ذلك حالات الاكتتاب العام عند زيادة رأس المال من قبل الشركات المساهمة العامة .
- ٣- عمليات تداول الأوراق المالية التي تتم ما بين الزوجين وما بين الأقارب لغاية الدرجة الثالثة .
- ٤- عمليات التحويل التي تتم خارج المملكة .
- ٥- الإصدار الأردني للأسناد الحكومية أو المكفولة من الحكومة .
- ٦- عمليات التحويل الأردني .

٧- أية عمليات اخرى ترى لجنة ادارة السوق استثناءها من التداول داخل القاعة وفقا للحالات التي تراها مناسبة .

ويحق للجنة ادارة السوق أن تقرر نسبة الزيادة او الانخفاض في أسعار الاوراق المالية في فترة التداول المقررة وفق ما تراه مناسبا ، وللمدير أو من يفوضه بذلك الحق بايقاف التداول الذي يجري خلافا لذلك .

وتجري عمليات البيع داخل القاعة بالمزاد العلني، سواء بالاستناد الى قرارات المحاكم أم بموجب قرارات مجالس ادارات الشركات في داخل القاعة، وفقا للتعليمات المتعلقة بالبيع بالمزاد العلني الصادرة عن لجنة ادارة السوق .

تطور ونشأة سوق عمان المالي:

١- حجم التداول ومستويات الأسعار:

شهد سوق عمان المالي تطورا ملحوظا من حيث احجام التداول فيه فقد ارتفع حجم التداول للاسهم فقط من ٥٤٦ مليون دينار عام ١٩٧٨ ، وهو العام الذي بدأ السوق فيه نشاطه، ليصل الى حوالي ١٤٨،٢ مليون دينار عام ١٩٨٧ . أما في عام ١٩٨٨ فقد انخفض الى ١٣٢،٦ مليون دينار ، الا انه شهد نموا حادا خلال عام ١٩٨٩ ليصل الى ٣٦٧،٦ مليون دينار وذلك بعد تخفيض سعر صرف الدينار ولجوء المستثمرين الى الاسهم للتخلص من الدينار الاردني الذي تأثر سلبيا بالتخفيض ، ثم انخفض حجم التداول ليصل الى ٣٢٢،٨ مليون دينار عام ١٩٩١ . أما في عام ١٩٩٢ فقد شهد التداول في سوق عمان المالي نشاطا لم يسبق له مثيل حيث ارتفع حجم التداول بشكل ملحوظ ليصل حتى نهاية تشرين اول الى ٦٥٤،٣ مليون دينار أي بزيادة نسبتها ١٩٣،٣٪ مقارنة مع نفس الفترة من العام الماضي وذلك بعد عودة المغتربين الاردنيين العاملين في الخليج بعد أزمة الخليج واستثمار قسم من هؤلاء لمدخراتهم في سوق عمان المالي . (الجدول رقم ١) .

وحول التوزيع القطاعي لاحجام التداول ، من الملاحظ بأن قطاعي البنوك والصناعة قد استحوذ على النصيب الاكبر من اجمالي حجم التداول . فقد احتل قطاع البنوك المرتبة الاولى في حجم التداول خلال السنوات ١٩٧٩-١٩٨٠ و ١٩٨٢-١٩٨٦ . في المقابل احتل قطاع الصناعة المرتبة الاولى خلال السنوات ١٩٧٨-١٩٨١ والسنوات ١٩٨٧-١٩٩١ . أما في عام ١٩٩٢ ، فتشير

ارقام احجام التداول الى ان قطاع الصناعة قد استثمر بالاستحواذ على المرتبة الاولى وبنسبة ٦٠٪ من حجم التداول الكلي ، تلاه قطاع البنوك بنسبة ٢٢،٤٪ . (الجدول رقم ٥) .

اما في ما يتعلق بمستويات الاسعار، فقد شهدت نموا متزايدا حتى نهاية عام ١٩٨٢ حيث بلغ الرقم القياسي للاسعار آنذاك ١٣٨،٢ نقطة مقارنة مع ٥٨،٦ نقطة عام ١٩٧٨ (١٩٩١=١٠٠٪) ، ثم أخذت الاسعار بعد ذلك بالانخفاض بحيث وصل الرقم القياسي للاسعار في نهاية عام ١٩٨٦ الى ٧٢،٤ ، ومنذ عام ١٩٨٧ أخذت مستويات اسعار الاسهم بالارتفاع حتى نهاية عام ١٩٨٩ ، حيث وصل الرقم القياسي الى ١٣٧،٣ نقطة ، انخفض بعدها في عام ١٩٩٠ بنسبة ١٣٨،٨٪ ، ليصل في نهاية العام الى ٨٠،٤ نقطة . أما في عام ١٩٩١ فقد شهدت اسعار الاسهم ارتفاعا ملحوظا حيث ارتفع الرقم القياسي للاسعار بنسبة ٢٤٪ مقارنة مع نهاية عام ١٩٩٠ ، كما شهد عام ١٩٩٢ زيادة حادة في اسعار الاسهم اذ وصل الرقم القياسي للاسعار الى ١٢٩،٩٪ اي بزيادة نسبتها ٢٩،٩٪ مقارنة مع نهاية عام ١٩٩١ . (الجدول رقم ٦) .

ب- القيمة السوقية للاسهم:

بلغت القيمة السوقية للاسهم المكتتب بها في سوق عمان المالي لعام ١٩٧٨ حوالي ٢٨٦،١ مليون دينار ، و استمرت بالارتفاع لتصل في عام ١٩٨٣ الى حوالي ١٠٧٧،٣ مليون دينار . الا انه نتيجة لانخفاض الاسهم في الاعوام الثلاثة اللاحقة ، تراجعت القيمة السوقية لتصل الى ٩٩١،٨ مليون دينار عام ١٩٨٦ . و منذ عام ١٩٨٧ ، أخذت القيمة السوقية بالارتفاع لتصل الى ١٧٠٧،٨ مليون دينار في عام ١٩٩٠ ، و خلال عام ١٩٩٢ ارتفعت لتصل، في نهاية تشرين الاول، الى ٢٠٤٨،٧ مليون دينار و هو اعلى مستوى وصلت اليه منذ انشاء السوق .

اما على المستوى القطاعي ، فمنذ تأسيس السوق و حتى عام ١٩٩٠ ، باستثناء عام ١٩٧٩ ، احتل قطاع البنوك و الشركات المالية المرتبة الاولى من حيث المساهمة في القيمة السوقية حيث بلغ ١٢٤،٤ مليون دينار في عام ١٩٧٨ بنسبة مساهمة مقدارها ٤٣،٥٪ و استمر في الارتفاع ليصل الى ٧٢٩،٤٤ مليون دينار ، بنسبة ٦٥،٤٪ في عام ١٩٩٠ . و جاء بالمرتبة الثانية قطاع الصناعة حيث بلغت القيمة السوقية ١٢٢ مليون دينار، بنسبة مساهمة مقدارها ٤٢،٦٪ في عام ١٩٧٨ . و استمرت بالارتفاع لتصل الى ٤٥٤،٢ بنسبة مساهمة ٣٥،١٪ في عام ١٩٩٠ . و جاء في المرتبة الثالثة قطاع الخدمات حيث ارتفعت القيمة

السوقية من ٢٨١٧ مليون دينار في عام ١٩٧٨ الى ٣٠٧ مليون دينار في عام ١٩٩٠ .

و منذ نهاية ١٩٩١ شهد هيكل المساهمة تغيرا لصالح قطاع الصناعة على حساب قطاع البنوك و الشركات المالية حيث بلغت القيمة السوقية لقطاع الصناعة ٧٧٥ مليون دينار ، بنسبة مساهمة مقدارها ٤٥،٤٪ ارتفعت الى ٩٨٥،٦ مليون دينار ، بنسبة مساهمة مقدارها ٤٨،١٪ في نهاية تشرين الاول عام ١٩٩٢ .

اما القيمة السوقية لقطاع البنوك و الشركات المالية فقد ارتفعت من ٧٧٣،٣ مليون دينار في نهاية عام ١٩٩١ الى ٨٣٢،٧ مليون دينار في نهاية شهر تشرين الاول ١٩٩٢ ، بنسبة مساهمة بلغت ٤٥،٣٪ و ٤٠،٧٪ على التوالي . اما بالنسبة لقطاع الخدمات، الذي حافظ على موقعه في المرتبة الثالثة ، فلقد ارتفعت قيمته السوقية لتصل الى ١٦٢،٩ مليون دينار ، بنسبة مساهمة مقدارها ٧،٩٪ في نهاية شهر تشرين الاول ١٩٩٢ ، تلاه قطاع التأمين، الذي ارتفعت قيمته السوقية لتصل الى ٦٧،٤ مليون دينار ، بنسبة مساهمة مقدارها ٣،٣٪ . (الجدول رقم ٣) .

