



مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

Distr.
GENERAL

TD/B/WG.1/11
26 October 1993
ARABIC
Original : ENGLISH

مجلس التجارة والتنمية

الفريق العامل المخصص للاستثمار والتدفقات المالية ، والتمويل الانمائي غير المنشئ للديون ، والآليات الجديدة لزيادة الاستثمار والتدفقات المالية

الدورة الثالثة

جنيف ، ١٠ كانون الثاني/يناير ١٩٩٤

البند ٤ من جدول الاعمال المؤقت

الاستثمار في رأس المال السهمي بواسطة حافظة الأوراق

المالية وآليات التمويل الجديدة

الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي بواسطة
حافظة الأوراق المالية في البلدان النامية:
القضايا الراهنة والتوقعات

تقرير من اعداد آمانة الاونكتاد

المحتويات

المفحة	الفقرات	
٣	٩ - ١	الخلاصة والاستنتاجات
٥	١١ - ١٠	مقدمة
٦	٣٩ - ٤٢	أولاً - الاتجاهات الحادثة في مجال الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي
٦	١٩ - ٢٣	الـ٦ـ العوامل الكامنة وراء الاتجاهات الأخيرة ...
٨	٣٠ - ٣٠	باء - تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة
١١	٣٩ - ٤١	جيم - أنواع الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي
١٤	٦١ - ٤٠	ثانياً - اعتبارات المستثمرين الأجانب
١٤	٤٧ - ٤٠	الـ٦ـ العوامل المعززة للاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي
١٤	٤١	العائدات
١٥	٤٤ - ٤٣	تنويع الحواضن المالية
١٦	٤٧ - ٤٥	المستثمرون المؤسسيون
١٧	٥٩ - ٤٨	باء - العوامل المتبطة للاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي
١٧	٥٣ - ٤٨	حالة الأسواق الناشئة
١٩	٥٩ - ٥٣	السياسات الحكومية
٢٠	٦١ - ٦٠	جيم - آفاق الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي
٢١	١١٧ - ٦٢	ثالثاً - اعتبارات البلدان المضيفة
٢٢	٩٦ - ٦٦	الـ٦ـ دور أسواق الأوراق المالية
٢٢	٨٨ - ٦٦	تكليف وفوائد أسواق الأوراق المالية ..
٢٧	٩٦ - ٨٩	تعبئة الموارد وأسواق الأوراق المالية في البلدان النامية
٢٩	١٠٦ - ٩٧	باء - أثر الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي على الاقتصاد الكلي وأثره المالي ..
٢٩	١٠١ - ٩٧	أثره على الاقتصاد الكلي
٢١	١٠٦ - ١٠٣	الأثر المالي
٢٢	١١٧ - ١٠٧	جيم - تدابير لجذب الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي

الخلاصة والاستنتاجات

١ - توضح بخطوات سريعة على مدى السنوات الأربع الماضية نطاق الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي بواسطة حافظة الأوراق المالية في البلدان النامية . وقد حدثت هذه الزيادة في ظل التغيرات الهيكلية التي حدثت في أسواق رؤوس الأموال الدولية ، وهي التغيرات التي حولت محور الاهتمام من الوساطة المصرفية إلى طرح سندات مالية للاكتتاب والتي يتزايد تأثيرها بالدور الهام الذي تقوم به الجهات المستثمرة المؤسسية .

٢ - وقد أدى الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي بواسطة حافظة الأوراق المالية إلى تشجيع الاصلاحات الهيكلية التي جرت في البلدان النامية ، التي أخذت تتاحول بصورة متزايدة صوب نظم اقتصادية ذات وجهة سوقية أكبر . وقد تدعمت الطفرة التي حدثت في هذا الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي بفعل سجل قوامه الانتعاش والنمو المطردان في البلدان النامية المتلقية ، مما سمح بتحقق عائدات مرتفعة في الأسواق الناشئة .

٣ - على أن عدد البلدان المستفيدة ما زال محدودا ، إذ لا يستطيع سوى زهاء ١٥ بلدا / اقتصادا ناميما الان اجتذاب هذه التدفقات على نطاق ذي شأن . وهذه البلدان هي نمطيا بلدان متوسطة الدخل ومن لديها قاعدة صناعية محلية ذات شأن . والأوضاع الكفيلة باجتذاب حجم متزايد من الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي بواسطة حافظة الأوراق المالية إلى عدد أكبر من البلدان المتلقية ترتبط أساسا بالجهود المحلية المبذولة من أجل تنفيذ سياسات تؤدي إلى النمو والى تدعيم الاطار التشغيلي لأسواق الأوراق المالية المحلية . وبالاضافة الى ذلك ، فإن البلدان المتقدمة بومعها أيضا أن تساعد على زيادة هذه التدفقات عن طريق التخفيف من لوائحها المتعلقة بسياسات الاستثمار التي ينتهي إليها مستثمروها المؤسسيون في الأسواق الناشئة .

٤ - والميزة الرئيسية لتدفقات الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي هي أن الخدمة المستحقة على رأس المال المستورد ترتبط بعائدات الاستثمار المتحقق ، مما يساعد على مضاهاة مدفوعات خدمة القروض بالقدرة على الدفع وعلى خدمة القروض باعتبارها أداة فعالة لتقاسم المخاطر بين المستثمرين والمقرضين . ونظرا الى أن المستثمرين الأجانب تجذبهم قبل كل شيء العائدات المرتفعة ، فإن هذه التدفقات ترتبط ارتباطا وثيقا بأداء الشركات الخاصة وقدرتها على المنافسة ، الأمر الذي يتوقف كثيرا على وجود بيئة تجارية مستقرة وممكنة .

٥ - وإلى جانب فوائد الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي بوصفه آلية لتوجيه المدخرات الأجنبية إلى البلدان النامية ، يشار السؤال حول الدور الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية في النظم المالية لهذه البلدان . وقد اعترف عدد متزايد من البلدان النامية بالدور المفيد الذي يمكن لأسواق الأوراق المالية القيام به في تعزيز كفاءة النظم المحلية ، وقام بإنشاء وتطوير أسواق للأوراق المالية . وتستطيع أسواق الأوراق المالية أن تكمل القطاع المصرفي على نحو مفيد عن طريق تمويل المخاطر وضمان وجود هيكل مالي صحي للشركات . ومن الناحية الأخرى ، يمكن أن تتنبئ أسواق الأوراق المالية على تكاليف إذ أن آلية أسعارها يمكن أن تكون أحياناً من العوامل المزعزعة لاستقرار الاقتصاد ، وخصوصاً إذا كانت الأسواق هزيلة وشديدة الترکيز وإذا كان الإطار التنظيمي ضعيفاً . وثمة بعض الدلائل على الأسهام الإيجابية من جانب أسواق الأوراق المالية في تعبئة الموارد في البلدان النامية . على أنه يلزم إجراء المزيد من البحث من أجل التحليل الأعمق لأسهام أسواق الأوراق المالية في تخصيص الموارد بكفاءة .

٦ - وعلى الرغم من التقدم الباهر الذي أحرزته أسواق ناشئة رئيسية يضاهي أداؤها الآن أداء الأسواق المتقدمة ، فإن حالة الكثير من الأسواق الناشئة ما برحت تتصرف بالتحول المريع ، وتركز الأسواق الشديد ، والافتقار إلى السيولة ، وعدم ملاءمة لوائح السوق أو ضعف القدرة على انفاذ القواعد . وهذه العوامل يمكن أن تشبط المستثمرين الأجانب إلى حد كبير . وثمة حاجة إلى اجراء اصلاحات واسعة النطاق لتحسين أداء الأسواق الناشئة لعملها . وهذا يقتضي مشاركة هامة من جانب الحكومات لضمان ايجاد إطار مؤسسي وقانوني وتنظيمي واف من أجل أداء أسواق الأوراق المالية المحلية لعملها على الوجه الصحيح .

٧ - بيد أن تدفقات الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي يمكن أن يكون لها تأثير معاكس في الاقتصاد المحلي ، إذا كانت تستند في المقام الأول إلى دوافع المضاربة القصيرة الأجل . على أن التجارب قد بيّنت أن المخاوف في هذا الخصوص لم يكن لها أساس من الصحة إلى حد بعيد: فقد اتجه المستثمرون العالميون إلى "الاستثمار في الأسواق الناشئة ، كما لم تسجل تدفقات رأس المال السهمي الأجنبي تقلبات كبيرة . ومع ذلك فإن تدفقات الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي قد أدت بوجه عام إلى زيادة تحول الأسواق الناشئة ، الأمر الذي ربما يعزى إلى التقلل الأسرع للمعلومات . وهذا التأثير المحتمل في الأسواق المعروفة أنها متقلبة بالفعل قد يبرر فتح الأسواق الناشئة تدريجياً أمام المستثمرين الأجانب .

٨ - ومن جانب المستثمرين ، فإن الامكانيات الهائلة التي يمثلها مجمع المدخرات التي يحوزها المستثمران المؤسسيون في البلدان الاعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي قد تبحث بصورة متزايدة عن منافذ استثمارية خلاف المنافذ التي تتيحها الأسواق الناضجة . ونظرا إلى أن مديرى الاستثمار قد أصبحوا أكثر المامما بالأسواق الناشئة ، فإن تيسير سياسات البلد الأصلي فيما يتعلق بحوافز الاستثمار الخاصة بالمستثمرين المؤسسيين قد يسمح بتحقيق زيادة مضاعفة في الاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي .

٩ - وعلى وجه الإجمال ، يبدو أن آفاق حدوث المزيد من الاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي في البلدان النامية تبشر بالأمل ، بالنظر إلى الامكانيات الكبيرة للمدخرات المؤسسية والى التقدم الذي أحرزته الأسواق الناشئة . وفي الواقع ، فإن التقدم المستمر المحرز في الارتفاع بالمستويات في كثير من الأسواق الناشئة وفي دعم قدرة الشركات المحلية على التنافس عن طريق ادخال تحسينات على الادارة الاقتصادية يحتمل أن يجعل هذه الأسواق أكثر جاذبية ، إذ أن التقلب قد يقل نتيجة لذلك ، كما ينذر أن تؤدي التوقعات بارتفاع معدلات النمو إلى ارتفاع العائدات .

مقدمة

١٠ - على الرغم من أن الطفرة التي حدثت مؤخرا في الاستثمار الأجنبي في حواجز الأوراق المالية ، وبخاصة الاستثمار في رأس المال السهمي في البلدان النامية هي علامة سارة على التحسن الذي حدث في جدارتها الائتمانية ، فإنها تشير في الوقت نفسه عددا من القضايا المتعلقة بالسياسات . من ذلك ما هي امكانيات الاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي بمدده مصدرها يمكن ادامته للتمويل الخارجي للبلدان النامية؟ وما هي الآثار المتعلقة بالسياسات ، على المستويين الجزئي والكلي ، بالنسبة للبلدان المتلقية؟ وما هو دور أسواق الأوراق المالية في النظام المالي للبلدان النامية ، وهل ستتجني هذه البلدان فوائد من حدوث نمو فعلي لأسواق الأوراق المالية كي تجذب الاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي؟ وبالنظر إلى العدد المحدود من البلدان التي اجتنبت حتى الآن الاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي ، ما هي السياسات والتدابير التي ينبغي اعتمادها لتوجيه هذا الاستثمار إلى عدد أكبر من البلدان؟

١١ - ويتناول هذا التقرير هذه القضايا ، في محاولة لاستخلاص بعض الآثار المتعلقة بالسياسات بالنسبة للبلدان النامية عند تناول الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي . ويتناول التقرير أولا بالبحث الاتجاهات الحادثة في هذا الاستثمار والعوامل

الكامنة وراء هذه الاتجاهات ، ثم يحلل دوافع المستثمرين الأجانب فضلاً عن العوامل التي تعيق الاستثمار الأجنبي ، من أجل قياس امكانات الاستثمار الأجنبي في حافظة رأس المال السهمي بوصفه مصدراً يمكن ادامته للتمويل الخارجي . وأخيراً ، ينظر التقرير في الاشار المتعلقة بالسياسات بالنسبة للبلدان المضيفة .

أولاً - الاتجاهات الحادثة في مجال الاستثمار الأجنبي
في حافظة رأس المال السهمي

ألف - العوامل الكامنة وراء الاتجاهات الأخيرة

١٢ - ازدادت بصورة حادة على مدى السنوات الأربع الماضية تدفقات الاستثمار الأجنبي في حافظة رأس المال السهمي إلى البلدان النامية ، إذ ارتفع هذا الاستثمار (بالقيمة الجمالية) من ٣٥ من مليارات دولارات الولايات المتحدة في عام ١٩٨٩ ليصل إلى ٨٦ من مليارات دولارات الولايات المتحدة في عام ١٩٩٦ (انظر الجدول ١) ^(١) . كذلك فإن نصيب البلدان النامية في إصدارات الأسهم العالمية في أسواق رؤوس الأموال الدولية قد ازداد من ١١,٦ في المائة في عام ١٩٩٠ إلى ٣٠,٧ في المائة في عام ١٩٩١ والى ٤٦,٠ في المائة في النصف الأول من عام ١٩٩٣ ^(٢) . وبالاضافة إلى هذه التدفقات من رأس المال السهمي ، أصدرت البلدان النامية أيضاً سندات تتصل برأس المال السهمي مثل السندات القابلة للتحويل وسندات مع خيارات شراء الأسهم ^(٣) . وفي حين أن جنوب شرق آسيا قد اجتنب في عامي ١٩٨٦ و ١٩٨٧ ما يزيد على ثلاثة أرباع الاستثمار الأجنبي في حافظة رأس المال السهمي ، فإن أمريكا اللاتينية قد استثمرت مؤخراً بالقسط الأكبر من هذه التدفقات (الجدول ١) .

١٣ - وقد حدثت الطفرة في الاستثمار الأجنبي في حافظة رأس المال السهمي في الأسواق الناشئة ^(٤) في ظل التغيرات الهيكيلية التي طرأت في أسواق رؤوس الأموال الدولية وكذلك في اقتصادات البلدان المتقدمة . ومن المتوقع أن يكون لهذه العوامل تأثير طويل الأجل في تدفقات رؤوس الأموال ، وأن تؤدي بمبراقبي الأسواق إلى الاعتقاد بأن الاتجاه الجديد في هذا النوع من الاستثمار سيستمر في السنوات القادمة .

١٤ - وقد أدت التغيرات الهيكيلية في أسواق رؤوس الأموال الدولية إلى تحويل الاهتمام من الوساطة المصرفية إلى طرح السندات المالية للأكتتاب ^(٥) . وقد أسمحت عوامل كثيرة في انتعاش السندات . كذلك فإن أوجه التقدم في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ، وتحرير الأسواق المالية (وبخاصة الغاء القيود الرسمية المفروضة على إنشاء أسواق الأوراق المالية في كبرى البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي) ، والتدويل المتزايد للمفقات المالية (عن طريق تحرير العمليات

التي تتم عبر الحدود) قد أدت إلى ترويج طرح وتداول السندات المالية . وتزايد بخطى سريعة استخدام المكوك القابلة للتداول (بما في ذلك الأسهم والمكوك المتصلة بالأسهم) الذي يتيح معالجة أفضل للمخاطر وذلك على حساب الودائع والقروض المصرفية .

١٥ - وأضفاء الصبغة المؤسسية على المدخرات يمثل سمة هامة أخرى للتمويل الدولي . فالأهمية المتزايدة للمستثمرين المؤسسيين (شركات التأمين ، وصناديق المعاشات التقاعدية ، شركات الاستثمار الجماعية)^(٦) ، والتي تعززها عوامل ديمغرافية ومؤسسية في البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي ، قد نزعت إلى تغيير طبيعة الأسواق المالية . وعلى عكس المستثمر الفردي ، الذي قد يتخذ موقفاً إما متحفظاً جداً أو متسمًا بالمهاربة الشديدة ، فإن المستثمرين المؤسسيين ملزمون في العادة باتباع نهج أكثر احترافاً إزاء مواجهة المخاطر . فهم سيسعون إلى تنويع الحافظة المالية ، وابجاد استثمارات تتبع إمكانية تعزيز العائدات وكذلك في الوقت ذاته إمكانية التوفيق بين العائدات مستقبلاً والتزاماتها الخاصة الوشيكة . وعادة ما يولي المستثمرون المؤسسيون وزناً أكبر لمكونات أسهم حواضنهم ، إذ يدركون أن عائدات الأسهم تمثل إلى أن تتجاوز عائدات مكوك الديون في الأجل الطويل وأن الأساليب المالية العصرية تسمح لهم بتحسين مواجهة المخاطر .

١٦ - وقد حدثت في البلدان النامية أيضاً تغيرات هيكلية هامة الأمر الذي شجع التدفقات الدخلة إلى البلد من الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي . وببدأت الأغلبية العظمى من البلدان النامية في عملية اصلاح واسعة النطاق ، متوجهة صوب نظم اقتصادية أكثر توجهاً نحو السوق . وإن الخصخصة وتحرير النظم المالية المحلية في كثير من البلدان قد شجعاً بوجه خاص على تطوير أسواق محلية للأوراق المالية . وقامت بلدان كثيرة بفتح أسواقها المالية تدريجياً أمام المستثمرين الأجانب وذلك عن طريق تخفيف القيود المفروضة على معاملات رؤوس الأموال الدولية والسماح بدخول المصارف الأجنبية والوسطاء الماليين . ومن بين البلدان النامية والبلدان التي تمر بمرحلة انتقالية ، والتي أقامت أسواقاً للأوراق المالية ، البالغ عددها ٤٦ بلداً ، يمنح ٣٦ بلداً حرية الدخول للمستثمرين الأجانب ، ويسمح ٩ بلدان لهم بالدخول بحرية نسبية ، ويفرض ١١ بلداً قيوداً على دخول المستثمرين الأجانب (الجدول ٢)^(٧) .

١٧ - وإن الزيادة التي حدثت مؤخراً في الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي الذي تدفق إلى قلة من البلدان النامية قد تدعمت أيضاً بانتعاش مطرد وسجل من النمو في بلدان الأسواق الناشئة . وشمة خمسة عشر بلداً/اقتصاداً ناماً هي من المتلقين الرئيسيين للاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي: خمسة منها في أمريكا اللاتينية (الأرجنتين ، البرازيل ، شيلي ، فنزويلا ، المكسيك) وتسعة في آسيا

(اندونيسيا ، تايلاند ، جمهورية كوريا ، سنغافورة ، الفلبين ، ماليزيا ، مقاطعة تايوان الصينية ، الهند ، هونغ كونغ) ؛ وتركيا^(٨) .

١٨ - وفي آسيا ، فإن الاقتصادات السريعة النمو في شرق آسيا (اندونيسيا وتايلاند وجمهورية كوريا وسنغافورة وماليزيا ومقاطعة تايوان الصينية وهونغ كونغ) قد حققت أعلى سجل للنمو الذي فاق بكثير متوسط النمو في العالم وفي البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي . فقد أصبحت هذه البلدان قادرة على المنافسة دوليا ، عن طريق تقديم دعم حكومي واسع للصناعات المحلية واتباع سياسة حصيفة موجهة نحو التصدير . وفي الوقت ذاته ، فإن رواج سوق الأوراق المالية المحلية قد شجع على القيام بأنشطة إصدار جديدة ، وزيادة من تخفيض تكلفة رأس المال عن طريق الوصول إلى الأسواق الدولية للسندات ولرأس المال السهمي . كذلك فإن التحول الاقتصادي للصين والتوجه الجديد للسياسات الاقتصادية في الهند قد أديا إلى تحسين قدرتها على المنافسة ؛ كما بدأت مؤسسات الأعمال المحلية في زيادة حجم إصداراتها للأوراق المالية في أسواق رؤوس الأموال الدولية .

