

المحور الثالث: سوق الاسهم الدولية

يدرس هذا المحور الخصائص المحددة لأسواق الأسهم الوطنية، حيث أسواق الأوراق المالية الوطنية تميل ليس فقط الى تنظيم قانوني وفيزيائي مختلفة، ولكن أيضا أساليب المعاملات والمحاسبة المختلفة، ونذكر أن أسواق الأسهم توفر معلومات قيمة عن الشركات المتداولة في البورصة، وستؤثر المنظمات المختلفة وبيئات الاقتصاد الكلي على نوعية المعلومات التي ينشرها سوق الأوراق المالية. وكلما كان السوق أفضل في نشر المعلومات، كلما أصبح المستثمرون أكثر انجذابا للسوق. ويبدأ هذا الفصل باستعراض عام للاختلافات الرئيسية بين أسواق الأسهم الدولية ثم يحلل الفصل القضايا المجهرية السوق. ونختتم هذا الفصل بمناقشة بعض المسائل العملية ذات الصلة بالمستثمرين الدوليين.

أولا - نظرة عامة واختلافات عامة:

في هذا القسم نناقش الاختلافات الواسعة بين أسواق الأسهم الدولية، ونحن نركز على ثلاثة مجالات تختلف فيها الأسواق: السيولة، والضرائب، ومعايير سوق الأوراق المالية.

1. السيولة: تشير السيولة إلى القدرة على تحويل أصل غير نقدي إلى مكافئته النقدية دون خسارة في قيمة الأصل، أي أن الأسواق السائلة هي أسواق يسهل فيها الخروج منها، وفي حالة تساوي الأمور الأخرى، فإن مديري الأموال الدوليين يفضلون الاستثمار في الأسواق السائلة، وبالنظر إلى تفضيل المخزونات السائلة، فإن المخزونات غير السائلة ينبغي أن توفر مكاسب أعلى ويسمى هذا التعويض علاوة السيولة.

هناك عدة طرق لقياس سيولة السوق، وهذه القياسات تستند إلى حجم السوق و حجم وأسعار العطاءات المطلوبة هي مؤشرات جيدة للسيولة:

1 1 تدابير الحجم:

أ - رأس المال / الناتج المحلي الإجمالي:

ومن المقاييس الواسعة للسيولة - التي يسهل حسابها - إجمالي القيمة السوقية، ووفقا لهذا القياس (المؤشر)، فإن سوق الاسهم الاكبر في العالم هو سوق الولايات المتحدة، حيث بلغت القيمة السوقية 17.3 تريليون دولار أمريكي في عام 2010، وفي نفس العام كان ثاني أكبر سوق أسهم هو السوق الصيني حيث بلغت القيمة السوقية للسوق 4.0 تريليون دولار أمريكي، في حين كانت ثالث أكبر سوق هي السوق اليابانية التي تبلغ قيمتها السوقية 3.8 تريليون دولار أمريكي.

سوق رأس المال الأمريكي كبير مقارنة بالاقتصاد الأمريكي، وفي عام 2014 مثلت القيمة السوقية لأسهم الولايات المتحدة ما يقرب من 150% من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة، وفي نفس العام كان الرقم الرأسمالي للسوق / الناتج المحلي الإجمالي لألمانيا 44% فقط، في حين كان الرقم المقابل للمكسيك 38%. وهناك أسباب مختلفة تفسر هذه النسب المختلفة.

في العديد من البلدان الأوروبية تعاني الشركات من نقص في رأس المال وتعتمد اعتمادا كبيرا على التمويل المصرفي، حيث تميل البنوك إلى تزويد الشركات بجميع الخدمات المالية وتساعدهم في تلبية احتياجاتهم التجارية وكذلك في ديونهم الطويلة الأجل وتمويل أسهم رأس المال، ومن الشائع أن تمتلك البنوك الأوروبية أسهم عملائها. ففي ألمانيا 15% من الشركات الألمانية الكبيرة تسيطر عليها البنوك، في حين أن النسبة تصل إلى 30% في بلجيكا.