ج. السوق الأولي :

يقوم سوق عمان المالي بدور مهم في مجال تنشيط السوق الأولي للاسهم ، حيث تعمل اجواء الثقة و سلامة التداول في السوق الثانوي لتعزيز الرغبة لدى المدخرين بتوجيه المدخرات نحو الاستثمار في الاسهم . و بالنظر الى تطور حجم الاصدارات في السوق الأولي ، يلاحظ بانها قد وصلت الى اعلى مستوى لها عام ١٩٨٢ ، حيث بلغت ١٢٨،٣ مليون دينار انخفضت الى ٣٨،٨ مليون دينار عام ١٩٨٤ ثم عاودت الارتفاع لتصل خلال عام ١٩٩٢ الى ما قيمته ٦٧٠،٧ مليون دينار . (الجدول رقم ٧) .

د - الشركات المدرجة :

شهد عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي تزايدا ملحوظا منذ انشاء السوق ، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة من ٦٧ شركة و برأسمال مقداره ١٤٢،٨ مليون دينار عام ١٩٧٨ ليصل الى ١٢٠ شركة و برأسمال مقداره ٤٩٣،١ مليون دينار عام ١٩٨٨ . الا انه، نتيجة لدمج او تصفية بعض الشركات، فقد انخفض عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي ليصل في نهاية شهر تشرين

الاول ١٩٩٢ الى ١٠٩ شركات برأسمال مقداره ٥٧٣،٦ مليون دينار .
(الجدول رقم ٥) .

ه - قاعدة المساهمين :

تشير دراسة قاعدة المساهمين في الشركات المساهمة العامة الاردنية الى ارتفاع عدد المساهمين في تلك الشركات بشكل كبير . فقد ارتفع عدد المساهمين من ١٨١ الف مساهم عام ١٩٧٨ ليصل الى نحو ٤٣٣،٥ الف مساهم عام ١٩٩١ .

و بالنظر الى توزيع عدد المساهمين حسب القطاعات الاقتصادية ، يلاحظ بان الجزء الاكبر من المساهمين متركز في قطاع الصناعة ، حيث شكل عدد المساهمين في هذا القطاع لعام ١٩٩١ ما نسبته ٤٧،٦٪ من عدد اجمالي المساهمين ، تلاه قطاع البنوك بنسبة ٣١،٢٪ و قطاع الخدمات بنسبة ١٨٪ و اخيرا قطاع التأمين بنسبة ٣،٢٪ .

و- آلية العمل و اجراءات التداول المالية في سوق عمان المالي

تتم عمليات بيع و شراء الاوراق المالية في سوق عمان المالي من خلال قيام المتعاملين بمراجعة احد وسطاء السوق و اعطائه امر الشراء او البيع ، و يكتب هذا الامر على نموذج معين . و بأعطاء العميل لهذا الامر ، يكون قد فوض الوسيط للقيام بالشراء او البيع نيابة عنه . يقوم الوسيط اثناء فترة التداول بكتابة الاوامر التي اعطيت له من قبل عملائه على لوائح السوق حيث تكتب اوامر الشراء في جانب الشراء و اوامر البيع في جانب البيع ، و في الحاليتين يكتب الوسيط رمزه و عدد الاسهم التي يريد شراؤها او بيعها (بالوحدات) و السعر الذي يحدده بناء على اوامر عملائه ، و تتم عملية المزادة بين الوسطاء على اللوائح . و عندما يقوم احد الوسطاء بشطب امر وسيط اخر ، فانه يكون قد قبل بشراء او بيع هذه الصفقة ، و بالتالي يتم تنفيذ العقد حيث يقوم الوسيط البائع بتعبئة نموذج عقد القاعة و المكون من اربع نسخ ثم يقوم بختم العقد على الساعة الموجودة داخل القاعة لتبين وقت ابرام العقد و كذلك يثبت في العقد اسم الشركة المتداولة اسهمها و عدد الاسهم و السعر اضافة لاسم الوسيط البائع و اسم الوسيط المشتري . و يتم التوقيع على العقد من قبل الطرفين ، و بعد ذلك يسلم نسختين من العقد الى موظفي السوق و يحتفظ الوسيطين بنسخة لكل منهما .

كما يقوم الوسيط برفع عقود التمويل التي تتضمن اسم البائع و المشتري و عدد الاسهم و السعر و اسم الشركة، و تتم مطابقتها مع كشف العمولة لذلك الوسيط بعد ان يكون ذلك الكشف قد دقق و ثبتت صحته و مطابقتها لما جرى في قاعة التداول، و تدفع عقود التحويل بطوابع الواردات ثم ترسل الى دائرة الوسطاء و القاعة و يتم تدقيقها و تختم و توقع ، و بعدها ترسل الى دائرة التدقيق و من ثم الى دائرة الشركات . و تقوم دائرة الشركات بمطابقة العقود مع كشف شراء الوسيط المرفق ، و بعد ذلك يتم تسجيل العقود في سجل الشركة و تتم مطابقة مجموعة اسهم الشركة مع ما هو في نشرة التداول اليومية و ترسل العقود الى الشركة . و يفترض ان يصل العقد الى الشركة لتثبيت عملية التحويل خلال ثلاثة ايام من تاريخ التداول وان ترسل الشركة، و خلال اسبوع ، اشعارا باسم المستثمر الجديد للتأكد من ان الشركة قامت بتثبيت عملية التحويل .

ي - الوسطاء :

يعمل حاليا في السوق ٢٦ مكتبا و شركة وساطة براسمال مقداره ٤٥،٤ مليون دينار ، منها سبع شركات مساهمة عامة براسمال يتراوح ما بين ٢ - ١٠ مليون دينار ، و ١٧ شركة ذات مسؤولية محدودة براسمال يتراوح ما بين ٣٠٠٠٠ - ١٠٠٠٠٠٠٠ دينار، و شركتي تضامن براسمال مقداره ٥٠ الف دينار و ٤٠ الف دينار .

و من جانب اخر ، فقد حددت تعليمات التداول و قرارات لجنة ادارة السوق بعض المعايير و النسب المالية لضمان سلامة الاوضاع المالية لشركات الوساطة ذات المسؤولية المحدودة و شركات التضامن و التي يمكن تلخيصها بما يلي :

- ١- ان تتم تسوية ارصدة العملاء الناشئة عن عمليات شراء و بيع الاوراق المالية خلال اسبوع من تاريخ نشوء الذمة .
- ٢- التقيد بعدم تجاوز ارصدة العملاء المدينة الناشئة عن عمليات الاستثمار في اي وقت من الاوقات عن ٢٠٠ في المئة من حقوق الشركاء .
- ٣- عدم تجاوز ارصدة العملاء الدائنة، في اي وقت من الاوقات، ٢٠٠ في المئة من حقوق الشركاء .

٤- عدم تجاوز مجموع مسحوبات جميع الشركاء في اي وقت من الاوقات ٢٠ في المئة من رأس المال المدفوع للشركة .

٥- ان تتم تصفية و تسوية جميع عقود القاعة المبرمة في ما بين الوسطاء بشكل فوري .

٦- يمنع على الوسيط المشتري قبول شيكات مؤجلة الدفع و مسحوبة على عملائه او مظهره لصالحه سدادا لفواتير شرائهم . كما يمنع على الوسيط البائع تحرير شيكات مؤجلة مسحوبه عليه او مظهره منه لصالح عملائه .

٧- تحديد رؤوس الكفالة المالية التي يجب تقديمها للسوق من قبل شركات الوساطة بمبلغ ١٠٠ الف دينار ، و تحديد شركات الوساطة المسموح لها بالتعامل لصالح محافظتها بتلك التي لا يقل رأس مالها عن ١٠٠ الف دينار .

اما بالنسبة للشركات المساهمة العامة ، فان تعاملها ببيع و شراء الاسهم لصالح عملائها يخضع للتعليمات الصادرة عن البنك المركزي بهذا الشأن .