١٩ - والتحول الأخير الذي حدث في السياسات الاقتصادية في كثير من بلدان أمريكا اللاتينية قد أفضى إلى انتعاش ملحوظ . كذلك فإن الخصمة واستمرار الاستقرار المالي قد أديا إلى انتعاش أسواق الأوراق المالية ، وأصبحت قلة من البلدان الكبيرة بأمريكا اللاتينية أكبر جهات إصدار في أسواق رأس المال السهمي الدولية .

باء - تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة

٢٠ - إن قرابة ٥٠ بلدا اليوم من البلدان النامية وبلدان أوروبا الشرقية قد أنشأت أسواقا للأوراق المالية . وفي حين أن أسواق أوروبا الشرقية لم تنشأ إلا في السنتين أو الثلاث الماضية ، فإن بورصات الأوراق المالية في بضعة بلدان نامية ترجع أحيانا في تاريخها إلى القرن التاسع عشر أو النصف الأول من القرن العشرين . وتقع أسواق الأوراق المالية هذه المنشأة منذ أمد طويل في سبعة من بلدان أمريكا اللاتينية (الأرجنتين ، وأوروجواي ، والبرازيل ، وشيلي ، وفنزويلا ، وكولومبيا ، والمكسيك) وكذلك في خمسة من البلدان الأفريقية والآسيوية (الهند ، وباكستان ، والفلبين ، ومصر ، والمغرب)^(٨) .

٢١ - وفي القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين ، كانت الأنشطة غير منتظمة ، إذ حدثت مثلا حالات رواج في التجارة خلال العشرينات من القرن العشرين قبل الكساد العالمي النطاق في الثلاثينات . وإن الخمسينات ومعظم السبعينات من القرن العشرين ، كان كثير من أسواق الأوراق المالية عاطلا . فقد أوقفت موجات التأميم نمو

التداول في بلدان عدّة . ولكن الأسواق الناشئة لم تكتسب زخماً جديداً إلا في أوّاخر السبعينات والستينات ، وذلك نتيجة للنمو الاقتصادي القوي والافق الاقتصادي الأفضل ، فضلاً عن نمو طبقة متوسطة . وزاد أيضاً خلال تلك الفترة اهتمام الحكومات بتطوير أسواق لرؤوس الأموال ، وأعيد في عدد من البلدان تنظيم بورصات الأوراق المالية .

٢٢ - خلال الفترة ١٩٧٦-١٩٨٠ ، ازدادت الرسمية السوقية (أي مجموع القيمة السوقية للأسهم المتداولة) فضلاً عن زيادة نشاط التجارة بقدر كبير في كل من أمريكا اللاتينية وآسيا (الجدول ٣) . وفي حين أن نمو أسواق الأوراق المالية في عدد من البلدان الآسيوية كان يعكس حدوث زيادة ضخمة في عدد من الأوراق المدرجة بالبورصة فإن النمو في معظم أسواق أمريكا اللاتينية قد جاء نتيجة للزيادات الرأسمالية وتنامي القيم السوقية للشركات المدرجة بالفعل .

٢٣ - وهذه الفترة المتسمة بالنمو القوي أعقبتها فترة اتسمت بالآداء المختلط في النصف الأول من الثمانينيات نتيجة للتباين في الاقتصاد العالمي والركود والانكماش في عدد من البلدان النامية التي كانت تواجه مشاكل تتعلق بالديون الخارجية (الجدول ٣) . وتضاءلت شقة المستثمرين وهبطت أسعار الأوراق المالية ، خصوصاً في أمريكا اللاتينية . وكان الوضع أقل وطأة في آسيا ، على الرغم من أن معدل نمو الأسواق الآسيوية كان أدنى بوضوح من الآداء المسجل إبان السبعينيات .

٢٤ - على أن الأسواق الناشئة قد توسيع بعد ذلك توسيعاً هائلاً ، وبخاصة منذ عام ١٩٨٥ . فقد ازداد على مدى السنوات العشر الماضية مجموع الرسمية السوقية للأسواق الناشئة إحدى عشرة مرة إذ ارتفع إلى قرابة ٩٦٠ مليار دولار في كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٣ ، كما أن نصيب الأسواق الناشئة في الرسمية السوقية العالمية قد زاد ثلاثة أمثال تقريباً ، فبلغ ٧,٨ في المائة في عام ١٩٩٣ . وتحسن السيولة بقدر أكبر حتى من ذلك ، إذ ازداد حجم التداول بمقدار ٢٥ مثلاً خلال الفترة ذاتها . واليوم ، فإن حجم الأسواق الناشئة الكبير يفاضي حجم كثير من الأسواق الأوروبية . وهذا هو حالة كل من البرازيل ، وتايلاند ، وجمهورية كوريا ، وسنغافورة ، ومالزيس ، والمكسيك ، ومقاطعة تايوان الصينية ، والهند ، وهونغ كونغ ، بينما كانت ثلاث أسواق ناشئة فقط في عام ١٩٨٢ هي التي لها حجم يعتد به . وفي عام ١٩٩٣ ، كان ثمان من الأسواق الكبرى العشرين في العالم أسواقاً ناشئة^(٩) .

٢٥ - وفي الوقت ذاته ، فإن تطور الأسواق الناشئة ، معبراً عنه كنسبة الرسمية السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ، قد أصبح أكثر أهمية . ففي عام ١٩٩٣ ، كانت هذه النسبة في الأسواق الناشئة تعادل ٣٣ في المائة في المتوسط . وعلى الرغم من أن

هذه النسبة ما زالت أدنى من المتوسط البالغ ٤٦ في المائة في الأسواق المتقدمة الناضجة ، فإن النمو ما زال سريعا جدا . وبالنسبة لعدد من الاقتصادات النامية مثل تايلاند ، وجمهورية كوريا ، وشيلي ، والفلبين ، وماليزيا ، والمكسيك ، ومقاطعة تايوان الصينية ، ارتفعت هذه النسبة ارتفاعا كبيرا في عشر سنوات ليس إلا ، حيث ازدادت في عدد من الحالات من أقل من ٥ في المائة إلى ٢٠ - ٤٠ في المائة . وهذا أداء باهر عند مقارنته بمعدل النمو الذي سجلته معظم البلدان المتقدمة في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين ^(١٠) .

٢٦ - وزداد أيضا بقدر كبير عدد الشركات المدرجة ، إذ تضاعف تقريريا بين عامي ١٩٨٣ و١٩٩٣ . وفي حين أن عدد الشركات المحلية المدرجة في الأسواق الناشئة كان في منتصف الثمانينيات أقل من ثلث مجموع الشركات المدرجة في العالم أجمع ، فإنها يمثل اليوم قرابة ٤٠ في المائة . ويوجد لدى بعض البلدان ، مثل الهند ، وجمهورية كوريا ، والبرازيل ، وباكستان عدد كبير جدا من الشركات المدرجة ، وإن كان الكثير منها صغيرا إلى حد ما (الجدول ٤) .

٢٧ - ويزيد التركز السوقي في الأسواق الناشئة عنه في الأسواق المتقدمة . ففي معظم الأسواق الناشئة ، فإن نصيب الرسملة السوقية التي كانت تحوزها أسواق الأوراق المالية العشر الكبرى في نهاية عام ١٩٩٣ قد تجاوزت ٣٠ في المائة (الجدول ٤) . والتركيز السوقي مرتفع للغاية في أمريكا اللاتينية ، إذ يبلغ النصيب ٥٠ في المائة أو أكثر في الأرجنتين ، وشيلي ، وفنزويلا ، وكولومبيا . وفي الأسواق المتقدمة ، فإن هذا النصيب هو أقل من ٣٠ في المائة باستثناء ألمانيا وسويسرا ^(١١) .

٢٨ - وفي حين أن حجم التداول قد ازداد زيادة هائلة في كثير من الأسواق الناشئة منذ منتصف الثمانينيات ، فإن كثيرا منها ما زال هزيلا . وعلى الرغم من أن أكثر الأوراق المالية نشاطا في العديد من هذه الأسواق متوازن في سيولته مثلا لاصدارات شركة متوضطة الحجم مدرجة في بورصة نيويورك للأوراق المالية ، فإن التداول يجذب إلى أن يكون متركزا في عدد محدود من الأوراق المالية . وهذا هو الحال بوجه خاص في أمريكا اللاتينية حيث تراوح في معظم الأسواق نصيب القيمة المتداولة لانشط الأوراق المالية العشرين بين ٥٠ و ٨٠ في المائة في عام ١٩٩٣ ^(١٢) . وهذه المسماة أقل وضوحا بقدر كبير في آسيا ، حيث سجلت بضعة بلدان نصبا تقل عن ٢٢ في المائة .

٢٩ - وسجل كثير من الأسواق الناشئة عائدات رائعة في فترة الـ ١٥ سنة الماضية . فعلى سبيل المثال ، ازدادت فيما بين عامي ١٩٧٦ و ١٩٩٣ الأرقام القياسية للمؤسسة المالية الدولية والخاصة للعائدات الكلية بدولارات الولايات المتحدة في حالة كل من

الأرجنتين ، وتايلاند ، وجمهورية كوريا ، وشيلى ، والمكسيك بمعدلات سنوية تتراوح بين ٢٣ و ٢٥ في المائة . وبالمقارنة مع ذلك ، ازدادت في حالي الولايات المتحدة وأوروبا الأرقام القياسية للعائدات الكلية بمعدل سنوي يبلغ زهاء ١٥ في المائة^(١٢) . وفي العامين الماضيين ، كان أداء عائدات الأسواق الناشئة أقل شانا وإن ظل أداء بعض الأسواق الناشئة مرموقا عند مقارنته بآداء معظم الأسواق المتقدمة .

٣٠ - وفي حين أن العائدات في الأسواق الناشئة ظلت مرتفعة بصورة استثنائية ، وبخاصة منذ عام ١٩٨٦ ، فالنرخة إلى التقلب أيضا (مقيسة بالانحرافات المعيارية للأرقام القياسية للعائدات) قد ظلت شديدة . وحسبما أفادت المؤسسة المالية الدولية ، كانت الانحرافات المعيارية للأرقام القياسية العالمية للعائدات الكلية (بدولارات الولايات المتحدة) على مدى فترة السنوات الخمس المنتهية في عام ١٩٩٣ أعلى ما تكون في الأسواق الناشئة . وخلال تلك الفترة ، تبدى من الرقم القياسي المركب للمؤسسة المالية الدولية فيما يتعلق بالأسواق الناشئة وجود انحراف معياري تبلغ نسبته ٧,٦ في المائة ، بينما بلغ في حالتي أمريكا اللاتينية وآسيا ٩,٦ و ٨ في المائة على التوالي . وهذه القيم مرتفعة ، عند مقارنتها بالانحرافات المعيارية التي بلغت ٣,٩ في المائة في حالة الرقم القياسي لعائدات الولايات المتحدة و ٥,٨ في المائة في حالة الرسم القياسي لمجموعة أوروبا واستراليا والشرق الأقصى . وعلاوة على ذلك ، فإن هذه المتوسطات تحجب اختلافا شاسعا فيما بين البلدان . إذ كان لدى بعض الأسواق الناشئة الشديدة التقلب انحرافات معيارية تتجاوز ١٥ في المائة (الأرجنتين: ٣٤,٢ في المائة ، والبرازيل: ٣٢ في المائة ، ومقاطعة تايوان الصينية: ١٥,١ في المائة ، وتركيا: ١٩,٥ في المائة) .

جيم - أنواع الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي

٣١ - يمكن توجيه الاستثمار الأجنبي في الأسواق الناشئة عن طريق ثلاث آليات رئيسية هي: المشتريات المباشرة في أسواق الأوراق المالية المحلية ، والصناديق القطرية أو الإقليمية ، واصدار شركات الأسواق الناشئة لإيمصالات الإيداع على أسواق الأوراق المالية الأجنبية^(١٤) .

٣٢ - وسيتوقف مدى عمليات الشراء المباشر في الأسواق المحلية على تطورات الأسواق التي تيسر وتشجع هذا التداول . وفي السنوات الأخيرة ، أدى فتح أعمال السمسرة والصيغة الاستثمارية المحلية أمام الأجانب إلى تيسير عمليات الشراء هذه . ومن الناحية الأخرى ، فإن احتمال حدوث تأثير معاكس في الأسواق الناشئة (عن طريق تدفق الأموال إلى الخارج أو تقلب أسعار الأوراق المالية) هو احتمال أكبر في ظل هذا الشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي .

٢٢ - أما الصناديق القطرية أو الإقليمية ، التي يمكن أن تكون مفتوحة أو محدودة^(١٥) ، فإنها تتيح للمستثمرين الأجانب المزايا المتصلة بصناديق الاستثمار التعاونية . وبإمكانها أيضاً تعبئة موارد كبيرة من أجل تنويع الحواضر بصورة فعالة وتقديم معرفة متخصصة بشأن الشركات والأسواق والاقتصادات . وفي حين أن أسهم الصناديق المفتوحة تشتري وتتباع من مديرى الصناديق بنفس قيمتها في الأسواق المنشآ ، فإن سعر أسهم الصناديق المحدودة يُحدّد في البورصة التي يجري فيها تداولها . وقد جرى نمطياً تداول أسهم الصناديق المحدودة بعلاوة أو حسم على صافي قيمة أصولها (أي القيمة السائدة في السوق في الأسواق المنشآ) . وتتفاوت العلاوات والحسوم على مر الوقت بالنسبة لأسهم صندوق بعينه . ومن ثم فإن المستثمر يواجه بمدرّين للمخاطرة والعائد: يرتبط الأول بتحركات قيمة الأصول الصافية ، ويتمثل الثاني بالتغييرات في الحسم أو العلاوة . وفي نهاية عام ١٩٩٥ ، كان قرابة ٥٨٩ صندوقاً قطرياً مفتوحةً ومحدودةً لأسواق ناشئة في حالة تشغيل ، وكانت أصولها الصافية قيد الإدارة ٣٥,٥ ملياري دولار^(١٦) .

٢٤ - وفي السنوات الأخيرة ، ازدادت العروض العامة لأسهم الأسواق الناشئة وإدراجها في الأسواق الأجنبية عن طريق إيمالات الإيداع وذلك بسبب التغيرات في الشروط التنظيمية وانخفاض التكاليف^(١٧) . ومنذ عام ١٩٩١ ، كان لإصدارات إيمالات الإيداع في أسواق رؤوس الأموال الدولية الهيمنة على الأشكال الأخرى للاستثمار الأجنبي في حواضر رأس المال السهمي في الأسواق الناشئة .

٢٥ - وأما إيمال الإيداع الأمريكي فهو شهادة أو إيمال يصدره مصرف من مصارف الولايات المتحدة يمثل سند ملكية عدد محدد من الأسهم تودعه في مصرف حارس مؤسسة خارجية في بلدها الأصلي^(١٨) . ويجري تداول إيمال الإيداع الأمريكي بحرية في أسواق الأوراق المالية بالولايات المتحدة دون تسليم الأسهم الأساسية التي يمثلها . وأما إيمالات الإيداع العالمية فهي مماثلة لإيمالات الإيداع الأمريكية ولكنها تصدر في آن واحد في أسواق الأوراق المالية في جميع أرجاء العالم^(١٩) . وتمثل إيمالات الإيداع هذه مطالبات على الأصول الأساسية وتعطي للمستثمرين الحق في الحصول على مدفوعات الأرباح ، وكذلك على جميع التدفقات والإيرادات النقدية عند البيع .

٢٦ - وبالنسبة للمستثمرين الأجانب ، تتيح إيمالات الإيداع الأمريكية وإيمالات الإيداع العالمية ميزة التوافق مع معايير أسواق الأوراق المالية المتقدمة . وعلاوة على ذلك ، تسمح إيمالات الإيداع الأمريكية للمستثمرين المؤسسين في الولايات المتحدة بشراء الأوراق المالية غير الأمريكية ، إذ أنهم كثيراً ما يكونون مطالبين بالاستثمار فقط في الأوراق المالية المقومة بدولار الولايات المتحدة . وبالنسبة للشركات

المنتمية الى البلدان النامية ، تيسر ايمالات الائتمان إمكانية الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية ، وتتكلف في الوقت ذاته أيضا انخفاض تكلفة رأس المال وزيادة الوضوح . ويتطوّر هذا البديل أيضا على تكاليف أقل للرصد وانشغال أقل بالسيطرة الأجنبية مقارنة بعمليات الشراء المباشرة التي يقوم بها الأجانب في أسواق الأوراق المالية المحلية . كذلك فإن ايمالات الائتمان توسيع نطاق السوق أمام شركات الأسواق الناشئة ، مما يزيد من أسعار الأوراق المالية أو يثبتها عن طريق توسيع نطاق التعرض والزيادة في الطلب .

خبرات البرازيل والمكسيك

٣٧ - تغيد المعلومات التي أتاحتها كل من البرازيل والمكسيك^(٢٠) إلى الفريق العامل المخصص للاستثمار والتدفقات المالية أن الاستثمار الأجنبي في حافظ رأس المال السهمي في هذين البلدين قد ازداد بقدر كبير في الآونة الأخيرة .

٣٨ - في عام ١٩٨٧ ، سمحت البرازيل بقيام الأجانب بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية عن طريق صناديق الاستثمار التعاونية ؛ كما منحت حرية الدخول للمستثمرين المؤسسيين الأجانب . وصناديق الاستثمار التعاونية تشمل ما يلي: (أ) شركات استثمار رؤوس الأموال الأجنبية ، التي يتبعين أن تحوز ٥٠ في المائة كحد أدنى من حافظ أوراقها المالية في شكل أسهم ؛ (ب) صناديق استثمار رؤوس الأموال الأجنبية ، التي تشكل الأسهم ٧٠ في المائة كحد أدنى من حافظ أوراقها المالية ؛ (ج) صندوق البرازيل المحدود ؛ (د) صندوق تحويل رؤوس الأموال الأجنبية ، الذي أنشئ في إطار مخطط تحويل الديون إلى رأس مال سهمي . وفي عام ١٩٩١ ، بلغ مجموع التدفقات الصافية للاستثمار الأجنبي في حافظ رأس المال السهمي ٥٧١ مليون دولار (منه ١٨٥ مليون دولار من صناديق الاستثمار التعاونية و٣٨٦ مليون دولار من المستثمرين المؤسسيين) . وخلال الفترة من كانون الثاني/يناير إلى تشرين الأول/اكتوبر ١٩٩٢ ، قفزت هذه التدفقات الصافية إلى ٥٣٧ مليون دولار (٢٠٣ من ملايين الدولارات من صناديق الاستثمار التعاونية و٢٤٥ مليون دولار من المستثمرين المؤسسيين) .