اما في الولايات المتحدة، تم حظر البنوك التجارية حسب قانون Glass-Steagall من المشاركة في حقوق موكلهم. وهكذا، تستخدم الشركات الأمريكية، وخاصة الشركات الصغيرة، في طرح رأس المال للجمهور لزيادة رأس المال في السوق. في بلدان أخرى، العديد من الشركات الكبيرة مملوكة للدولة وبعضها غير مدرجة في أسواق رأس المال، وفي دراسة عن مراقبة الشركات في الشركات الكبيرة في 27 بلدا، معظمها من البلدان الصناعية، مثل: لا بورتا La Porta، لوبيز دي سيلانس Lopez de Silanes، وشليفير Shleifer (1999) قدرت أن 18% من الشركات مملوكة للدولة، كما انه في إيطاليا على سبيل المثال: تملك الحكومة جزءا كبيرا من صناعات تصنيع الأسلحة والنفط والكيماويات والإلكترونية والسيارات والبنوك والتأمين والنقل.

وملكية الأسرة عامل آخر يؤثر على القيمة السوقية، حيث تتردد العديد من الشركات المملوكة للأسر في إدراج أسهمها في البورصة خوفا من فقدان السيطرة على الشركة، وان كانت ملكية الأسر للشركات الكبيرة غير عادية في الولايات المتحدة، غير أنها في بلدان أخرى شائعة للغاية، على سبيل المثال: في هونغ كونغ تبلغ نسبة الشركات الكبيرة التي تسيطر عليها الأسر 70% من إجمالي الشركات الكبرى.

وكملاحظة أخيرة بشأن هذا المقياس (المؤشر)، يستخدم بعض المحللين، مؤشر رأس المال / الناتج المحلي الإجمالي كمقياس تقييم لتحديد ما إذا كانت الأسواق في حالة (نقص / إفراط) في قيمتها، ووفقا لهذا المنظور: كلما ارتفعت النسبة كلما كانت قيمة السوق مبالغ فيه.

ب - حجم المعاملات:

وهناك مقياس آخر لنشاط السيولة والتداول هو حجم المعاملات، وليس من المستغرب أن تحظى نيويورك وطوكيو بأكبر حصة دوران (share turnover). وتبعا لنشاط السوق، يمكن أن تختلف هذه الأرقام بشكل كبير من سنة لأخرى، ولكن بشكل عام تتمتع معظم الأسواق الرئيسية بدرجة مماثلة من السيولة من حيث حجم المعاملات. وفي الواقع فإن نسبة المبيعات السنوية (TR) turnover ratio، أي نسبة المعاملات السنوية بالدولار الأمريكي إلى القيمة السوقية للدولار الأمريكي في نهاية العام، تختلف اختلافا كبيرا بمرور الوقت، ولذلك فإن مقارنة سيولة السوق الوطنية على أساس TR يمكن أن تؤدي إلى استنتاجات مختلفة إذا أخذت سنوات مختلفة في الاعتبار.

مثال:

وتراوحت قيمة المبيعات السنوية بين عامي 1995 و 2002 من 65% إلى 94% في الولايات المتحدة، في حين تراوحت نفس الإحصائية بين 45% و 90% في تايلاند. بالمقابل، لنفس الفترة، TR تغيرت من 101% إلى 235% لكوريا. والمشكلة الرئيسية مع مؤشر حجم المعاملات هو أنه يتم الإبلاغ عن متوسط عددي، عادة شهريا أو سنويا.

فقد يكون لبعض الأسهم متوسط جيد، حيث يكون متوسط معدل دوران اليومي جيد، ولكن غير ممثل، حيث يتضمن العديد من الأيام تكون مقرونة بعدم وجود تداول على السهم، أي أن السهم يبدو في المتوسط سائل، ولكن في كثير من الأيام

سيكون من الصعب جدا المتاجرة به . وباستخدام هذا الـديهيية، من الشائع استخدام عدد الأيام غير التجارية لمقياس للسهولة. على سبيل المثال: متوسط نسبة الأيام غير التجارية (90-08) في الأسهم المدرجة في الولايات المتحدة هو 10٪، بينما في تايلند متوسط نسبة 37٪.