العوامل المؤثرة على نشاط السوق :

من خلال تحليل تطور سوق عمان المالي، تبين ان اهم العوامل المؤثرة في احكام التداول لدى هذا السوق هي :

١- اداء الشركات المدرجة في هذا السوق :

من الواضح تماما ان الشركات المساهمة العامة ذات السمعة المالية الطيبة و القدرة على تحقيق الارباح، تتمتع باسعار اسهم مرتفعة نتيجة لاقبال المستثمرين على شراء اسهم مثل هذه الشركات . و لعل ابرز الامثلة على ذلك ان الشركات المساهمة المتعثرة تقل الاسعار السوقية لاسهمها عن القيمة الاسمية لمثل هذه الاسهم . و من امثلة هذه الشركات ، و التي تبلغ القيمة الاسمية لاسهمها دينار واحد ، يمكن ذكر ما يلي :

١- مصانع الزجاج الاردنية ، اذ تراوح سعر سهم هذه الشركة خلال الايام الاخيرة من عام ١٩٩٢ بين ٠،٨٠ دينار و ١،٠١ دينار . و تعاني هذه الشركة من صعوبات تسويقية و ادارية اثرت سلبيا على مستويات ارباحها .

ب- المؤسسة الطبية الاردنية و التي يبلغ سعر السهم
السوقي لها حوالي ٠,٧٣ دينار .

ج- الاردن و الخليج العقارية و التي يبلغ السعر المصرفي
لاسهمها حوالي ٠,٨٩ دينار .

و من ناحية اخرى فان الشركات المساهمة الفئوسية ذات
السمعة الطيبة تتمتع باسعار اسهم سوقية مرتفعة . و لعل
ابرز الامثلة على ذلك هو البنك العربي، الذي يبلغ سعر
سهمه السوقي حوالي ١٣٥ دينار ، في حين ان سعره الاسمي
يبلغ ١٠ دنانير اردنية فقط .

و لعل من اهم الفترات خلال السنة التي يؤثر اداء الشركات
على سعر اسهمها هي فترات ما قبل انعقاد مجالس ادارة
الشركات لمناقشة ميزانية العام الماضي و اعلان توزيع
الارباح على المساهمين ، حيث ترتفع اسعار اسهم الشركات ،
التي يشاع عنها في السوق انها حققت ارباحا ، ارتفاعا
كبيرا فيما تنخفض اسعار اسهم الشركات الخاسرة .

هذا من الناحية الاجمالية ، لكن من ناحية اخرى ، تتأثر
حركة اسعار الاسهم في السوق كثيرا بالمضاربات التي تجري
يومية على هذه الاسهم .

اما اسعار السندات ، فبالاضافة الى تأثرها بالمضاربة
عليها ، تتأثر باسعار الفائدة على الودائع ، فاذا كانت
اسعار الفائدة على هذه الودائع مرتفعة، انخفض الطلب
عليها و انخفضت اسعارها ، و العكس صحيح ايضا .

٢- الظروف الاقتصادية السائدة :

من الواضح تماما من خلال استعراض التطور التاريخي لاسعار
الاسهم و حجم التداول في سوق عمان المالي اثر التطورات
الاقتصادية في الاردن على كل منهما . فخلال فترة الطفرة
النفطية الممتدة خلال الفترة ١٩٧٦ - ١٩٨٢ و التي شهد
الاردن فيها معدلات نمو حقيقية قياسية ، نما معدل
التداول و ارتفعت اسعار الاسهم المتداولة في سوق عمان
المالي بشكل مضطرب خلال هذه الفترة ، اما في فترة الكساد
الاقتصادي التي اشرت على الاردن منذ بداية عام ١٩٨٣
و لغاية ١٩٨٧ ، فقد مالت اسعار الاسهم و احجام التداول
الى الاستقرار ، بل الانخفاض، خلال بعض السنوات بسبب

احجام المستثمرين و ضعف الثقة بالاقتصاد الاردني و انخفاض اداء الشركات المساهمة خلال هذه الفترة بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها .

اما في عام ١٩٨٨ ، حين وصلت الازمة الاقتصادية الى ذروتها ، فقد انخفضت احجام التداول و اسعار الاسهم المتداولة انخفاضاً ملحوظاً متأثرة بالاضاع الاقتصادية العامة السيئة التي شهدا الاردن خلال هذه الفترة .

لكن في نهاية العام المذكور، قام البنك المركزي الاردني بتخفيض سعر صرف الدينار ، فتعرض سعر صرفه لهزة عنيفة اضعفت الثقة به و مال المستثمرون الى التخلص منه عن طريق شراء الاسهم و السندات ، فارتفعت معدلات اسعار الاسهم و احجام التداول ارتفاعاً كبيراً خلال عام ١٩٨٩ كما بينا في السابق .

كما شهد سوق عمان المالي انخفاضاً عاماً في اسعار الاسهم و احجام التداول خلال ازمة الخليج ، لكنه عاد الى النشاط بعد هذه الازمة ، خاصة بسبب عودة ما يقارب الـ ٣٠٠ الف مواطن اردني من العاملين في الكويت و غيرها من الدول الخليجية . و قد قام هؤلاء باستثمار قسماً من مدخراتهم في شراء الاسهم و السندات مما انعكس ايجابياً على اسعار هذه الاسهم و السندات و احجام تداولها خلال عام ١٩٩٢ بالتحديد .

التوجهات المستقبلية للسوق :

ان تعاظم دور سوق عمان المالي في خدمة الاقتصاد الاردني بما يعزز مسيرة هذا الاقتصاد و اهميته في حشد المدخرات الوطنية و ايجاد الصلة بين المدخر و المستثمر ، اي بين عرض رأس المال و الطلب عليه ، ادى الى التفكير جدياً في هذه المرحلة في تطوير السوق بما يتلاءم و هذا الدور الهام ليكون صرحاً اقتصادياً متميزاً يواكب مرحلة البناء الدؤوبة في هذا الوطن العزيز و بما يعزز البرامج و الجهود التصحيحية التي بدأ الاردن بانتهاجها منذ عام ١٩٨٩ .

لقد اهتمت ادارة السوق بالعمل على وضع تصور مستقبلي متكامل لتحقيق هذا التطور من خلال برنامج واضح يتضمن تحديث التشريعات و الانظمة التي تحكم اعمال السوق و رفع كفاءة الجهاز الاداري فيه ، مثلما يتضمن ادخال التقنية الحديثة على اعماله المختلفة ، بالاضافة لاستحداث ادوات مالية جديدة

٦- وضع برنامج تدقيق واضح المعالم لشركات الوساطة للتأكد من مدى التزامها بالتعليمات و الانظمة و القوانين المالية المطبقة، و كذلك وضع تصور حول طبيعة المعلومات الواجب على شركات الوساطة تزويد ادارة السوق بها بشكل دوري للتعرف بشكل دائم على اوضاعها المالية .

ضمن هذا الاطار ، فقد انتهت السوق من مراجعة موضوع شركات الوساطة القائمة في السوق حيث سيتم عرض هذا الموضوع في اقرب فرصة ممكنة على لجنة ادارة السوق لاتخاذ الاجراءات المناسبة بهذا الشأن و ذلك لضمان قيام شركات الوساطة بالدور الموكل اليها بكل كفاءة .

و مما يذكر في هذا المجال ان لجنة ادارة سوق عمان المالي اصدرت عام ١٩٨٣ قرارات تقضي بوقف ترخيص اية شركات وساطة نظرا لعدم وجود قدرة استيعابية لشركات جديدة . لذلك لم يتم في عام ١٩٨٢ ترخيص اية شركة وساطة و ذلك بالرغم من صدور قرار من مجلس الوزراء عام ١٩٨٥ يقضي بترخيص شركتين استثماريتين صانعتين للاسواق للعمل كوسطاء في سوق عمان المالي و ذلك في اطار سياسة الحكومة آنذاك لتنشيط و تنظيم التعامل مع الاوراق المالية الاردنية .

ج - سوق السندات :

يعاني سوق السندات في المرحلة الحالية من ضعف شديد، حيث يمكن ملاحظة ذلك من خلال تدني معدلات التداول اليومية في هذا السوق ، علاوة على ان سوق رأس المال في الاردن لا زال يعتمد على الاقتراض من البنوك او عن طريق الاسهم اكثر من الاقتراض من خلال السندات بانواعها .

و في هذا المجال تقوم ادارة السوق حاليا بدراسة كافة السبل لتنشيط سوق السندات في الاردن بما في ذلك مراجعة القضايا التشريعية المرتبطة بهذا الموضوع .