٣٩ - وسمحت المكسيك بالاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية المحلية عن طريق أربع آليات هي: (أ) ايمالات الائتمان الأمريكية ؛ (ب) طرح الاكتتابات بلا قيد للأسهم "باء" غير المخولة لحق التصويت ؛ (ج) شراء الأسهم "ألف" (الذي كان مقصوراً من قبل على المستثمرين المكسيكيين) عن طريق صندوق استثماري يصدر شهادات للأجانب ؛ (د) الصناديق القطرية المكسيكية . وبحلول شباط/فبراير ١٩٩٣ ، كان الاستثمار الأجنبي التراكمي في حافظ رأس المال السهمي قد بلغ ٣٥,٣ مليار دولار ، وهو ما يمثل قرابة ٢٠ في المائة من مجموع الرسملة السوقية . وفي الفترة من كانون الثاني/يناير /

يناير ١٩٩١ إلى شباط / فبراير ١٩٩٣ ، بلغ مجموع الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي ١٢ مليار دولار ، جُمع منه ٩,٥ مليارات دولار عن طريق ايمالات الايداع الأمريكية وايمالات الايداع العالمية . وخلال الفترة ذاتها بلغ مجموع مشتريات الأسهم "باء" المكسيكية التي قام بها أجانب ١٥٣ مليون دولار ، وبلغت مشتريات الأجانب من الأسهم "ألف" عن طريق الصناديق الاستثمارية ٨١٧ مليون دولار . ومنذ عام ١٩٨١ ، أنشئ ٤٠ صندوقاً مكسيكيًا (بما في ذلك صناديق قطرية وعالمية) .

ثانياً - اعتبارات المستثمرين الأجانب

ألف - العوامل المعززة للاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي

٤٠ - يُجتذب المستثمرون الأجانب في الأسواق الناشئة بالعائدات المرتفعة التي تتيحها هذه الأسواق والامكانيات السانحة فيها لتنويع الحواضن المالية . والمعلومات المتعلقة بتركيبة المستثمرين الأجانب شحيحة ؛ بيد أن التقارير تفيد أن فئات مختلفة من المستثمرين الذين حفظتهم درجات مختلفة من المخاطر والعائدات تنشط في الأسواق الناشئة^(٢١) . وكثيراً ما يعتقد أن مواطني البلدان النامية المقيمين فيها والذين لديهم أصول في الخارج (عن طريق عودة رأس المال الهارب) وغيرهم من مستثمري القطاع الخاص ، فضلاً عن بعض المصادر الأجنبية ، يهتمون في المقام الأول بعائدات رأس المال القصيرة الأجل . أما المستثمرون المؤسسيون ، بما في ذلك صناديق الاستثمار التعاوني ، وصناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين ، فلديهم آفاق استثمارية طويلة الأجل نسبياً ويهتمون بمعدلات العائدات المرتفعة المحتملة والمترتبة بتنويع المخاطر .

العائدات

٤١ - كانت العائدات ، في الأسواق الناشئة باهرة ، كما شوهد أعلاه ، في الأسواق الناشئة باهرة . فلسوارات عديدة متالية ، كانت الأسواق الناشئة في عداد أفضل الأسواق أداءً . ووفقاً للارقام القياسية للعائدات وخاصة بالمؤسسة المالية الدولية^(٢٢) ، كانت أفضل عشر أسواق أداءً في عام ١٩٩٣ هي الأسواق الناشئة ، باستثناء سويسرا . وترتبط عائدات الأسهم ارتباطاً ايجابياً بنمو الصادرات ونمو الأرباح لكل سهم^(٢٣) . وترتبط التقلبات في العائدات ارتباطاً ايجابياً أيضاً بالتقلبات في الانتاج الصناعي^(٢٤) . بيد أن الزيادات الاستثنائية التي حدثت مؤخراً في العائدات لا يمكن تفسيرها بمقاييس أداء الاقتصاد الكلي وحده . ذلك أن العائدات في الأسواق الناشئة في الفترة الأخيرة تعكس أيضاً أثر التغيرات الهيكيلية التي زادت من طلب المستثمرين على أسهم الأسواق الناشئة . وبلغت العائدات في أمريكا اللاتينية مستوى الذروة في عام ١٩٩١ ثم هبطت هبوطاً حاداً في عام ١٩٩٣ ، على الرغم من أن شيلي

وكولومبيا والمكسيك ما ببرحت تحتفظ بعائدات مرتفعة بشكل معقول . وبالمثل ، فإن بعض البلدان الآسيوية أيضاً (باكستان ، وتايلند ، والفلبين ، وماليزيا ، والهند) قد مُجلت عائدات مرتفعة في عام ١٩٩١ (وإن كانت أصغر منها في أمريكا اللاتينية) وعائدات أقل في عام ١٩٩٣^(٢٥) . وهكذا فإن العائدات يمكن أن تكون عرضة لتقلبات شاسعة ، وبالتالي يمكن أن تكون المخاطر كبيرة أيضاً .

تنوع الحواجز المالية

٤٢ - باستخدام نماذج حواجز الأصول ، برهن محللو الأسواق على أن بوسع المستثمرين تحقيق العائدات المنتظرة مع الحد في الوقت نفسه من المخاطر وذلك لأن يدرجوا في حواجزهم المالية أصولاً ليس بينها علاقة ارتباطية إلى حد كبير . وتنوع الحواجز المالية عبر البلدان ، أكثر منه عبر الصناعات ، يمكن أن يسهم إسهاماً كبيراً في تعظيم زيادة العائدات إلى أقصى حد وتقليل المخاطر نتيجة للعلاقات الارتباطية المنخفضة فيما بين أسواق الأوراق المالية المحلية^(٢٦) . وتتولد الفرض الكفيلاً بزيادة العائدات إلى أقصى حد عندما لا تتزامن دورات السوق وذلك بنقل الأموال من الأسواق التي بلغت مستوى الذروة إلى أسواق ذات اتجاه صعودي .

٤٣ - وقد أوضح عدد من الدراسات التي استخدمت بيانات عن أسواق ناشئة على مدى الفترة الممتدة من ١٩٧٠ إلى ١٩٩٠ المنافع الكبيرة التي جناها المستثمرون الدوليون من الاستثمار في بلدان نامية^(٢٧) . والاستنتاجات الرئيسية التي خلصت إليها هي:

- كان تنوع الحواجز المالية في الأسواق الناشئة مفيداً من حيث زيادة العائدات وتقليل المخاطر على حد سواء ؛
- كانت المخاطرات المستقرة المحلية أعلى في الأسواق الناشئة منها في الأسواق المتقدمة الكبرى ، ولكنها ليست بالضرورة أعلى منها في الأسواق المتقدمة الأصغر حجماً ؛
- كانت العلاقات الارتباطية للعائدات إزاء الأسواق المتقدمة منخفضة بل وكانت سالبة أحياناً . وقد أظهرت الأسواق الناشئة فيما بينها علاقات ارتباطية ضعيفة جداً .

٤٤ - بيد أنه كلما ازدادت اقتصاديات الأسواق الناشئة انفتاحاً ، يمكن أن يتزايد أيضاً التكامل العالمي لأسواقها الخامسة برأس المال السهمي . ومن المتوقع أن يؤدي التكامل الكبير إلى زيادة العلاقة الارتباطية القياسية العالمية للعائدات بين الأسواق الناشئة وسوق الولايات المتحدة لا تبين على وجه القطع أن هذه الأسواق قد غدت أكثر ترابطًا (الجدول ٥) . وباستثناء قلة من الأسواق الناشئة (مثل تايلند والفلبين

وماليزيا) حيث توجد بعض المؤشرات الدالة على مثل هذه الزيادات في العلاقة الارتباطية مع الأسواق المتقدمة على مر الزمن فإنه فيما يتعلق بالأسواق الناشئة ظلت العلاقات الارتباطية محدودة بل وسالية أحياناً ، كما أنها أقل بكثير من العلاقات الارتباطية فيما بين الأسواق المتقدمة . ولذلك فهذا يشير إلى أنه ما زالت توجد فرص رحبة لتعزيز العائدات الموفقة تبعاً للمخاطر عن طريق تنوع الحوافظ في الأسواق الناشئة .

المستثمرون المؤسسيون

٤٥ - مع تزايد أهمية مدخلات المؤسسات في البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي ، ينتظر أن يصبح المستثمرون المؤسسيون مصدراً رئيسياً للاستثمار في الأسواق المالية . بيد أن المستثمرين المؤسسيين قد اعتادوا على استثمار أقل من ٥ في المائة من حيازاتهم من رأس المال السهمي الأجنبي في الأسواق الناشئة (وهو ما يقل عن ٢٠ في المائة من مجموع حواافظ أصولهم^(٢٨)) . ويحلول نهاية عام ١٩٩١ ، كانت صناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين قد استثمرت مبلغاً يقدر بما يتراوح بين ١٥ إلى ١٢ مليارات دولار في الأسواق الناشئة (وهو ما يعادل ٣ في المائة من مجموع الرسمية لسوقية لاسواق الناشئة) .

٤٦ - وفي استعراض لحواافظ الاستثمار الخاصة بالمستثمرين المؤسسيين في تلك البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي التي كانت أكثر الجهات استثماراً في الخارج ، قدمت مؤسسة بارينغ للأوراق المالية (Baring Securities) بعض المؤشرات المتعلقة بتركيبة هذه الحواافظ^(٢٩) :

(أ) في الولايات المتحدة ، في عام ١٩٩١ ، استثمرت الصناديق المنشآة بموجب قانون ضمان دخل المعاش التقاعدي للموظفين^(٣٠) مبلغاً صافياً قدره ١٩,٨ مليار دولار في أسهم أجنبية ، بينما استثمرت صناديق الاستثمار التعاونية والصناديق المحدودة والأفراد مبلغاً آخر قدره ٢٣,٥ مليار دولار . وفي نهاية ١٩٩١ ، بلغ مجموع أصول الصناديق المنشآة بموجب هذا القانون ٣٧٣٥ مليار دولار استثمر منه قرابة ٤,٦ في المائة في أصول أجنبية ، ومن المتوقع أن يصل هذا النسبة إلى ١٠ في المائة بحلول عام ١٩٩٧ . وازداد أيضاً عدد صناديق الاستثمار التعاونية ، وتتجاوز مجموع أصولها الأجنبية ٣٠ مليار دولار في آذار/مارس ١٩٩٢ . وفي عام ١٩٩٣ ، ادرج ٤٨ صندوقاً قطرياً محدوداً في الولايات المتحدة ، يبلغ مجموع قيمة أصولها ٥,٩ مليارات دولار ؛

(ب) وفي المملكة المتحدة ، كان تراكم الأصول الأجنبية في حواافظ صناديق المعاشات التقاعدية هاماً ؛ فقد ازداد نصيب الأصول الأجنبية في مجموع الأصول من ٦ في المائة في عام ١٩٧٩ إلى ٢٦ في المائة في عام ١٩٩١ . واتسم توزيعها الجغرافي بالتنوع ، إذ استثمر ١٣ في المائة من أصولها الأجنبية في بلدان غير الولايات

المتحدة واليابان والبلدان الأوروبية . وأكبر المستثمرين الأجانب في العالم هم مستثمرى المملكة المتحدة الذين قاموا باستثمار ١٧٥ مليار دولار في رأس مال سهمي أجنبى في نهاية عام ١٩٩٠ ، وكان كبار المستثمرين المؤسسيين يحوزون ٧٥ في المائة من رأس المال السهمي الأجنبى هذا ^(٣١) ،

(ج) وفي هولندا ، ازدادت أصول صناديق المعاشات التقاعدية الخامسة والعامة إلى زهاء ٣٥٠ مليار دولار بحلول عام ١٩٩٦ ، وكانت الأصول الأجنبية تعادل قرابة ١٣ في المائة من مجموع الأصول ،

(د) وفي اليابان ، في حين زاد الاستثمار في السندات الأجنبية إلى أكثر منضعف فيما بين عامي ١٩٩٠ و١٩٩١ ، انخفض صافي الاستثمار في رأس المال السهمي الأجنبى من ٣,٦ مليارات دولار (استثمر منها ١,٧ مليار دولار في الأسواق الناشئة) إلى ٣,٦ مليارات دولار خلال الفترة ذاتها . وازداد نصيب الأصول الأجنبية في مجموع أصول شركات التأمين على الحياة اليابانية من ٨,٨ في المائة في عام ١٩٨٤ إلى ١٢,٣ في المائة في عام ١٩٩١ . وازداد أيضاً نصيب رأس المال السهمي الأجنبى في مجموع الأصول الأجنبية لشركات التأمين هذه من ٧,٩ في المائة في عام ١٩٨٤ إلى ٢٣,٧ في المائة في عام ١٩٩١ . على أن الصناديق الاستثمارية اليابانية للاستثمار قد خفضت النسبة المئوية لرأس المال السهمي الأجنبى في أصولها الأجنبية من ٦٥ في المائة في عام ١٩٨٢ إلى ١٥ في المائة في عام ١٩٩١ ، وهو ما جاء بموربة رئيسية نتيجة لانخفاض الاستثمار في الولايات المتحدة . ومن الناحية الأخرى ، قامت هذه الصناديق الاستثمارية بزيادة استثمارها في بلدان أخرى غير الولايات المتحدة وأوروبا من ١٤ في المائة من مجموع أصولها الخارجية في عام ١٩٨٩ إلى ٣١ في المائة في عام ١٩٩٦ .

٤٧ - وهذا الامتناع الموجز يدل على أن الموارد الاستثمارية للمستثمرين المؤسسيين في البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي هي موارد هائلة ، ولكن المستثمرين المؤسسيين يحوزون أوراقاً مالية هي محلية في المقام الأول . على أن هناك اتجاهًا ملحوظاً نحو التنويع عبر البلدان بل ، وهو الأكثر مشاراً للاهتمام ، نحو الاستثمار في بلدان تقع خارج نطاق المنطقة المتقدمة المؤلفة من أمريكا الشمالية واليابان وأوروبا . واتجه نصيب رأس المال السهمي في الأصول الأجنبية أيضاً إلى الزيادة ، ولكنه ما زال صغيراً . وربما يعود ذلك في جانب منه إلى وجود الحواجز الحائلة دون الاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي ، وهي مسألة سيجري بحثها أدناه .

باء - العوامل المشبطة للاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي
حالة الأسواق الناشئة

٤٨ - كثيراً ما يستشهد ببعض الخصائص المميزة للسوق الناشئة على أنها عوامل يُحتمل أن تشطب الاستثمار الأجنبي ، وهذه هي:

- صفر الحجم ؟
 - التركز الشديد للاسواق ؟
 - الافتقار الى السيولة ، بسبب حجم التداول المحدود ؟
 - صفر عدد الشركات المدرجة وصفر حجمها ؟
 - صفر عدد المتاجرين النشطين ؟
 - التقلب الحاد ؟
 - عدم ملائمة لواقع السوق أو ضعف القدرة على إنفاذ القواعد ، الأمر الذي يمكن أن يشجع على الاتجار من جانب المطبعين على بواطن الأمر أو "عقلية الكازينو" .
- ٤٩ - وعلى الرغم من أن البعض من هذه الانتقادات ما زال وثيق الصلة بالموضوع لأن كثيراً من الأسواق الناشئة لا يزال في "طور التعلم" ، فقد أحرز تقدم هام . وبعـض الأسواق الناشئة يضاهي الان في جوانب عديدة الأسواق المتقدمة . وعلى الرغم من أن الرسملة السوقية للاسواق الناشئة ما زالت محدودة ، فإن نسبة رقم الاعمال ، أي نسبة القيمة المتداولة إلى الرسملة ، تضاهي في بعض الأسواق الناشئة النسبة السائدة في الأسواق المتقدمة ، وهو ما يعكس السيولة في هذه الأسواق (الجدول ٤) .

٥٠ - وبالمثل يلاحظ ، فيما عدا استثناءات قليلة (الأرجنتين ، وشيلي ، وكولومبيا ، وفنزويلا ، والفلبين) أن نسبة تركز الأسواق الناشئة ، أي حصة الرسملة السوقية التي تحوزها أكبر عشر شركات ، لا تزيد في المتوسط عن متوسط الأسواق المتقدمة . وقد ازداد أيضاً عدد الشركات المحلية المدرجة في الأسواق الناشئة كما أن عددها الآن في بعض الأسواق الناشئة كبير حقاً .

٥١ - وتقوم الحكومات في بلدان الأسواق الناشئة باتخاذ خطوات لتحسين قواعد ولوائح أسواق الأوراق المالية^(٣٢) ، وذلك في مسع لجعل أسواق الأوراق المالية المحلية جذابة على الصعيد الدولي . وفي الواقع فإن كثيراً من اللوائح المتعلقة بالمعلومات الخاصة بالأسواق وبحماية المستثمرين متقدمة على نحو وافي كما أنها ، في الكثير من الأسواق الناشئة ، ذات نوعية مقبولة دوليا^(٣٣) .

٥٢ - وعلى الرغم من التقدم المحرز ، فإن الضالة النسبية والتركيز الشديد قد يساهم في التقلب الحاد الذي لوحظ في بعض الأسواق^(٣٤) ، نظراً إلى أن الحجم الصغير للتداول ، الذي يتركز في قلة من الأوراق المالية المدرجة ، يمكن أن يتغير تغييراً مفروطاً جداً كرد فعل لتغيرات السوق . كذلك فإن تقلب العائدات يتوقف على طبيعة انساب تدفقات المعلومات إلى سوق ما . وهكذا فإن عدم استقرار الأعمال التجارية

والبيئة الاقتصادية يمكن أن يزيدا من شدة التقلب . وفي الواقع ، فإن العائدات تبدو متقلبة في البلدان التي تتبع سياسات نقدية وأسعار صرف غير ثابتة^(٣٥) .

السياسات الحكومية

٥٣ - يمكن أن تؤدي السياسات الحكومية المتبعة في كل من البلدان المضيفة والبلدان الأصلية إلى وضع عقبات على طريق تدفقات رأس المال السهمي الدولي . أما في البلدان المضيفة ، فقد تنتج هذه العقبات عن السياسات الضريبية والسياسات المنظمة للدخول الاجنبي إلى أسواق الأوراق المالية المحلية .

٥٤ - كذلك فإن احتجاز الضرائب عند المنتفع على المكاسب الرأسمالية وعلى أرباح الأسهم يمكن أن يؤثر على عائدات رأس المال السهمي قبل تحصيل الضرائب التي يتطلبها المستثمرون الأجانب ، ما لم يكن بوسع المستثمرين الأجانب الاستفادة من تخفيض ضريبي في شكل خصم ضريبي أو حسم من سلطاتهم الضريبية الوطنية^(٣٦) . وبما أن بعض البلدان المتقدمة (الولايات المتحدة مثلا) لا يمنع بوجه عام هذا التخفيف الضريبي إلا بالنسبة لضرائب أرباح الأسهم الأجنبية ، فإن الضرائب الأجنبية على المكاسب الرأسمالية يتحملها المستثمر الأجنبي بالكامل كما أنها تنزع إلى زيادة عائدات رأس المال السهمي المطلوبة قبل تحصيل الضرائب وبالتالي تؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال بالنسبة لشركات الأداء .

٥٥ - ومن بين بلدان الأسواق الناشئة الـ ٢٣ التي تتتوفر بشأنها معلومات^(٣٧) ، يغرس ١١ منها فقط ضرائب على المكاسب الرأسمالية ، ولا تفرض ستة بلدان ضرائب على المكاسب الرأسمالية ولا على الأرباح . وفي الوقت نفسه ، فإن البلدان النامية قد حررت أيضا الدخول إلى أسواق الأوراق المالية بها (الجدول ٢) ، كما أن جميع الأسواق الناشئة تقريبا قد سمحت بتحويل الدخل ورأس المال بحرية إلى الوطن .

٥٦ - وفيما يتعلق بالبلدان الأصلية ، فإن اللوائح المتعلقة باستثمارات المستثمرين المؤسسيين يمكن أن تشكل عائقا شديدا أمام الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي^(٣٨) . وفي معظم البلدان المتقدمة ، تواجه مؤسسات الأدخار ، مثل شركات التأمين وصناديق المعاشات التقاعدية ، حدودا قصوى على نصيب الأصول الأجنبية في حواجزها وتتخضع في العادة لقواعد قائمة على الاحترام فيما يتعلق بالاستثمار والتوزيع .