إذا كان حجم التعاملات يومي غير متوفر ، يمكن استخدام عدد أيام العائد الصفري كبديل. بعد كل شيء، إذا كان سعر السهم دون تغيير، ينبغي أن يكون ذلك نتيجة لسببين:

(1) لا توجد معلومات، أو

(2) لا يوجد تداول. نسبة أيام العائد الصفري هو مقياس سهل لحساب. أسعار الأسهم هي المدخلات الوحيدة المطلوبة. وقد ذكر (Lang, Lins and Maffett (2009) في دراسة لأسواق EAFE المتطورة (تم تصميم مؤشر EAFE لتمثيل أداء الأوراق المالية الكبيرة والمتوسطة في 21 سوقا متقدمة، بما في ذلك بلدان في أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى، باستثناء الولايات المتحدة وكندا. ويتوفر هذا المؤشر لعدد من المناطق، وقطاعات / أحجام السوق، ويغطي حوالي 85٪ من القيمة السوقية المعدلة بالعوائم الحرة في كل من البلدان الـ 21) أن متوسط الأسهم المدرجة التي لديها عائد صفر على 24.5٪ من أيام التداول في السنة، ويبلغ انتشار عرض الأسعار 1.9٪.

ج- درجة التركيز وجدت في الأسواق الرئيسية:

ثمة إحصائية إعلامية أخرى تتعلق بالسهولة هي درجة التركيز الموجودة في الأسواق الرئيسية، فمن المهم للمستثمر أن يعرف ما إذا كان السوق الوطني يتألف من العديد من الشركات الصغيرة أو يتركز في عدد قليل من الشركات الكبيرة، ويتردد المستثمرون المؤسسيون (مستثمرون في شكل مؤسسات) في الاستثمار في الشركات الصغيرة خوفا من أن تعرض سهولة ضعيفة، وبالإضافة إلى ذلك يمكن أن تكون هذه الإحصائية مؤشرا على فرص التنوع للمستثمرين السلبيين، وكلما كان سوق الأسهم الوطنية أكثر تركيزا في عدد قليل من الأسهم، تتخفض فوائد التنوع بالنسبة للمستثمر السلبي* .

جدول(01): حصة السوق من أكبر 10 شركات في كل سوق أسهم وطنية (1994 و 2014) (%)

البلد	1994	2014
الولايات المتحدة	11.9	13.3
اليابان	20.2	16.3
المملكة المتحدة	23.2	12.2
كندا	25.2	11.5 (2010)
ماليزيا	35.6	31.1 (2013)

* الاستثمار السلبي هو استراتيجية الاستثمار التي تهدف إلى تحقيق أقصى قدر من العائدات على المدى الطويل من خلال الحفاظ على كمية الشراء والبيع إلى أدنى حد ممكن. والفكرة هي تجنب الرسوم والسحب على الأداء التي يحتمل أن تحدث من التداول المتكرر. الاستثمار السلبي لا يهدف إلى تحقيق مكاسب سريعة، ولكن بدلا ذلك من بناء ثروة بطيئة وثابتة مع مرور الوقت.

54.1	40.6	استراليا
(2011) 80.2	51.7	كندا
46.8	56.2	اسبانيا
69.2	67.0	سويسرا
81.3	74.3	هولندا

Source: Emerging Markets Factbook, IFC, World Federation of Exchanges.

وتجدر الإشارة إلى أنه في عام 2015 كانت أكبر شركة في الولايات المتحدة هي شركة أبل بنسبة 2.7% من إجمالي القيمة السوقية (في عام 1994، كانت أكبر شركة جنرال موتورز، بنسبة 1.8%)، أما في هولندا كانت أكبر شركة رويال داتش / شل (Royal Dutch/Shell) مع حصة 30% من القيمة السوقية.

1 2 انتشار عرض الاسعار (The bid-ask spread):

يقوم صانع السوق بشراء وبيع أسهم الشركة، عندما يشتري صانع السوق أسهم (في عرض الأسعار)، يتوقع بيع هذه الأسهم في المستقبل (بناء على طلب العرض). وكلما استغرق الأمر وقتاً أطول للحصول على أمر شراء، تصبح تكلفة الصفقة أكبر لصانع السوق. سوف يتطلب ذلك من صانع السوق تعويضاً أعلى للأسهم التي تستغرق وقتاً أطول للبيع. ويعني التعويض الأعلى لصانع السوق انتشاراً أكبر من العطاءات. سوف يكون لدى صانع السوق انتشار صغير لطلب الشراء للأسهم في الشركة التي يتوقع أن تتلقى طلبات شراء وبيع متكررة، وكلما كان طرح العطاءات والأسهم الأصغر حجماً لأسهم الشركة، كلما كانت تلك الأسهم أكثر سيولة. وبالمثل، كلما ارتفع متوسط انتشار العطاءات في سوق الأوراق المالية، كلما قل مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية.