د - ادخال التقنية الحديثة على اعمال السوق :

بدأت عملية ادخال التقنية الحديثة و مكننة اعمال السوق على مرحلتين ، تم انجاز المرحلة الاولى منها خلال عام ١٩٩١ عندما ادخلت اجهزة الحاسوب الى دائرتين من دوائر السوق حيث تم انشاء نظام خاص هو نظام الاسهم و السندات

في قاعة التداول و هو نظام يتم فيه ادخال عقود القاعة الخاصة بتداول الاسهم و السندات في الحاسوب مع اجراء الرقابة اللازمة على اوامر التداول اثناء ادخال العقود، و يتيح هذا النظام استخراج النشرات اليومية و الدورية لاسعار و احجام التداول و مختلف التقارير الاحصائية سواء بالوسطاء او الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق .

و قد تم البدء بالتحضير للمرحلة الثانية، فطرح خلال العام ١٩٩٢ العطاء المتعلق بمشروع مكننة اعمال السوق حيث سيتم ادخال نظام الحاسوب لبقية دوائر السوق. من الدوائر التي تتجه النية لمكنتها في هذه المرحلة عمليات ما بعد القاعة و قاعدة معلومات المساهمين الكبرى و عمليات التداول المستثناة من القاعة و انظمة دائرة الشؤون الادارية و المالية . و من التوجهات الهامة الخاصة بمكننة السوق ، انشاء نظام بث تلفزيوني كامل لعملية التداول داخل قاعة السوق يواكب الانظمة الخاصة بالاسواق العالمية الكبرى .

هـ - الادوات الاستثمارية الجديدة :

تقوم ادارة سوق عمان المالي في المرحلة الحالية بدراسة اساليب تنشيط سوق رأس المال في الاردن و ذلك من خلال ادخال ادوات مالية جديدة على السوق، و ضمن هذا التوجه يقوم السوق حاليا بدراسة وسائل تطبيق الجوانب الهامة التالية :

١- صناديق الاستثمار المشتركة :

تشجيع انشاء شركات او صناديق الاستثمار المشترك التي تقوم بدور تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار في الاسهم . و جدير بالذكر ان هذه الادارة الجديدة ستسهم الى درجة كبيرة في تجميع المدخرات (بما في ذلك المدخرات العائدة لصغار المدخرين) و توجيهها نحو الاستثمار في الاسهم مما يعطي دفعا و بعدا جديدين لتوجيه المدخرات نحو الاستثمار في الاسهم .

٢- شركات التغطية :

تقوم شركات التغطية بضمان عمليات تغطية اصدارات الاسهم في السوق الاولي للاسهم حيث يمكن، ضمن هذا الاطار، تشجيع الشركات و البنوك القائمة للقيام بهذه

المهمة لما لذلك من أهمية في دعم توجه رأس المال للاستثمار .

٣- صانعو الاسواق المتخصصون :

تقوم الشركات صانعة الاسواق بدور مهم من خلال توفير سوق دائم للاسهم ، و خاصة الاسهم ذات التداول المحدود حيث تقوم بتوفير عرض مناسب من هذه الاسهم، و في نفس الوقت تكون مستعدة لشراء عروض البيع لهذه الاسهم. اما في ما يتعلق بالمتخصصين، او ما يعرف بال Specialists ، فتقوم هذه الشركات بالتدخل في عمليات البيع و الشراء لاسهم محددة و ذلك لضمان تحقيق سوق منظم و مستقر . و يبدو انه من المهم في هذه المرحلة الترخيم لعدد محدود من الوسطاء للقيام ببيع هذه المهام تمهيدا لزيادة كفاءة السوق و لتخفيض التقلبات التي تطرأ على اسعار الاسهم اذا ما كانت هذه التغيرات دون مبررات مقبولة .

و- مركز الايداع و التحويل :

ان انشاء مركز الايداع و التحويل (و يضم اقسام المساهمين لكافة الشركات المساهمة) يعتبر من التحديات الهامة التي تواجه السوق في المرحلة القادمة . و لعل من اهم المعوقات التي تقف امام تحقيق هذا الهدف عدم وجود مقر دائم للسوق او مكان مناسب لهذه الغاية . و من اجل تحقيق ذلك، يعمل السوق حاليا على شراء قطعة ارض تمهيدا لانشاء مبنى دائم للسوق و تخصيص مكان مناسب في هذا المبنى لشركات الوساطة و مراكز الايداع و التحويل .

الفصل الرابع

تنظيم السوق المالية في لبنان

اذا شئنا تنظيم السوق المالية في لبنان والتأكد من عملها على شكل يخدم الاقتصاد والمستثمرين، لا بد لنا من الالتفات الى الاهداف الاساسية الاقتصادية في هذه المرحلة وانساق تطور الاسواق الدولية والاقليمية من اجل انتقاء ما يناسبنا في مجال انعاش وتطوير السوق المالية .

لبنان بحاجة لتشجيع الادخار والاستثمار كما هو بحاجة لاستعادة رؤوس اموال ونشاطات قسم كبير من رواد الاعمال اللبنانيين الذين يعملون على نطاق دولي ، ويجب أن يحتفظ لبنان بأسبقية في مجال التعامل مع الاسواق الدولية، وهذا الشرط واجب وضروري لاستعادة رأس المال اللبناني من الخارج .

اضافة الى هذه التوجهات العامة، لا بد من التأكيد على أن النشاط الهام في السوق المالي للاقتصاد اللبناني يتمثل في السوق الاولية ، اي نشاطات السوق التي تؤدي الى تأمين الاموال لمشاريع جديدة ، او لتوسيع نشاطات مشاريع قائمة او لتغطية سندات اصدار من هيئات عامة وخاصة ، فالسوق الثانوية التي يتم فيها تداول الاسهم والسندات المصدرة لا تسهم في توسيع قاعدة النشاط الاقتصادي وان كانت هي على قدر من الهمية بالنسبة لسيولة القيم وعمق السوق .

لقد بينا لدى استعراضنا التطورات الدولية ان شروط نجاح السوق يمكن تصنيفها الى ثلاث فئات ، وهناك بنود متعددة لا بد من توافرها بالنسبة لكل فئة وهذه، بعناوينها العامة، هي:

- ١ - عمق السوق واستمراريتها وسيولتها .
 - ٢ - توافر المعلومات الواضحة والدقيقة حول الشركات والمؤسسات وحتى الدول التي يجري التعامل بأسمائها وسندياتها او عملاتها .
 - ٣ - سهولة ودقة تنفيذ العمليات .
- بالمقابل هناك خطرين اساسيين من الاسواق المالية يجب تداركهما .

- فقدان المعلومات للمتعاملين على حد سواء ونقص المعلومات المتوافرة .
- مخاطر انهيار السوق او النظام المالي بحد ذاته .

عمق السوق واستمراريتها وسيولتها

ان عمق السوق يتكون من تعدد الاوراق المالية التي يجري تداولها وحجم الاموال التي تدخل السوق وتنوع المؤسسات العاملة في السوق .

سوق بيروت كانت تشكو من محدودية عدد الاسهم المطروحة كما كانت ولا زالت تشكو من الصبغة العائلية لغالبية الشركات المساهمة، والقانون لم يفرض شروطا تؤدي لتوسيع اعداد المتعاملين في السوق، فليس هنالك من شروط على توزيع نسبة من الاسهم ما بين عدد كبير نسبيا من المساهمين كما في مصر والاردن وقبرس والولايات المتحدة (والارقام الاقليمية تتمحور حول نسبة ٣٠ في المئة من الاسهم للجمهور على الاقل ، وعدد من المساهمين يتراوح ما بين ١٥٠ و ٢٠٠ مساهم) .

كذلك القانون اللبناني لا يفرض على الشركات المساهمة تسجيل اسهمها للتداول في السوق ، والشركات التي تختار ان تفعل ذلك تواجه شروطا قاسية . بالنسبة لبعض الشركات المساهمة، كالمصارف مثلا، هنالك قيود على انتقال الاسهم تكاد ان تكون تعجيزية ، والمفروض تسهيل عملية تملك وبيع اسهم البنوك لانها تمثل شريحة حيوية في السوق اللبنانية ، وقيود مصرف لبنان على انتقال الاسهم غير مبررة، في حين الشروط المتعلقة باعضاء مجالس الادارة واسهمهم لها ما يبررها . ان اختبار دول الخليج كما الاردن يبين ان التداول في اسهم البنوك يشكل اما النسبة الغالبة من التبادل (كما هو الوضع في بلدان مجلس التعاون الخليجي) او نسبة لا تقل عن ٤٠ في المئة من حجم المبادلات كما في الاردن .