٥٧ - وفي ألمانيا ، تُطبق لوائح صارمة على شركات التأمين ، التي تلزم بالاستثمار في فئات قليلة وبنفس العملة التي تدفع بها أقساط التأمين . وبالتالي ،

فيما هذه الشركات لم تستثمر سوى جزء ضئيل من حواضنها المالية في الخارج . وعلاوة على ذلك ، فإن السنديات تفضل على الأسهم ، إذ أن اللوائح (مثل فرض ضريبة باهظة على المكاسب الرأسمالية) تحبذ حيازة الديون على الأسهم . وبالمثل ، تواجه منتدية المعاشات التقاعدية قيوداً مانعة على الأصول الأجنبية (مثل نسبة ٥ في المائة كحد أقصى من الأصول الكلية ، ومقابلة الخصوم بأسول بالعملات ذاتها وذلك بنسبة ١٠٠ في المائة ، والقيود المفروضة على النوعية الاستثمارية للاستثمار) .

٥٨ - وفي اليابان ، تواجه شركات التأمين ومنتدية المعاشات التقاعدية قواعد أقل تقييداً ، إذ أن الحدود القصوى على حيازات الأصول الأجنبية قد رفعت إلى ٣٠ في المائة من مجموع الأصول . على أن شركات التأمين لا يمكنها أن تستخدم المكاسب الرأسمالية لدفع أرباح لحائز وثائق التأمين .

٥٩ - وفي الولايات المتحدة ، فرضت لوائح الدولة حدوداً شديدة على الاستثمار الأجنبي لشركات التأمين ومنتدية المعاشات التقاعدية العامة ، وكذلك قيوداً على النوعية الاستثمارية للاستثمار وعلى تركيبة الأصول .

جيم - آفاق الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي

٦٠ - إزاء الاتجاه إلى جعل تدفقات رؤوس الأموال الدولية تتبع شكل أوراق مالية ، فإن الزيادات الأخيرة للاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي في الأسواق الناشئة تفسّر أيضاً بالعائدات المرتفعة على نحو غير عادي في الأسواق الناشئة ، والتي دعمها الانتشار الواسع النطاق للإصلاحات الاقتصادية المعززة للنمو في بلدان الأسواق الناشئة . بيد أن معدل العائدات في الأسواق الناشئة قد تباطأ في العامين الماضيين ، ولا يزال بعض الأسواق يتسم بالتقلب الشديد . وعلاوة على ذلك ، فإن الطفرة التي حدثت في تدفقات أوراق الحواضن المالية إلى عدد من بلدان أمريكا اللاتينية كانت تعزى أيضاً إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة وإلى انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة^(٣٩) . ومن ثم يطرح السؤال عما إذا كان يمكن في المستقبل القريبمواصلة الوتيرة التي حدثت مؤخراً للتوسيع في الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي في الأسواق الناشئة .

٦١ - على أن عوامل أخرى تدعم الرأي القائل بأنه توجد آفاق طيبة في الأجل الأطول لحدث زادات أخرى في تدفقات الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي إلى البلدان النامية . كذلك فإن التقدم المتواصل المحرز في رفع مستويات الأسواق الناشئة وتحسين الإدارة الاقتصادية في بلدان الأسواق الناشئة يجعل هذه الأسواق أكثر جاذبية حتى مما هي عليه . وقد يؤدي تدعيم أسواق الأوراق المالية إلى الحد من

التقلب ، كما ينتظر أن تؤدي توقعات ارتفاع معدلات النمو إلى ارتفاع العائدات . وعلى الرغم من الانسجام المتنامي للأسواق الناشئة في السوق العالمية لرأس المال ، وهو اتجاه يمكن أن يزيد من علاقتها الارتباطية بالأسواق المتقدمة ، فإنها ما زالت تتبع فرضاً جيدة لتنويع الحواجز المالية . وما زالت العلاقة الارتباطية بين الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة أقل من العلاقة الارتباطية فيما بين الأسواق المتقدمة ، كما أن قيام أسواق ناشئة جديدة سيواصل زيادة نمو قائمة الأسواق الجذابة لتنويع الحواجز المالية . وبالاضافة إلى ذلك ، فإن الامكانيات الهائلة التي يمثلها مجموع المدخرات التي يحوزها المستثمرون المؤسسيون في البلدان الاعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي قد تسعي بصورة متزايدة إلى التماهي منافذ للاستثمار غير المنافذ التي تتيحها الأسواق الناضجة . وكلما زادت آلة مديرى الاستثمار بالأسواق الناشئة ، أمكن أن يؤدي تخفيف السياسات الحكومية في البلدان الاملية فيما يتعلق بالحواجز الاستثمارية لرؤؤلء المستثمرين المؤسسيين إلى التمكين من تحقيق زيادة مضاعفة في الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي .

ثالثا - اعتبارات البلدان المضيفة

٦٢ - إن تدفقات رأس المال السهمي يمكن أن تصبح مصدراً هاماً للتمويل الخارجي وهي لها بعض المزايا على تمويل الديون . على أن آثار هذه التدفقات بالنسبة للبلدان المضيفة ، فيما يتعلق بإدارة اقتصادها المحلي ونظمها المالي ، تشير كثيراً من الأسئلة التي ينبغي توضيحها .

٦٣ - وتتمثل المجموعة الأولى من الأسئلة بدور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية . وقد دار في الآونة الأخيرة نقاش حول مزايا وأسواق الأوراق المالية ، في سياق الخبرات الحديثة المكتسبة في البلدان المتقدمة^(٤٠) . ويلزم في ضوء هذه الخلية مناقشة عدد من القضايا التي تتعلق بدور أسواق الأوراق المالية في النظم المالية للبلدان النامية .

٦٤ - وثانياً ، تُطرح أسئلة حول آثار الاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي على إدارة الاقتصاد الكلي ، و حول تكاليف وفوائد هذه التدفقات .

٦٥ - وأخيراً ، ومع مراعاة الفائدة التي يُحتمل جنيهاً من جذب التمويل المتخصصة شكل رأس المال السهمي من الخارج ، يلزم التصدي لأسئلة تتعلق بالتغييرات الملائمة الواجب إجراؤها في هيكل الأسواق الناشئة والتي من شأنها أن تحسن مستوياتها وأن تجعلها جذابة للمستثمرين الأجانب .

الف - دور أسواق الأوراق المالية
تكاليف وفوائد أسواق الأوراق المالية

٦٦ - ينبغي النظر إلى دور أسواق الأوراق المالية في السياق العام للروابط القائمة بين النظم المالية والتنمية الاقتصادية . وان العمل الذي قام به كثير من الرواد^(٤١) بشأن الدور الهام الذي يؤديه الهيكل المالي والوساطة المالية في التنمية الاقتصادية ، وما أعقبه من عمل شارح حوله الكثير من الجدل بشأن آثر التحرير المالي على النمو في البلدان النامية^(٤٢) ، قد أسهما في الاعتراف على نطاق واسع بأهمية النظم المالية في التنمية الاقتصادية .

٦٧ - ومن شأن النظام المالي المتسم بالكفاءة أن يتيح الخدمات المالية اللازمة لحسن أداء الفعاليات الاقتصادية ، مما يعزز التنمية الاقتصادية العامة . وتتمثل المشكلة في تعريف مفهوم للكفاءة المالية يكون مقبولاً بوجه عام لأن الاقتصادات تستحدث أنواع الخدمات المالية التي تحتاج إليها فعالياتها الاقتصادية ، وفقاً لمستوى تنمويتها وسياساتها وهيأكلها القانونية .

٦٨ - وعلى الرغم من هذه المفاهيم ، يمكن تعريف بعض المتطلبات الأساسية لإنشاء نظام مالي متسم بالكفاءة:

- تعبئة المدخرات على نحو كاف (بما في ذلك المدخرات الأجنبية) عن طريق مكوك مالية ؟
- وجود وساطة فعالة بين المستثمرين والمقرضين ؟
- تخصيص الموارد بكفاءة لأكثر المستعملين انتاجية .

٦٩ - وتحتطلب هذه الخصائص إنشاء أنواع مختلفة كثيرة من المؤسسات والمكوك المالية التي تستجيب لاحتياجات المستثمرين المختلفة فيما يتعلق بالمخاطر/العوائد والوقت ، والتقييمات المختلفة للتكلفة ولسلوك مستخدمي الأموال المختلف فيما يتعلق بتفطيبة المخاطر . ويتعين أن يتتيح النظام المالي مكوك الديون الأساسية القصيرة الأجل (من نوع الودائع أو سوق النقود) والطويلة الأجل (السندات) ، ورأس المال المخاطرة (الأوراق المالية والمكوك ذات الصلة بها) ، مع التوفيق بين احتياجات التمويل المختلفة للاقتصاد . وتنشئ الاقتصادات الأكثر تقدماً هي الأخرى مكوكاً أكثر تطوراً تتبع تغطية فعالة ضد الطوارئ .

٧٠ - ومع تطور الاقتصادات وازدياد تنوع الاحتياجات المالية ، فإن أسواق الأوراق المالية ستتطور هي الأخرى لتتكامل القطاع المصرفي وتتنافى معه ، مخففة بذلك من تكلفة رأس المال على المقرضين^(٤٣) . وستتيح أسواق الأوراق المالية تنوع ملكية

الشركات ، وتقاسم المخاطر بمزيد من الكفاءة ، وزيادة سلامة الهيكل المالي للشركات عن طريق تحسين نسب ديونها إلى رأس مالها السهمي . وستتيح الأوراق المالية للمستثمرين فرصة أكبر لتنويع حواظنهم المالية وفقاً لهيكل المخاطر/العائدات المرغوب فيها .

٧١ - وكذلك تساعد الأسواق الثانوية لرأس المال السهمي في التوفيق بين آفاق المفترضين في الأجل الطويل وتفضيل المستثمرين للسيولة في الأجل القصير . وعن طريق آلية تحديد سعر الأوراق المالية ، قد ينتج عن ذلك أيضاً تخصيص الاستثمار بفعالية أكبر لأن سوء إدارة الشركات المدرجة يمكن أن تكون له آثار كبيرة على السعر الذي تقيّم به السوق شركة من الشركات . وعلاوة على ذلك ، فإن ادراج الشركات في أسواق الأوراق المالية يعني إفشاء معلومات للمستثمرين ؛ وهذا من شأنه أن يشجع الشركات على تحسين معايير المحاسبة وزيادة شفافية الإدارة .

٧٢ - ويمكن ضمان تقاسم المخاطر بكفاءة أكبر: ذلك أن المستثمرين الأكثر ميلاً للمجازفة هم أكثر استعداداً للاستثمار بسبب إمكانيات تقاسم المخاطر عن طريق عروض الأوراق المالية أو من أجل تصفية الاستثمار عن طريق السوق الثانوية . فتوسيع نطاق ملكية الأسهم يتتيح توزيع المخاطر المرتبطة بالمشروع الجديد على عدد كبير من حملة الأسهم ومن يمكنهم بدورهم القيام بالتنويع عبر شركات مختلفة . وهذا من شأنه أن يقلل من عنصر علاوة المخاطرة في تكلفة رأس المال .

٧٣ - ويضيف التاريخ الحديث للاقتصادات النامية أهدافاً أخرى تستطيع أسواق الأوراق المالية أن تخدمها بشكل مفيد . إذ يتعدّر مثلاً تنفيذ السياسات الحكومية المعززة للشخصية وعمليات تحويل الديون إلى أصول رأسمالية خارج إطار سوق للأوراق المالية . وبالإضافة إلى ذلك ، فإن أسواق الأوراق المالية يمكن أن تصبح قناة هامة لتدبير تمويل خارجي ، نظراً إلى أن تمويل الديون يصبح أقل توفرًا نتيجة لازمة الديون .

٧٤ - على أن أسواق الأوراق المالية ليست بدون تكلفة . فعملية بناء ثقة المستثمر يمكن أن تكون بطيئة لأنها تتطلب سوقاً واسعة وتنظيمها مليماً وقدرة على إنفاذ القواعد . والتكاليف التي ينطوي عليها بناء هيكل أساسية ملائمة وإطار تنظيمي يمكن أن تكون ذات شأن . وفضلاً عن ذلك ، فإن سلوك أسواق الأوراق المالية يمكن أن يتسبب أحياناً في زعزعة استقرار النظام المالي .

٧٥ - وكثيراً ما تحدث دورات في أسواق الأوراق المالية بسبب سرعة رد فعل الأسواق تجاه الأحداث المحلية والدولية . فأسعار الأوراق المالية يمكن أن تكون متقلبة وهي لا

-ΓΕ-

تعكس دائمًا التغيرات التي تجري في الأساليب^(٤٤). و"فقاعات" المضاربة يمكن أن تؤدي إلى الإفراط في تقدير الأسعار ثم إلى حدوث انهيار تالي ، بينما يمكن أن يمكّن بخس تقدير الأسعار إلى حدوث استيلاءات مضاربية ومعادية . ويمكن أن يكون لدورات السوق وتقلب الأسعار آثار بالغة الضرر على قدرة الشركات على تدبير أموال في السوق الأولى .

٧٦ - وتكون أسواق الأوراق المالية خلال أولى مراحل نشأتها أكثر حساسية لدورات السوق وتقلب الأسعار ، بسبب صغر حجم الأوراق المالية ، وسهولة المضاربة بها نسبياً ، وعدم دراية وعدم خبرة المستثمرين وضامني الاكتتاب والسماسرة . وقد تكون هناك أيضاً حواجز تعيق نشر المعلومات ، ويبدو أن الشركات تفشي قدرها أقل من المعلومات مع وجود فارق زمني أكبر مما يحدث في الأسواق المتقدمة .

٧٧ - وتحتطلب العمليات في أسواق الأوراق المالية تكاليف وساطة عالية . إذ يلزم عدد كبير من موظفي الدعم ، بمن فيهم ضامنو الاكتتاب والسماسرة ومحللو الاستثمار . ويتعين على الشركات التي تصدر الأسهم أن تدفع تكاليف تتعلق بتوفير المعلومات المالية وعمولات ضامني الاكتتاب ونفقات قانونية أخرى . على أن هذه التكاليف يمكن أن تكون مماثلة على وجه التقرير لتلك التي تتعلق بعروض المصارف .

٧٨ - وفي الآونة الأخيرة ، قام تياران بحشيان رئيسيان يُعنّيان بالمعلومات غير المتماثلة ورقابة الشركات^(٤٥) بالإضافة عناصر أخرى إلى تحليل تكاليف وفوائد أسواق الأوراق المالية .

٧٩ - فوجود معلومات غير متماثلة بين المقترضين (المسارين) والمقرضين (الدخلاء) يمكن ان تنشأ عن حالات قوامها الاقتصاد في تقديم الائتمان والاختيار المعاكس فالمسارون (مدبورو الشركات المقترضة) يرافقون عمليات الشركة ولديهم في حوزتهم معلومات أفضل عن عائدات الشركة مستقبلا . أما الدخلاء ، فإن لديهم قدرًا أقل من المعلومات عن الآفاق المرتقبة للشركة ويحملون على المعلومات بتكلفة يتحملونها .

- وفي سوق القروض المصرفية ، تختلف احتمالات التخلف عن الدفع فيما بين المقترضين بسبب عوامل لا يستطيع المقرضون ملاحظتها . ولذلك فليس لدى المصارف جميع المعلومات الازمة للتمييز بين المقترضين المحفوظين بالمخاطر وبين المقترضين الجيدين . وهذه المعلومات غير الكاملة تسفر عن الاقتصاد في تقديم الائتمان لأنه يتم استبعاد بعض المقترضين من سوق الائتمان ، على الرغم من أن عائدات مشاريعهم المتوقعة يحتمل أن تكون أعلى من عائدات مشاريع الذين يحملون على الائتمان . وعلاوة

على ذلك ، فإن ارتفاع أسمار الفائدة يخفض نوعية المفترض المتوسط ، بالنظر إلى أن أولئك الذين تكون لديهم مشاريع مأمونة نسبيا هم أول من يتخلوا عن الاقتراض بسبب ارتفاع تكلفة رأس المال (الاختيار غير الملائم) . كذلك تمثل أسمار الفائدة العالمية إلى تحديد المشاريع الأكثر مجازفة ذات العائدات الأعلى المتوقعة ولكن كذلك ذات الاحتمالات الأعلى الخامدة بالخلاف عن الدفع .

٨١ - وانشاء سوق لرأس المال السهمي أمر ضروري من أجل تمويل المشاريع الأكثر مجازفة ومن ثم لتحقيق الكفاءة الكاملة في تخصيص رأس المال بنظام مالي متحرر . ورأس المال السهمي يمكن أن يمول المقترضين المحفوفين بالمخاطر المنتجين الذين يتم استبعادهم من سوق الاستثمار بسبب المعلومات غير الكاملة بينما يمكن للمصارف أن تركز على المقترضين الآخرين والمأمونين^(٤٦) ذوي الوضع المستقر جيدا .

٨٢ - على أن مشاكل المعلومات غير الكاملة وما يرتبط بها من اختيار غير ملائم هي مشاكل قائمة أيضا في أسواق رأس المال السهمي ، ويمكن أن تحد من قدرة الشركات على إصدار أسهم جديدة . فبسبب عدم تماثل المعلومات المتعلقة بقيمة الأصول القائمة للشركة ، لا يمكن أن تميز السوق بين الشركات الجيدة التي تصدر أسهما في إطار محاولة مشروعة منها إما للحصول على تمويل جديد أو لتنويع المخاطر ، وبين الشركات السيئة التي تسعى فقط إلى تصريف الأصول السيئة . وهذه المشكلة يمكن أن تخفي السعر الذي يمكن للشركة أن تحصل عليه مقابل أسهامها وأن تحول في حالات قصوى دون إصدار أسهم جديدة . وقد لوحظ فيما مضى في بعض الأسواق المتقدمة أن حدوث اشارة غير ملائمة مرتبطة بإصدار أسهم جديدة كان يؤدي إلى خفض أسمار الأسهم . أما في اليابان وجمهورية كوريا ، فإن الإعلان عن إصدار أوراق مالية يعد عموما علامه طيبة على توافر فرص استثمار مربحة أمام الشركات ، ويكون رد فعل السوق إيجابيا^(٤٧) .

٨٣ - وأما الاقتصاد في تقديم الاستثمار والذي ينشأ عن المعلومات غير الكاملة الموجودة في كل من المصارف وسوق الأسهم فيمكن أن يقيد اللجوء إلى التمويل الخارجي وأن يدفع الشركات إلى الاعتماد بدرجة أكبر على الإيرادات المحافظ عليها^(٤٨) . على أن ما حدث في الآونة الأخيرة من إعادة إصدار أسهم من جديد في البلدان المتقدمة^(٤٩) يمكن أن يفيد أن مشكلة الاقتصاد في تقديم الاستثمار في أسواق الأسهم قد تفقد أهميتها .

٨٤ - إن البحوث المتعلقة برقابة الشركات تعنى بالطريقة التي تمارس بها أسواق رأس المال الرقابة على إدارة الشركات وعملياتها . وفي الاقتصادات ذات النظم المالية "الموجهة نحو السوق" ، مثل اقتصاد كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ، التي ينتشر حملة الأسهم فيها على نطاق واسع ، تعد الاستيلاءات وظيفة

- 57 -

رئيسية من وظائف أسواق الأوراق المالية في ضمان إحكام إدارة الشركة . فالتهديد بالاستيلاء يمكن أن يسهم أولاً في تحقيق الإدارة ذات الكفاءة بجعل المديرين يركزون على زيادة قيمة المساهمة إلى أقصى حد بدلًا من العمل على تحقيق أهدافهم الشخصية . ثانياً ، فإن في حالة فشل الإدارة ، يتتيح الاستيلاء احتلال إدارة جيدة محل الإدارة السيئة .