على سبيل المثال: في بورصة نيويورك، يبلغ متوسط سعر العطاءات، كنسبة مئوية من السعر، حوالي 0.6%، في حين أن متوسط سعر الشراء في تايلاند هو 5.14%. ووفقاً لعينة EAFE، التي درست من قبل lang et al (2009)، فإن متوسط عرض العطاءات هو 1.9%.

2- الضرائب: الضرائب هي نقل واضح للثروة، على الرغم من أن قوانين الضرائب تميل إلى أن تكون معقدة، فإن مبادئ الضرائب من السهل أن يفهم. في هذا القسم نركز على الضرائب على الاستثمارات، يتم تطبيق الضرائب على الاستثمارات في ثلاثة مجالات: المعاملات، والدخل (توزيعات الأرباح، مدفوعات القسائم، إلخ) وأرباح رأس المال.

بشكل عام، الضرائب على المعاملات صغيرة وتتراوح بين 0.01% - 0.50% من القيمة الاسمية المتداولة. ومع ذلك، تفرض العديد من البلدان ضريبة محلية على المعاملات، مثل كندا والسويد، وفي بلدان مثل فرنسا وفنلندا تفرض ضرائب على المعاملات على السكان المحليين فقط، والأجانب معفاة، كما تفرض بعض البلدان ضريبة القيمة المضافة على العمولة المدفوعة إلى وسيط، على سبيل المثال: يفرض المغرب ضريبة القيمة المضافة بنسبة 7% على العمولات.

يتم جمع الضرائب على الدخل على أساس مبدئين:

(1) مبدأ الإقامة: جميع سكان البلاد يمكن أن يخضعوا للضريبة على دخلهم في جميع أنحاء العالم. هذا هو المبدأ المطبق في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة.

(2) المصدر أو المبدأ الإقليمي: كل الدخل المكتسب داخل البلد، سواء من قبل المقيمين أو غير المقيمين يخضع للضريبة في هذا البلد، وهذا هو المبدأ المطبق في أغلبية البلدان، بما في ذلك كندا وهونغ كونغ وسنغافورة.

والمبدأان يتفقان تماما عندما يحصل دخل مقيم كامل في بلد الإقامة. بيد أن للمبدأين، في السياق الدولي آثار مختلفة.

ووفقا لمبادئ الضرائب المذكورة أعلاه، فإن الدخل من الاستثمارات الأجنبية قد يخضع للضريبة في موقعين: بلد المستثمر وبلد الاستثمار، وتوجد معاهدات ضريبية ثنائية بين بلدان كثيرة لتجنب الازدواج الضريبي، على سبيل المثال، تمنع المعاهدة الضريبية بين الولايات المتحدة وكندا الازدواج الضريبي بالنسبة لمن يعبرون الحدود للعمل، كما هو الحال في لاعبي الدوري الاميركي للمحترفين للسلة NBA، للهوكي NHL والبيسبول MLB، وفي بعض البلدان، تعرف المعاهدات الضريبية أيضا باسم اتفاقات الازدواج الضريبي، أو معاهدات الضرائب المزدوجة، أو اتفاقات تبادل المعلومات الضريبية (TIEA) *tax information exchange agreements*.

الأشكال التنظيمية للبورصة:

والتنظيم النموذجي لسوق الأوراق المالية هو نموذج البورصة الخاصة، حيث يتم تأسيس البورصات الخاصة من قبل أعضاء مستقلين لغرض تداول الأوراق المالية والمثال النموذجي لبورصة الأوراق المالية الخاصة هو بورصة نيويورك، وقد يكون هناك العديد من البورصات الخاصة في بلد ما و تتنافس مع بعضها البعض. ويلاحظ هيكل البورصة الخاص المتعدد في الولايات المتحدة واليابان وكندا، وفي بلدان أخرى، مثل المملكة المتحدة والمكسيك وتايوان، ظهرت سوق واحدة للتبادلات الرائدة من خلال إما الاستنزاف أو امتصاص منافسيها الرئيسيين، ورغم إن التبادلات خاصة، لكنها تخضع للتنظيم العام ومزيج التنظيم الذاتي والإشراف الحكومي موجه أكثر نحو التنظيم الذاتي، وغالبا ما تتطلب التبادلات الخاصة للأعضاء القيام بجميع معاملاتهم في مقر البورصة وتحدد اللجان إما بالتفاوض أو تفرضها السلطة العامة وفي كثير من البلدان، تكون اللجان قابلة للتفاوض تماما.

وهناك نموذج تنظيمي آخر لبورصات الأوراق المالية هو البورصة العامة وتم إنشاء هذا الهيكل في فرنسا، وذلك باستخدام مدونة نابليون القانونية، هذا الهيكل يعطي الوسطاء، الذين تعينهم الحكومة، احتكار على جميع المعاملات وشركات الوساطة هي وسيط خاص ووسطاء الجديدين يتم ترشيحهم للدولة من قبل جمعية الوسطاء، وقد تم تنظيم العديد من البورصات الأوروبية في إطار هذا النموذج. واستخدمت بورصات أثينا ومدريد وبورصات اخرى هذا النموذج.

وقد نظمت بعض البلدان البورصات الخاصة بها حول المصارف ويموجب البورصة المصرفية، تعتبر البنوك من كبار تجار الأوراق المالية، بورصة سويس السويسرية The SWX Swiss Exchange هو مثال نموذجي لتبادل البنوك فستة وستون عضوا في The SWX Swiss Exchange هم جميعهم من البنوك، وربعهم بنوك أجنبية، كما ان بعض الأعضاء هم "أعضاء عن بعد" هؤلاء الأعضاء عن بعد هم بنوك أجنبية ليس لها وجود فعلي في البورصة، وقد تكون البنوك الوسيطة إما مؤسسات خاصة أو شبه عمومية، ويوجد هذا النموذج في مجال النفوذ الألماني: النمسا وسويسرا والدول الاسكندنافية.

وخلال العشرين عاما الماضية، اثر إلغاء القيود التنظيمية واحتدم المنافسة التي اثرت بشكل كبير على جميع البورصات العامة، وفي الوقت الحالي أعيد تنظيم معظم البورصات وفق نموذج البورصة الخاصة على سبيل المثال: the Borsa Italiana S.p.A المجموعة القائدة والمسؤولة عن تنظيم وإدارة البورصة الإيطالية، حيث تتولى الشركة، التي تأسست في

عام 1997 بعد خصخصة البورصة، مسؤولية تحديد وتنظيم أداء الأسواق؛ تحديد قواعد وإجراءات القبول والإدراج في السوق للشركات المصدرة والسامسة؛ إدارة السوق والإشراف عليه؛ والإشراف على الإفصاح الشركات المدرجة، الهدف الرئيسي the Borsa Italiana S.p.A هو تشجيع تطوير الأسواق المدارة، وتحقيق أقصى قدر من السيولة والشفافية والقدرة التنافسية، وفي الوقت نفسه السعي لتحقيق مستويات عالية من الكفاءة والربحية.

وثمة تطور أحدث وهو تحويل العديد من البورصات - مثل بورصة باريس ودويتشه بورس وأثينا للأوراق المالية وبورصة أستراليا - إلى **منظمات أعمال**. وهي تتبنى الملكية من نوع الشركات والحوكمة، والأسواق المجزأة والهيكل التنظيمي القائم على الأداء والثقافة التنظيمية. على سبيل المثال، في 15 مارس 2000 صوت مساهموا بورصة لندن (LSE) لإضفاء الطابع القانوني وبالتالي، تمكين البورصة لتصبح شركة عامة ، وبعد شهر بدأت أسهم بورصة لندن ليتم تداولها في البورصة، وفي مارس 2006، ذهبت بورصة نيويورك أيضا لنفس الاتجاه والتداول تحت رمز القراد NYX.

في 6 ديسمبر 2002 بورصة شيكاغو (CME) -التي تعتبر أكبر سوق عقود آجلة في الولايات المتحدة الأمريكية- أصبحت أول سوق مالي أمريكي يطرح للجمهور، وبالمثل في عام 2005 مجلس تجارة شيكاغو كذلك اتخذ نفس القرار.