ويمكن، بل يجب، اعتبار شركات التأمين كالمصارف ، من المؤسسات البالغة الاهمية في السوق المالية ، فشركات التأمين تحمل مسؤولية نوع خاص من الادخار ذو اهمية فائقة لافراد سواء في حياتهم اليومية ام خلال فترة التقاعد ام في حالات الوفاة ، ومن الضروري في لبنان توسيع قاعدة المشاركة في ملكية شركات التأمين واخضاعها لرقابة تشابه الرقابة على

المصارف للتيقن من سلامة اوضاعها وحثها على المشاركة في الاقتصاد الوطني .

تعميق السوق في لبنان يستوجب:

- توسيع قاعدة المساهمين بالزام الشركات المساهمة تخصيص نسبة غير بسيطة للاكتتاب من الجمهور .
- تعدد الشركات المدرجة اسهما في السوق ، ولا شك ان ادراج اسهم الشركة العقارية امر بالغ الاهمية لان قيمة اسهم الشركة التي ستبلغ حوالي ملياري دولار تزيد بكثير على قيمة مجموع اسهم الشركات المدرجة حتى تاريخه . وربما من المفيد، في حال اعتماد التخصية بالنسبة لبعض النشاطات، ادراج اسهم الشركات المعنية. وتكفي الاشارة الى ان عمليات التخصيم في الأرجنتين استدرجت استثمارات بمليارات الدولارات .
- التداول بسندات الخزينة في السوق وتنوعها بالنسبة لفترات الاستحقاق والفوائد، ولا يخفى ان سندات الحكومة في حال استقرار سعر الليرة تصبح وسيلة جيدة للدخار والاستثمار. وحجم الدين العام اصبح مقاربا لـ ٣ مليارات دولار ، وبالتالي سندات الخزينة ، اضافة الى اسهم الشركة العقارية واسهم البنوك والشركات الكبرى- في حال ادراجها- تجعل القيمة السوقية للاسهم والسندات اكثر من ٥ مليارات دولار اي ما يتجاوز حجم الناتج القومي ، وهذا مؤشر جيد .
- افساح مجال الاكتتاب عبر السوق في اصدارات اسهم لشركات قيد التأسيس توفر المعلومات الدقيقة حول اهدافها، ومؤسسيها وكبار حملة الاسهم وتوجهات العمل ، وهذا التوجه يسهم في تعزيز نشاط السوق الاولية الذي هو هدف حيوي لتجميع المدخرات وتوجيهها الى استثمارات واعدة .
- تنويع الهيئات المشاركة في عمل السوق بحيث تشمل:
 - البنك المركزي
 - البنوك التجارية
 - بنوك الاعمال
 - الشركات المالية اللبنانية
 - الشركات المالية الاجنبية
 - بيوتات الوساطة على ان تكون متنوعة وتشمل مؤسسات الوساطة البحتة .

الشركات التي تقوم بالوساطة وتشتري اسهما وسندات
لحسابها
الشركات التي تتعهد بتغطية الاصدارات
الشركات الصانعة للاسواق
الصناديق المشتركة Mutual Funds
شركات المشورة المالية

ويجب أن تتحدد رؤوس اموال ما اسميناه بيوتات الوساطة
بحسب المسؤولية المالية لكل نوع من الاعمال ، ويمكن ان
تقوم شركة ما باكثر من عمل . وعلى اي حال يجب ان لا يقل
راس مال اي من هذه المؤسسات عن ٢٥٠ الف دولار وان يرتفع
بالنسبة للشركات الصانعة للاسواق ، والتي تتعهد بتغطية
الاصدارات، عن ٥ و ١٠ ملايين دولار .

ان الهدف من ضم بيوتات المال الاجنبية الى السوق هو ان
لا تستمر في اعمالها خارج السوق وبالتالي يمكنها ان توفر
حافزا للبنانيين المتعاملين مع هكذا شركات على العمل من
لبنان ، ويتوافر للبنانيين من عمل هذه الشركات خبرة
مفيدة ، كما بإمكان هذه الشركات ان تسهم في توجيه رؤوس
اموال الى لبنان حين تتبدى فرص مناسبة .

ويجب التذكير في هذا الصدد ان هنالك اكثر من الف شاب
وشابة من اللبنانيين يعملون لدى بيوتات المال الدولية
الكبرى ولا شك ان نشاط بعض هذه البيوتات في السوق
المالية اللبنانية يؤدي الى استعادتنا لعدد غير بسيط من
هؤلاء الشباب .

- ادراج اكبر عدد ممكن من اسهم الشركات العربية التي تسمح
دولها بتملكها من غير مواطنيها .

توافر المعلومات ودقتها

ان المعلومات عن الشركات اللبنانية لا تتوافر بالشكل
والعمق والوضوح كما يجب ، واسباب ذلك تعود الى اهمال القيمين
على الشركات لموجبات النشر ، وعدم صرامة هذه الموجبات ،
وتفاوت مستويات التدقيق المحاسبي .

يجب على السلطات ، تأميننا لتوافر المعلومات بشكل صحيح ،
فرض الزام نشر الميزانيات كل ستة اشهر مع بيانات مالية
وافية ، وان تشتمل الأرقام على اية التزامات ملحوظة سواء تجاه
المدراء ، او الشركات التي تتعاطى معها الشركة المعنية ،

او الالتزامات الضريبية واعباء التعويضات للعمال وما شاكل ذلك .

و من الضروري ان تتبنى السلطات نظاما متطورا لممارسة مهنة المحاسبة و مهنة تدقيق الحسابات و فرض موجب التقيد بمستويات المهنة حسب القواعد العامة للمهنتين، و تسمى هذه بالانجليزية *General Principals of Accounting , and General Principals of Audit*

ويستحسن ربما تبني نظام شبيه بالنظام الموصى به من قبل دول مجلس التعاون الخليجي والذي نرفقه بملاحق هذه الدراسة .

المعلومات المحاسبية والمالية يجب ان توضع بشكل واضح قابل للفهم من المواطن العادي ، وفي اي حال لا بد من فرض موجب الاعداد الجامعي لممارسي مهنة المحاسبة والتدقيق والزام شركات المحاسبة والتدقيق بمسؤوليات مالية وجزائية بالنسبة لخطأ الفادح او المقصود وبالنسبة لكل تمويه الغرض منه اخفاء معلومات حيوية عن المساهمين .

ونرى ان على الشركات المساهمة الافصاح عن تعويضات كبار المدراء واعضاء مجلس الادارة وتبيان اية منافع اضافية للمعاشات سواء اكانت هذه بتوفير سيارة ، شقة ، تعويضات سفر او منافع بالنسبة لحياسة الاسهم واي تأمين على الحياة .

بالنسبة للشركات الاجنبية التي تشترك في عمل السوق، يفترض منها ان توفر للمستثمر المعلومات ذاتها التي توفرها في اسواق المال العالمية. ومعلوم ان معلومات السوق حول الاسهم والسندات والسلع والمعادن والعملات متوافرة عبر خدمات شركات متخصصة مثل رويتر ، تليريت ، بلومبرج الخ. ، وهذه يجب ان تكون بمتناول المستثمر .

وضوح المعاملات ودقتها

آلية العمل والاعلام في الاسواق المالية الدولية اصبحت متطورة لكي تتماشى مع تطورات التقنيات الالكترونية، ولا بد للسوق المالية من ان تحقق مستويات مماثلة في لبنان ، وهذا الامر يستوجب .

- وضع نظم واضحة للعملاء وكيفية انجاز معاملاتهم على شكل لا يسمح بالمفاضلة بين زبون وآخر وقيود العمليات بالساعة والدقيقة وانشاء غرفة للمقاصة واستلام الاسهم والسندات

والاوراق الخاصة بالمعاملات ، على ان تتوافر نسخ عن كل عملية لادارة السوق بحيث تستطيع التدقيق في مطابقة العمليات مع القيود وحل الخلافات بسرعة، ان وقعت، بالنسبة لآلية التنفيذ. ولا شك ان مسؤولية وضع هذا النظام تقع على عاتق لجنة البورصة التي نرى انها بشكلها الحالي مناسبة، شرط زيادة عدد اعضائها بعضوين يمثلان الشركات الاجنبية .

ان لجنة ادارة البورصة مسؤولة عن تنظيم العمليات ووضع شروط الانتساب للشركات والاشخاص ، وحل الخلافات البسيطة ، وتحديد شروط الابرء ، وتسليم الشهادات ، لكنها في كل ذلك تكون خاضعة لموافقة الهيئة العامة لادارة السوق المالي التي نقترح تشكيلها على اسر ولاسباب موضحة في ما بعد .