٨٥ - وفي أماكن أخرى ، أي في الاقتصادات التي تكون فيها النظم المالية "موجهة نحو المصارف" مثل اليابان وبلدان أوروبا القارية ، يقل التركيز على دور الاستياء في تغيير رقابة الشركات . وبدلاً من ذلك ، فإن المصارف ، في أحيان كثيرة ، والأسر والدولة ، في بعض الأحيان ، تكون لديها مساهمات غالبة تمرقل عملية الاستياء وتمارس سلطات رقابية على إدارة الشركات . وعلاوة على ذلك ، فإن العلاقات الوثيقة القائمة بين المصارف والشركات تساعد في تذليل مشكلة الاقتصاد في تقديم الائتمان والمتعلقة بالمعلومات غير الكاملة ، نظراً إلى أن المصارف تكون على استعداد أكبر لتوفير التمويل اللازم لاستثمار الشركات . وقد اعتمد مثلاً الهيكل المالي للشركات اليابانية اعتماداً نسبياً على الأقران المصرفية (٥٠) .

٨٦ - وقد أكد أن الاستيلاءات تقوض العلاقات التعاقدية بين المستثمرين والمديرين والموظفين . ونتيجة لذلك فإنه قد لا يمكن موافقة الاستثمار في الأجل الطويل . ولذلك ، فإن الأسواق المالية التي تسود فيها الاستيلاءات يمكن أن تعاني من "قصر مدة الأجل" ، أي من الأفق القصيرة الأجل المتاحة لكي تتخذ الشركات قرارات الاستثمار^(٥١) . وعلاوة على ذلك ، يشار إلى أن العائدات المتوقعة على الاستثمار ، ومن ثم تكلفة رأس المال ، التي تملّيها شروط أسواق الأوراق المالية الأنجلو-أمريكية القاضية بامتصاص ايرادات السهم كل ثلاثة أو ستة أشهر هي مرتفعة أكثر مما ينبغي بالمقارنة بتكلفة رأس المال السائدة في أسواق رأس المال اليابانية والالمانية .

٨٧ - وعلى أساس هذه الملاحظات وزعم أن القدرة التنافسية للإيابان وألمانيا أعلى من القدرة التنافسية للولايات المتحدة والمملكة المتحدة ، تم استخلاص استنتاجات بشأن "الضرر" الذي يتحمله أسواق الأوراق المالية بالاقتصاد الحقيقي . ووفقاً لهذا الرأي ، فإن اقتصادي الولايات المتحدة والمملكة المتحدة "الموجهين نحو السوق" أقل قدرة على المنافسة من اقتصادي اليابان وألمانيا "الموجهين نحو المصادر" بسبب الغواص في رقابة الشركات ، التي يمكن أن تكون لها آثار على سياسات الشركات في مجال الاستثمار .^(٥٢)

٨ - بيد أنه ، تجدر الإهارة ، أولاً ، إلى أن هذه الاستنتاجات قد وضعت على أساس ملاحظات أبدىت بشأن أحدث فترة زمنية . أما في فترات أسبق (في الخمسينات والستينات مثلاً) ، فإن اقتصاد الولايات المتحدة كان ذات قدرة تنافسية إلى حد كبير في حين أنه كان يعمل في ظل نفس النظام القائم على السوق . ثانياً ، تتعدد الأسباب المتعلقة بالغوارق في القدرة على المنافسة وهي تشمل عوامل أخرى غير النظم المالية للبلدان المعنية ، مثل الاختلافات الثقافية والتنظيمية الصناعية . ثالثاً ، فإنه على الرغم من أن مشكلة الاقتصاد في تقديم الائتمان المصرفية هي مشكلة يمكن تخفيفها في حالة الشركات الراسخة ، في النظم "الموجهة نحو المصارف" ، فإن الوافدين الجدد قد يواجهون مشكلة الاقتصاد في تقديم القروض المصرفية ولذلك فقد يتبعين عليهم الاعتماد على مصادر أخرى لتمويل المخاطر . رابعاً ، فإن امكانية أن تحدث الاستيلاءات أثراً سلبياً على إدارة الشركات لا تنفي صحة الأسهams الإيجابية الأخرى التي تقدمها أسواق الأوراق المالية نظراً إلى أن الأسهم تظل مكوناً مالياً هاماً لتوزيع المخاطر وضمان وجود هيكل مالي سليم للشركات . (وفي الواقع ، وعلى الرغم من الدور الهام الذي تؤديه المصارف في اليابان ، فإن سوق الأوراق المالية فيها هي ثاني أكبر سوق في العالم ، بعد الولايات المتحدة) . وفي كثير من البلدان النامية ، كان للتتشابك بين مصالح الشركات والمصارف الكبيرة أثر معاكس على ملاءة النظم المالي وكفاءته ؛ كما أسمهم هذا التتشابك في سد طريق الدخول إلى أسواق المنتجات أمام شركات جديدة . فأعماق بذلك التنمية الصناعية الفعالة . خامساً ، يبدو أن النظميين الألمان والياباني قد أظهرا خلال العقود القليلة الماضية بعض علامات الاملأح^(٥٣) تحت ضغط التكامل والتحرير الشاملين لأسواق رأس المال بهما . وفي الوقت ذاته ، يمكن أن تؤدي الأهمية المتزايدة للمستثمرين المؤسسين في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة إلى ايجاد شكل مختلف لرقابة الشركات ، نظراً إلى أن هؤلاء المستثمرين سيكونون ذوي قدرة أفضل على مراقبة إدارة الشركات من قدرة حملة الأسهم من الأفراد . ويمكن للبلدان النامية أن تستخلص دروساً من هذه التجارب .

تعبئة الموارد وأسواق الأوراق المالية في البلدان النامية

٩ - ثمة استنتاج عام يمكن استخلاصه مما سبق هو أن البلد الذي يكون لديه قطاع صناعي متقدم إلى حد معقول هو بلد يمكن أن يجيء فوائد من إنشاء أسواق للأوراق المالية تعزز نمط تنمية أكثر دينامية لكون هذه الأسواق يمكن أن تكمل بشكل مفيد القطاع المصرفي بتوفير تمويل المخاطر .

١٠ - وقد أنشأ عدد متزايد من البلدان النامية أسواقاً للأوراق المالية مما يشهد على ادراكها لكون سوق الأوراق المالية تؤدي دوراً في النظام المالي (الجدول ٢) . وفي فترة الخمسينات وما قبلها ، أنشئت ١٤ موقعاً للأوراق المالية ؛ وفي السنتين مت

أسواق ؛ وفي السبعينيات تسع ؛ وفي الثمانينيات عشر ؛ وفي ١٩٩٠ - ١٩٩١ احدى عشرة . وتسارع في الآونة الأخيرة معدل انشاء أسواق الأوراق المالية بالنظر الى أن البلدان النامية وبلدان أوروبا الشرقية قد أصبحت موجهة أكثر نحو السوق .

٩١ - وتعطي المكسيك^(٥٤) ، مثلا ، لسوق أسهمها دورا هاما بوصفها مصدرا لرأسمال المخاطرة ، وأداة لتنفيذ برنامج الخصمة ، ووسيلة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية وعامل يسهم في تحسين إدارة الشركات المحلية . وفي الواقع ، فإن الوصول إلى سوق الأسهم المحلية يجبر الشركات على تحسين معايير المحاسبة والإدارة ويساعد في الحفاظ على نسبة ملائمة بين الأسهم والديون .

٩٢ - وتفيد المعلومات المتداولة بمساهمة أسواق الأوراق المالية في تمويل الشركات بأن اصدارات الأسهم قد شهد طفرة في الآونة الأخيرة في البلدان النامية الأكثر تقدما (الجدول ٦) . وأحدى طرق تقييم أهمية الأسهم كمصدر لرأسمال استثمار الشركات هي قيام اصدارات الأسهم الجديدة من جانب الشركات المحلية كنسبة من الاستثمار المحلي الإجمالي^(٥٥) . وفي بعض الاقتصادات السريعة النمو في شرق آسيا ، بلغت هذه النسبة مستويات عالية في بعض السنوات . ففي جمهورية كوريا مثلا ، كانت اصدارات الأسهم الجديدة تمثل نحو ثلث الاستثمار المحلي الإجمالي في عام ١٩٨٩ . وفي تايلند ، كانت هذه النسبة تعادل ٣٨ في المائة في عام ١٩٨٩ وتناهز ٣٠ في المائة في عام ١٩٩٠ . وفي ماليزيا ، بلغت هذه النسبة ٢١,٦ في المائة في عام ١٩٩٠ ، بينما كان متوسط هذه النسبة في مقاطعة تايوان الصينية هو ١٠ في المائة خلال الفترة ١٩٨٩-١٩٩٣ . وعلى النقيض من ذلك ، يبدو أن بلدان أمريكا اللاتينية تعتمد اعتمادا أقل على أسواق الأوراق المالية لتمويل الاستثمار ، على الرغم مما أبدته المكسيك في السنوات الأخيرة من اتجاه إلى زيادة اصدارات الأسهم .

٩٣ - وقد أجريت دراسة لمقارنة تجربة الأسواق الناشئة بتجربة الأسواق المتقدمة وجدت أن اصدارات الأسهم في العديد من الاقتصادات السريعة النمو في شرق آسيا قد تعدد ما اعتادته اقتصادات مجموعة السبع خلال الفترة اللاحقة للحرب العالمية الثانية وأنه كان يتمثل على وجه التقرير مع المعدلات المرتفعة لاصدار الأسهم التي شهدتها الولايات المتحدة خلال مرحلة أسبق في عملية تنميتها^(٥٦) . ويتمثل هذا السلوك مع الفرضية القائلة بأنه يوجد ميل لأن يصبح اصدارات الأسهم كمصدر لتمويل هاما بدرجة متزايدة في الجزء الأخير من مرحلة النمو السريع من مراحل التنمية الاقتصادية لاقتصاد ما وأنه يصبح بعد ذلك أكثر تواضعا .

٩٤ - وشمة دراسة أخرى تتعلق بتمويل الشركات في البلدان النامية خلال الفترة ١٩٨٧-١٩٨٠ وجدت أيضاً أن الشركات في بعض بلدان العينة الثمانية التي أدرجت في الدراسة قد اعتمدت على الأسهم لتمويل جزء هام من استثماراتها^(٥٧) . وكانت نسبة الأسهم في تمويل نمو الشركات هي ٤٠,٣ في المائة في جمهورية كوريا ، و ١٣,٣ في المائة في باكستان ، و ٨٤,١ في المائة في الأردن ، و ٧٦ في المائة في المكسيك ، و ١١ في المائة في الهند ، و ٦٠,٥ في المائة في تركيا ، و ٢١,٤ في المائة في ماليزيا و ٤,٣ في المائة في زيمبابوي .

٩٥ - وأخيراً ، لوحظ في عدد من البلدان أن هناك علاقة إيجابية بين النمو وتنمية أسواق الأوراق المالية . إذ وجدت علاقة ارتباطية هامة بين نسبة سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي وبين معدلات النمو خلال الفترة ١٩٨٣-١٩٩١ ، وذلك في حالات البرازيل وفنزويلا وماليزيا ، في حين أن بلداناً أخرى مثل الأردن ، وكولومبيا ، والمكسيك ، وجمهورية كوريا ، وتايلاند ، والهند قد أظهرت علاقة ارتباطية إيجابية أيضاً بين هذين المتغيرين^(٥٨) . غير أن اتجاه السببية لا يمكن التتحقق منه ، إذ هل تنمية سوق الأوراق المالية هي التي تدعم النمو أم أن النمو هو الذي يحفز على توسيع نطاق أسواق الأوراق المالية؟

٩٦ - وهذه الملاحظات الأولية تقيم الدليل على الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في تعبئة التمويل ، وخاصة في البلدان النامية الدينامية . وفي عدد من البلدان ، تتطور أسواق الأوراق المالية تطوراً سريعاً جنباً إلى جنب مع النمو الاقتصادي ؛ وفي الفترات التي تكون فيها أسعار الأوراق المالية ملائمة ، تعتمد الشركات على إصدارات الأسهم لتمويل جزء كبير من احتياجاتها المالية . على أن الأمر يحتاج إلى مزيد من البحث لإجراء تحليل أكثر تعمقاً للمساهمة التي يمكن لأسواق الأوراق المالية أن تسهم بها في تخصيص الموارد بكفاءة في البلدان النامية .

باء - أثر الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي على الاقتصاد الكلي وأثره المالي

أثره على الاقتصاد الكلي

٩٧ - في أعقاب الأزمة المالية التي نشأت عن التراكم الضخم لتمويل الديون في السبعينيات ، كشفت البلدان النامية جهودها الرامية إلى اجتذاب التمويل الخارجي غير المنشئ للديون ، مثل الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي . والميزة الرئيسية المستمدّة من هذه التدفقات هي أن خدمة رأس المال المستورد ترتبط بعائدات الاستثمار الممطلّع به ، مما يساعد في التوفيق بين مدفوعات الخدمة والقدرة على السداد .

٩٨ - على أن الحجم الكبير لتدفقات رؤوس الأموال التي اجتذبتها البلدان النامية في الآونة الأخيرة قد أشارت أوجه قلق بشأن اثر هذه التدفقات على الاقتصر الكلي وما يحتمل أن ترتبه من مخاطر متزايدة على أسواق رؤوس الأموال المحلية بسبب عدم امكانية التنبؤ بتدفق رؤوس الأموال إلى الخارج . فالطفرة الحديثة في تدفقات رؤوس الأموال إلى عدد من بلدان أمريكا اللاتينية قد أسفرت عن ارتفاع أسعار الصرف الحقيقة (الذى نشأ عن ارتفاع أسعار الصرف الأساسية في ظل نظام مرن لأسعار الصرف أو عن زيادة في التضخم في ظل نظام ثابت لأسعار الصرف) الذي يحتمل أن يهدد قدرة البلدان المتقدمة على المنافسة . وعلى العكس من ذلك ، فإن الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال في الأعوام الأخيرة في بعض البلدان الآسيوية السريعة النمو لم يصاحبها ارتفاع أسعار الصرف الحقيقة فيها^(٥٩) .

٩٩ - وكان رد فعل البلدان إزاء ما خلفته تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل من اثر على الاقتصر الكلي هو استخدام مجموعة من السياسات شملت تحديد الحساب الجاري بالكامل ، والانضباط الضريبي ، وعمليات التعقيم ، وفرض الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل ، وتوسيع نطاق التقلبات المسموح بها لسعر الصرف . وأهمت هذه السياسات في وقف ارتفاع سعر الصرف الحقيقى .

١٠٠ - أما فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي في حواجز رأس المال السهمي ، فيإن حجم هذه التدفقات القادمة في فرادي البلدان ليس من الكبر بحيث يكون له اثر كبير على أسعار الصرف الحقيقة . أما الاثر السلبي فيمكن أن ينشأ عن امكانية صحب مبالغ ضخمة من استثمارات رأس المال السهمي التراكمية استجابة لتفعيلات في عائدات قصيرة الأجل . وهذه التدفقات الخارجية يمكن أن تسفر عن صعوبات في سداد المدفوعات ويمكن أن يكون لها اثر مزعزع لاستقرار الاقتصاد . فإذا كان المقيمون على استعداد لشراء الأوراق المالية التي يريدون بيعها ، فيتسبب ذلك في استنزاف الاحتياطات من النقد الأجنبي . وعدا ذلك ، سيكون الاثر هو حدوث هبوط حاد في أسعار الأوراق المالية . بينما انخفاض أسعار الأوراق المالية يمكن أن يلحق ضرراً مماثلاً بالاقتصاد ، إذا اثر هذا الانخفاض على أجزاء أخرى من النظام المالي وإذا طال أمده فترة تكفي لهبوط الاستثمار والاستهلاك (عن طريق اثر الشروة) .

١٠١ - وتغريد التجارب حتى الآن أن هذه المخاوف من حدوث تدفقات هائلة لرؤوس الأموال إلى الخارج ليس لها إلى حد كبير أساس من الصحة . فيبعد افتتاح الأسواق المحلية مباشرة ، تحدث بعض التدفقات الصافية من الأموال إلى الخارج ، ولكن الأسواق الناشئة تجتنب بعد ذلك مباشرة تدفقات صافية موجبة إلى حد كبير تصبح بعد ذلك أكثر استقراراً^(٦٠) . وُجُدَّ أيضاً أنه في الوقت الذي "يتداول" فيه المستثمرون العالميون

أوسع الأسواق المتقدمة (على نحو متزايد بصفتها مشتقة) بحثاً عن فرص للموازنة ، فإنهم "يستثمرون" في الأسواق الناشئة ، ويزيدون باطراد من حجم التعامل فيها . وخلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٣ ، كانت نسبة الخيارات المتوسطة من الأوراق المالية إلى مجموع قيمة تداول حافظ رأس المال السهمي الأجنبية للمستثمرين العالميين تعادل في المتوسط ٢,٦٪ من المرات سنوياً في الأسواق المتقدمة ، و٨٪ مرة في الأسواق الناشئة^(٦١) . وفضلاً عن ذلك ، فإن احتمال زعزعة استقرار التدفقات الخارجية لا ينشأ في حالة الأموال التي تُجمع عن طريق ايمالات الائتمان التي يجري تداولها في الخارج . وكما لوحظ أعلاه ، فإن ايمالات الائتمان تشكل حالياً العنصر المهيمن في الاستثمار الأجنبي في حافظ رأس المال السهمي .

الأثر المالي

١٠٤ - لوحظ حدوث زيادات في تقلب العائدات في الأسواق الناشئة بعد افتتاحها . بيد أن ذلك لم يكن مرده إلى تقلب تدفقات رأس المال السهمي (التي كانت على عكس ذلك مستقرة خلال الفترة اللاحقة لافتتاح الأسواق الناشئة) ، ولا إلى زيادة حساسية هذه الأسواق للتذبذبات الأسعار في أسواق الأوراق المالية الأجنبية (التي لم يظهر فيها اتجاه من حيث التقلب) . وربما تعزى الزيادة في التقلب بالأسواق إلى زيادة كفاءة السوق ، نظراً إلى أن المعلومات الجديدة تتعكس في الأسعار بشكل أكمل وأسرع ، إلى جانب زيادة السيولة وزيادة توادر عمليات التداول . وربما أمكن مع ذلك ، بسبب هذا الأثر المحتمل على أسواق هي بالفعل متقلبة ، ايراد حجج تؤيد تحرير أسواق الأوراق المالية المحلية تحريراً تدريجياً .

١٠٥ - ومن الناحية الأخرى ، فإن الاستثمار الأجنبي في حافظ رأس المال السهمي يحقق فوائد عن طريق تعبئة تمويل إضافي ، وخفض تكاليف رأس المال على الشركات المحلية ، وتحقيق تحسين في مستويات أسواق الأوراق المالية المحلية^(٦٢) . فامداد الشركات المحلية أوسماً في أسواق رأس المال الدولية عن طريق عروض دولية وايمالات ائتمان ، فضلاً عن قيام الأجانب بشراء الأسهم الجديدة التي تصدر في الأسواق المحلية ، من شأنهما أن يمولوا مباشرة زيادة الاستثمار . وسيؤدي ذلك أيضاً ، حتى في حالة قيام الأجانب بشراء الأوراق المالية في الأسواق الشانوية ، إلى المساعدة في تمويل الاستثمار بشكل غير مباشر . وفي المقام الأول ، يمكن التوقع أن تكون زيادة ثروة المستثمرين المحليين حافزاً ليستحوذوا على استهلاكم ، يمكن بدورها أن تشجع الانتاج والاستثمار المحليين ؛ وقد يقرر بائعو الأوراق المالية أيضاً استخدام جزء من ثروتهم لتمويل استثمارات أخرى . وفي المقام الثاني ، ستؤدي الزيادة في الطلب الأجنبي على الأوراق المالية المحلية إلى زيادة أسعار الأسهم التي ستختفي تكلفة رأس المال وستشجع على إصدار أسهم جديدة .