- وضوح المعلومات ودقتها وانتظام المعاملات كلها امور تستفيد من نظام عمل متطور ومستند الى استعمال الادمغة الالكترونية، لكن العنصر البشري يبقى هو الاعم، وهذا العنصر يتمثل بالعملاء الناشطين في السوق كافراد او موظفين لدى شركات مختصة ببعض اعمال السوق .

العملاء يفترض فيهم ان يتمتعوا بالعلم والخبرة وان يلتزموا الحصافة، لكن هذه المعايير تحتاج الى تعريف اوضح. ونرى ان قبرس حددت مواصفات للعملاء جيدة وقابلة للتطبيق في السوق المالية، والمواصفات التي تنطبق مع اوضاعنا وحاجاتنا هي:

١ - على العملاء ان يكونوا مواطنين لبنانيين بالغين سن الخامسة والعشرين وغير مدانين بحكم جزائي او جنحة شائنة وان لا يكونوا اصدروا شيكات بدون رصيد .

٢ - عليهم ان يكونوا مارسوا مهنة العميل لمدة سنة اما في لبنان او خارجه لدى شركات مختصة بعمل الاسواق المالية او شركات التمويل وبنوك الاعمال .

٣ - على العملاء ان يحملوا شهادة جامعية في علم الاقتصاد ، التسويق او ادارة الاعمال من جامعة معترف بها في لبنان او خارجه، والدرجة العلمية المطلوبة هي البكالوريوس وما فوق .

٤ - على طالبي الانتساب الافراد تقديم ضمانه مصرفية بقيمة عشرين الاف دولار والبرهان على توافر حسابات لهم لدى المصارف بمبلغ مماثل .

٥ - على جميع عملاء السوق المالية العمل طيلة فترة عمل السوق ويجب على الشخص المسؤول ان يكون بتصرف معاونيه، وفي حال غيابه عليه تفويض ممثل عنه كتابيا، واعمال الوكيل تلزم الموكل .

٦ - على عميل السوق ان يكون متفرغا لعمله ولا يمارس نشاطا آخر ويحظر على العملاء ان يكونوا اعضاء مجلس ادارة في اي شركة مساهمة او ان يمارسوا عملا في هكذا شركات .

٧ - الاشخاص المعنويين او الطبيعيين المالكين لنسبة تفوق ٥ في المئة من اسهم اي شركة يحظر عليهم الاعلان عن اسعار اسهم الشركة المعنية وتداول هذه الاسهم . ويستثنى من هذا التقييد اسهم شركات رأس المال المجازف Venture Capital .

٨ - في الحالات التي تملك فيها شركة مساهمة اكثر من ١٠ في المئة من اسهم شركة عاملة في السوق، لا يحق (للشركة/العميل) حيازة اسهم الشركة المساهمة بل فقط انجاز اعمال السمسرة بالنسبة لاسهم الشركة المساهمة .

تطبيق التوصيات المدرجة اعلاه بالنسبة لعرق السوق ووضوح المعلومات وسهولة انجاز العمليات يؤدي الى توفير قواعد العمل على ما هو مرغوب ، لكن مخاطر فقدان المعلومات وانهايار السوق المالي تبقى قائمة ما لم تتوافر هيئة للاشراف على السوق المالي تتمتع بصلاحيات واسعة وتشكل بعناية فائقة .

لقد سبق وذكرنا ان اسواق الاسهم والمبادلات في البلدان الصناعية تطورت كرد فعل من قبل القطاع الخاص للحاجة الى تنظيم المبادلات ، وفي البلدان النامية، غالبية الاسواق تأسست من قبل الحكومات من اجل تحقيق اهداف معينة (واهم هذه تحفيز الادخار والاستثمار وتفعيل العلاقات مع العالم الخارجي وتسريع النمو والتطور الاداري والمالي)، وبالتالي الحكومات لها مشاركة اكبر في تسيير الاسواق المالية .

عانى لبنان من فضائح مالية من اهمها تركة روجيه تمرز وممارسات ادارية عقيمة او حتى مجحفة، كما بالنسبة لاختبار وضع اليد على البنوك . وحيث ان لبنان بدأ يتعافى ويسترد قدرته على النمو بعد سنوات الحرب، لا بد من ايلاء السوق المالية عناية فائقة وذلك عن سبيل ابعاد مجالات التلاعب بل حتى اشباح التلاعب ، ولهذا السبب يجب ان تكون السوق خاضعة لاشرف هيئة للادارة تتمتع بصلاحيات ومسؤوليات واسعة ،

وهناك صورة واضحة عن هذه المسؤوليات متوافرة في القوانين المتعلقة بأسواق مصر والاردن وقبرس، إضافة الى الولايات المتحدة وكوريا. وقبل الخوض في موضوع الهيئة العامة، لا بد من التأكيد على امر بالغ الأهمية .

الرقابة على اعمال السوق يجب ان تكون دقيقة وفعالة، انما في الوقت ذاته يجب ان لا تعرقل محرى الاعمال العادية وتتسبب في انطفاء السوق قبل قيامها .

الشروط المطلوبة لتفعيل سوق مالية ناشطة ومؤثرة ايجابيا في توجيه الاموال للاستخدامات الافضل وتوسيع فرص العمل وتكريس بيروت كمركز مالي اقليمي ودولي كما هو مطلوب ، متعددة ومن اهمها ما يلي:

١ - القوانين التي تقولب النشاط ، وهذه يجب ان تكون واضحة وتفصح للمستثمر مجال التأكد من حقوقه وملاحقتها بسرعة ووضوح .

٢ - شروط وآلية العمل والتنفيذ ، وهذه تستوجب تمتع السوق اللبنانية بافضل شروط المواصلات الدولية والانظمة المعلوماتية لتوفير المعلومات المطلوبة عن الاسهم والسندات والسلع والمعادن واسعار الفائدة ، الخ. والشباب المقتدر على التنفيذ المتمتع بالكفاءات والخبرات والاتصالات المطلوبة .

٣ - تنوع وسائل الاستثمار من سندات الدين العام التي يفترض تداولها في السوق الى الاسهم وسندات الدين المحلية والاسهم الاجنبية والسلع والمعادن والعقود المستقبلية .

٤ - تعدد الشركات العاملة في السوق وتمتعها بالخبرة والراسمال الذي يكفل تخطي هذه الشركات اية مصاعب تنتج عن عجز زبون او اكثر عن التنفيذ .

٥ - انخفاض الضرائب على ارباح الشركات في لبنان ومعاشات العمال والموظفين مع تبسيط شروط ضريبة الدخل بحيث لا تعود تحتمل التأويل .

٦ - تنظيم السوق وهيئات الرقابة على اسس متقاربة من القوانين والتنظيمات المعمول بها في اسواق المال الرئيسية مثل نيويورك وطوكيو ولندن وباريس وسوق كوريا الجنوبية .

٧ - تحديد رسوم التعامل، للبيع والشراء، على مستويات منافسة لما هو معمول به في الاسواق الناشطة ، وهذا الامر ينحصر برسوم تبادل الاسهم والسندات والاصدارات اللبنانية والعربية لان الاسهم والسندات الاجنبية كما المعادن والسلع والعملات والعقود المستقبلية اصبحت الرسوم بشأنها تقرر بعوامل المنافسة في الاسواق المعنية، ويلاحظ ان الرسوم في سوق عمان مرتفعة (٦،٠ من واحد في المئة للبائع والمشتري)، وفي قبرس كذلك حيث ان النسبة الكلية تبلغ ١،٥ في المئة .

٨ - السوق المالي في لبنان يجب ان يكون منفتحا على التمثيل الاجنبي شرط التزام المؤسسات المالية والمصرفية الاجنبية بشروط الانتساب والعمل التي تقرر لتنظيم نشاط السوق في لبنان .

٩ - ان قانون البورصة وتعديلاته حتى عام ١٩٨٥ اصبح بحاجة لتعديلات متنوعة منها ما يتعلق براسمال الشركات المسجلة وشروط قيدها ومنها ما يتعلق بانتساب العملاء وغيرها من الامور المتعددة .

النقص الاساسي في التشريع ، وقياسا على الرغبة في تنشيط سوق مالية بكل معنى الكلمة ، يتجلى في خلو التشريع والتنظيم اللبناني من لحظ اي هيئة للاشراف على نشاط السوق وممارسة دور المرجعية على شكل يحول دون تعريف المساهمين والمتعاملين لمخاطر نقص المعلومات والاستغلال والاحتكار .

لهذه الاسباب لا بد ، اضافة الى لجنة البورصة التي تعنى اساسا بالاسهم والسندات اللبنانية، من انشاء هيئة عامة لادارة السوق تتمتع بالاستقلال المالي والاداري ، وتسمى ببناء على اقتراح من وزير المالية وموافقة مجلس الوزراء .

ان الاقتراحات الواردة حول طبيعة السوق المالي القانونية وتشكيلة هيئة ادارة السوق واهداف هذه الهيئة وصلاحياتها مقتبسة الى حد بعيد من التشريع المصري (ونلحق بدراستنا قانون السوق المالي في مصر الصادر صيف ١٩٩٢) مع بعض التعديل كي تتناسب الاقتراحات مع اوضاع لبنان ، ومعطياته ومستوياته .

طبيعة السوق المالية

طبيعة السوق القانونية انها هيئة عامة تتبع وزير المالية، وتتولى الهيئة العامة لسوق المال تطبيق احكام القانون و القرارات الصادرة تنفيذًا له ، ولها ابرام التصرفات واتخاذ الاجراءات اللازمة لتحقيق اغراضها وعلى الاخص :

- ١ - تنظيم وتنمية سوق رأس المال ، ويجب اخذ رأي الهيئة في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال .
- ٢ - تنظيم او الاشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال او الراغبين في العمل فيه .
- ٣ - الاشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها .
- ٤ - مراقبة سوق رأس المال للتأكد من ان التعامل يتم على اوراق مالية سليمة وانه غير مشوب بالغش او النصب او الاحتيال او الاستغلال او المضاربات الوهمية .

مجلس ادارة هيئة السوق

مجلس ادارة هيئة ادارة السوق يشكل على الوجه التالي:

- رئيس الهيئة
- نائبا لرئيس الهيئة
- المدعي العام المالي

وخمسة اعضاء من ذوي الخبرة يصدر بتعيينهم و تحديد مكافاتهم لمدة سنتين قابلة للتجديد قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح وزير المالية . ويفترض ان يكون رئيس الهيئة من الافراد المتمتعين بالمعرفة المالية الاقتصادية والقانونية ومتمتعًا بحسن السيرة .

كما يصدر قرار بتعيين رئيس الهيئة ونائبه و تحديد التعويضات المالية لهما من مجلس الوزراء لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد اخرى .

مصادر موارد هيئة السوق

موارد الهيئة تتكون من مصادر متعددة هي:

- ١ - الاعتمادات التي تخصصها لها الدولة .

ب - الرسوم التي تحصلها الهيئة طبقاً - لاحكام هذا القانون .

ج - مقابل الخدمات التي تقدمها .

د - الغرامات التي يحكم بها تطبيقاً لاحكام القانون .

ه - القروض والمنح المحلية والخارجية التي يوافق عليها مجلس ادارة الهيئة بعد اعتمادها من السلطة المختصة قانوناً .

يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي الى التلاعب في الاسعار . ويكون له الغاء العمليات التي تعتمد بالمخالفة لاحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها او التي تتم بسعر لا مبرر له .

كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية اذا كان من شأن استمرار التعامل بها الاضرار بالسوق او المتعاملين فيها .

ولرئيس الهيئة ان يتخذ في اي وقت اياً من الاجراءات السابقة .

يجوز لرئيس الهيئة ، اذا طرأت ظروف خطيرة ، ان يقرر تعيين حد اعلى وحد ادنى لاسعار الاوراق المالية باسعار القفل في اليوم السابق على القرار ، وتفرض هذه الاسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الاوراق المالية .

ويبلغ القرار فور اتخاذه الى الوزير ، وللوزير ان يوقف تنفيذه ويبين طريقة تعيين الاسعار ومراقبة الاعمال في البورصات .

ينشأ صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية .

ويكون انشاء هذا الصندوق بقرار من مجلس الوزراء بناء على عرض الوزير واقتراح مجلس ادارة الهيئة .

ويتضمن قرار انشاء الصندوق نظام ادارته وعلاقته بالشركات المشار اليها ونسبة مساهمة كل منها في موارده ، وقواعد انفاق واستثمار هذه الموارد ، والمخاطر التي يؤمنها الصندوق واسس التعويض عنها .

الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطا او اكثر من الانشطة التالية:

- ا - ترويج وتغطية الاكتتاب في الاوراق المالية .
- ب - الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر اوراقا مالية في زيادة رؤوس اموالها .
- ج - رأس المال المخاطر .
- د - المقاصة والتسوية في معاملات الاوراق المالية .
- هـ - تكوين ادارة محافظ الاوراق المالية وصناديق الاستثمار .
- و - السمسرة في الاوراق المالية .

وتقدم طلبات تأسيس هذه الشركات الى الهيئة ، وتبين اللائحة التنفيذية اجراءات واوضاع تأسيسها والاحكام المنظمة التي تدخل في تلك الانشطة .

يشترط لمنح الترخيم :

- ا - ان يكون طالب الترخيم شركة مساهمة او شركة توصية بالاسهم .
- ب - ان يقتصر غرض الشركة على مزاولة نشاط او اكثر من الانشطة المبينة اعلاه .
- ج - الا يقل رأس مال الشركة المصدر وما يكون مدفوعا منه عند التأسيس عن الحد الأدنى الذي تحدده اللائحة التنفيذية بحسب نوع الشركة وغرضها .
- د - ان تتوافر في القائمين على ادارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها على النحو الذي يصدر به قرار من مجلس ادارة الهيئة .
- هـ - اداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والاجراءات المنظمة للخصم منه واستكمالها وادارة حصيلته ورده قرار من مجلس ادارة الهيئة .
- و - الأ يكون قد سبق الحكم على احد مؤسسي الشركة او مديريها او احد اعضاء مجلس الادارة خلال الخمس سنوات السابقة على تقديم طلب الترخيم بعقوبة جنائية او بعقوبة جنحة في جريمة

ماسة بالشرف او الامانة او في احدى الجرائم المنصوص
عليها في قوانين الشركات او التجارة او الحكم باشهار
الافلاس ما لم يكن قد رد اليه اعتباره .

صلاحيات للهيئة

لمجلس ادارة الهيئة ، اذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس
المال او مصالح المساهمين في الشركة او المتعاملين معها ، ان
يتخذ ما يراه من التدابير الآتية :

- ا - توجيه تنبيه الى الشركة .
 - ب - منع الشركة من مزاولة كل او بعض الانشطة المرخص لها
بمزاولتها .
 - ج - مطالبة رئيس مجلس ادارة الشركة بدعوة المجلس الى
الانعقاد للنظر في امر المخالفات المنسوبة الى الشركة
واتخاذ اللازم نحو ازالتها . ويحضر اجتماع مجلس الادارة
في هذه الحالة ممثل او اكثر عن الهيئة .
 - د - تعيين عضو مراقب في مجلس ادارة الشركة ، وذلك للمدة
التي يحددها مجلس ادارة الهيئة ، ويكون لهذا العضو
المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه في ما يتخذ من
القرارات .
 - ه - حل مجلس الادارة وتعيين مفوض لادارة الشركة مؤقتا لحين
تعيين مجلس ادارة جديد بالادارة القانونية المقررة .
 - و - الزام الشركة المحافظة بزيادة قيمة التأمين المودع
منها .
- يكون التظلم من القرارات الصادرة وفقا لاحكام المواد
السابقة امام لجنة للتظلمات تؤلف حسب تشريع لاحق . ولا تقبل
الدعوى بطلب الغاء تلك القرارات قبل التظلم منها طبقا لفقرة
السابقة .
- لا يجوز لاية شركة وقف نشاطها او تصفية عملياتها الا
بموافقة مجلس ادارة الهيئة ، وذلك بعد التثبت من ان الشركة
ابرات منها نهائيا من التزاماتها وفقا للشروط والاجراءات
التي يحددها مجلس ادارة الهيئة .

العقوبات

يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات ، وغرامة لا تقل عن خمسين الف دولار .

١ - كل من باشر نشاطا من الأنشطة الخاضعة لاحكام هذا القانون دون ان يكون مرخصا له في ذلك .

٢ - كل من طرح للاكتتاب اوراقا مالية او تلقى عنها اموالا باية صورة بالمخالفة لاحكام هذا القانون .

٣ - كل من اثبت عمدا في نشرات الاكتتاب او اوراق التأسيس او الترخيس او غير ذلك من التقارير او الوثائق او الاعلانات المتعلقة بالشركة بيانات غير صحيحة او مخالفة لاحكام هذا القانون او غير هذه البيانات بعد اعتمادها من الهيئة او عرضها عليها .