١٠٤ - وقد أسمهم بالفعل الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي في خفض تكاليف رأس المال على الشركات المحلية . فبالقضاء على تجزؤ الأسواق المحلية ، يؤدي افتتاح أسواق الأوراق المالية إلى خفض تكلفة رأس مال المخاطرة لأن عامل المخاطرة الوطني المنتظم المشمول في العائدات المتوقعة يقل ، كما أن الزيادة في الطلب الأجنبي على الأوراق المالية المحلية تسهم أيضاً في رفع أسعار هذه الأوراق^(٦٣) . وقد ارتفعت في الواقع النسبة المحلية بين الأسعار والإيرادات خلال العامين أو الثلاثة الماضية في عدد من الأسواق الناشئة^(٦٤) ، مما يشير إلى أن المعدلات المطلوبة للعائدات على رأس المال السهمي قد انخفضت .

١٠٥ - وأخيراً ، يتوقع من الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي أن يساعد في زيادة تطوير أسواق الأوراق المالية المحلية . ويمكن أن يقوم المستثمرون الأجانب ببث الثقة في نفوس المستثمرين المحليين ، وبطلب الحصول على معلومات مناسبة من حيث التوفيق وجيدة ، وعلى حماية الأقلية ، واحتراط وجود لوائح وافية بشأن السوق والتداول . ومن شأن الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي أن يشجع أيضاً على إنشاء مؤسسات وخدمات جديدة ، ونقل التكنولوجيا ، وتدريب الموظفين المحليين .

١٠٦ - وقد كان للاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي ، في رأي السلطات المكسيكية ، أثر إيجابي على الاقتصاد^(٦٥) ، إذ أنه أدخل موارد إضافية كملة المدخلات المحلية وساعدت في تحسين مستويات أسواق الأوراق المالية المحلية . وتطلبت عمليات اصدار اتصالات الائتمان الأمريكية توحيد ممارسات تنظيمية معينة بين المكسيك والولايات المتحدة ، بهدف توفير فرص متكافئة لجميع المشتركين .

جيم - تدابير لجذب الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي

١٠٧ - إن ما جذب المستثمرين الأجانب بصورة رئيسية هو العائدات المرتفعة في الأسواق الناشئة والتي يحددها جمالاً كل من نمو البلدان التي توجد فيها هذه الأسواق وأدائها في مجال الاقتصاد الكلي . والبلدان التي جذبت تدفقات هذا النوع من الاستثمار الأجنبي هي عموماً البلدان التي لديها آفاق نمو مرتفع والتي أصبحت ذات قدرة على المنافسة دولياً .

١٠٨ - وبالنظر إلى الامكانيات الضخمة التي تمثلها مدخلات المؤسسات في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي ، فإن هناك مجالاً لتحقيق المزيد من الزيادات في الاستثمار الأجنبي في حواضن رأس المال السهمي في الأسواق الراسخة وفي الأسواق الجديدة الأخرى على السواء . ومن أجل تشجيع هذه التدفقات ، يتعين على البلدان أن تعزز شقة المستثمرين بدعم الاطار التشغيلي لأسواق الأوراق المالية المحلية . وهذا سيتطلب استيفاء شرطين أساسيين هما:

وضع اطار مستقر للسياسة الاقتصادية يفضي الى تحقيق النمو ، اذ ان ذلك سيكفل عرضاً كبيراً لاسهم جيدة النوعية وطلباً كافياً عليها ؛
ارسال هيكل تنظيمية وقانونية مؤسسية وافية تكون قادرة على دعم تشغيل سوق الاوراق المالية بكفاءة . ويرد أدناه استعراض موجز للمتطلبات الأساسية الازمة لارسال هيكل أساسية وافية^(٦٦) .

١١- بناء المؤسسات

١٠٩ - تشكل الهيكل المؤسسية الاساس التشغيلي للسوق: وسطاء لتنسيق عمليات التداول ، وخدمات لادارة الاستثمارات ولتقديم المشورة المالية ؛ ومقدمو خدمات السوق والخدمات ذات الصلة بها لصالح بورصات الاوراق المالية ، وسوق التعامل خارج البورصة ، وخدمات المعلومات المتعلقة بالسوق ، ونظام اجازة الصفقات وتسويتها ، وتحويل الاوراق المالية وتسجيلها وحفظها ؛ ومقدمو الخدمات المساعدة مثل المحاسبة ومراجعة الحسابات ، والمشورة القانونية ، وخدمات تقدير القيمة المالية وتقدير قيمة الديون^(٦٧) . كذلك فان ايجاد مؤسسات للمدخرات التعاقدية يمكن ان تقوم بالادوار الرئيسية في أسواق الاوراق المالية المحلية انما يمثل أيضا خطوة هامة لتعزيز أسواق الاوراق المالية .

١٢- الاطار القانوني والتنظيمي

١١٠ - من شأن وجود اطار قانوني وتنظيمي واعٍ لإنشاء سوق للاوراق المالية تكون لها مقومات البقاء ان يحمي المستثمرين ويعزز ثقة الجمهور ويضمن انسباط السوق . وينبغي ان تكون لهذا الاطار أربع وظائف أساسية هي: الاحتراس والحماية والتنظيم والوظيفة الهيكلية^(٦٨) .

١١١ - اولاً ، فان المعايير الاحتراسية ترسى المتطلبات المتعلقة بمدى كفاية رأس المال ، وصيانة الاوراق المالية ، ومتطلبات قيام الوسطاء بتقديم تقارير مالية ، ونظاماً لرصد هذه المتطلبات وانفاذها . وتحدد أيضاً معايير الدخول مثل السلامة المالية والاختصار الفني من أجل تعزيز استقرار النظام ككل .

١١٢ - وثانياً ، ينبع ارسال اطار فعال لحماية المستثمرين من أوجه التلاعب في السوق ومن الافتقار الى الشفافية . ويشدد هذا الاطار على افشاء المعلومات ، ووضوح العلاقات التعاقدية ، والمسؤولية الائتمانية الصارمة . كذلك ينبع تأمين حماية المستثمر من الممارسات غير العادلة (مثل عمليات التداول التي يقوم بها المسارون وعمليات التلاعب في الاسعار) عن طريق فرض عقوبات على ارتكاب الافعال الضارة . وتشمل اللوائح المتعلقة بافشاء المعلومات نظاماً قانونياً فعالاً لتحديد وانفاذ معايير

الافشاء لجميع الشركات التي تقوم بامداد الاوراق المالية الى الجمهور وتسجيل اوراق مالية لاغراض التداول الشانوي بها في أسواق البورصة . وبالاضافة الى ذلك ، ينبغي دعم هذه القوانين والقواعد باعتماد واستخدام مبادئ محاسبة ومعايير مراجعة حسابات تكون مقبولة بوجه عام من جانب مهنة المحاسبة التي تلتزم بمدونة صارمة لقواعد آداب المهنة .

١١٣ - ثالثا ، تمضي عمليات الرقابة التنظيمية بإنشاء وتشغيل بورصات الاوراق المالية ، وغرف المتقامة ، ونظم معلومات السوق . وبينما يوجد قدر كبير من التباين في الهيكل التنظيمي فيما بين البلدان ، فإن النموذج التنظيمي القائم على مفهوم التنظيم الذاتي لمؤسسات السوق (الخاصة في كثير من الأحيان) (مثل أسواق الاوراق المالية ، ومجلس المعايير المحاسبية ، والرابطات المهنية للمحاسبة ولمراجعة الحسابات) ، مقتربا باشراف الحكومة هو أكثر النماذج استخداما حالياً في البلدان المتقدمة .

١١٤ - وفي الأسواق الناشئة ، فإن نوع الهيكل التنظيمي المطبق يتوقف على مستوى تنمية السوق وعلى مدى وجود الهيكل الأساسية المرتبطة به . وفي المرحلة الأولى من إنشاء السوق ، فإن المؤسسات الحكومية أو شبه الحكومية (مثل بورصة الاوراق المالية التي تشغّلها الحكومة) تميل إلى ممارسة نفوذ أكبر على السوق . وكثيرا ما يحدث ذلك بسبب الهيكل الأساسية لأسواق الاوراق المالية لا تكون بعد هيكل ملائمة . وكثيرا ما تتمثل ولاية الهيئات التنظيمية الحكومية في تيسير تطوير السوق ووضع لوائح لحماية المستثمرين . ولم يمارس التنظيم الذاتي دورا هاما في تنمية السوق . وُجُدَ في السنوات الماضية اتجاه لإنشاء لجنة للأوراق المالية أو مؤسسة مماثلة في نفس الوقت تقريبا الذي تتلقى فيه سوق الاوراق المالية ولاية قانونية لبدء عملياتها (مثلاً في بولندا وهنغاريا) . وعلى النقيض من ذلك ، في الهند وتايلاند ومالزيا التي لديها أسواق متطرفة إلى حد جيد ، لم تنشأ لجان للأوراق المالية إلا في الآونة الأخيرة . وكانت هذه البلدان تعتمد فيما مضى على خليط من التنظيم الذاتي والرقابة الحكومية على أنشطة معينة مثل الاصدارات الجديدة للأوراق المالية وامكانيات الوصول إلى السوق .

١١٥ - رابعا ، تتيح عمليات الرقابة الهيكلية للحكومات أن تدير التكوين والشكل الإجماليين لأسواق الاوراق المالية وذلك عن طريق آليات مثل فرض قيود على ملكية الوسطاء الأجنبية ، ونوع النشاط الذي يجوز للوسطاء مزاولته ، ومواصفات المكوك التي يمكن تداولها .

١١٦ - وأخيراً ، يُحتمل أن يكون لتنفيذ وانفاذ القوانين والسياسات العامة الموضوّعة لاداء هذه الوظائف الأربع الاساسية من التأثير على كفاءة السوق وإنصافها واستقرارها ، ما لاعتماد القوانين والسياسات ذاتها .

١٣١ تدابير حكومية أخرى

١١٧ - كثيراً ما تقوم الحكومات ، في الأسواق الناشئة ، بدور نشط في تنمية أسواق رأس المال السهمي عن طريق حواجز شتى . وتكون لدى الحكومات ، في مرحلة مبكرة من إنشاء السوق ، مجموعة واسعة من الأدوات لتحفيز نمو سوق رأس المال السهمي . ويمكن للحكومات أن تقوم بما يلي:

- خفض تكاليف تدبير رؤوس الأموال عن طريق تقديم ميزة ضريبية هامة للشركات التي تصبح ملكيتها عامة وتقوم بإدراج أسهمها ؛
- زيادة مجموع الأوراق المالية المتداولة لتوفير عمق للسوق ، مثلاً بتوجيه شركات ذات حجم معين وتاريخ طويل إلى حد ما من الأعمال لإدراج أسهمها ؛
- خفض تكاليف الصفقات عن طريق تحديد رسوم عمولة السمسرة عند مستوى منخفض ؛
- خفض تكاليف الهياكل الأساسية للسوق عن طريق تمويل (وفي خاتمة المطاف تشغيل) بورصة أوراق مالية أو مؤسسة مقاصة للأوراق المالية ؛
- تطبيق ضريبة مخفضة أو عدم تطبيق أي ضريبة على المكاسب الرأسمالية .

الجدول ١

تقديرات التدفقات الأجنبية من رأس المال السهمي إلى البلدان النامية

٦٠ - البنك الدولي (المشتريات الجمالية)
(بمليارات دولارات الولايات المتحدة)

١٩٩٣	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩	
٠,٦	١,٩	٢,٩	٢,٣	المناديق القطرية
٥,٧	٤,٩	٠,١	٠,٠	أيصالات الأيداع
١,٩	١,٥	٠,٨	١,٣	استثمارات رأس المال السهمي
٨,٣	٧,٩	٣,٨	٣,٥	المباشر
				مجموع تدفقات رأس المال السهمي

المصدر: البنك الدولي ١ World Bank, World Debt Tables 1992-1993, Volume 1

باء - مؤسسة الأوراق المالية "بارينغ" Baring Securities
(تدفقات صافية ، أي مشتريات مطروحا منها مبيعات
مبيعات رأس المال السهمي)
(بمليارات دولارات الولايات المتحدة)

١٩٩٣	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	١٩٨٦	
١٧,١٢	١٣,١٥	١٣,٥٨	٨,٦٣	١,٣٣	١,٧٣	٠,٩٤	المجموع (الأسواق الأولية والثانوية)
٦,١٦	٤,٤٤	١,٥٥	٠,١٩	٠,٠٣	٠,٠٠	٠,٥٠	الإصدارات الأولية (بما في ذلك أيصالات الأيداع)
١٠,٩٦	٨,٧١	١١,٣٣	٨,٤٤	١,٣٠	١,٧٣	٠,٨٩	السوق الثانوية (تدفقات صافية)

التوزيع الجغرافي:
الأسواق الثانوية + أيصالات
الأيداع الأمريكية

٨,٠٠	١٠,٤٩	٨,٩٨	٤,٨٣	٠,٦٦	٠,٣٨	٠,١٥	أمريكا اللاتينية
(٥٧,١)	(٨٧,٧)	(٧٨,٧)	(٥٧,٥)	(٥٠,٤)	(١٦,٧)	(١٦,٧)	% من المجموع
٤,٤١	٠,٨٥	١,٥١	١,٤٣	٠,٥٨	١,٣٧	٠,٧٠	جنوب شرقي آسيا
(٣١,٥)	(٧,١)	(١٢,٢)	(١٦,٩)	(٤٤,٣)	(٧٤,٧)	(٧٧,٨)	% من المجموع
١,٥٩	٠,٦٥	٠,٩٣	٢,١٥	٠,٠٧	٠,١٥	٠,٠٥	أسواق ناشئة أخرى
(١١,٤)	(٥,٤)	(٨,١)	(٢٥,٦)	(٥,٣)	(٨,٨)	(٥,٥)	% من المجموع
١٤,٠٠	١١,٩٩	١١,٤	٨,٤٠	١,٣١	١,٧٠	٠,٩٠	المجموع

المصدر: Baring Securities: Cross-Border Capital Flows, A study of Foreign Equity Investment, 1991/92 Review .

ملاحظة: قد يختلف شمول مؤسسة "Baring Securities" للبلدان عن شمول البنك الدولي لها.

الجدول ٢
أسواق الأوراق المالية الناشئة

البلد/الإقليم	عُدد الشركات المدرجة	(تاريخ) إنشائها	القيود المفروضة على الملكية الأجنبية
<u>آسيا:</u>			
الصين شنغهاي	١٠	١٩٩١ ، ١٩٩٠ (للاسم "باء")	يجوز للمستثمرين الأجانب شراء الأسهم "باء" فقط ، التي تتمشى مرتبتها مع مرتبة الأسهم "ألف" العادية .
شينزهان	٩	١٩٩١ ، ١٩٩٠ (للاسم "باء")	
<u>الهند</u>			
بنغالور بومباي كلكتا دلهي مدراس	٣٥٠ ٢٧٨١ ٢٤٥٦ ٢١١٤ ٧١٧	١٩٥٧ ١٨٧٥ ١٩٠٨ ١٩٤٧ ١٩٣٧	يجوز للأجانب حيازة نسبة تصل إلى ٥ في المائة من رأس مال الشركات المدرجة .
<u>اندونيسيا</u>			
جاكرتا سورابايا	١٠٠ ١٦٤	١٩٧٧ ١٩٨٩	لا يجوز أن تتعدى الملكية الأجنبية نسبة ٤٩ في المائة من أسهم أية شركة .
جمهورية كوريا	٦٨٨	١٩٥٦	يجب لا يتعدى استثمار الأفراد الأجانب نسبة ٣ في المائة ، ويجب لا يتعدى مجموع الاستثمار الأجنبي ١٠ في المائة من رأس مال الشركات المدرجة . وقد رفع هذا الحد إلى ٣٥ في المائة لشركات معينة .
ماليزيا	٣٦٦ (٢ شركات أجنبية)	١٩٧٣	المملكة الأجنبية للشركات محددة عموماً بنسبة ٣٠ في المائة للمصارف والمؤسسات المالية ، ولكن يمكن أن تصل إلى ١٠٠ في المائة بالنسبة لأسهم أخرى .
نيبال	٤٩ (٥ شركات أجنبية)	١٩٨٤	ينظمها قانون تنظيم النقد ٢٠١٩ .

الجدول ٣ (تابع)

البلد/الإقليم	(تاريخ) إنشائها	المدرجة	الشركات	القيود المفروضة على الملكية الأجنبية
باكستان كراتشي	١٩٤٨	٦٢٨	٦٢ شركة (أجنبية)	ليست هناك أية قيود .
لاهور	١٩٧٠	٤٥٣	٣٦ شركة (أجنبية)	لا يجوز أن تتعدي الملكية الأجنبية لـ ٤٠ في المائة . تملك المستثمرين الأجانب قاصر على أسهم الفتنة بـ ٤٠ في المائة .
الفلبين ماكاتي مانيلا	١٩٦٥ ١٩٧٧	١٦٣ ١٧٠	٦٣ شركة (أجنبية)	لا يجوز أن تتعدي الملكية الأجنبية لـ ٤٠ في المائة من أسهم شركة مدرجة باستثناء حالات معينة (٤٩ في المائة من أي مصرف) .
سريلانكا	١٩٨٠	١٩٠	٦٣ شركة (أجنبية)	يجوز للأجانب شراء نسبة تصل إلى ٤٠ في المائة من أسهم أية شركة مدرجة باستثناء حالات معينة (٤٩ في المائة من أي مصرف) .
مقاطعة تايوان الصينية	١٩٦١	٢٥٦	٦٣ شركة (أجنبية)	يجوز للمؤسسات الأجنبية أن تمتلك نسبة تصل إلى ٥ في المائة من أسهم أية شركة مدرجة ، ولا يجوز أن يتعدى مجموع الملكية الأجنبية في أية شركة مدرجة ١٠ في المائة من مجموع الأسهم القائمة . ولا يجوز للأجانب الاستثمار في شركات معينة .
تايلند	١٩٧٠ (أعيد تنظيمها في ١٩٧٥)	٣٠٥	٦٣ شركة (أجنبية)	الحد الأقصى للملكية الأجنبية للأسهم هو ٤٩ في المائة في الشركات غير المالية و ٥٥ في المائة في الشركات المالية .
هونغ كونغ	١٩١٤ (أعيد تنظيمها في ١٩٨٦)	٤١٣ ٣٧ شركة (أجنبية)	٦٣ شركة (أجنبية)	ليست هناك أية قيود .
سنغافورة	١٩٧٣	١٦٣ ١٤ شركة (أجنبية)	٦٣ شركة (أجنبية)	يقتصر الاستثمار الأجنبي على صناعات معينة فحسب ، مثل المصارف وشركات التمويل والنشر والنقل .

الجدول ٣ (تابع)

البلد/الإقليم	(تاریخ) انشائها	الدرجة المدرجة	الشركات	عسدد	القيود المفروضة على الملكية الأجنبية
<u>أمريكا اللاتينية:</u> <u>الأرجنتين</u>					
بوينوس آيرس	١٨٥٤ (اعيد تنظيمها في ١٩٣٩)	١٧٥	ليست هناك أية قيود .		
روزاريو	١٨٨٤	١٧٣			
بربادوس	١٩٨٧	١٥	رهنا بموافقة رقابة النقد .		
<u>البرازيل</u> <u>ريو دي جانيرو</u>					
ساو باولو	١٨٩٣	٥٦٥	يجوز لمناديق الاستثمار التعاونية وللمستثمرين المؤسسين الاستثمار بحرية . ولا يجوز للأفراد الاستثمار مباشرة . هناك حد بنسسبة ٤٩ في المائة على الأسهم العادية الممتعة بحق التصويت .	٥٩٣	
شيلي	١٨٩٠	٢٤٥	ليست هناك أية قيود .		
كولومبيا	١٩٣٨	٨٠	ليست هناك أية قيود .		
كاستاريكا	١٩٧٦	٩٣	ليست هناك أية قيود .		
اكوادور	١٩٧٩	٨٥	ليست هناك أية قيود .	٣ شركات أجنبية)	
السلفادور	١٩٩٥	-	ليست هناك أية قيود .		
هندوراس	١٩٩٠	٣٨	ليست هناك أية قيود .		
جاماييكا	١٩٧٩	٤٨	ليست هناك أية قيود .		
المكسيك	١٨٩٤	١٩٥	يجوز للأجانب شراء أنواع الأسهم التالية: السلسلة "باء" (اكتتاب حمر)، السلسلة "ألف" (مناديق محایدة)، ، السلسلتان "جيم" و"لام" (أسهم غير ممتعة بحق التصويت).		

الجدول ٢ (تابع)

البلد/الإقليم	(تاریخ) انشائها	العدد المدرج	الشركات	القيود المفروضة على الملكية الأجنبية
بنما	١٩٩٠	١١	ليست هناك أية قيود .	
بيرو	١٩٧٠	٢٨٧	ليست هناك أية قيود .	
ترینیداد وتوباغو	١٩٨١	٣٧	المشتريات التي تسفر عن تملك المستثمرين الأجانب أكثر من ٣٠ في المائة من أسهم شركة مدرجة تستلزم الحصول على ترخيص .	
أوروغواي	٨٦٧ (أعيد تنظيمها في ١٩٣٧)	٣٦	ليست هناك أية قيود .	
فنزويلا	١٩٤٧ (أعيد تنظيمها في ١٩٧٤)	٦٦	يجب أن يكون المستثمر الأجنبي مسجلين لدى هيئة الإشراف على الاستثمار الأجنبي ومعتمدين من جانبيها . ويجوز أن تصل الملكية الأجنبية إلى ١٠٠ في المائة باستثناء ما يتعلق بأسهم المصارف .	
بوتسوانا	١٩٨٩	١٠	٤ شركات أجنبية) الحر للشركات المدرجة ؛ ولا يجوز لكي فرد أجنبي مستثمر أن يمتلك أكثر من ٥ في المائة .	الشرق الأوسط وأفريقيا:
كوت ديفوار	١٩٧٦	٢٤	ليست هناك أية قيود .	
مصر	١٨٨٣ (أعيد تنظيمها في ١٩٨١)	٦٥٦	ليست هناك أية قيود .	
غانا	١٩٩٠	١٣	يسحب قانون الرقابة على النقد الأجنبي ، يجب على الأجانب الحصول على موافقة من مصرف غانا من أجل الاستثمار .	
الأردن	١٩٧٨	١٠٣	ليست هناك أية قيود .	
كينيا	١٩٥٤	٥٧	ليست هناك أية قيود .	

الجدول ٢ (تابع)

البلد/الإقليم	(تاريخ) إنشائها	المدرجة	الشركات	عند	القيود المفروضة على الملكية الأجنبية
الكويت	١٩٨٤	٣٩	١٠ شركات (أجنبية)	يجوز للمواطنين من البلدان الخليجية الاستثمار في قطاع غير القطاع المصرفي وقطاع التأمين .	يُجوز للأجانب في مجلس التعاون الخليجي الاستثمار في قطاعات أخرى غير القطاع المصرفي وقطاع التأمين .
موريشيوس	١٩٨٩	٢٢	٦ شركات (أجنبية)	من المتوقع أن يصدر تشريع يجيز للأجانب الاستثمار في صندوق استثمار مفتوح وكذلك ، ضمن حدود مقررة ، في البورصة .	ليست هناك أية قيود .
المغرب	١٩٣٩ (أعيد تنظيمها في ١٩٦٧)	٦٣	٦ شركات (أجنبية)	ليست هناك أية قيود .	ليست هناك أية قيود .
نيجيريا	١٩٧٠	١٥٣	٦٣	ليست هناك أية قيود .	ليست هناك أية قيود .
تركيا	١٩٨٦	١٤٥	٦٣	ليست هناك أية قيود .	ليست هناك أية قيود .
زمبابوي	١٩٧٥	٦٣	٦٣	ليست هناك أية قيود .	ليست هناك أية قيود .
أوروبا الشرقية: بلغاريا	١٩٩١	-	٦٣	ليست هناك أية قيود .	لا يجوز للأجانب في الوقت الحاضر أن يمتلكوا إلا الأسهم المسجلة .
	١٩٩٠	٦٣	٦٣	ليست هناك أية قيود .	ليست هناك أية قيود .
بولندا	١٩٩١	١٦	٦٣	ليست هناك أية قيود .	ليست هناك أية قيود .
الاتحاد الروسي	١٩٩١	١٠	٦٣	ليست هناك قيود على الأوراق المالية للشركات: وتستلزم مشتريات الأجانب للأوراق المالية التي تملكها الدولة الحصول على إذن من وزارة المالية .	ليست هناك قيود على الأوراق المالية للشركات: وتستلزم مشتريات الأجانب للأوراق المالية التي تملكها الدولة الحصول على إذن من وزارة المالية .
سلوفينيا	١٩٩٠	٣٦	٣٦	ليست هناك أية قيود .	ليست هناك أية قيود .

المصادر: Institutional Investor, October 1992; IFC: Emerging Stock Markets Factbook 1993.

الجدول ٣
أسواق الأوراق المالية الناشئة
معدلات النمو (السنوية)

١٩٩٣-١٩٩٠ ١٩٩٠-١٩٨٥ ١٩٨٥-١٩٨٠ ١٩٨٠-١٩٧٦

الرسملة السوقية				
٧٩,٩	٧,٧	٦,٣	١٧١,٩	- أمريكا اللاتينية
٢٣,٧	٣٦,٠	٠,١ -	٢٣,١	- آسيا
٢٣,١	٢٨,٧	١,٨	٤٥,٥	- مجموع الأسواق الناشئة
قيمة التداول				
٩٨,٩	٥,٤ -	١٨,٤	٢٩,٥	- أمريكا اللاتينية
١٨,٩ -	٩٩,٩	٤,٤ -	٢١,٨	- آسيا
١٣,٨ -	٧٧,٠	٣,٠	٢١,٤	- مجموع الأسواق الناشئة

المصدر: IFC, Emerging Stock Markets Factbook ، أعداد مختلفة .

الجدول ٤
احصاءات موجزة بشأن أسواق الأوراق المالية ، ١٩٩٣

تصنيف	تصنيف	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة
القيمة	الرسمية	المتداولة	المتداولة	الرسمية	الرسمية	الرسمية
المتداولة	السوقية	السوقية	المتداولة	المتداولة	المتداولة	المتداولة
التي كانت	التي كانت	تحوزها	تحوزها	التي كانت	التي كانت	تحوزها
تحوزها	تحوزها	أكبر عشرة	نسبة رقم أكبر ١٠	المتداولة	(بملايين)	الرسمية
أكبر عشرة	أكبر عشرة	أكبر عشرة	أكبر عشرة	المتداولة	المتداولة	المتداولة
القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة
(٦)	(٥)	(٤)	(٤)	(٢)	(٢)	(١)
٧٣,٥	١٧٥	٦٨,٨	٨٤	١٥ ٦٧٩	١٨ ٦٢٣	الأرجنتين
٥١,٣	٥٦٥	٣٩,٣	٤٥	٣٠ ٥٣٥	٤٥ ٣٦١	البرازيل
٥٧,٩	٣٤٥	٥٣,٨	٧	٣ ٠٣٩	٣٩ ٦٤٤	شيلى
٦٣,٩	٨٠	٧٨,٥	١٠	٥٥٤	٥ ٦٤٤	كولومبيا
٣٩,٤	١٩٥	٣١,٧	٢٣	٤٤ ٥٨٣	١٣٩ ٠٦١	المكسيك
٨٠,٠	٦٦	٥٩,٦	٣٥	٣ ٦٣١	٧ ٦٠٠	فنزويلا
أمريكا اللاتинية						
٣٠,٦	١٧٠	٥٢,٣	٢٣	٣ ١٠٤	١٣ ٧٩٤	الفلبين
٢٢,٤	٦٨٨	٣٠,٥	١٠٨	١١٦ ١٠١	١٠٧ ٤٤٨	جمهورية كوريا
١٥,٤	٢٥٦	٣٠,٣	٢٣٨	٣٤٠ ٦٦٧	١٠١ ١٣٤	مقاطعة تايوان الصينية
شرق آسيا						
٢٢,٣	٦ ٧٠٠	٢٢,٦	٢٣	٣٠ ٥٩٧	٦٥ ١١٩	الهند
٦١,٤	١٠٠	٣٩,٣	٢٢	٣ ٩٠٣	١٣ ٠٣٨	اندونيسيا
١٤,٠	٣٦٦	٣٠,٩	٢٣	٣١ ٧٣٠	٩٤ ٠٠٤	ماليزيا
١٩,١	٦٢٨	٢٣,٠	١٣	٩٨٠	٨ ٠٣٨	باكستان
٣٦,٣	٢٠٥	٢٨,٥	١٣٤	٧٣ ٠٦٠	٥٨ ٣٥٩	تايلاند
جنوب آسيا						
٣١,٦	١٠٣	٤٩,٤	٣٩	١ ٣١٧	٢ ٣٦٥	الأردن
٥٣,٦	١٥٣	٤٨,٥	٣	٣٣	١ ٣٤٣	نيجيريا
١١,٤	١٤٥	٣٩,٩	٨٣	٨ ١٩١	٩ ٩٣١	تركيا
٤٧,٧	٦٦	٣٦,٥	٣	٣٠	٦٣٨	زمبابوي
أوروبا/الشرق الأوسط/افريقيا						
...	١ ١١٩	٣٠,٨	٣٤	٨٣ ٤٤٨	٢٤٣ ٠١٨	كندا
...	٧٨٦	٢٨,٧	٣٦	١٣٥ ٠٥٣	٣٥٠ ٨٥٨	فرنسا
...	٧٦٥	٤٠,٤	٣٥٦	٨٩٣ ٠٣٧	٢٤٨ ١٣٨	المانيا
أسواق متقدمة						

الجدول ٤ (تابع)

تصنيف	تصنيف	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	الولايات المتحدة المدرجة المئوية	الولايات المتحدة المئوية	الولايات المتحدة المئوية	المملكة المتحدة المئوية	سويسرا	اليابان		
القيمة	السوقية	التي كانت تحوزها	المتداولة	نسبة رقم أكبر ١٠	(بملايين المبيعات شركات في أسهم	دollar	الولايات المئوية	= المئوية المدرج	(٣) = المئوية بالنسبة الشركات بالنسبة	(٢) / (١) = المئوية المئوية	(٢) / (١) = المئوية المئوية	(٢) / (١)	(٢)	(١)	(٦)
المليون	المليون	المليون	المليون	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف	ألف
...	٢١٨	١٦,٥	٣٦	٦٣٥ ٣٦١	٢٣٩٩ ٠٠٤										
...	١٨٠	٥٣,٥	٣٩	٧٥ ٤٠٧	١٩٥ ٣٨٥										
...	١٨٤	٣٤,٣	٤٦	٣٨٣ ٩٩٦	٨٣٨ ٥٧٩										
...	٧٠٤	١٤,٩	٥٦	٢٦٧٨ ٥٣٣	٤٧٥٧ ٨٧٩										

المصدر: IFC, Emerging Stock Markets Factbook 1993

الجدول ٥
معاملات ارتباط العائدات الشهرية على أساس
الرقم القياسي للولايات المتحدة

البلد/الإقليم	١٩٨٠-١٩٧٦	١٩٨٤-١٩٨١	١٩٨٨-١٩٨٤	١٩٩٣-١٩٨٨
الأرجنتين	٠,٠٣	٠,٠٤	-	٠,٠٧١
البرازيل	٠,١٤	٠,٠٨	٠,٠٥٧	-
شيلى	٠,١٥	٠,٢٠	٠,١٢٣	-
الهند	٠,١٦	٠,٠٤	٠,٠٧١	-
الأردن	٠,٢٤	٠,٠٣	٠,٠٨٠	٠,٣٧٩
ماليزيا	٠,٥٣	٠,١٦	...	...
المكسيك	٠,٣١	٠,٣٦	٠,١٠٣	-
الفلبين	٠,٤٠	٠,٣٨	...	...
جمهورية كوريا	٠,٣٠	٠,٠٤	٠,١٤٨	٠,٣٢١
مقاطعة تايوان الصينية	٠,١٣	٠,١٧	...	...
تايلاند	٠,٤١	٠,٣٧	٠,٢٣٥	٠,٣٥٨
تركيا	٠,١٣	٠,٣٦	...	...
زمبابوي	٠,٠٣	٠,٣٢	٠,١٨١	٠,٠٣٥
مجموعة أوروبا ، استراليا (١) والشرق الأقصى	٠,٤٥	(ب) ٠,٤١	...	...

المصدران: - استخرجت النتائج المتعلقة بالفترتين ١٩٨٠-١٩٧٦ و ١٩٨٤-١٩٨١ من:
 Errunza, V. and Padmanabhan, P.: "On benefits of portfolio investments in emerging markets", Financial Analysts Journal, July-August 1988, pp. 76-78.

- استمدت البيانات المتعلقة بالفترتين ١٩٩٣-١٩٨٧ و ١٩٩٠-١٩٨٥ من:
 IFC, Emerging Stock Markets Factbook, 1989, 1993.

(١) الرقم القياسي المركب لمجموعة أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى .
 (ب) ١٩٨٩-١٩٨٥ .

روؤس أموال جديدة دبرتها الشركات المحلية ، ، أعداد مختلفة .
١٩٩٣-١٩٨٩ المجموع في أسواق الأوراق المالية ، ، الأسعار الصرف في نهاية العام)

		١٩٩٢		١٩٩١		١٩٩٠		١٩٨٩	
		النسبة المئوية	المجموع						
		(بملايين دولارات الولايات المتحدة)							
		الرسملة المحلية							
		الإجمالي							
الإرجنتين		١,٧	٣١١,٥	١,٤	٣٦٣,١	٢,٦	١٨٩,٠	٠,٤	٠,١
البرازيل		٠,٥	٣٣٣,١	٠,٧	٣١٤,٤	٠,٦	٢٤٣,٦	٠,٧	٠,٤
شيلي		١,٦	٤٧٩,٣	٠,٦	٣٠,٥	١,٦	١٨٣,٠
المكسيك		٣,٥	٨٠١,٢	٣,٥	٣٤٣٣,١	٣,٣	١٠٧٨,٠	١,٧	٢,٦
تركيا		١١,٩	١٧٨,٥	١١,٧	١٣,٢	٢٠,٦	١١,٧
هونغ كونغ		١٣,٥	٢٢٠,٤	٤,٠	٣٠,٥	٣٢,٢	٢٦٦٢,٣	١٣,٠	٢٢٤,٩
مالزريا		٣,٩	٣٦٢٤,٦	٣,١	٣٦١,٦	٢,١	٩٩٤,٨	٥,٣	٥,٥
جمهورية كوريا		٢,٢	٢٧٨,٦	٣,٤	٣٧	٣٥٤٥,١	٤,٦	٣٢,٤	٣٥٧٣,٩
سنغافورة		٩,٤	٣,٧	١٢٥٩,٥	٤,٨
تايوان		٩,٩	٦٩٦,٩	١٠,١	٣,٥	١٠,١	٣١٠,٧	١,٤	٥١٢,٦
تايلند		٣,٧	١٤٧,٩	٦,٦	٣٣,٩	١٩,٨	٥٧٠١,٣	٢٣,٤	٣٥٤,٤

الحواشي

(١) البنك الدولي ، جداؤل الديون العالمية (World Bank, World Debt Tables 1992-1993) ، المجلد ١ . وتقدم مصادر أخرى أرقاماً أعلى بكثير . فقد قدرت مؤسسة "بارنغ سيكورتيز" (Baring Securities) على سبيل المثال أن صافي تدفقات رأس المال السهمي إلى أسواق البلدان النامية الناشئة قد ازداد من ٩٤,٠٠ مليون دولار في عام ١٩٨٦ إلى ٨,٦٣ مليون دولار في الولايات المتحدة في عام ١٩٨٩ ، والى ١٧,١٣ مليون دولار في الولايات المتحدة في عام ١٩٩٥ (الجدول ١) .

IMF: Private Market Financing for Developing Countries, Washington, D. C. 1992.

(٢) البيانات المتعلقة بالسندات القابلة للتحويل التي أصدرتها البلدان النامية شديدة . ويشير أحد مصادر المعلومات المتعلقة بالسندات القابلة للتحويل التي أصدرتها شركات في شرق آسيا إلى مبلغ مجموعه نحو مليار من دولارات الولايات المتحدة خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩١ . انظر K.K.H. Park and A.W. Van Agtmael, editors, The World's Emerging Stock Markets (Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1993), p. 35.

(٤) تعرف هنا أسواق الأوراق المالية الناشئة بأنها أسواق الأوراق المالية المنشأة في بلدان نامية/اقتصادات نامية وفي بلدان أوروبا الشرقية .

(٥) للاطلاع على تحليل لطرح سندات للاكتتاب في الأسواق المالية للبلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي ، انظر: OECD: Financial Market Trends, No. 55, June 1992, "Special Features, World Securities Markets: Bank for International Settlements, Looking Ahead":, pp 13-42 (BIS): 62nd Annual Report, 1991/92, Chapter VIII: Structural aspects of financial markets and prudential supervision.

(٦) في عام ١٩٩٠ ، فإن الأصول المالية التي يحوزها المستثمرون المؤسسيون ، معبراً عنها كنسبة مئوية من الأصول المالية المنزليه ، بالنسبة لكبرى البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي قد تبيّنت بين ٤٥,٦% في المائة (اليابان) و٦٨,٥% في المائة (المملكة المتحدة) . انظر مصرف التسويات المالية: BIS: 62nd Annual Report, op.cit., p. 194 .

(٧) البلدان/الاقتصادات الـ ٣٦ التي تسمح بحرية الدخول هي: الاتحاد الروسي ، الأرجنتين ، الأردن ، أكوادور ، أوروجواي ، باكستان ، بلغاريا ، بينما ، بولندا ، بيرو ، تركيا ، جامايكا ، السلفادور ، سلوفينيا ، سنغافورة ، شيلي ، فنزويلا ، كوت ديفوار ، كوستاريكا ، كولومبيا ، كينيا ، ماليزيا ، مصر ، المغرب ،

الحواشي (تابع)

هندوراس ، هونغ كونغ . أما البلدان الـ ٩ التي تسمح بالدخول بحرية نسبية (حدود مفروضة على الملكية الأجنبية فيها): أندونيسيا ، البرازيل ، بوتسوانا ، تايلاند ، ترينيداد وتوباغو ، جمهورية كوريا ، سريلانكا ، الفلبين ، المكسيك . أما البلدان/الاقتصادات التي تفرض قيوداً (إما أسواق مغلقة أو قصر الاستثمار الأجنبي على فئات معينة من الأسهم فهي: بربادوس ، زيمبابوي ، الصين ، غانا ، الكويت ، مقاطعة تايوان الصينية ، موريشيوس ، نيبال ، نيجيريا ، الهند ، هنغاريا .

(٨) هذه البلدان هي البلدان الرئيسية التي تتمتع بامكانية الوصول إلى أسواق رأس المال السهمي الدولي عن طريق ايمالات الايداع الامريكية أو ايمالات لايداع العالمية أو الصناديق القطرية أو الاقليمية أو العالمية . انظر: Sudashan Gooptu: Portfolio Investment Flows to Emerging Markets, Paper presented to the World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, 9-10 September 1993.

(٩) انظر: International Finance Corporation: Emerging Stock Markets Factbook, Various issues (Washington D.C.).

(١٠) انظر: J. Mullin "Emerging Equity Markets in the Global Economy", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Summer 1993.

(١١) في ألمانيا وسويسرا ، فإن نصيب الرأسملة السوقية التي تحوزها أسواق الأوراق المالية الكبرى العشر بلغ ٤٠ و ٥٣ في المائة على التوالي في نهاية عام ١٩٩٢ .

(١٢) في المكسيك ، على سبيل المثال ، فإن من بين الشركات البالغ عددها ٢٥٣ شركة المدرجة في بورصة الأوراق المالية (في شباط/فبراير ١٩٩٣) ، كان معدل تداول الأوراق المالية لـ ٢١ شركة مرتفعاً وكان معدل التداول بالنسبة لـ ٤٦ شركة متعدلاً أما الشركات الباقية فقد كان معدل التداول الخاص بها منخفضاً . انظر دراسة الحالة الأفرادية التي قيمتها المكسيك II TD/B/WG.1/Misc.3/Add.1,Part II ، الجزء الثاني .

(١٣) انظر Mullin ، المصدر نفسه .

(١٤) للاطلاع على دراسة استعراضية تفصيلية لهذه الآليات ، انظر: V. Errunza: "Capital markets, foreign portfolio investment, and economic development" ، ورقة معلومات أساسية UNCTAD/GID/DF/4 أعطت من أجل الدورة الثالثة للغريق العامل المخصص للاستثمار والتدفقات التابع للأونكتاد .

الحواشي (تابع)

(١٥) الصندوق المحدود هو الذي يجمع مبلغاً أولياً من الأموال من الجمهور ومن مؤسسات أخرى يستثمر بعد ذلك في الأوراق المالية لسوق معينة أو لمجموعة أسواق . ويجري تداول أسماء الصناديق المحدودة في أسواق الأوراق المالية الخارجية الكبيرة ، المختلفة عن أسواق المنشآت للأسهم والأوراق المالية التي توفر الأصول الأساسية . وأما الصندوق المفتوح فهو يشتري ويبيع الأوراق المالية في الأسواق المحلية استجابة لودائع أو سحب مالية في الصناديق من جانب المستثمرين . وهذا النوع من الصناديق لا يمكن إنشاؤه إلا في البلدان التي لديها أسواق مالية مائلة بقدر معقول ودون رقابة على الصرف ويمكن أن تعمل على نطاق صغير .

International Finance Corporation: Emerging Stock Markets Fact-
Factbook 1993 .

(١٧) في الولايات المتحدة على سبيل المثال ، أدت القاعدة ١٤٤ ١ (لجنة الأوراق المالية والبنك) (SEC rule 144a) (نيسان/أبريل ١٩٩٠) إلى التقليل من اشتراطات التسجيل/الإعلان بالنسبة لطرح الأوراق المالية الخاصة ، مما يسر عمليات إصدار ايمصالات الإيداع الأمريكية من جانب شركات الأسواق الناشئة .

(١٨) في أيار/مايو ١٩٩١ ، كان إصدار شركة تلمسك (Telmex) المكسيكية لإيمصالات الإيداع الأمريكية بمبلغ قيمته ملياري دولار أكبر إصدار قام به أي بلد نام .

(١٩) في عام ١٩٩١ ، كانت شركة سامسونغ للإلكترونيات (Samsung Electronics) في جمهورية كوريا أول شركة من بلد نام تقوم بإصدار إيمصال ايداع عالمي .

(٢٠) انظر دراسة الحالة الإفرادية التي قدمتها البرازيل ، الجزء الثاني: TD/B/WG.1/Misc.3/Add.6 (٢٤ حزيران/يونيه ١٩٩٣) ودراسة الحالة الإفرادية التي قدمتها المكسيك ، الجزء الثاني ، المصدر نفسه .

(٢١) انظر: Sudashan Gooptu: Portfolio Investment Flows to Emerging Markets .

. IFC, Factbook 1993, p. 8 (٢٢)

• Mullin: "Emerging Equity Markets in the Global Economy" : انظر: E. Han Kim and Vijay Singal: "Opening of Stock Markets by Emerging Economies : Effect on Portfolio Flows and Volatility of Stock Prices", ورقة مقدمة في ندوة البنك الدولي المتعلقة بالاستثمار في الحوافظ المالية في World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, ١٠-٩ أيلول/سبتمبر ١٩٩٣ . (٢٣) (٢٤)

الحواشى (تابع)

(٢٥) انظر 41 IFC, Factbook 1993, p. 41

(٢٦) للاطلاع على ميزة التنويع القطري الاكبر على تنويع الصناعات ، انظر

I. Meric and C. Meric: "Potential gains from international portfolio diversification and inter-temporal stability and seasonality in international stock market relationships", Journal of Banking and Finance, 13, 1989.

(٢٧) يمكن الاطلاع على استعراض لهذه الدراسات في بحث:

V.R. Errunza ، تصدر Journal of Portfolio Management ، "Emerging markets: some new concepts" قريبا ، 1996 .

(٢٨) انظر: M. Ahmed and S. Gooptu: "Portfolio investment flows to developing countries", Finance and Development, March 1993.

(٢٩) Baring Securities, op. cit

(٣٠) تنظم الصناديق بموجب قانون ضمان دخل المعاش التقاعدي للموظفين Employee Retirement Income Security Act لسنة 1974 .

(٣١) كما ذكر S. Gooptu ، المرجع نفسه .

(٣٢) حسبما نقلت الصحافة ، قامت في الآونة الأخيرة مثلا الأرجنتين (الفينانشياł تايمز ، ١٠ آب/أغسطس ١٩٩٣) ، وتايلند (الفينانشياł تايمز ، ٤ حزيران/يونيه ١٩٩٣) الصين (الفينانشياł تايمز ، ٢٦ أيار/مايو ١٩٩٣) بإجراء اصلاحات تنظيمية لأسواقها للأوراق المالية من أجل اجتذاب المستثمرين الأجانب .

(٣٣) انظر: IFC: Factbook 1993, p. 26

(٣٤) تجدر الاشارة إلى أن الأسواق الناضجة قد تشهد أحيانا تقلبا شديدا ، كما هو الحال في اليابان على سبيل المثال .

(٣٥) وجد "مولين" Mullin ، المصدر نفسه ، أن هناك علاقة ارتباطية وثيقة بين الانحراف المعياري لعائدات رأس المال السهمي من ناحية وبين الانحراف المعياري لنمو ربع كل سهم بدولارات الولايات المتحدة وتقلب أسعار الصرف ، وعدم استقرار معدل التضخم ، وتقلب نمو الصادرات ، من الناحية الأخرى .

(٣٦) للاطلاع على تحليل لوقع الضرائب على عائدات رأس المال السهمي قبل تحصيل الضرائب المطلوبة ، انظر: Asli Demirguc-Kunt and Harry Huizinga: Barriers to Portfolio Investments in Emerging Stock Markets (World Bank, Working Paper WPS 984, October 1992) .

(٣٧) انظر: IFC: Factbook 1993, p. 27, table on withholding tax for US-based institutional investors at the end of 1992 .

الحواشي (تابع)

- (٣٨) استمدت المعلومات المتعلقة بلوائح البلدان الأصلية من: Wold Bank Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1993, pp. 41-42.
- (٣٩) الاونكتاد ، تقرير التجارة والتنمية ، ١٩٩٣ ، منشورات الأمم المتحدة ، رقم المبيع E.93.II.D.10 ، ص ١٢٢ (من النص الانكليزي) .
- (٤٠) انظر Ajit Singh: "The stock market and economic development: Should developing countries encourage stock markets?" in UNCTAD Review, 1993, No. 4, pp. 1-28 . ويجادل "سينج" بأن "أسواق الأوراق المالية يُحتمل أن يكون ضررها بالاقتصاد الفعلي أكثر من نفعها له ، حتى في البلدان المتقدمة التي تتسم بأسواق تؤدي عملها بصورة جيدة" .
- (٤١) يقدم م. غيرتلر (M. Gertler) استعراضًا جيداً للمؤلفات المتعلقة بالتفاعل الحقيقي والمالي في: Financial structure and aggregate economic activity: an overview, Journal of Money, Credit and Banking, Vol.20, No. 3 (August 1988, Part 2) . وفيما يتعلق بالروابط القائمة بين الهياكل المالية والتنمية الاقتصادية ، فإن المؤلفين الرئيسيين هم: R.W. Goldsmith: Financial Structures and Development (Yale University Press, New Haven, Connecticut, 1969); Gurley, J.: "Financial Structures in Developing Economies", in D. Krivine, ed.: Fiscal and Monetary problems in Developing States (New York, Praeger Publishers, 1967); Patrick, H.: "Financial development and economic growth in underdeveloped countries", Economic Development and Cultural Change, 14 January 1966.
- (٤٢) قام بالعمل الأساسي المتعلق باشر القمع المالي على التموي: Gurley J. and Shaw, E.S. in: "Financial Structure and Development", Economic Development and Cultural Change, April 1967; McKinnon, R: Money and Capital Economic Development (Brookings Institution, Washington D.C., 2973) . وقام كثير من البلدان النامية ، في حالات كثيرة بناء على مشورة مقدمة من المؤسسات المالية الدولية ، بتنفيذ سياسات للتحرير المالي أسفرت عن تحقيق نتائج مختلطة .
- (٤٣) للاطلاع على تحليل مماثل لدور أسواق الأوراق المالية ، انظر أيضًا V. R. Errunza: "Capital market, foreign portfolio investment and economic development".
- (٤٤) نسب بعض المحللين انهيار أسواق الأوراق المالية على نطاق العالم في تشرين الاول/اكتوبر ١٩٨٧ ، جزئياً ، الى وجود "فقاعات" مضاربة كان أساسها الافتراض في تقدير قيمة الأوراق المالية خلال فترة الرواج التي سبقت الانهيار . وكانت التوقعات الكبيرة بحدوث زيادات في الأسعار في المستقبل قد تكونت خلال فترة زمنية

الحواشى (تابع)

طويلة نسبيا اتسمت بتحرك الأسعار الى أعلى ، ونظرا الى أن درجة المغافلة في تقدير الأسعار قد ازدادت ، فان الضغط في اتجاه اجراء تصحيح تنزييلي حاد في الأسعار قد ازداد هو الآخر . وأدت بعد ذلك هزة خارجية صفيرة (مثل الحالة الاقتصادية الدولية غير المتيقن منها في ذلك الوقت) الى انهيار الأسعار . غير أن محللين آخرين قد بيّنوا أنه لم تكن توجد مغافلات في تقدير الأسعار وان الانهيار الذي حدث في تشرين الأول/اكتوبر ١٩٨٧ كان مرده بصورة رئيسية الى أسباب مؤسسية أخرى ، مثل فشل بعض آليات السوق مؤقتا . وللارتفاع على تحليل مفصل لانهيار أسواق الأوراق المالية في تشرين الأول/اكتوبر ١٩٨٧ ، انظر: BIS, 58th Annual Report 1987/88 (Part IV: Developments in domestic financial markets).

(٤٥) بالنظر الى الحجم الهائل من المؤلفات المتعلقة بهذه الموضوعين ، فلا تورد هنا للاغراض المرجعية سوى المقالات الاكثر صلة بسياق هذه الورقة . وفيما يتعلق بالمعلومات غير المتماثلة ، انظر: Stiglitz, J.E. and Weiss, A.: "Credit rationing in markets with imperfect information", American Economic Review, 71, 1981; Stiglitz, J.E. "Financial markets and development", Oxford Economic Review of Economic Policy, Vol.5, No. 4, Winter 1989; Cho, Y.J: "Inefficiency from financial liberalization in the absence of well functioning equity markets", Journal of Money, Credit and Banking, 18 (2), 1986. On corporate control: J. Franks and C. Mayer: "Capital markets and corporated control: a study of France, Germany and the United Kingdom", Economic Policy, 1990; T. Jenkinson and C. Mayer: "The assessment: corporate governance and corporate control": Oxford Review of Economic Policy, Vol. 8, No. 3, Autumn 1992; Ajit Singh: "The stock market and economic development ...".

(٤٦) وضع هذه الحجة ي. ل. شو (Y. J. Cho) ، المرجع المذكور أعلاه ، الذي استنتج أن تحرير القطاع المصرفي على نطاق كامل لن يسفر عن تخصيص رؤوس الأموال بكفاءة في ظل عدم وجود أسواق لرأس المال السهمي تعمل بشكل جيد .

Kim E. H.: "Issuing stocks in Korea" in Research in Pacific Basin Capital Markets (Elsevier Science Publisher, North Holland, 1989). (٤٧)

C. Mayer: "The assessment: financial system and corporate investment", Oxford Review of Economic Policy, Vol.3, No.4, Winter 1987. (٤٨)

E. M. فيما يتعلق بمدور أسهم جديدة في الولايات المتحدة ، انظر: Remolona, R. N. McCauley, J. S. Ruud and F. Iacono: "Corporate Refinancing in the 1990s"; Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Winter 1992-93. "Learning to love equity", The Economist, July 3rd: وفيما يتعلق بألمانيا ، انظر: 1993, pp.73-74.

الحواشى (تابع)

- (٥٠) انظر: J. Corbett: "International perspectives on financing: evidence from Japan", Oxford Review of Economic Policy, Vol.3, No. 4, Winter 1987.
- (٥١) انظر: For example, Franks and Mayer, op. cit. and Jenkinson and Mayer, op. cit.
- (٥٢) حجة ساقها Ajit Singh ، المرجع المذكور أعلاه .
- (٥٣) يمارس صغار حملة الاسهم في المانيا واليابان ضغوطا على الشركات من أجل زيادة الرقابة على الادارة (صحيفة "فайнانشال تايمز" "Financial Times" ١ تموز/ يوليه ١٩٩٣ و ١٦ تشرين الاول/اكتوبر ١٩٩٣) .
- (٥٤) انظر: دراسة الحالة الافرادية المقدمة من المكسيك .
- (٥٥) يمكن الاحتجاج بأن الاموال التي تجمع عن طريق اصدارات الاسهم قد لا تستخدم ، في بعض الحالات ، استخداما كاملا لزيادة استثمار الشركات . بيد أن الشركات تتوجه ، على مستوى كلي ، الى استخدام اموال الاسهم لتمويل استثمارات طويلة الأجل لا لتنفطية النفقات الجارية .
- (٥٦) Mullin: "Emerging equity markets in the global economy", in particular pp. 72-75.
- (٥٧) Ajit Singh and Javed Hamid: Corporate financial structures in developing countries, Technical Paper No. 1, IFC, Washington D. C. 1992.
- (٥٨) فيما يلي معمالت الارتباط بين نسب رسملة سوق الاوراق المالية الناتج المحلي الاجمالي وبين معدلات النمو: البرازيل ، ٦٦٪؛ فنزويلا ، ٦٣٪؛ ماليزيا ، ٥٧٪؛ الاردن ، ٤٧٪؛ كولومبيا ، ٤٧٪؛ جمهورية كوريا ، ٤٥٪؛ المكسيك ، ٤٣٪؛ تايلاند ، ٤٣٪؛ الهند ، ٤٠٪ .
- (٥٩) انظر: V. Corbo and L. Hernandez: "Macroeconomic adjustment to portfolio capital inflows: Rationale and some recent experiences", paper presented at the World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, 9-10 September, 1993.
- (٦٠) وجد هان كيم وسينغال (Han Kim and Singal) ، المرجع المذكور أعلاه ، باستخدام بيانات تتعلق باستثمار حواضن الاوراق المالية للولايات المتحدة في السوق الناشئة ، أن التدفقات الصافية من رأس المال السهمي في الأسواق الناشئة التي فتحت الباب كثيرا أمام الاستثمار الاجنبي (بعد فترة كان فيها دخول التدفقات الأجنبية محدودا) كانت سالبة في بضعة الاشهر الاولى التي أعقبت الافتتاح ولكنها أصبحت بعد ذلك موجبة الى حد كبير . وعلاوة على ذلك ، فإن التقلب الوسيط للتدفقات خلال الفترة اللاحقة للافتتاح كان أدنى بكثير من التقلب الوسيط للتدفقات خلال الفترة التي سبقت الافتتاح .

الحواشى (تابع)

- (٦١) M. Howell (Baring Securities): "Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries", 9-10 September, 1993.
- (٦٢) انظر: V. R. Errunza: "Capital market, foreign portfolio investment and economic development", لاطلاع على تحليل للفوائد التي تجني من الاستثمار الاجنبى في حواضن رأس المال السهمي .
- (٦٣) وجدت الشركات القائمة في البلدان النامية التي أدرجت ايمالات ايداع Amerikia أن تكاليف رأسمالها قد هبطت ، انظر: البنك الدولي: World Bank, Global Economic Prospects... . وهناك بالمثل بعض الادلة التي تفيد ، استنادا الى الصناديق القطرية المسجلة في البورصات الامريكية للأوراق المالية ، أن ادخال هذه الصناديق في الاسواق المتقدمة قد رفع اسعار مكونتها الاساسية من الاصول التي يجري تداولها في أسواق ناشئة تشكل المنشأ . وفيما يتعلق بالجزء الاخير ، انظر: V. Errunza, L. Senbet and I. Diwan: "Country funds: theory and evidence", paper presented at the World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, 9-10 September, 1993.
- (٦٤) ازدادت نسب الاسعار الى الارادات في الفترة ١٩٩٠-١٩٩٣ في الارجنتين ، وباكستان ، وشيلي ، وفنزويلا ، وكولومبيا ، والمكسيك ، ونيجيريا والهند: انظر: IFC, Factbook 1993 .
- (٦٥) انظر: دراسة الحالة الافرادية المقدمة من المكسيك .
- (٦٦) يتناول متطلبات الهيئات الاساسية كل من: A. W. Van Agtmael: Emerging Securities Markets (Euromony Publications, London, 1984); R. Pardy: "Institutional reform in emerging securities markets", World Bank Working papers, WPS 907, May 1992; T. M. Chuppe and M. Atkin: "Regulation of securities markets", World Bank Working Paper WPS 829, January 1992; V. Errunza: "Capital markets, foreign portfolio investment and economic development".
- (٦٧) هذا الاستعراض المتعلق بالاطار المؤسسي والقانوني والتنظيمي وكذلك دور الحكومة في إنشاء الأسواق يعتمد اعتمادا شديدا على R. Pardy (R. Pardy ، المرجع المذكور أعلاه ، وشوبير و M. Allin (Chuppe and M. Allin) ، المرجع المذكور أعلاه .
- (٦٨) انظر: Dimitri Vittas: "The impact of regulations of financial intermediation", World Bank Working Paper WPS 746, August 1991.