٤ - كل من اصدر عمدا بيانات غير صحيحة عن الاوراق المالية التي تتلقى الاكتتاب فيها جهة مرخص لها بتلقي الاكتتابات .

٥ - كل من زور في سجلات الشركة او اثبت فيها عمدا وقائع غير صحيحة او عرض تقارير على الجمعية العامة للشركة تتضمن بيانات كاذبة .

٦ - كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي او عملية صورية او حاول بطريق التدليس التأثير على اسعار السوق .

هيئة ادارة السوق المالي ، وان هي تمتعت بالاستقلال المالي والاداري، لا تتوخى الربح. وعليها تخصيص فوائض الدخل لتعزيز تجهيزات ومنشآت السوق وتوسيع الردهات والمكاتب، ان اقتضى الامر، ووضع برامج تدريب الموظفين والمهنيين ونشر المعلومات الدورية، وكل دخل يتجاوز ذلك يحول لوزارة المالية باستثناء حسم نسبة من فائض الدخل لتكوين احتياطي.

ان قيام هيئة ادارة السوق المالي، حسب الاسس المشار اليها، وتمتعها بالصلاحيات المعدة يؤدي، اضافة الى لجنة البورصة وتطبيقها لنظامها الداخلي شرط عدم تعارضه مع الاقتراحات الواردة، الى توفير ارضية عمل السوق .

ولا شك ان الموارد المالية تتأمن من رسوم الانتساب التي
يجب ان توازي:

- ٢٥ الف دولار لشركات السمسرة للاسهم اللبنانية
- ٥٠ الف دولار لشركات تغطية الاصدارات وشراء الاسهم لحسابها
- ١٠٠ الف دولار للشركات الاجنبية

كما يفترض رسوم سنوية لا تقل عن الف في دولار لشركات
السمسرة للاسهم اللبنانية، و خمسة الاف دولار لشركات تغطية
الاصدارات وشراء الاسهم لحسابها و ١٠ الاف دولار للشركات
الاجنبية .

اما الشركات المسجلة في السوق للتداول في اسهمها، فعليها
دفع رسم اشتراك يوازي ١٠٠٠ دولار، و ٢٥٠ دولارا عن كل جزء
من الراسمال الذي يزيد على المليون دولار. والرسم السنوي
يفترض ان يوازي ٥٠٠ دولار للشركات الصغيرة والمتوسطة و ١٠٠٠
دولار للشركات الكبيرة ، وعدم تسديد الرسم وتجديد الانتساب
سنويا يكون سببا لشطب الشركة المعنية من سجل السوق كما الوضع
في قبرس .

كلمة اخيرة قبل انجاز هذا الفصل و هي ان مساواة المستثمر
العربي بالمستثمر اللبناني في مختلف الشروط المتعلقة
بالاستثمار في القطاعات الصناعية و السياحية و العقارية امر
يساهم في تشجيع الاستثمار في لبنان و في انشاء الشركات
المعنية. و يستحسن مراجعة النظام رقم -٢٧- لسنة ١٩٨٦ الصادر
في الاردن ، كما قانون تشجيع الاستثمارات في سوريا ينم على
هكذا معاملة و اعفاءات ضريبية ملحوظة . و رغم ان القانون
السوري صدر عام ١٩٩١ فان الاستثمارات التي نتجت عنه تفوق،
حتى تاريخه، مستوى ٢،٢ مليار دولار .

الفصل الخامس

منافع السوق والوقت المطلوب لقيامها

المنافع المتوقعة من قيام سوق مالية محلية واقليمية ودولية متعددة، أهمها على الإطلاق تثبيت صورة لبنان كمركز مالي اقليمي قادر على معايشة التطورات الدولية وتطويرها عبر خبرات ابنائه، واللبنانيون يتمتعون في نطاق عمل الاسواق المالية الدولية بموقع فريد وخبرات متنوعة .

تبني التشريعات المناسبة لنشاط السوق المالي على المستويين المحلي والاقليمي من جهة، والدولي من جهة اخرى، يؤدي الى استقطاب اكثر من خمسين شركة محلية ودولية للتعامل في السوق وادواتها .

ان تأسيس هذه الشركات ، سواء منها اللبنانية او الاجنبية او الشركات المختلطة، يستوجب قياسا على رؤوس المال المطلوبة لكل نوع من الشركات لا اقل من ١٠٠ مليون دولار، و غالبية رؤوس الاموال هذه تتوافر من الخارج، و بالتالي تؤدي الى منفعة محسوسة على حساب ميزان المدفوعات و الى تزايد لا بأس به في موارد المصارف. و بالطبع، المنفعة من الترسمل تتجلى بقوة في تفتح فرص العمل، و هذه في غالبيتها من فرص العمل المجزية .

هذه المؤسسات توفر اعمالا لـ ١٠٠٠ لبناني و لبنانية و غالبيتهم من الشباب المؤهل علميا و المتمتع بالخبرات، وهناك نسبة من هؤلاء ستتوافر من اللبنانيين العاملين في الخارج وعودتهم تشكل ربحا اقتصاديا و بشريا في آن .

الشركات الاجنبية المرجح تواجدها توفر جسرا للتواصل الاستثماري مع الاسواق المالية الدولية و يمكن ان تقوم بمبادرات مفيدة في مجال الاصدارات و استقطاب الاستثمارات الى لبنان .

تواجد شركات بيوتات المال الكبرى في لبنان يؤدي الى تشجيع اصحاب الاموال اللبنانيين العاملين على نطاق واسع في هذا المجال الى التعامل مع هذه الشركات انطلاقا من لبنان،

الامر الذي يسهم في تعجيل عودة عدد لا بأس به من رجال الاعمال هؤلاء.

قياسا على حجم الاوراق المالية المتوافرة للتداول في السوق بنهاية ١٩٩٣ و الاوراق الممكن توافرها، يمكن تقدير حجم السوق بـ ٥ - ٦ مليارات دولار، وقد يبلغ حجم العمليات ٥ - ٨ مليارات دولار في السنة، الامر الذي يتوافر عنه دخل اجمالي يتراوح ما بين ٥٠ و ٨٠ مليون دولار في السنة.

اضافة للتعامل بالاوراق المالية المحلية و ربما بعض الاوراق المالية العربية، قد تتجاوز نشاطات بيوت المال الاجنبية الارقام الواردة اعلاه بكثير، و مع ان غالبية الدخل تذهب الى الشركات الام، يمكن تقدير ترصد نسبة ٤٠ في المئة من الدخل القائم كمعاشات و تعويضات للعاملين في لبنان و كاكلاف تشغيلية اخرى.

استنادا الى الخبرة الدولية و العربية في هذا المضممار، تتوافر وظيفة مقابل كل ٢٠ الف دولار من الدخل القائم في سوق مالية، و هذا الامر يعني انه من الممكن بنهاية ١٩٩٤، اي بعد انقضاء عام على تشغيل السوق، توافر ٣٥٠٠ وظيفة، و بعد عامين توافر ٥٠٠٠ وظيفة.

حيث ان كل موظف في شركات من النوع قيد البحث يحتاج وسطيا لمساحة ١٢ متر مربع، يرتفع الطلب على ابنية المكاتب بما يساوي ٤٢ الف متر مربع، هذا عدا عن حاجات السوق بحد ذاتها التي يقدر ان لا تقل عن خمسة الاف متر مربع.

نشاط السوق يؤدي الى تزايد حركة سفر رجال الاعمال الى لبنان، العرب منهم و الاجانب، و يتأتى عن ذلك طلب اضافي على خدمات شركات الطيران و الفنادق و المؤسسات السياحية.

على صعيد العمل المالي، يؤدي نشاط السوق الى استيعابها ادوات و وسائل الاستثمار الجديدة، و بالتالي الى تطوير نوعية الاوراق المالية المتاحة، الامر الذي يوفر للمستثمرين فرس خيار اوسع و ضمن شروط رقابية جيدة .

اذا احتسبنا رسوم اشتراك في السوق و رسوم سنوية على اسس متقاربة مما هو مفروض في قبرس، يمكن التأكيد ان عمل ٥٠ شركة مختصة في السوق و تسجيل اسهم ٥٠ شركة فيها يؤدي الى توافر

دخل صافي سنوي، بعد حسم اكلاف تشغيل السوق التي نقدرها ب ٤ -
٥ ملايين دولار سنويا، لا يقل عن خمسة ملايين دولار تتوافر
للخزينة .

الجمهورية اللبنانية

مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام