

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المدرسة العليا لتجارة

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير

فعالية التمويل عن طريق السوق المالية

في

ظل اقتصاديات الدول النامية

الطالب: مصيبح أحمد

لجنة المناقشة:

أ.د: تابت محمد ناصر.....رئيسا

أ.د: بوكساني رشيد.....مشرفا

أ.د: قليز عبد القادر.....ممتحنا

أ.د: صديقي مليكة.....ممتحنة

أ.د: شيحة خميسي.....ممتحنا

ديسمبر 2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

الحمد لله رب العالمين الذي بذمته تتم الصالحات والصلوة والسلام على
رسوله الكريم ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين
نتوجه أولاً بالشكر إلى الله عز وجل الذي يسر لنا الطريق لإتمام هذا العمل،
كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذ مفرح على
حرصه واهتمامه وثقته لإكمال هذا البحث خلال مختلف مراحل، وأتقدم
بالشكر الجزيل إلى مدير المدرسة الأستاذ: صومعة محمد العزيز ونائبه
المكلف بالدراسات ما بعد التدرج الأستاذ ناصر حادي مدون على
مواقفهم النبيلة في خدمة الطالب والعلم على حد سواء.
كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى جميع أعضاء الأسرة على دعمهم
وحرصهم على إتمام هذا العمل، كما لا يفوتني إثناء الشكر لأعضاء اللجنة
المناقشة على ما سيمحونه لنا من وقتهم الثمين لمناقشة هذا البحث
وإثراءهم بملاحظاتهم القيمة، وأخيراً إلى الزملاء والزميلات في المهنة وكل
من ساهم في إنجاز هذا العمل.

مصباح أحمد

الفهرس العام

| | |
|-----|--|
| I | الفهرس العام |
| XII | فهرس الأشكال والجداول |
| أ | المقدمة العامة |
| 01 | الباب الأول: طرق تمويل الاقتصاد |
| 02 | الفصل الأول: التمويل عن طريق السوق المالية |
| 02 | المطلب الأول: مفهوم الأسهم |
| 02 | 1- تعريف السهم |
| 02 | 2- قيم السهم |
| 03 | المطلب الثاني: أنواع الأسهم |
| 04 | 1- الأسهم العادية |
| 04 | 2- مشتقات جديدة للأسهم العادية |
| 05 | المطلب الثالث: خصائص، مزايا و عيوب الأسهم |
| 07 | 1- خصائص الأسهم |
| 09 | 2- مزايا الأسهم |
| 10 | 3- عيوب الأسهم |
| 11 | المبحث الثاني: التمويل عن طريق إصدار السندات |
| 11 | المطلب الأول: مفهوم وأنواع السندات |
| 11 | 1- مفهوم السندات |
| 12 | 2- أنواع السندات |
| 20 | المطلب الثاني: خصائص، مزايا و عيوب السندات |
| 20 | 1- خصائص السندات |
| 21 | 2- مزايا و عيوب السندات |
| 22 | المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالسندات |
| 22 | 1- مخاطر عدم التسديد |
| 22 | 2- مخاطر السيولة |
| 23 | 3- مخاطر التسديد المسبق للسندات |
| 23 | 4- مخاطر تقلب أسعار الفائدة |

| | |
|----|--|
| 24 | 5- مخاطر الإطفاء السنوي للسندات..... |
| 24 | 6- مخاطر الرفع المالي..... |
| 24 | 7- مخاطر الإفلاس..... |
| 25 | المبحث الثالث: التمويل عن طريق الأوراق المالية الهجينة..... |
| 25 | المطلب الأول: الأسهم الممتازة..... |
| 25 | 1- ماهية الأسهم الممتازة..... |
| 26 | 2- خصائص الأسهم الممتازة..... |
| 27 | 3- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة..... |
| 29 | المطلب الثاني: اتجاهات حديثة للأسهم الممتازة |
| 29 | 1- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة..... |
| 29 | 2- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت..... |
| 29 | 3- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح..... |
| 30 | 4- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل..... |
| 30 | 5- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح..... |
| 30 | المطلب الثالث: مقارنة بين مصادر التمويل..... |
| 31 | الخلاصة..... |
| 33 | الفصل الثاني : طرق التمويل البديلة للتمويل عن طريق السوق المالية..... |
| 33 | المبحث الأول: التمويل الذاتي..... |
| 33 | المطلب الأول: مفهوم التمويل الذاتي و كيفية حسابه..... |
| 33 | 1- مفهوم التمويل الذاتي..... |
| 34 | 2- حساب التمويل الذاتي..... |
| 35 | المطلب الثاني: مكونات التمويل الذاتي..... |
| 36 | 1- الأرباح المحجوزة |
| 36 | 2- مخصصات المؤنونات..... |
| 37 | 3- مخصصات الاهتلاكات..... |
| 38 | 4- التنازل عن عناصر الأصول..... |
| 38 | المطلب الثالث: مزايا و عيوب التمويل الذاتي..... |

| | |
|----|---|
| 38 | 1- مزايا استخدام التمويل الذاتي |
| 39 | 2- عيوب استخدام التمويل الذاتي |
| 40 | المبحث الثاني: التمويل عن طريق الوساطة المالية..... |
| 40 | المطلب الأول : مفهوم و أنواع الوساطة المالية |
| 41 | 1- مفهوم الوساطة المالية..... |
| 42 | 2- أنواع الوساطة المالية..... |
| 42 | المطلب الثاني : دور الوساطة المالية..... |
| 43 | 1- تقديم القروض..... |
| 49 | 2- خلق النقود |
| 51 | المطلب الثالث : أهمية الوساطة المالية..... |
| 51 | 1- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب الفائض المالي |
| 52 | 2- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب العجز المالي |
| 52 | 3- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة للوساطة المالية ذاتها..... |
| 53 | المبحث الثالث : القرض الايجاري و الاستثمار الأجنبي المباشر..... |
| 53 | المطلب الأول :القرض الايجاري |
| 53 | 1- مفهوم القرض الايجاري |
| 54 | 2- أنواع القرض الإيجاري..... |
| 58 | 3- مزايا و عيوب القرض الايجاري..... |
| 59 | المطلب الثاني الاستثمار الأجنبي المباشر..... |
| 60 | 1- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر..... |
| 60 | 2- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر..... |
| 62 | 3- العوامل المساعدة على جلب الاستثمارات الأجنبية..... |
| 63 | خلاصة |
| 65 | الفصل الثالث: قرارات التمويل وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة |
| 66 | المبحث الأول: العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل و تكلفة الأموال |
| 66 | المطلب الأول: العوامل المحددة لأنواع لمصادر التمويل |
| 66 | 1- الملائمة بين طبيعة المصدر و طبيعة الاستخدام..... |

- 2- الدخل 67
- 3- الخطر 67
- 4- الإدارة و السيطرة 68
- 5- المرونة 68
- 6- التوقيت 69
- 7- معايير المديونية المتعلقة بالصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة 69
- 8- الظروف الاقتصادية 69
- 9- حجم المؤسسة 70
- 10- التصنيف الائتماني للمؤسسة 70
- 11- طاقة الاقتراض 70
- 12- نمط التدفق النقدي 70
- المطلب الثاني: تكلفة الأموال 70
- 1- تكلفة حقوق الملكية 71
- 2- تكلفة الاقتراض 73
- 3- تكلفة الأسهم الممتازة 74
- 4- التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان و التكلفة الحدية واستخداماتهما 75
- 5- التكلفة الحدية 76
- المطلب الثالث: العوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال 77
- 1- العوامل التي تخضع لسيطرة الشركة 77
- 2- العوامل التي لا تخضع لسيطرة الشركة 79
- المبحث الثاني: قرارات اختيار هيكل رأس المال 80
- المطلب الأول: مفهوم هيكل التمويل الأمثل والعائد والمخاطر التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية .. 80
- 1- مفهوم هيكل التمويل الامثل 80
- 2- العائد 80
- 3- المخاطر التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية 81
- المطلب الثاني: الرفع التشغيلي و الرفع المالي 82
- 1- الرفع التشغيلي 82

| | |
|-----|---|
| 84 | 2- الرفع المالي..... |
| 86 | المبحث الثالث: مداخل تحليل أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة..... |
| 86 | المطلب الأول: النظرية التقليدية والنظرية الحديثة..... |
| 86 | 1- النظرية التقليدية أو المدخل التقليدي..... |
| 88 | 2- النظرية الحديثة - مدخل ميد جيليانى وميلر -..... |
| 94 | المطلب الثاني: تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس..... |
| 94 | 1- تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة وهيكل راس المال في ظل وجود تكلفة الوكالة..... |
| 95 | 2- تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس..... |
| 96 | المطلب الثالث: العلاقة التوازنية بين أثر كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة وأثر الوفورات الضريبية..... |
| 101 | نظرية العلاقة التوازنية..... |
| 101 | 1- مضمون نظرية العلاقة التوازنية..... |
| 101 | 2- علاقة نظرية العلاقة التوازنية مع مدخل ميلر وميد جلياني والمدخل التقليدي..... |
| 105 | خلاصة..... |
| 107 | الباب الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية |
| 109 | الفصل الرابع: أساسيات الاسواق المالية |
| 109 | المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية..... |
| 109 | المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال..... |
| 110 | 1- السوق النقدية..... |
| 110 | 2- السوق المالية..... |
| 112 | المطلب الثاني: أقسام السوق المالية و المتطلبات الضرورية لقيامها..... |
| 113 | 1- أقسام السوق المالية..... |
| 113 | 2- متطلبات قيام الأسواق المالية..... |
| 118 | المبحث الثاني: وظائف و كفاءة الأسواق المالية و مزايا الدخول إليها..... |
| 119 | المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية..... |
| 119 | 1- تمويل الاقتصاد..... |
| 120 | 2- تقديم و توفير المعلومات..... |

| | |
|-----|---|
| 121 | 3- مراقبة تسيير المؤسسات..... |
| 121 | 4- إطار لإعادة هيكلة المؤسسات..... |
| 122 | 5- مقابلة العرض و الطلب عبر الأوراق المالية..... |
| 122 | 6- السوق المالية فضاء لتسيير الخطر..... |
| 122 | المطلب الثاني: كفاءة الأسواق المالية..... |
| 122 | 1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية..... |
| 123 | 2- الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية..... |
| 125 | 3- الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية..... |
| 126 | 4- أهمية السوق المالية الكفاءة..... |
| 127 | المطلب الثالث: دور تنمية سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي..... |
| 127 | 1- التأثير السلبي للأسواق المالية على النمو الاقتصادي..... |
| 128 | 2- التأثير الإيجابي للأسواق المالية على النمو الاقتصادي..... |
| 129 | المبحث الثالث: المؤشرات البورصية و مؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية..... |
| 129 | المطلب الأول: المؤشرات البورصية..... |
| 129 | 1- مفهوم و أنواع المؤشرات..... |
| 132 | 2- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات..... |
| 133 | 3- كيفية تصميم و حساب المؤشرات..... |
| 136 | المطلب الثاني: مؤشرات قياس تطور السوق..... |
| 136 | 1- مؤشرات حجم السوق..... |
| 137 | 2- مؤشرات سيولة السوق..... |
| 139 | 3- مؤشرات تمركز السوق..... |
| 139 | 4- مؤشرات عدم استقرار السوق..... |
| 140 | 5- مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية..... |
| 142 | الخلاصة..... |
| 143 | الفصل الخامس: الاطراف الفاعلة في الاسوق المالية |
| 14 | المبحث الاول: إدارة السوق المالية وأطراف عملية التداول..... |

| | |
|--|-----|
| المطلب الاول: الهيئات الإدارية..... | 143 |
| 1- لجنة عمليات البورصة..... | 143 |
| 2- الخزينة العامة..... | 145 |
| المطلب الثاني: الهيئات المهنية..... | 145 |
| 1- مجلس السوق المالية..... | 145 |
| 2- شركة البورصة..... | 146 |
| المطلب الثالث: عناصر السوق المالية | 147 |
| 1- مصدرو الأوراق المالية | 147 |
| 2- المستثمرون | 147 |
| 3- الوسطاء | 148 |
| المبحث الثاني: المؤسسات المالية | 151 |
| المطلب الاول: المؤسسات المالية البنكية و الغير البنكية | 152 |
| 1- المؤسسات المالية البنكية | 152 |
| 2- المؤسسات غير البنكية | 159 |
| المطلب الثالث: صناديق الاستثمار | 163 |
| 1- تعريف صناديق الاستثمار..... | 163 |
| 2- تصنيف صناديق الاستثمار | 164 |
| 3- أنواع صناديق الاستثمار | 166 |
| المبحث الثالث: وكالات التصنيف الائتماني | 171 |
| المطلب الأول: مفهوم التصنيف الائتماني و أثره على معدلات الفائدة | 171 |
| 1- مفهوم التصنيف الائتماني | 171 |
| 2- سلم التصنيف الائتماني و تفسيره | 173 |
| 3- أثر التصنيف الائتماني على معدلات الفائدة وتكلفة التمويل | 176 |
| المطلب الثاني: وكالات التصنيف الائتماني و حدود عملية التصنيف الائتماني | 177 |
| 1- وكالات التصنيف الائتماني | 177 |
| 2- الحدود المرتبطة بممارسات- تطبيقات- وكالات التصنيف الائتماني | 181 |
| خلاصة | 183 |

| | |
|-----|--|
| 185 | الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية |
| 186 | الفصل السادس: نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية و أهمية الاسواق المالية فيها |
| 186 | المبحث الأول: نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية |
| 186 | المطلب الأول: ماهية الدول النامية و خصائص بنيتها الاقتصادية |
| 186 | 1- ماهية الدول النامية |
| 190 | 2- خصائص البنية الاقتصادية في الدول النامية |
| 192 | المطلب الثاني: الدول النامية و العولمة |
| 193 | 1- ماهية العولمة و تجلياتها الإقتصادية |
| 200 | 2- الأطراف المشاركة في العولمة |
| 202 | 3- موقف الدول النامية |
| 203 | المبحث الثاني: تطور و أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة |
| 203 | المطلب الأول: مفهوم و تصنيف الدول الناشئة و تطور أدائها الاقتصادي |
| 204 | 1- مفهوم الدول الناشئة |
| 204 | 2- معايير تصنيف الدول الناشئة |
| 206 | 3- تطور الأداء الاقتصادي للدول الناشئة |
| 211 | المطلب الثاني: التحرير المالي و تطور الأسواق المالية في الدول الناشئة |
| 212 | 1- مسار تطور التحرير المالي |
| 213 | 2- الأثر الاقتصادي و المالي للتحرير المالي |
| 218 | 3- خصائص الأسواق المالية في الدول الناشئة |
| 223 | 4- أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة |
| 227 | المطلب الثالث: الأزمات المالية في الدول الناشئة |
| 227 | 1- أزمة الديون العمومية في أمريكا اللاتينية |
| 228 | 2- الأزمات المالية في الدول الناشئة في سنوات التسعينات و مطلع الألفية الثالثة |
| 232 | المبحث الثالث: التحولات الاقتصادية في دول مجموعة بريك و أهمية الأسواق المالية فيها |
| 233 | المطلب الأول: مفهوم مصطلح دول مجموعة بريك و مميزاتاها |
| 233 | 1- مفهوم و نشأة مصطلح دول مجموعة بريك |

| | |
|-----|--|
| 234 | 2- مميزات دول مجموعة بريك |
| 237 | 3- تقديم دول مجموعة بريك |
| 239 | المطلب الثاني: أهم التحولات الاقتصادية في دول بريك و مدى اندماجها في الاقتصاد العالمي |
| 239 | 1- أهم التحولات الاقتصادية في البرازيل |
| 243 | 2- أهم التحولات الاقتصادية في روسيا |
| 247 | 3- أهم التحولات الاقتصادية في الهند |
| 251 | 4- أهم التطورات الاقتصادية في الصين |
| 256 | المطلب الثالث: مكانة الأسواق المالية في تمويل اقتصاديات دول مجموعة بريك |
| 256 | 1- تمويل الاقتصاد البرازيلي وأهمية السوق المالية |
| 263 | 2- أهمية القطاع المصرفي ودور السوق المالية في تمويل الاقتصاد الروسي |
| 272 | 3- مكانة السوق المالية في تمويل الاقتصاد الهندي |
| 278 | 4- أهمية القطاع المصرفي والسوق المالية في تمويل الاقتصاد الصيني |
| 287 | خلاصة |
| | الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها |
| 289 | المبحث الأول: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري |
| 289 | المطلب الأول: طبيعة و خصائص الاقتصاد الجزائري |
| 289 | 1- تراجع القطاع الصناعي |
| 291 | 2- سيطرة القطاعات الغير إنتاجية على النشاط الاقتصادي |
| 293 | 3- تنامي دور القطاع الخاص |
| 293 | 4- تكاثر القطاع الموازي |
| 293 | 5- التشغيل غير الكامل للنسيج الصناعي |
| 294 | 6- الطبيعة الغير إنتاجية للنشاط الاقتصادي |
| 294 | 7- الانتشار الواسع للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة خلال العشرية الأخيرة |
| 296 | 8- هيمنة البنوك العمومية على النشاط المصرفي |
| 298 | 9- ارتباط الصادرات بالمحروقات |

| | | |
|-----|--|-----|
| 10- | الترتيب السيء للاقتصاد الجزائري عالميا..... | 299 |
| | المطلب الثاني: تطور مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري..... | 299 |
| 1- | تطور المؤشرات الاقتصادية..... | 299 |
| 2- | تطور المؤشرات الاجتماعية..... | 305 |
| | المبحث الثاني: تمويل الاقتصاد الجزائري..... | 306 |
| | المطلب الأول: تمويل الاقتصاد عن طريق النظام المصرفي..... | 306 |
| 1- | لمحة تاريخية عن تطور تنظيم النظام المصرفي و تمويل الاقتصاد الوطني..... | 307 |
| 2- | هيكل الجهاز المصرفي الجزائري و مؤشرات نشاطه..... | 311 |
| 3- | دور الجهاز المصرفي في تعبئة الادخار و تمويل الاقتصاد الوطني..... | 315 |
| | المطلب الثاني: تمويل للاقتصاد عن طريق الخزينة العمومية..... | 320 |
| 1- | مساهمة الخزينة العمومية في تمويل الاقتصاد الوطني..... | 320 |
| 2- | القدرة التمويلية للخزينة..... | 322 |
| 3- | التطهير المالي للبنوك العمومية..... | 323 |
| | المطلب الثالث: تمويل الاقتصاد عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر..... | 325 |
| 1- | بيئة الأعمال في الجزائر..... | 325 |
| 2- | مساهمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تمويل الاقتصاد الوطني..... | 326 |
| | المبحث الثالث: أداء بورصة الجزائر و متطلبات تفعيل نشاطها..... | 328 |
| | المطلب الأول: تنظيم بورصة الجزائر..... | 328 |
| 1- | مراحل إنشاء بورصة الجزائر..... | 328 |
| 2- | الهيئات المنضمة لبورصة الجزائر..... | 330 |
| | المطلب الثاني: أداء بورصة الجزائر..... | 334 |
| 1- | القروض السندية المتداولة في بورصة الجزائر..... | 334 |
| 2- | القروض السندية المتداولة خارج بورصة الجزائر..... | 337 |
| 3- | الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر..... | 340 |
| | المطلب الثالث: أثر عدم تماثل المعلومات على التمويل بالسوق المالية..... | 351 |
| 1- | الإطار النظري للدراسة..... | 353 |

| | |
|-----------|--|
| 358..... | 2- الفروض و المنهجية المتبعة..... |
| 363 | المطلب الرابع : عوائق بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيل نشاطها..... |
| 363 | 1- عوائق بورصة الجزائر..... |
| 370 | 2- متطلبات تفعيل نشاط بورصة الجزائر..... |
| 373 | خلاصة..... |
| 375 | الخاتمة العامة..... |
| 390 | قائمة المراجع..... |

قائمة الأشكال في الجداول

1- قائمة الأشكال:

| الصفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|--------|--|-----------|
| 87 | تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال حسب المدخل التقليدي | 01 |
| 92 | تأثير الاقتراض على تكلفة رأس المال | 02 |
| 95 | قيمة المؤسسة في ظل خضوعها لضريبة تكلفة الافلاس ة تكلفة الوكالة | 03 |
| 99 | أثر تكلفة الافلاس | 04 |
| 101 | القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية | 05 |
| 103 | تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية | 06 |
| 103 | القيمة السوقية للمؤسسة | 07 |
| 117 | أقسام السوق المالية | 08 |
| 167 | الأصول المسيرة من طرف صناديق الاستثمار سنة 2009 | 09 |
| 169 | الأصول المسيرة من طرف الصناديق السيادية لسنة 2009 | 10 |
| 208 | ثقل كل منطقة في اقتصاد الدول الناشئة سنة 2011 | 11 |
| 218 | حجم الإصدارات النقدية والرسمة البورصية في الدول الناشئة والدول المتقدمة | 12 |
| 234 | الوزن النسبي للرسمة البورصية للأسواق المالية الناشئة في الرسمة العالمية | 13 |
| 224 | توزيع الرسمة البورصية حسب المناطق | 14 |
| 257 | تطور معدلات الفائدة الحقيقية | 15 |
| 258 | الادخار الوطني الخام في دول أمريكا اللاتينية (%) من الناتج الداخلي الخام | 16 |
| 260 | القروض الممنوحة من طرف المؤسسات المالية الخاصة والعامة | 17 |

| | | |
|-----|---|----|
| 263 | مقارنة حجم محافظ القروض دوليا في نهاية سنة 2012 | 18 |
| 264 | تطور محفظة القروض للمؤسسات والأفراد | 19 |
| 267 | تطور سوق الأسهم في روسيا | 20 |
| 268 | حجم التداول اليومي المتوسط للأسهم | 21 |
| 269 | تطور تداول الأصول المالية المشتقة في السوق الآجلة الروسية | 22 |
| 272 | الوزن النسبي للقروض السندية للقطاع الخاص بالنسبة للقروض السندية المحلية | 23 |
| 273 | هيكل سوق القروض | 24 |
| 274 | القروض المصرفية الموجهة للقطاع الخاص (مقارنة دولية) | 25 |
| 276 | الرسمة البورصية | 26 |
| 277 | الرسمة البورصية للسندات (سبتمبر 2011) | 27 |
| 286 | تركيبية تدفقات التمويل | 28 |
| 292 | توزيع الوحدات الاقتصادية حسب القطاعات | 29 |
| 295 | توزيع الوحدات الاقتصادية على أساس سنة الإنشاء | 30 |
| 301 | تطور معدل النمو الاقتصادي (هيكل الناتج الداخلي الخام) | 31 |
| 302 | هيكل الناتج الداخلي الخام سنة 2011 | 32 |

2- قائمة الجداول:

| رقم الجدول | عنوان الجدول | الصفحة |
|------------|---|--------|
| 01 | مقارنة بين مصادر التمويل | 19 |
| 02 | عمليات انتقال النقود من بنك إلى بنك وخلق النقود | 51 |
| 03 | حساب التدفق النقدي الموزع على المقرضين والمساهمين | 90 |
| 04 | أهم المؤشرات في العالم | 131 |
| 05 | سلم التصنيف الائتماني الممنوح من طرف وكالات التصنيف الائتماني في 2012/01/15 | 174 |
| 06 | سلم التصنيف الأساسي للبنوك | 175 |
| 07 | نمو الناتج الدالي الخام للدول الناشئة والمتقدمة | 206 |
| 08 | مساهمة اهم الدول حسب كل منطقة في الناتج الداخلي الخام في الدول الناشئة بمعادلة القوة الشرائية | 209 |
| 09 | تطور نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام في الدول الناشئة بمعادلة القوة الشرائية | 210 |
| 10 | تواريخ انفتاح الأسواق الناشئة | 211 |
| 11 | تغيرات المردودية قبل وبعد التحرير المالي (5 سنوات قبل و5 سنوات بعد التحرير المالي) | 213 |
| 12 | تقييم النمو الاقتصادي لدول مجموعة بريك مقارنة مع بعض القوى الاقتصادية الاخرى | 237 |
| 13 | تطور الناتج الداخلي الخام للبرازيل بين سنة 2000 - 2009 | 238 |
| 13 | تطور الناتج الداخلي الخام لروسيا بين 2001 - 2009 | 244 |
| 14 | تطور الناتج الداخلي الخام للهند بين 2000 - 2009 | 247 |
| 15 | تطور الناتج الداخلي الخام للصين بين 2000 - 2009 | 252 |
| 16 | حصة الرسملة البورصية للمؤسسات المدرجة في البورصات الوطنية ضمن الرسملة الاجمالية | 266 |

| | | |
|-----|--|----|
| 267 | تطور عدد الادخالات في البورصات الروسية والأجنبية للمؤسسات الروسية بين سنتي 2006 - 2007 | 17 |
| 278 | تطور الحقوق المشكوك فيها من حجم القروض في نهاية السنة | 18 |
| 282 | الرسملة البورصية لبعض الأسواق المالية الآسيوية | 19 |
| 283 | الرسملة البورصية للسوق المالية الصينية | 20 |
| 284 | تطور السوق المالية الصينية | 21 |
| 285 | تركيبية أصناف السندات سنة 2009 | 22 |
| 292 | توزيع الوحدات الاقتصادية حسب القطاعات | 23 |
| 294 | توزيع الوحدات الاقتصادية حسب كل قطاع وسنة إنشاء | 24 |
| 297 | توزيع الودائع على أساس القطاعات القانونية | 25 |
| 297 | توزيع القروض الممنوحة حسب القطاع القانوني | 26 |
| 305 | تطور الميزان التجاري الجزائري | 27 |
| 315 | تطور مؤشرات الوساطة المالية | 28 |
| 324 | تطور نفقات التجهيز | 29 |
| 336 | بطاقة فنية للقرض السندي دحلي | 30 |
| 340 | بطاقة فنية للقرض السندي ETRHB | 31 |
| 341 | توزيع رأس مال شركة أليانس للتأمينات على المساهمين المؤسسين | 32 |
| 342 | تطور رأس مال شركة أليانس | 33 |
| 343 | بطاقة فنية لعملية رفع رأس مال الشركة | 34 |
| 344 | تخصيص الاموال المحصلة | 35 |
| 345 | تطور رقم الأعمال حسب فروع النشاط | 36 |
| 346 | تطور رأس المال الاجتماعي للمجمع | 37 |
| 347 | بطاقة فنية لعملية فتح رأس المال المجمع | 38 |
| 348 | تطور رقم أعمال مجمع صيدال والنتيجة الصافية | 39 |

| | | |
|-----|--|----|
| 349 | تطور رقم الأعمال والنتيجة الصافية بعد عملية الإدخال | 40 |
| 350 | بطاقة فنية لعملية إدخال مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى البورصة | 41 |
| 351 | نشاط المؤسسة | 42 |
| 361 | بعض خصائص قيم المتغيرات المستعملة في الدراسة | 43 |
| 362 | نتائج تقدير النموذج | 44 |

المقدمة العامة

تمهيد:

ينقسم العالم في وقتنا المعاصر إلى دول متقدمة وأخرى في طريق النمو ويعزى هذا الانقسام إلى التباين الواسع في مستويات الدخل الحقيقي بين هذه الدول، في حين تسعى الدول المتقدمة إلى الرفع من معدلات نمو اقتصادياتها، تحاول الدول النامية تقليص الفجوة عن طريق الاهتمام بمشكلة التنمية الاقتصادية باعتبارها المشكلة الأساسية التي تواجهها والمخرج الوحيد من دائرة التخلف.

وفي رأي الكثيرين من الاقتصاديين أن تحقق التنمية الاقتصادية في الدول النامية لا يتأتى إلا بالرفع من قدراتها على زيادة معدلات الاستثمار و بالمستوى المناسب لمعدل نمو السكان فيها، حيث تمثل الاستثمارات القلب النابض لأي تقدم اقتصادي، و ثمة عقبة أساسية تواجه عملية التنمية هي مشكلة التمويل الناتجة عن ضعف الموارد المتاحة لتمويل التغيرات الجوهرية في هيكل العرض الذي تتطلبه عملية التنمية الاقتصادية، في هذا الإطار واجهت الدولة النامية بدائل تمويلية محدودة الفعالية يوفرها النظام الاقتصادي المخطط مركزيا و الذي كانت تنتهجه معظم هذه الدول، و تتمثل هذه البدائل في الادخار الإجباري و نوع من الادخار العائلي و ريع الموارد الأولية، وفي ظل شح هذه الموارد المالية والسرعة التي تتطلبها عملية التنمية، اضطرت هذه الدول إلى الاقتراض من الخارج و الذي كان له حصة الأسد في عمليات التمويل، هذه الإستراتيجية لم تبلغ أهدافها المرجوة في أغلب الأحيان، فعوض أن تكون مصدرا للتمويل أصبحت مصدرا لأزمة مديونية خانقة رهنت الحياة الاقتصادية والاجتماعية للدول المدينة، و حاد التفكير و الاهتمام من بعث عملية التنمية إلى حل أزمة المديونية، وأنجر عن ذلك إعادة جدولة الديون و فرض شروط قاسية من طرف المؤسسات المالية الدولية، فيما يخص السياسات الاقتصادية الواجبة الإتباع من طرف الدول المدينة.

وعلى إثر هذه الوضعية التي آلت إليها اقتصاديات الدول النامية من اختلالات هيكلية كبيرة ونقاط ضعف رئيسية هي تركية التخطيط المركزي ومحاولات الإصلاح غير الموفقة دفع بهذه الدول إلى تبني استراتيجية تنموية جديدة تهدف إلى إرساء قواعد اقتصاد السوق، الشيء الذي جعل هذه الدول لم تكن في حاجة إلى تحقيق استقرار اقتصادياتها فحسب بل كانت أيضا في حاجة إلى خلق المؤسسات الضرورية لتشغيل نظام اقتصاد سوق كأسلوب تنموي جديد، وبناء قطاع مالي قوي متكامل يسمح لها بتمويل متطلبات التنمية الجديدة.

وفي ظل التحول نحو اقتصاد السوق، شهد العقد الأخير من القرن الماضي متغيرات في البيئة الدولية والاقتصادية والسياسية أثرت على الدول والمجتمعات، وتعاظمت المساعي نحو ظاهرة العولمة الاقتصادية التي لعبت الخوصصة دورا كبيرا في توسيعها من جهة، وزيادة تدفقات رؤوس الاموال عبر الحدود من جهة أخرى، خصوصا في ظل تزايد عمليات التحرير المالي وزيادة حركة التجارة العالمية وتعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات.

وقد أدت هذه التغيرات الهيكلية وعمليات الإصلاح في اقتصاديات الدول النامية إلى بروز اقتصاديات استطاعت أن تحقق نموا اقتصاديا سريعا ولقت أنظار المستثمرين الدوليين والهيئات المالية الدولية على حد سواء، وضفت على السطح سميات جديدة لهذه الدول أبرزها الدول الناشئة إشارة إلى الدول النامية التي توجد بها أسواق مالية بصدد النمو.

1- إشكالية البحث:

وباعتبار السوق المالية إحدى الآليات للتمويل والاستثمار وأداة لضبط النشاط الاقتصادي في ظل اقتصاد السوق، فقد لجأت العديد من الدول إلى إنشائها بالنسبة إلى بعض الدول وبعث نشاطها بالنسبة للدول التي توجد فيها ولكنها ضعيفة النشاط، وحذت بذلك حذو الدول المتقدمة، أين لعبت هذه الآلية دورا مهما كجهاز للتمويل والاستثمار في هذه الدول وتعد مؤشرا يقاس به تقدم اقتصاديات الدول المتقدمة خصوصا وأنها تعد أداة تمويل غير تضخمية على عكس الوساطة المالية التي توفرها البنوك والمؤسسات المالية.

وعليه إذا كانت السوق المالية تتميز بالتخصيص الأمثل للموارد في الدول المتقدمة، وتبعا للإصلاحات الاقتصادية المتبناة من قبل الدولة النامية والتي تتطلب موارد مالية كبيرة: هل يمكن لسوق المالية أن تكون جهاز تمويل فعال لاقتصاديات الدول النامية بمختلف تصنيفاتها؟

وكون الجزائر إحدى الدول النامية التي كانت تتبنى التخطيط المركزي في تحقيق تنميتها، وسعت إلى ذلك بكل ما أوتيت من موارد ولكنها ألت إلى نفس المآل الذي طال مثيلاتها من الدول النامية الأخرى، وثقت بذلك إصلاحات اقتصادية جديدة ترمي إلى إقامة قواعد اقتصاد السوق، فهل إنشاء السوق المالية في مرحلة مبكرة من الإصلاحات الاقتصادية يسمح لها بتأدية دورها كجهاز للتمويل؟

وعلى ضوء هذا التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي الطرق المختلفة لتمويل الاقتصاد والأدوات التي توفرها كل طريقة؟
- ما هي الأدوات والمعايير المستعملة في عملية المفاضلة بين المصادر المتاحة وتحديد المزيج الأمثل من هذه المصادر لتمويل المؤسسات الاقتصادية؟
- ما هي أساسيات الأسواق المالية و الأطراف الفاعلة فيها ؟
- ما هو الدور الذي لعبته الاسواق المالية في تمويل اقتصاديات الدول الناشئة ؟
- ما هي التحولات الاقتصادية التي يشهدها الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر وما هي متطلبات تفعيلها.

2- فرضيات البحث:

ولمعالجة هذا الموضوع يتم وضع الفرضية العامة التي يمكن صياغتها على النحو التالي:

- يختلف دور واهمية السوق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد وآلية لضبطه، باختلاف البيئة الموجودة فيها وحجم وعدد الأوراق المالية المتداولة فيها، وكذا التشريعات والقوانين التي تسيروها ومدى منافستها للبدائل التمويلية الأخرى.

وإضافة إلى فرضية الأساس، يمكن الاعتماد على الفرضيات الفرعية الآتية:

- تعتبر السوق المالية بديل تمويلي مهم ومكمل للبدائل التمويلية الأخرى، بالنظر إلى الأدوات والآليات التمويلية المختلفة التي توفرها للمؤسسات الاقتصادية والدولة على حد سواء، وتمكن المؤسسات من تكوين مزيج تمويلي مناسب يمكنها من تخفيض تكاليف التمويل ورفع القيمة السوقية للمؤسسة.
- تعتبر الاسواق المالية إطار منظم تلقت فيه قوي العرض والطلب على رؤوس الاموال من خلال تدخل أطراف عديدة تتباين بإحتلاف البيئة الإقتصادية الموجودة فيها السوق المالية ودرجة تطورها
- شهدت العديد من الاسواق المالية في الدول النامية - الأسواق الناشئة - انتعاشا و تطورا ملحوظا في العشریات الأخيرة تبعا لتطورات الإقتصادية الحاصلة في إقتصاديات هذه الدول، غير أن تنامي ظاهرة الاندماج العالمي الإقتصادي و سهولة انتقال رؤوس الأموال بين الدول، و كذا

ارتباط سياستها الاقتصادية بمتغيرات دولية -خارجية- يصعب التحكم فيها في أغلب الأحيان جعل اقتصاديات هذه الدول و أسواقها المالية ليست في منأى عن الهزات والازمات المالية.

- فعالية السوق المالية في عملية التمويل لا يتوقف على وجود هياكل وتشريعات فحسب، ولكن يرتبط بوجود استثمارات حقيقية -عينية-، وتوفر جملة من الشروط الأساسية المصاحبة لوجودها هي:

- توفير مناخ استثماري مستقر ينطوي على حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي، سياسة اقتصادية رشيدة وحالة انتعاش اقتصادي؛

- هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية؛

- خبرات فنية متخصصة؛

- وعي اقتصادي ومالي لدى المؤسسات والأفراد؛

- شبكة من وسائل الاتصالات وانفتاح إعلامي.

3- المنهج المتبع:

حتى يحقق هذا البحث هدفه الأساسي، سوف يتم استخدام عدة مناهج بحثية، وذلك بقدر الحاجة إليها:

- المنهج الاستقرائي: وسيتم الاعتماد عليه لاستقراء كل ما يتعلق بموضوع البحث من حيث الدراسات والبحوث السابقة والكتب العلمية والإصدارات، وكذا استقراء الواقع الاقتصادي للدول المتقدمة والنامية بما فيها الدول الناشئة ومنها الجزائر.

- منهج دراسة الحالة الذي سوف يسمح لنا بدراسة واقع بعض الأسواق المالية في الدول النامية والأسواق المالية الناشئة.

- المنهج التحليلي: ويتم استعماله لتحليل محتوى الدراسات والبحوث العلمية وواقع نشاط الأسواق المالية والخروج بمعايير تسمح لنا بقياس فعالية الأسواق المالية من حيث التمويل.

- المنهج الإحصائي: ويتم استعماله في تقدير نموذج الانحدار المتعدد

- بالإضافة إلى الاعتماد على الاحصائيات والتشريعات والقوانين المرتبطة بميدان الأسواق المالية والواقع الاقتصادي، وكذا أدوات التحليل الخاصة بالنظرية الاقتصادية وإسقاطها على السوق المالية في الجزائر.

4- الدراسات السابقة:

بعض الأطروحات التي تناولت مواضيع لها علاقة بهذا الموضوع:

- وليد أحمد صافي: الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق

وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2002 / 2003.

تدور اشكالياتها حول مدى إمكانية الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية، وواقع وأفاق الأسواق المالية العربية وقدرتها على استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج.

حيث لاحظ الباحث أن معظم الأسواق المالية العربية تواجه مشكلة الثقة والإفصاح وتهيمن عليها شركات القطاع العام، وزيادة عن هذا فهي لا تقدم خدمات مالية متطورة، وكذا ضعف البيئة القانونية والاستثمارية المناسبة لنشاطها، غير أن الباحث لم يولي أهمية للتحليل الاقتصادي واكتفى بسرد القوانين والمنشورات في هذا الميدان، كما لم يبرز الجانب المهم في الإشكالية وهو إمكانية تحقيق تكامل مالي عربي.

- سامية زيطار: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة الأسواق المالية العربية. البحث هو أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2004.

تدور اشكالياتها حول العلاقة الموجودة بين الاسواق العربية الناشئة والمتطورة من حيث الحجم والعائد والفعالية وتذبذب الأسعار.

الشيء الملاحظ في هذه الدراسة هو انها لم تظهر عملية المقارنة بين الأسواق العربية والأسواق الأجنبية الأخرى، كما اكتفى الباحث بسرد القوانين والتشريعات دون تحليل اقتصادي.

- محمد براق: بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر.

وهي رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر سنة 1999، وتدور اشكالياتها حول: هي يمكن أن تكون بورصة القيم المتداولة بالجزائر كأفة في الوضع الراهن على نحو ينتظر منها تقديم مساهمة مهمة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وتعتبر هذه الأطروحة من بين اللبانات الأولى لمثل هذه الدراسات في الجزائر حيث صاحب إنجازها إنشاء بورصة الجزائر.

- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.

وهي رسالة مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، وتدور اشكالياتها حول ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق الأوراق المالية الفعلة، وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية، وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

وقد خلص الباحث في هذه الرسالة إلى ضرورة إنشاء وتطوير ترابط اسواق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية، كما أنه وعلى الرغم من الإصلاحات التي قامت بها كل الدول بصفة منفردة، ورغم مرور حقبة من الزمن على إنشاء هذه الأسواق إلا أنها ما زالت تعاني من التخلف وعدم الفعالية.

- بورزامة جيلالي: مستقبل أسواق رأس المال العربية في ظل العولمة المالية، وهي رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير سنة 2012 وتدور إشكالياتها حول هل التراجع والهزات المالية في أسواق رأس المال العربية يعود إلى طبيعتها والظروف الاقتصادية المحلية أو إلى التأثير بتداعيات الافتراضات والأزمات المالية الخارجية، وخلصت هذه الدراسة إلى أن درجة تأثر الأسواق المالية بالهزات والأزمات يرتبط بمدى اندماجها في الاقتصاد العالمي و درجة انفتاحها، وهي الصفة لم ترقى إليها الأسواق المالية العربية خلال فترة التسعينات، أين ظهرت العديد من الأزمات، فمثلا كانت تأثيرات الأزمات المالية الآسيوية على البورصات العربية أقل تأثيرا بسبب قلة اندماج أسواق رأس المال العربية في الأسواق المالية الدولية، كما أن هذه الأسواق تتميز بنقص كفاءتها وعمقها ونضجها بالرغم من التطورات التنظيمية الحاصلة خلال السنوات الأخيرة مما أدى إلى بروز أزمة داخلية محلية.

5- أهمية الدراسة وسبب اختيار البحث:

1-5 أهمية الدراسة:

تكمن أهمية البحث في النقاط التالية:

- دراسة أهمية السوق المالية في أي بلد ما يتوقف على أهمية ونشاط السوق الأولية باعتبارها الشرط الأساسي في السوق المالية الذي يعني بالوظيفة التمويلية، والتي تكمن في تعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوفر لديهم فوائض مالية وتحول إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارات العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق تمويل استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاستثمارية.
- هذا البحث يستمد أهميته من ضرورة تنويع مصادر التمويل وتماشي هذه الآلية مع التحولات الاقتصادية في اقتصاديات الدول التي كانت تنتهج النظام الاشتراكي الذي يعتمد على التخطيط المركزي كأداة لضبط الاقتصاد بينما السوق المالية تعتبر أداة ضبط في اقتصاد السوق.
- زيادة عن ذلك فالسوق المالية أداة تمويل غير تضخمية، وعليه فهي تساعد على امتصاص التضخم الذي يمكن أن ينجر عن عملية الانتقال إلى اقتصاد السوق وما ينتج عنه من تحرير للأسعار ورفع الدعم عن السلع والخدمات وخصوصة المؤسسات الاقتصادية والتحرير المالي.
- تساعد السوق المالية على توجيه الموارد المالية والمدخرات المحلية وتثمينها وجلب الموارد المالية من الخارج وجعلها في خدمة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومنه تخفيض الحاجة إلى الاقتراض من الخارج وما يتبعه من هيمنة.

2-5 (سبب اختيار البحث:

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار هذا الموضوع يمكن ذكر ما يلي:

- معرفة الطرق المختلفة لتمويل الاقتصاد والأهمية التي يبرزها التمويل عن طريق السوق المالية كبديل لطرق التمويل الأخرى.

- معرفة الطرق والأدوات التي توفرها النظرية المالية في عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة في عملية التمويل لتكوين هيكل مالي متوازن يمكن المؤسسة من تدنئة تكاليف تمويلها ورفع من قيمتها السوقية.
- محاولة معرفة الإطار المنظم للأسواق المالية والأطراف الفاعلة فيها وإطارها المالي.
- معرفة التحولات الاقتصادية التي تشهدها اقتصاديات الدول النامية وعلى رأسها الدول الناشئة التي استطاعت أن تحقق معدلات نمو قياسية والدور الذي لعبته الأسواق المالية في توفير الاحتياجات التمويلية مقارنة بالآليات التمويلية الأخرى.
- معرفة الهزات المالية التي شهدتها اقتصاديات الدول الناشئة.
- محاولة معرفة جوانب القصور في الإطار المنظم للسوق المالية في الجزائر والعوائق التي حالت دون تأديتها لدورها الأساسي المنوط بها كآلية لتمويل الاستثمار والخروج باقتراحات لتفعيلها.

6- أهداف البحث:

- بناء على ما تقدم، فإن هذا البحث يهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:
- تعميق المفاهيم المرتبطة بطرق التمويل وطرق المفاضلة بينها من خلال دراسة البدائل التمويلية المتاحة والمداخل النظرية التي تمكننا من المفاضلة بين هذه البدائل وتكوين مزيج مناسب.
 - معرفة الدور الذي لعبته الأسواق المالية في تمويل اقتصاديات الدول الناشئة وكذلك التحولات الهيكلية التي شهدتها اقتصاديات هذه الدول.
 - محاولة دراسة السوق المالية في الجزائر والتحولت التي شهدتها ومتطلبات تفعيلها على ضوء التجارب الأخرى التي عرفتتها الأسواق المالية في الدول المتقدمة والناشئة حتى تكون أداة تمويلية تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني من جهة وإرساء قواعد تسييرية مبنية على الشفافية والأداء الجيد.

7- المحاور الرئيسية للبحث:

بناء على الاشكالية والفرضيات المعتمد عليها، تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة أبواب:

- يتناول الباب الأول: الطرق المختلفة لتمويل الاقتصاد ويقسم بدوره إلى ثلاثة فصول، حيث يتناول الفصل الأول التمويل عن طريق السوق المالية، الفصل الثاني يتعرض إلى الطرق البديلة للتمويل عن طريق السوق المالية، بينما الفصل الثالث سيتناول قرارات التمويل وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة.
- بينما الباب الثاني: فيخصص إلى دراسة الإطار النظري للأسواق المالية، وسيقسم إلى فصلين هما: الفصل الرابع الذي سيختص بدراسة أساسيات الأسواق المالية، أما الفصل الخامس فسيتناول الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية.
- وأخيرا الباب الثالث: الذي سيركز على دراسة تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية، وسيتفرع إلى فصلين هما: الفصل السادس الذي سيتناول نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية وأهمية الأسواق المالية فيها، بينما الفصل السابع سيخصص لدراسة التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر.

8- مساهمة البحث:

إذا كانت الأسواق المالية بغض النظر عن طبيعتها المختلفة استطاعت أن تلعب دورا لا يستهان به في تمويل اقتصاديات الدول الناشئة وتحقيق اندماجه في الاقتصاد العالمي، فما هي الدروس المستقاة من هذه التجارب وما مدى إمكانية إسقاطها على واقع السوق المالية في الجزائر حتى تقوم بدورها كذلك كمثيلاتها من الأسواق المالية الأخرى في مصاحبة التحولات الاقتصادية التي يعرفها الاقتصاد الجزائري وتوفير الأدوات المالية لتمويله وإضفاء الشفافية في تسييره.

الاستفادة من تجارب الأسواق المالية في الدول الأخرى ومحاولة بناء نموذج لسوق مالية في الجزائر يأخذ بعين الاعتبار تجارب الآخرين والبيئة الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر والخروج باقتراحات من شأنها أن تؤدي إلى تفعيل دور السوق المالية في الجزائر خصوصا كأداة لتمويل وتعبئة الادخار وإرساء قواعد شفافة في تسيير المؤسسات.

الباب الأول:

طرق تمويل الاقتصاد

الفصل الأول:

التمويل عن طريق السوق المالية

تمهيد:

يعتمد تمويل الاقتصاد على مصادر متنوعة تختلف من دولة إلى أخرى، ويرتبط هذا التنوع بدرجة التقدم الاقتصادي والتقني وانتشار الوعي المالي لدى أعوانها الاقتصاديين، كما يمكن الاعتماد على العديد من المعايير في التفرقة بين مختلف هذه المصادر، فيمكن التمييز بينها من خلال:

- طبيعتها أو مصادرها

- أجالها

- مكافأتها

فعند تناولها من وجهة نظر طبيعتها أو أصل الحصول عليها نجد هناك مصدرين:

• رؤوس أموال ذات طبيعة داخلية (لتمويل الذاتي).

• رؤوس أموال ذات طبيعة خارجية. وتأخذ بدورها نمطين:

❖ تمويل خارجي مباشر عن طريق السوق المالية أين تكون هناك علاقة مباشرة بين المؤسسات الاقتصادية الطالبة للأموال والمدخرين.

❖ تمويل خارجي غير مباشر، حيث تلعب البنوك والمؤسسات المالية الأخرى دور الوساطة بين المؤسسات الاقتصادية التي هي في حاجة للأموال لتمويل مشاريعها الاستثمارية والاستغلالية والمدخرين ذوي الفوائض المالية. عن طريق منح قروض أو صيغ أخرى كالتمويل الإيجاري.

وينطوي هذا الباب على الفصول التالية:

- التمويل عن طريق السوق المالية

- طرق التمويل البديلة للتمويل عن طريق سوق المالية

- قرارات التمويل وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة

الفصل الأول: التمويل عن طريق السوق المالية

في هذا الشكل من التمويل تلجأ المؤسسات الاقتصادية مباشرة إلى المدخرين عن طريق الأسواق المالية، أين تلعب هذه الأخيرة كهمزة وصل مباشرة أو المقابلة مباشرة بين العارضين والطلبين للأموال، وتلعب البنوك في هذا الإطار دور تقني فقط لتسهيل العملية.

ويمكن التمييز بين عدة أساليب للتمويل المباشر يتم تناولها من خلال العناصر التالية:

- التمويل عن طريق إصدار الأسهم.
- التمويل عن طريق إصدار السندات.
- التمويل عن طريق إصدار أوراق مالية هجينة.

المبحث الأول: التمويل عن طريق إصدار الأسهم

ينطوي هذا المبحث على النقاط الموالية:

- مفهوم الأسهم.
- أنواع الأسهم.
- خصائص، مزايا وعيوب الأسهم.

المطلب الأول: مفهوم الأسهم

1- تعريف السهم: السهم عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل يصدر من طرف المؤسسات الاقتصادية ذات شكل قانوني معين، ويعرف على انه عبارة عن صك يعطى لحامله الحق في ملكية جزء من ممتلكات المؤسسة المصدرة له. كما يمثل حصة في رأس مال المؤسسة. وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس مال المؤسسة أو عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال⁽¹⁾. وعليه فإن المساهمين الذين يقدمون مساهمات نقدية تسلم لهم أسهم نقدية، بينما تسلم أسهم عينية للمساهمين الذين يقدمون مساهمات عينية ممثلة في أراضي، معدات، بنايات أو براءة اختراع ويتمتع كلا النوعين من الأسهم بنفس الحقوق المقررة في القانون الأساسي للمؤسسة.

¹ B. Armand, Le grand marché européen, Imprimerie des presses universitaires, paris, 3eme édition, 1991, P : 92.

2- قيم السهم: يتميز كل سهم بثلاث قيم: قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية (1).

2-1) القيمة الاسمية: تتمثل القيمة الاسمية في القيمة التي يصدر بها السهم في عقد الإصدار، وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

2-2) القيمة الدفترية: تعادل هذه القيمة، قيمة حقوق الملكية المتضمنة رأس المال الاحتياطات والأرباح غير موزعة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وهي معطاة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

$$\frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} =$$

والفرق بين القيمة الاسمية والقيمة الدفترية هو أن الأولى تمثل مفهوم قانوني مدونة في العقد

التأسيسي بينما الثانية تمثل مفهوم محاسبي مدونة في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة. (2)

2-3) القيمة السوقية لسهم: تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب في السوق على الورقة المالية. أي من خلال التقاء العرض الممثل في أوامر البيع والطلب الممثل في أوامر الشراء، يتحقق السعر الحقيقي للسهم المتداول في السوق المالية. ويعبر هذا السعر عن التقييم الحقيقي للسهم الذي يعكس معطيات عديدة تتعلق بنشاط المؤسسة من أرباح ورقم أعمال وسياسة التوزيعات. كما يتأثر هذا السعر في بعض الأحيان بمعطيات خارجة عن واقع المؤسسة كالإشاعات أو الأزمات المالية والظروف الاقتصادية. وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أعلى من القيمة الاسمية. كما قد تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم في السوق الأولية (3).

¹ منى قاسم، صناديق الاستثمار، للمكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 26.

² B. Armand, Op-cit, 1991, P : 94.

³ F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, volume 2, Dunod, Paris, 1993, p 18.

المطلب الثاني: أنواع الأسهم

وتتمثل أبرز هذه الأنواع فيما يلي:

1- الأسهم العادية: يتكون رأس مال المؤسسة المدرجة في السوق المالية من حصص متساوية، يطلق

على كل حصة اسم سهم، حيث يعتبر هذا الأخير وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل.

والأسهم العادية عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في السوق المالية بالطرق التجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس المال إحدى شركات الأموال عموماً - شركات المساهمة-. ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها المكون من مجموع الحصص سواء كانت حصص عينية أو نقدية (1).

والشركة المصدرة للأسهم العادية غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت أو محدد لحملة هذه الأسهم مقابل استخدامها لأموالهم. فإذا حققت الشركة أرباحاً في نهاية السنة وتقرر من طرف الجمعية العامة القيام بتوزيعات فإن حملة الأسهم العادية سوف يحصلون على عائد. أما إذا تحملت الشركة خسائر أو رأت الجمعية العامة عدم توزيع الأرباح على المساهمين، فلن يحصل بالتالي حملة الأسهم العادية على عائد وهو الشيء الذي يبرز أهمية الأسهم العادية في استخدامها من طرف الشركات في الحصول على ما يلزمها من أموال لكن مقابل فقدان السيطرة على مجريات تسيير إدارة الشركة في حال دخول مساهمين جدد عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة (2).

2- مشتقات جديدة للأسهم العادية:

ظهرت اتجاهات حديثة للأسهم العادية تتمثل فيما يلي:

1-2) الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

أول من أصدر هذا النوع من الأسهم العادية كان شركة جنرال موتورز (General Motors) في الولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينات، وربطت فيها التوزيعات - العائد - التي يحصل عليها حملتها

¹ مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة القاهرة، الطبعة الثانية، 1993، ص 169.

² محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، مصر، ط2، 1997، ص 402.

بالأرباح التي يحققها قسم المعلومات الإلكترونية، على عكس الأسهم العادية التي ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل⁽¹⁾.

2-2) الأسهم العادية المضمونة:⁽²⁾

عادة ما يكون المستثمرين متخوفين من المآل الذي يؤول إليه سعر السهم في السوق عقب عملية الإصدار، سواء من جراء ارتفاع عرض السهم أو ما ينجر عن عملية الإصدار نفسها بسبب زيادة عدد المساهمين وبالتالي انخفاض حصة التوزيعات لكل سهم، ومن أجل تفادي هذا القلق وإعطاء فرصة أكثر من جانب المؤسسة لتصرف إصداراتها فإن المؤسسة تلجأ إلى إصدار الأسهم العادية المضمونة التي تمنح لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب عملية الإصدار، وعادة ما يحصل المستثمر على صكوك تسمى حقوق التعويض وبذلك يمكن للمستثمر أن يبيع السهم والصك الممثل لحق التعويض معا أو منفصلين في السوق، وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض، ويتم التعويض ممن خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين الحاملين لحق التعويض، الشيء الذي يمكنهم من زيادة حصصهم في رأس مال الشركة أو يتم التعويض في صورة نقدية أو أوراق تجارية تمثل مديونية قصيرة.

2-3) الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:⁽³⁾

في هذا النوع من الأسهم تخصص التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة على أرباح الشركات، وهذا ما نص عليه التشريع الضريبي في الولايات الأمريكية، الذي يقر بأنه يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة وذلك لمشاركتهم في ملكية الشركة وبالتالي في إدارتها، حيث تخصص التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 16

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1997، ص 17.

³ نفس المرجع، ص 19 .

4-2) أسهم التمتع (1):

وتتمثل في أسهم الشركات التي يهتلك رأس مالها لاحقاً، ويتم تسديد القيمة الاسمية للمساهمين. وبالتالي فالأسهم العادية هي عبارة عن صكوك قيمتها الاسمية قد تم تسديدها للمساهم الحائز لها عن طريق اهتلاك رأس المال، هذا التسديد يشكل دفعا مسبقا على التصفية المستقبلية للشركة. ويتمتع حملة هذه الأسهم بكل الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية الأخرى.

5-2) الأسهم التي تتمتع بحق الأولوية في التوزيعات (2):

تعرف هذه الأسهم بالأسهم المفضلة، وتتطوي على مميزات ذات طابع مالي تتمثل فيما يلي:

- حق الحصول على التوزيعات وبنسبة أكبر من تلك المرتبطة بالأسهم العادية، استنادا إلى نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الذي يتمتع بحق الأولوية، كما أنه من المفروض توزيع الأرباح سنويا لحملةها.
- تسديد التوزيعات متراكما، حيث أن ربح السهم غير المدفوع نتيجة عدم تحقيق الشركة للربح في سنة معينة. ينقل بالتراكم إلى السنوات اللاحقة.
- إمكانية حصول حملة هذا النوع من الأسهم على حقوقهم قبل حاملي الأسهم العادية في حالة التصفية.

6-2) الأسهم الخاصة (3):

في إطار عملية الخصخصة، فإن السهم الخاص يحتفظ به من طرف الدولة ممثلة في الشركات القابضة، وذلك للتدخل في بعض الحالات والاعتراض حول تغيير الموضوع الاجتماعي للشركة، وكذلك حل وتصفية الشركة، ووجود هذا النوع من الأسهم يؤدي إلى عدم المساواة بين المساهمين كما أن حياة هذا النوع من الأسهم لا يمكن في أغلب الأحيان أن تتجاوز خمسة سنوات بعد تاريخ الإصدار.

¹Y. Simon, Encyclopédie des marchés financiers, Tome1, Economica , Paris , 1997 ,P: 3.

² وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 1999، ص: 90-98.

³ J. Antoine et M. Copiauhart, Titres et bourse, Tome1 : Valeurs mobilières, Deboeck, Bruxelles, 2^{ème} édition, 1997,P :360

7-2) أسهم ذات الاكتتاب في الأسهم⁽¹⁾:

وهي عبارة عن أسهم مرتبطة بقسيمة تسمح للحائز عليها بالاكتتاب لاحقاً في أسهم أخرى وبسعر متفق عليه مسبقاً، كما أن القسيمة أيضاً موضوع تسعير منفصل عن السهم المصدرة بموجبه وتكون هذه القسيمة مسجلة في البورصة بشكل منفصل عن السهم المرفقة معه ويطلق عليها اسم الكفالة. والمساهم يستفيد من إمكانية الاكتتاب في أسهم جديدة، فإذا ارتفع السهم فإن قسيمة الاكتتاب تسمح له بالاكتتاب بأسهم جديدة وبسعر أدنى من سعر السوق على العكس من ذلك، إذا كان سعر السوق أدنى من السعر المتفق عليه مسبقاً فليس في صالح حامل القسيمة الاكتتاب، بل يفترض به أن يقدم على بيعها - قسيمة الاكتتاب - في السوق.

المطلب الثالث: خصائص، مزايا وعيوب الأسهم

باعتبار الأسهم أوراق مالية طويلة الأجل توفر للمؤسسة أحد مصادر التمويل الطويل الأجل فإنها تنطوي على جملة من الخصائص والمزايا كما لها عيوب يتم إرادتها فيما يلي:

1- خصائص الأسهم⁽²⁾:

يتمتع حملة الأسهم بمجموعة من الحقوق المترتبة على حيازتهم للأسهم المصدرة من طرف مؤسسة معينة، ومن هذه الحقوق ما يلي:

1-1) حق الدخل أو الحق في الحصول على التوزيعات:

لحامل السهم الحق في الحصول على نصيب من التوزيعات المترتبة عن توزيع الأرباح في نهاية السنة. ولكن هذا الحق مرتبط بالشروط التالية:

- أن تحقق المؤسسة أرباحاً سنوية.
- أن تقرر إدارة المؤسسة توزيع الأرباح.
- أن يكون توزيع الأرباح بشكل نقدي، لأنه في بعض الأحيان يأخذ أشكال أخرى منها: التوزيع في شكل أسهم.

¹ Y. Simon, 1997, Op-cit, 1997 ; P :218.

² خيرى علي الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، مكتبة عين شمس، مصر، 2001، ص: 118-119.

1-2) حق التصويت:

حملة الأسهم من الناحية القانونية هم ملاك المؤسسة ولذلك فهم أصحاب الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذي ينوب عنهم في إدارة المؤسسة والمصادقة على التقارير المختلفة بنشاط المؤسسة ومستقبلها. وهذا الحق في التصويت يرتبط بعدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر. وفي بعض الأحيان ينظم صغار المستثمرين أي الذين يحملون عدد قليل من الأسهم في إطار قانوني معين كجمعية للمساهمين الصغار، هذه الأخيرة تنوب عنهم في عملية اتخاذ أي قرار بشأن المؤسسة والتصويت عليه.

1-3) حق التعويض:

حق التصويت الذي يتمتع به حامل السهم غالبا ما يكون مقيدا بعدد الأسهم التي يمتلكها المساهم. فالقاعدة المتبعة أن يكون هناك صوت لكل سهم. ونتيجة لتعذر حضور بعض المساهمين للاجتماعات الجمعية العامة لأسباب مختلفة، فإنهم يمكن أن يمارسوا هذا الحق في التصويت من خلال التفويض، وهي العملية التي يتم بمقتضاها تفويض المساهم لحقه في التصويت إلى شخص آخر ليقوم بالعملية بدلا منه وقد ينجر عن ذلك بعض المشاكل المترتبة عن استغلال بعض الأفراد للتفويض في السيطرة على إدارة المؤسسة.

1-4) حق الاطلاع ومراجعة دفاتر المؤسسة:

للمساهم الحق في الاطلاع ومراجعة الدفاتر المحاسبية وسجلات المؤسسة التي يمتلك جزء من رأس مالها. غير أن هذا الحق نجده غير ممارس من طرف المساهمين مباشرة نظرا لتعقد العملية. ويكتفي الاطلاع فقط على التقارير المعدة من طرف مكاتب الخبرة المحاسبية والمعينة من طرف مجلس الإدارة.

1-5) الحق في الأولوية في الاكتتاب⁽¹⁾:

للمساهمين القدامى الأولوية في الاكتتاب في أسهم جديدة في حالات اتخاذ قرار من طرف إدارة المؤسسة برفع رأس مالها عن طريق إصدار أسهم جديدة. ويكون هذا الاكتتاب تناسبا مع الأسهم المملوكة من قبل، غير أن هذا الحق في الاكتتاب يمكن أن يلغى بقرار من طرف الجمعية العامة التي تقرر رفع رأس المال المؤسسة.

¹ J. Antoine et M.Copiauhuart, *Op-cit*, 1997 , P :362.

6-1 حق التخصيص:

يتمثل هذا الحق في إمكانية استعادة المساهمين القدامى من رفع القيمة الاسمية للأسهم القديمة التي بحوزتهم أو الحصول على أسهم جديدة مجاناً، وذلك من جراء رفع رأس مال المؤسسة عن طريق دمج الاحتياطات.

7.1 المشاركة في أصول المؤسسة عند التصفية⁽¹⁾:

في حالة الإفلاس أو توقف المؤسسة عن تادية نشاطها واتخاذ قرار بتصفيتها. يتم تسديد الالتزامات المترتبة عن نشاط المؤسسة حسب نظام الأولوية. حيث تسدد الالتزامات الجبائية ثم تسديد الديون بمختلف أشكالها سواء كانت سندات أو قروض أو ديون الموردين وغيرها. ثم الأسهم الممتازة، وما تبقى من حصيلة تصفية المؤسسة يوزع على حملة الأسهم تناسباً مع عدد الأسهم التي بحوزة كل مساهم.

8.1 حق التداول (البيع والشراء):

يحق لحملة الأسهم بيع وشراء المزيد من الأسهم عن طريق تداولها في السوق المالية وبسعر السوق.

9.1 الحق في الحصول على المعلومات⁽²⁾:

يمكن للمساهم أن يطلب من المؤسسة الوثائق المتعلقة بنتائجها. مثل الميزانية وجدول حسابات النتائج والتقارير المتعلقة بنشاط المؤسسة ومعلومات أخرى مرتبطة بنشاط المؤسسة. كما يمكنه طرح أسئلة وطلب استفسارات، وطلب هذه المعلومات من طرف المساهم يسمح له بتكوين قاعدة معطيات تسمح له باتخاذ قرارات بشأن مصير الأسهم التي بحوزته.

2- مزايا الأسهم⁽³⁾:

تحمل عملية إصدار الأسهم من طرف المؤسسات مزايا عديدة من بينها:

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الحامد، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 84.

² نفس المرجع، ص 84.

³ نفس المرجع، ص 84.

- لا يمثل السهم التزاما للمؤسسة المصدرة له، فإذا حققت المؤسسة أرباحا وقررت الجمعية العامة توزيعها أو جزء منها فإن حملة الأسهم يحصلون على عائد سنوي، غير أن هذا العائد لا يعد التزاما على المؤسسة سنويا، فحتى لو تحقق المؤسسة أرباحا، فيمكن لها أن لا تقوم بتوزيعها في نهاية السنة.
- ليس للأسهم أي تاريخ معين للاستحقاق، وبالتالي فالمؤسسة لا تقوم بتخصيص مبالغ مالية ضخمة لتسديدها، مثل ما هو الحال بالنسبة إلى السندات التي ترتبط بمدة استحقاق معينة.
- سهولة تداولها بالبيع والشراء، حيث حامل السهم لا يمكنه الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم للمطالبة بنصيبه إذا أراد التنازل عن السهم، بل يجب عليه التوجه إلى السوق للتنازل عن الأسهم التي بحوزته ببيعها.
- إصدار المزيد من الأسهم من طرف المؤسسة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال المؤسسة، الشيء الذي يزيد من القدرة الافتراضية للمؤسسة، أي يزيد من قدرة المؤسسة على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة لذلك.

3- عيوب الأسهم:

- كما أن الأسهم تتميز بمزايا عديدة بالنسبة إلى الجهة المصدرة، فإنها أيضا تحمل عدة عيوب أو مخاطر تتمثل فيما يلي:
- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة بسبب التداول السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد أو إصدار أسهم جديدة وتركزها في حوزة مؤسسة أخرى تريد السيطرة أو احتواء المؤسسة المصدرة⁽¹⁾.
- إصدار المزيد من الأسهم الجديدة قد يكون أمرا غير مرغوب فيه من حيث ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين⁽²⁾:

- أن مخاطرة الاستثمار في الأسهم أعلى من مخاطرة الاستثمار في غيرها من الأوراق المالية الأخرى وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعا مما يدفع بالمؤسسة بمنح

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سابق، 2007، ص 84.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1997، ص 12.

علاوة إصدار أو منح أسهم مجاناً، وذلك من أجل تغطية المخاطر التي تعرقل عملية تصريف الإصدارات الجديدة.

- أن توزيعات الأسهم على العكس من فوائد السندات، لا يجوز إعفائها من الضريبة على أرباح الشركات لأنها لا تعد من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة.
- دمج الاحتياطات في رأس المال ينجر عنه تخصيص أسهم مجانية، لا يوفر للمؤسسة موارد مالية جديدة.

المبحث الثاني: التمويل عن طريق إصدار السندات

تعتبر السندات أوراق مالية ذات عائد ثابت أو متغير، وهي بمثابة قروض متوسطة وطويلة الأجل قابلة للتداول في السوق المالية، كما أنها أداة تمويل تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية والدولة وهيئاتها الإدارية على حد سواء لجمع الأموال عند الضرورة لتمويل المشاريع الاستثمارية والاجتماعية وسوف يتطرق هذا المبحث إلى النقاط التالية:

- مفهوم وأنواع السندات.
- خصائص ومخاطر الاستثمار في السندات.
- مقارنة بين السندات والأسهم.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع السندات.

1- مفهوم السندات:

يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض - الجهة المصدرة - بدفع مبلغ معين من المال -القيمة الاسمية - إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية في شكل عائد بتاريخ معينة (1).

والسند يمثل جزء من دين إجمالي يتم تقسيمه إلى عدة حصص متساوية، ويتم تحديد قيمة كل حصة أو جزء حسب أهداف المصدر وظروف السوق، فإذا كان المصدر يستهدف صغار المدخرين فتكون

¹ B. Laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990, P 18-19

القيمة صغيرة، بينما إذا كان يستهدف المؤسسات المالية والبنكية والمؤسسات الاقتصادية فإن قيمة الحصة أو الجزء تكون كبيرة، وتنشأ علاقة تعاقدية بين الجهة التي أصدرت السند وحامله، وتعتبر هذه العلاقة عن علاقة دائنية ومديونية ما بين الطرفين فيكون مصدر السند مدينا والمكاتب فيه دائنا، وبموجب هذه العلاقة يترتب على الطرفين حقوق والتزامات اتجاه كل منهما.

والسندات التي تمثل نفس الإصدار تحمل نفس الخصائص من حيث العناصر الموائية⁽¹⁾:

– تاريخ الإصدار وقيمه وعلاوة الإصدار إن وجدت.

– تاريخ الاستحقاق وقيمه.

– الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.

– معدل الفائدة (العائد).

– اسم الجهة المصدرة.

2- أنواع السندات:

هناك عدة أنواع من السندات تتمثل فيما يلي:

1-2) السندات ذات العائد الثابت أو ذات الكوبون الثابت:

1-1-2) تعريف السندات ذات العائد الثابت:

يمكن تعريف هذا النوع من السندات بأنها عبارة عن أوراق مالية لها قيمة اسمية محددة عند الإصدار وقيمة سوقية ناتجة عن عملية تداول السند في السوق، ومعدل عائد على الكوبون ثابت سنويا وتاريخ استحقاق، والقيمة الاسمية للسند هي القيمة المدونة على وجه السند أما القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية تختلف حسب ظروف العرض والطلب⁽²⁾.

¹ F.Rasi, G.Marcir & G.Herouard, Marché et gestion obligataire, ESKA France, 1999, P 13.

² خيرى علي الجزيري، مرجع سابق، 2001، ص 125.

ففي هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليها في حالة انخفاض معدلات الفائدة في السوق، وفي حالة ارتفاع معدلات الفائدة في السوق يكون الطلب على السندات ذات العائد الثابت مصحوبة بمخاطرة معدل الفائدة.

2-1-2) محددات معدل الفائدة على المدى الطويل:

تتمثل هذه المحددات فيما يلي:

2-1-2-1) الطلب على رؤوس الأموال⁽¹⁾:

في الدول المتقدمة هناك إصدارات متكررة وضخمة لأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين أو الدولة وهيئاتها الإدارية الذين هم في حاجة إلى الأموال لتمويل نشاطاته، هذه الإصدارات تؤدي إلى إحداث اختلالات في السوق، فعندما يكون الطلب على الأموال أكبر من العرض، سيؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف العارضين للأموال - المدخرين. والمستثمرين- وهذا يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة في السوق على المدى الطويل من أجل إحداث عملية التوازن بين العرض والطلب على الأموال.

والعكس صحيح، فنلاحظ عموماً انخفاض معدلات الفائدة على المدى الطويل في فترات الانكماش الاقتصادي، أين تلجأ المؤسسات إلى تخفيض استثماراتها وبالتالي يقل الطلب على الأموال، أما فيما يخص العرض فيرتفع في حالة توجه المدخرين لتوظيف فوائضهم في شراء السندات كبديل للاستثمار في الأسهم التي عادة ما ينخفض سعرها في مثل هذه الظروف.

وعليه فإن كل تغيير بالارتفاع في سعر الفائدة يجلب انخفاض في سعر السند خصوصاً في ظل الاقتصاديات التي تتميز بالتضخم، والعكس صحيح حيث كل انخفاض في سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى ارتفاع سعر السند في السوق لأنه يحمل عائد ثابت يفوق سعر الفائدة السائد في السوق.

¹ Daniel Arnoud, *La bourse et les produits boursiers*, ellipses, Paris, 2004, P: 122.

2-1-2-2) التضخم المتوقع (1):

يتم تحديد معدل الفائدة الحقيقي المقبول من طرف المستثمرين بالأخذ بعين الاعتبار معدل الفائدة الإسمي ومعدل التضخم المتوقع سنويا على مدار مدة حياة السند، فإذا كان توقع المدخرين نمو متسارع لمعدل التضخم فإنهم يشترطون معدل فائدة اسمي مرتفع لتحقيق عائد حقيقي مقبول، والعكس صحيح حيث أن انخفاض معدل التضخم المتوقع يترجم بتدنية معدلات الفائدة على المدى البعيد.

كما أن معدل الفائدة الحقيقي غير ثابت، لأنه يتأثر بعدة عوامل منها:

- كثافة عرض الأوراق المالية وخصوصا السندات الحكومية.

- درجة جاذبية التوضيفات البديلة (الأسهم).

- علاوة المخاطرة المرتبطة بالسند أو الجهة المصدرة. فالمستثمرين يشترطون معدل فائدة مرتفع للقيام بتوظيفات ذات مخاطرة، مثل السندات الرديئة أو السندات المصدرة بالعملات القابلة للتخفيض.

2-1-3) حساسية السندات ذات الكوبون الثابت لمعدلات الفائدة (2):

يمكن أن يتحمل حامل السند الذي يرغب في التنازل عليه قبل تاريخ الاستحقاق خطر انخفاض السعر - نقص القيمة - الناتج عن ارتفاع معدلات الفائدة في السوق. وهذا النوع من الخطر يتغير من سند إلى آخر لأنه يتوقف على الحساسية الخاصة للسعر إلى معدلات الفائدة.

وتعطي درجة حساسية سعر السند إلى التغييرات في معدلات الفائدة على المدى الطويل بالعلاقة التالية:

$$S = \frac{dp/p}{di/i} = \frac{\Delta p/p}{\Delta i/i} = \frac{\% \Delta p}{\% \Delta i}$$

حيث: $\frac{dp}{p} = \frac{\Delta p}{p}$ هو معدل تغيير سعر السند.

تغيير معدل الفائدة. $\frac{di}{i} = \frac{\Delta i}{i}$

فمثلا إذا ارتفع معدل الفائدة من 5% إلى 1,5% يعني أن:

¹ Daniel Arnoud, Op-cit, 2004 , P 122.

² IDEM, P 128.

$$\Delta i = 0,1\% \text{ وأن سعر السند انخفض بـ } 0,5\%$$

$$\frac{\% \Delta P}{\% \Delta i} = \frac{-0.5}{0.1} = -5 = \text{فإن حساسية سعر السند}$$

و 10 تمثل سعر السند.

وعليه فإن حساسية السند سالبة و تقدر بـ 5- نقاط عن الأساس. معناه إذا تغير معدل الفائدة بـ 1% يتغير سعر السند عكسا بـ 5%، ومفهوم الحساسية يعتبر مهم بالنسبة للمستثمر فإذا توقع ارتفاع في معدلات الفائدة على المدى الطويل الذي ينجر عنه انخفاض في سعر السند -نقص قيمة السند- فإن المستثمر يتجه إلى السنوات ذات حساسية محدودة وهي السندات ذات تاريخ استحقاق قصير الأجل أو سندات ذات كوبون مرتفع القيمة.

أما في حالة توقع انخفاض في معدلات الفائدة فإن هذا يقود المستثمر إلى اختيار سندات ذات حساسية مرتفعة للاستفادة من فائض القيمة الناتج عن ارتفاع سعر السند في السوق من جراء انخفاض سعر الفائدة مقارنة قيمة الكوبون الثابت للسند، وعليه فالمستثمرون يتوجهون إلى سندات ذات الخصائص التالية:

- تاريخ استحقاق طويل الأجل.

- سندات يتم تسديدها حسب صيغة اهتلاك ثابت.

- سندات مسعرة بقيمة أقل من قيمة تسديدها. أي مصدرة بعلاوة إصدار.

2-2) السندات المرتبطة بمؤشر، والسندات بعائد متغير والسندات القابلة للمراجعة:

2-2-1) السندات المرتبطة بمؤشر⁽¹⁾:

وهي عبارة عن سندات تكون فيها التزامات المؤسسة بتسديد العائد متغيرة حسب مؤشر يتم اختياره كمرجع. هذا المؤشر يمكن أن يتعلق بمؤشرات بورصية أو بالتضخم أو برقم أعمال الشركة المصدرة. والتأشير يمكن أن يرتبط أيضا بقيمة تسديد السند عند الاستحقاق كما يرتبط بالكوبون أو العنصرين معا - الكوبون والتسديد - ونادرا ما نجد أن التزامات المؤسسة المصدرة تتغير تناسيبا مع تغيير المؤشر المرجعي. ولكن غالبا ما يطبق معدل ترجيح على التزامات الجهة المصدرة.

¹ Claude Broquet & autres, Gestion de portefeuille, Bruxelles, 3^{eme} édition, 1998, P 411.

مثلا تم إصدار سندات من طرف (DEXIA) مرتبطة بمرجع، ذو مدة حياة 10 سنوات. وقيمتها اسمية €10,000، المصدر لا يقر أي كوبون لحاملها، عند الاستحقاق قيمة التسديد مرتبطة بمؤشر وهو مؤشر CAC 40 مع حد أدنى يوافق القيمة الاسمية للسند.

2-2-2) السندات بمعدل متغير:

2-2-2-1) تعريف السندات بمعدل متغير:

السندات ذات العائد المتغير، هي عبارة عن سندات يكون فيها الكوبون - القسيمة- مرتبط بمعدل مرجعي متوسط خلال مدة معينة. فقيمة الكوبون يكون غير معروف عند إصدار السند ولكن يتم تحديدها بعديا (1).

2-2-2-2) أنواع المعدلات المرجعية: هناك نوعين من المعدلات المرجعية:

- معدل ذي مرجع سندي وبدوره ينقسم إلى نوعين (2):

❖ مرجع يتعلق بمعدل متغير، ويتم تحديده بالنسبة إلى مرجع موضوعي يتم نشره بصفة رسمية ويوجد نوعان من معدل التغيير، هما: معدل مرجعي قصير المدى ومعدل مرجعي طويل المدى.

- المعدل المتوسط الشهري وفيه ترتكز المكافأة على المتوسط الشهري لمعدلات سوق السندات عند الإصدار أو عند العائد.

- المعدل المتوسط للقروض، وفيه ترتكز المكافأة على المتوسط الحسابي للمتوسطات الشهرية الاثنى عشرة شهرا الأخيرة لمعدل الفائدة لسندات الدولة ذات معدل ثابت وطويلة الأجل في البورصة.

❖ مراجع تتعلق بمعدل قابل للمراجعة، يتم حساب المعدل القابل للمراجعة، من خلال الاعتماد على المرجعين المواليين:

¹ Daniel Arnoud, Op-cit, 2004, P 138.

² B. Laget, Op-cit, 1990, P 25.

- المعدل القابل للمراجعة سنويا (Taux révisable annuellement) وفيه يتم تحديد معدل الفائدة في السنة الأولى ويتم مراجعتها سنويا بدلالة المعدل المتوسط الشهري إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

- المعدل القابل للمراجعة كل ثلاث سنوات (Taux révisable triennal) وفيه يتم تحديد معدل الفائدة في السنة الأولى ويتم مراجعتها كل ثلاث سنوات بدلالة المعدل المتوسط السنوي إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

2-2-3) السندات بمعدل ذي مرجع نقدي (1):

وتستمد المراجع الرئيسية المستعملة لحساب المعدلات المتغيرة من السوق النقدية - سوق ما بين البنوك وسوق أدونات الخزانة- والهدف من هذا هو تسهيل الاتصال بين الأسواق قصيرة الأجل والأسواق طويلة الأجل، وتتمثل هذه المراجع النقدية فيما يلي:

- المعدل المتوسط الشهري للسوق النقدي: وتحسب فيه المكافأة على أساس المعدل المتوسط الشهري من يوم إلى آخر للسوق ما بين البنوك.

- المعدل النقدي السنوي وفيه تركز المكافأة على متوسط المعدلات المرسله شهريا في السوق النقدية للاثني عشر شهرا الأخيرة، ويعرف على أنه معدل العائد للتوظيف الشهري، يتم تحديده عند كل ميعاد استحقاق خلال الاثني عشرة شهرا الأخيرة.

2-2-3) السندات بمعدل قابل للمراجعة (2):

وهي عبارة عن سندات تصدر بقسمة مرتبطة بمعدل مرجعي خلال فترة معينة، تقع قبل يوم بداية الحساب، وعليه فالقسمة تحد قبلها في المستقبل وليس عند الإصدار.

مثلا ليكن السند ذو معدل قابل للمراجعة مدة حياته 4 سنوات وقسيمته تسدد كل ثلاثة أشهر في التواريخ التالية: 26 أبريل، 26 جويلية، 26 أكتوبر و 26 جانفي من كل سنة، و القسمة مرتبطة بمعدل فائدة آخر يعرف يومين قبل ميعاد التسديد الثلاثي، أي في يوم 24 أبريل 24 جويلية، 24 أكتوبر و 24 جانفي.

¹ R.Ferrandiers & V.Koun, Marches des capitaux et technique financiers, Economica, Paris 2^{eme} Edition, 1991, P 212.

² Daniel Arnoud, Op-cit, 2004 , P 139.

2-3) سندات بدون كوبون (1):

لا تقدم هذه السندات أي فائدة سنوية خلال مدة حياة السند، لكن عائدها يكون في شكل علاوة بمعنى أن هذا النوع من السندات يصدر بقيمة أقل من القيمة الاسمية ويتحقق العائد عند تاريخ الاستحقاق في الفرق بين السعرين. والميزة الأساسية لهذه السندات تكمن في المزايا الجبائية التي تمنحها، حيث لا تخضع إلى الضريبة على الدخل.

2-4) السندات الرديئة:

وتتميز هذه السندات بمعدل عائد مرتفع، لأنها تصدر من طرف مؤسسات ذات ملاءة ضعيفة، فهي تتميز بمخاطرة عالية، حيث تصنف من طرف وكالات التصنيف الائتماني في فئة السندات ذات الجودة الرديئة.

فمثلاً تصنفها وكالة (Standard and poor's) في الدرجة (BB) بينما تصنفها وكالة (Moody's) في الدرجة (BA)⁽²⁾.

2-5) سندات المشاركة (3):

وهي عبارة عن سندات ذات مزايا مالية إضافية، فهي تتميز بسعر فائدة وتعطى أيضاً لحامليها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة المصدرة لها وهذا لجلب أكبر عدد من المدخرين وتصريف هذا الإصدار لتلبية الاحتياجات المالية للشركة في بعض الظروف الاقتصادية.

2-6) سندات ذات الدخل (4):

وهي عبارة عن سندات لا يمكن لحاملها المطالبة بالفوائد السنوية في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل هذا النوع من السندات

¹ المنذري سليمان، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مصر، 1993، ص 34.

² وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر، 1997، ص 98.

³ وجدي مخامرة، الجديد في أسواق رأس المال الدولية، مجلة الاقتصاد الأردنية، عدد 37، 15 أوت 1998، ص 34.

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1997، ص 41.

على فوائد متراكمة من أرباح سنة لاحقة للسنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، كما يمكن لحاملها المطالبة بتحويلها إلى أسهم عادية إذا نص عقد الإصدار على ذلك.

2-7) السندات القابلة للتحويل⁽¹⁾:

وهي عبارة عن سندات يمكن أن يتم استبدالها بأسهم عادية للشركة المصدرة وفي فترات محددة مسبقاً، وتحتفظ هذه السندات بهذه السندات بصفة السندات مادامت لم تستبدل بعد، وهي تعتبر دفع لرأس المال في المستقبل أو رفع مال مؤجل إلى وقت معين، كما أنها أداة تمويل منخفضة التكلفة في البداية حيث تصدر بسعر فائدة أقل من سعر السوق، لأنها تتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم الذي يسمح لحاملها المساهمة في ملكية الشركة.

2-8) سندات بقسمة الاكتتاب وصكوك الاختيار⁽²⁾:

2-8-1) سندات بقسمة الاكتتاب في الأسهم⁽³⁾:

تعتبر هذه السندات أوراق مالية مرتبطة بقسمة تعطي لحاملها حق حيازة ورقة مالية خلال مدة محددة - مدة صلاحية القسمة - بسعر معين - سعر الإصدار وهذه القسيمات مسجلة ومعدة في البورصة بشكل منفصل عن السندات التي أصدرت بموجبها أو برقتها.

وتحمل هذه القسيمات الخصائص التالية:

- مدة صلاحية القسمة.
- سعر الإصدار، ويعبر عن السعر الذي سوف يتم به حيازة أسهم جديدة بغض النظر عن سعرها السوقي.
- المساواة بين عدد القسيمات وعدد الأسهم المتبدلة، مثلاً كل قسيمة تستبدل بسهم.

¹ وليد أحمد صافي، مرجع سابق، ص 98.

² حنفي عبد الغفار وقرباص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 33.

³ Daniel Arnoud, Op-cit, 2004, P 183.

2-8-2) صكوك الاختيار أو صكوك الشراء اللاحقة warrants (1):

تعطي الحق لحاملها الحيازة أو التخلي عن ورقة مالية أخرى بسعر محدد في عقد الإصدار أو الحصول على قيمة مالية، وهذا الحق في الاختيار يتوقف على المفاضلة بين السعر السوقي وسعر الصك عند تاريخ التنفيذ، وتتميز هذه الصكوك بالخصائص التالية:

- مصدر صك الاختيار هو عبارة عن مؤسسة مصرفية أو مؤسسة استثمارية، مستقل عن الجهة المصدرة للورقة المالية الأخرى - بينما في قسيمة الاكتتاب الجهة المصدرة لها هي نفسها المصدرة للورقة المالية المراد استبدالها بالقسيمة.

- صكوك الاختيار هي عبارة عن عقود اختيار الشراء أو البيع لأوراق مالية يراد تعويضها بالصكوك على العكس فقسيمة الاكتتاب تمثل عقود اختبار الشراء فقط.

- يرتبط صك الاختيار بعدة أصول مالية منها الأوراق المالية، المؤشرات البورصية العملات الصعبة والمواد الأولية، غير أن القسيمة تتعلق فقط بالأوراق المالية - الأسهم والسندات - صكوك الاختيار تباع وتشتري بالحصص - بالجملة - بينما قسيمة الاكتتاب تباع في البورصة بالوحدة.

والفائدة المستسقة من إصدار مثل هذه الأصول المالية بالنسبة إلى المؤسسة المصدرة، تتمثل في كونها تعتبر مصادر تمويل أولية معتبرة لإصدارها يقلل من خطر فشل رفع رأس مال المؤسسة عندما يكون سعر الإصدار الجديد أقل من السعر السوقي أثناء عملية الإصدار.

2-8-3) سندات بقسيمة الاكتتاب في السندات: (2)

يمنح هذا النوع من السندات لحامله القيام بشراء سندات أخرى في المستقبل، بشروط محددة في عقد الإصدار من حيث السعر والتاريخ. هذا الحق في شراء سندات أخرى في المستقبل يتم تأكيده بإصدار قسيمة اكتتاب رفقة السند الذي أصدرت بموجبه، وبالتالي فهي قابلة للتداول في السوق المالية بشكل منفصل.

¹Y.Simon, *Op-cit*, 1997, P : 218.

² Guide des valeurs mobilières, COSOB, *Les guides de la cosob*, Nov/1997,P : 20.

المطلب الثاني: خصائص، مزايا وعيوب السندات

تتطوي عملية إصدار السندات بالنسبة إلى الجهة المصدرة وكذا عملية الاستثمار فيها بالنسبة إلى الجهة المقابلة على شرائها، على مجموعة من الخصائص والمزايا والعيوب تتمثل فيما يلي:

1- خصائص السندات:

تتميز السندات كغيرها من الأوراق المالية الأخرى بعدة خصائص تتمثل فيما يلي:

1-1) سعر الإصدار⁽¹⁾:

ويتمثل في المبلغ الواجب دفعه لحيازة السند عند الإصدار وعندما يتساوى سعر الإصدار مع القيمة الاسمية المدونة على وجه السند تقول إن القرض السندي أصدر بالمساواة، وعندما يختلف سعر الإصدار عن القيمة الاسمية يكون سعر الإصدار عموماً أقل من القيمة الاسمية، وقد يكون في بعض الأحيان أكبر منها، ونقول في الحالة الأولى أن السند أصدر أقل من المساواة بعلاوة إصدار والحالة الثانية كان إصدار السند بقيمة أعلى من المساواة.

1-2) سعر التسديد⁽²⁾:

ويمثل المبلغ المدفوع لحاملي السندات عند تاريخ الاستحقاق. ويكون غالباً أكبر أو يساوي القيمة الاسمية.

1-3) القيمة الاسمية⁽³⁾:

وهي المدونة على صفحة السند، وتمثل القيمة الوحيدة لكل حصة من القرض السندي، ويتم حساب العائد الممثل في سعر الفائدة على أساس هذه القيمة.

وفي بعض الأحيان يتم إصدار السند بسعر أقل من القيمة الاسمية وهنا الفرق يسمى علاوة الإصدار، أما في حالة التسديد بقيمة أقل من القيمة الاسمية، فيسمى الفرق بعلاوة التسديد.

¹ Claude Broquet et autre, op-cit, 1998, p :411 .

² IDEM, p :411.

³ F. Le Bihan, Obligations et titres divers, Gyrolles, Paris, 1999, pp : 24-25 .

1-4) الإهلاك:

بالإضافة إلى العوائد التي تتعهد بتسديدها الجهة المصدرة للسند عند مواعيد استحقاقها فإنه يتحمل أيضا تسديد قيمة السند حسب جدول امتلاك محدد عند عقد الإصدار، وتوجد ثلاث صيغ للاهلاك تتمثل فيما يلي:

1-4-1) الإهلاك عن طريق أقساط ثابتة⁽¹⁾:

وهنا يتم تسديد جزء من قيمة القرض السندي والفائدة مجتمعين في شكل أقساط متماثلة سنويا، وهي الطريقة التي تعتمد على البنوك في تحصيل القروض الممنوحة لزيائنها، حيث يسدد المقرض قيمة متساوية من رأس المال المقرض ومعدل الفائدة معا شهريا.

1-4-3) الإهلاك الكلي:

ويقصد به تسديد قيمة القرض السندي كليا دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق.

1-5) الإمضاء:

الإمضاء يعبر عن نوعية الجهة المصدرة - المقرض - وهذه النوعية ترتبط بتقدير الخطر المرتبط بالمصدر، ويتم تقدير هذه النوعية من طرف وكالات التتقيط، وهذه الدرجة من النوعية المتعلقة بالجهة المصدرة. ينبغي الأخذ بها بعين الاعتبار من طرف المدخرين والمستثمرين عند القيام بعملية الاكتتاب في السندات، لأنه في حالة شراء السندات لا يمكن للمكتب استرجاع قيمة القرض السندي في حالة إفلاس الجهة المصدرة إلا بعد التصفية وتسديد التزامات ذات الأولوية ثم إذا تبقى من الأموال تسدد حقوق المكتتبين في السندات⁽²⁾.

والتتقيط أو تقدير درجة النوعية للسندات من طرف وكالات التتقيط لا يعتبر بمثابة نصح بالشراء أو أي ضمان لتسديد الدين إلى غاية تاريخ الاستحقاق، ولكن يعبر التتقيط عن مدى ملاءة الجهة المصدرة عند لحظة معينة عند إصدار السند⁽³⁾.

¹ B. Larget , Opi-cit, 1990 .P 27.

² F. Le bihan & M .Combes, Pratique de la bourse et jeu d'entraînement aux mécanismes boursiers Eyrolles, Paris , 3^{eme} édition, 1991, P 06.

³ P. Monnier, Les marches boursières, Verneuil, Paris, 3eme ed, 1997. P 17.

المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالسندات

تتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

1- مخاطر عدم التسديد⁽¹⁾:

أول خطر يواجهونه حملة السندات هو خطر عدم احترام الجهة المصدرة لالتزاماتها بالتسديد كتأجيل تسديد قيمة الكوبون أو عدم تسديد قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق نتيجة نقص السيولة لدى المؤسسة المصدرة أو إعلان إفلاسها.

وهذا الخطر عادة ما يتم تحديده من طرف وكالات التتقيط بناء على ثقة المصدر، بإعطاء درجة معينة من التتقيط تعبر عن جودته وهي تشمل السندات المصدرة من طرف الدولة وكذا المؤسسات الاقتصادية. وتوجد علاقة عكسية بين نوعية التتقيط ومعدل العائد الذي يمنحه المصدر للحاملين المحتملين من أجل تصريف السندات المصدرة، وتجد إقبالا لدى المدخرين والمستثمرين.

2- مخاطر السيولة⁽²⁾:

وهو خطر ذو طبيعة مختلفة عن سابقه. ويتعلق هذا الخطر بالسندات المتداولة في سوق غير منظم أو في سوق منظم ولكن حجم تداوله ضعيف. وفي هاتين الحالتين يرتبط خطر عدم إمكانية تصريف سريع للسند بسعر مقبول.

3- مخاطر التسديد المسبق للسندات⁽³⁾:

تصدر بعض المؤسسات سندات تكون مقرونة بشرط الاختيار في الاستدعاء أو التسديد المسبق لقيمة السند. ويعطي هذا الشرط الحق للمؤسسة المصدرة حق إطفاء سندات خلال فترة معينة وبقية محددة تسمى القيمة الاستدعائية. هذه الأخيرة غالبا ما تكون أعلى من القيمة الاسمية، ويتمثل الفرق في علاوة الاستدعاء.

¹ Claude Broquet, et autre, *opi-cit*, 1998, P 421.

² *IDEM*, P 424.

³ محمد مطر، *مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات*، مجلة البنوك، الاردن، 1998، ص 157.

ويكون شرط الاختيار في الاستدعاء ملازما في معظم الحالات للسندات القابلة لتحويل للتحويل إلى أسهم.

لذا تستخدم المؤسسة المصدرة حقها في استدعاء سنداتها في الظروف التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمة استدعائه، مما يغري المؤسسة المصدرة على استدعاء سنداتها وذلك لقطع الطريق أمام حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية.

وعلى إثر هذه المخاطر التي يتحملها حملة السندات ذات الحق في الاختيار في الاستدعاء فإنهم يشترطون معدل عائد مرتفع عن تلك التي لا تحمل هذه الصفة.

4- مخاطر تقلب أسعار الفائدة:⁽¹⁾

يتأثر السعر السوقي للسند هبوطا وصعودا باتجاه عكسي لتحرك أسعار الفائدة في الأسواق النقدية، وعليه يتعرض حملة السندات إلى مخاطر انخفاض أسعار السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق خصوصا في فترات التضخم، إذ في مثل هذه الأحوال يضطر معظم حملة السندات إلى التخلص مما لديهم من سندات، مما يؤدي إلى زيادة العرض في السوق فتتخفض أسعاره. وتعتبر السندات طويلة الأجل ذات كوبون ثابت أو سعر فائدة ثابت أكثر تعرضا لمخاطر تقلب أسعار الفائدة.

5- مخاطر الإطفاء السنوي للسندات:

يتضمن عقد الإصدار في كثير من الحالات للمؤسسة المصدرة الحق في أن تطفي سنويا نسبة محددة من الإصدار.

كما ينص في العقد على الطريقة التي بموجبها يتم تحديد السندات المراد إطفائها، ويتم استغلال هذا الحق في الإطفاء من طرف المصدرة في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، وفي هذه الحالة تستفيد المؤسسة المصدرة من أرباح رأسمالية من جراء عملية الإطفاء إذ

¹ منى قاسم، مرجع سابق، 1999، ص 28.

تقوم بتداولها من جديد في السوق بالسعر السوقي وتحرم حاملها الأصلي من تحقيق أرباح فارق السعر السوقي.

6- مخاطر الرفع المالي⁽¹⁾:

إن عملية الموازنة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية في هيكل رأسمال المؤسسة المصدرة للسندات يحقق مصلحة حاملي السندات، وهو ما يعبر عنه بنسبة معقولة من الرفع المالي للمؤسسة، حيث انه إذا تجاوزت نسبة الرفع المالي الحدود المعيارية المتعارف عليها في قطاع الصناعة التي تعمل فيه المؤسسة المصدرة فإنها تحمل في طياتها مخاطر على حقوق حملة السندات وذلك لظهور منافسين إضافيين ينازعونهم في موجودات المؤسسة إذا ما تعرضت إلى خطر الإفلاس والتصفية.

بالإضافة إلى هذا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي في المؤسسة الحدود المعيارية يصاحبه انخفاض محسوس في كل من أسعار أسهمها وسنداتها وبالتالي يتعرض حملة السندات إلى خسائر رأسمالية.

7- مخاطر الإفلاس⁽²⁾:

بالرغم من أن حملة السندات يتمتعون بالأولوية في الحصول على حقوقهم عند إفلاس المؤسسة واتخاذ قرار بتصفيته، إلا أن هذا الحق غير مضمون لكون موجودات المؤسسة عند التصفية تنخفض قيمتها في السوق، وبالتالي قد لا تكفي لتسديد الالتزامات الجبائية وشبه الجبائية والمصاريف ذات الأولوية على السندات ومن ثم أن تسديد قيمة السندات أو جزء منها.

ولذا ينصح المدخرين توجيه مدخراتهم إلى سندات ذات جودة جيدة ومعترف بها من طرف وكالات التقييم. وهي السندات التي تصدر من طرف الشركات ذات الملاءة المالية العالية حتى تكون في منأى عن الإفلاس والتصفية.

¹ محمد مطر، مرجع سابق، 1998، ص 52.

² نفس المرجع، ص 57.

2- مزايا وعيوب السندات⁽¹⁾:

2-1) مزايا السندات: تتمثل هذه المزايا فيما يلي:

- المخاطرة: يعتبر السند اقل مخاطرة من الأوراق المالية الأخرى وذلك لتمتع حامله بالأولوية عن الأوراق المالية الأخرى في استرجاع أمواله عند التصفية.
- العائد: يتحصل حامل السند على عائد ثابت في اغلب الأنواع وفي أوقات محددة.

2-2) عيوب السندات:

- لا يجوز لحامل السند التصويت أو التدخل في تسيير شؤون إدارة المؤسسة.
- تأثير التضخم على العائد بمرور الزمن باعتبار السندات ذات آجال استحقاق طويلة الأجل.

المبحث الثالث: التمويل عن طريق الأوراق المالية الهجينة

تعتبر الأوراق المالية الهجينة أوراق مالية تصدرها المؤسسات الاقتصادية، مثلها مثل الأسهم والسندات، غير أنها تحمل في نفس الوقت على بعض صفات الأسهم وبعض صفات السندات معاً، وعليه لا يمكن اعتبارها أسهم أو سندات.

وتلجأ المؤسسات الاقتصادية إلى مثل هذا النوع من الإصدارات لتوسيع قاعدة الموارد المالية المتاحة لها بدون اشتراك أصحابها في إدارة المؤسسة والتأثير على القرارات الاستراتيجية المتعلقة بمستقبل نشاط المؤسسة. وتتمثل هذه الأوراق المالية في الآتي:

المطلب الأول: الأسهم الممتازة

1- ماهية الأسهم الممتازة⁽²⁾:

تجمع الأسهم الممتازة بعض خصائص الأسهم العادية والسندات فهي تشبه الأسهم العادية في كونها حصة في رأس مال المؤسسة المصدرة لها، ويحصل حاملها على التوزيعات في حالة اتخاذ قرار

¹ عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الاردن، 2004، ص 86.

² عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، مرجع سابق، 2004، ص 85.

بتوزيع الأرباح. وكذلك تشبه السندات في كونها تدر على حملتها عوائد محددة بنسبة مئوية من قيمتها الاسمية. كما لا يحق لحملتها المشاركة في إدارة المؤسسة عن طريق التصويت.

2- خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة عن غيرها من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

- السهم الممتاز له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شانه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن القيمة الدفترية للسهم العادي، وتتمثل القيمة للسهم الممتاز في قيمة السهم الممتاز كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة. وهي معطاة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{رأس المال المقابل للأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم الممتازة}} = \text{القيمة الدفترية للأسهم الممتازة}$$

وبالمقارنة مع القيمة الدفترية للسهم العادي المعطاة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{أرباح غير موزعة} + \text{الاحتياطات} + \text{رأس المال}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم العادي}$$

نجد أن الأسهم الممتازة ليس لها نصيب في الاحتياطات والأرباح الغير موزعة التي تظهر في الميزانيات العامة للمؤسسة، نظرا لكون حملة الأسهم يحصلون على التوزيعات سنويا سواء في حالة توزيعها أو يحصلون عليها تراكميا بالنسبة إلى السنوات التي لا يتم إجراء فيها التوزيعات.

يتمتع حملة الأسهم الممتازة عادة بالأولوية في استيفاء حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية، ولا يجوز للشركة إصدار أسهم ممتازة جديدة تؤثر في حقوق حملة الأسهم الممتازة الحاليين، لان مثل هذا الإصدار يؤثر في الأولوية التي يتمتعون بها⁽¹⁾.

- وما يميز الأسهم الممتازة هوان لحاملها الحق في الحصول على العائد قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية، ويكون التوزيع على حملة الأسهم الممتازة بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية محددة مسبقا.

¹ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، 2009، ص 456.

- ولا يعني الامتياز ضمان أرباح الأسهم الممتازة، ولكن ما يعنيه هو الحق في الأولوية عند تحقق الأرباح وتقرير توزيعها، أي أن شرط الامتياز لا يؤكد ولا يضمن لحملة الأسهم الممتازة الحصول على أرباح باستمرار، ولكن هناك عدة عوامل مختلفة تدعو الشركة إذا سمحت الحالة المالية إلى الوفاء بالتزاماتها، ومن هذه العوامل ما يلي (1):

- الالتزام الأدبي نحو حملتها.
- توقف الشركة عن دفع أرباح الأسهم الممتازة لفترة من الزمن ينجر عنه عدم تمكن حملة الأسهم العادية من الحصول على التوزيعات.
- يؤثر عدم الدفع تأثيرا سلبيا على سمعة الشركة ومن ثم على القيمة السوقية لأسهم الشركة سواء العادية أو الممتازة.

3- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة (2)

3-1 مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر الجهة المصدرة

3-1-1 المزايا:

- تحقق الأسهم الممتازة العديد من المزايا بالنسبة للشركة المصدرة، وتتمثل فيما يلي:
- تتيح الأسهم الممتازة للشركة المصدرة ميزة تتمثل في كون أن حملة الأسهم الممتازة لا يحق لهم المشاركة في إدارة الشركة وبذلك تبقى الإدارة بيد حملة الأسهم العادية.
 - عوائدها مقتصرة على نسبة معينة من الأرباح إذا تقرر توزيعها، لذا لا تشارك في أي زيادة في الأرباح.
 - لا يوجد التزام بدفع عائد ثابت للأسهم الممتازة كما هو الحال في السندات والذي لا يرتبط بنتائج نشاط الشركة، إذ أن العائد الذي يتحقق للأسهم الممتازة يرتبط فقط بالأرباح التي تحققها.
 - لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة، كما هو الحال في عدم تسديد فوائد السندات سنويا.

¹ نفس المرجع، ص 457.

² فليح حسن خلق، الاسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2005، ص 226-227.

- تزيد في هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتراض للشركة.

- تخفض احتمالات تأثير الشركة بالأوضاع الاقتصادية السيئة.

3-1-2) العيوب:

- أعلى كلفة من القروض، لان عوائدها لا تقتطع من الأرباح الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات.

- إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة.

3-2) مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر المستثمر:

3-2-2) المزايا: تتمثل هذه المزايا فيما يلي

- أنها تكون مناسبة أكثر لبعض فئات المستثمرين الذين يرغبون بدرجة مخاطرة اقل مقارنة بالاستثمار في الأسهم العادية، لأنهم يحصلون على نسبة محددة من الأرباح، وقبل القيام بأيّة توزيعات للأرباح على الأسهم العادية، وكذلك لأنهم يحصلون على مقابل لهذه الأسهم في حالة تصفية الشركة وقبل الأسهم العادية.

- توفر الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح إمكانية حصول حملتها على الأرباح في حالة تحقيق الشركة الأرباح للسنوات التي لا يتقرر توزيعها، وذلك عندما يتقرر توزيع أرباح في السنوات اللاحقة.

3-2-2) العيوب:

- أنها تتضمن درجة مخاطرة أكبر من السندات، وهذه المخاطرة ترتبط بعدم الحصول على عائد للأسهم الممتازة في حالة عدم تحقيق الشركة للأرباح.

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة الاشتراك في إدارة الشركة وفي اتخاذ قراراتها، على الرغم من أن عائدها يرتبط بنتائج نشاط الشركة.

- لا يمكن مقاضاة الشركة في حالة عدم تنفيذ حقها في العائد.

المطلب الثاني: اتجاهات حديثة للأسهم الممتازة

بالإضافة إلى الأسهم الممتازة التقليدية هناك نوعين آخرين هما:

1- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: (1)

الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة تقدر بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز غير انه ظهر في الولايات المتحدة في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ذات توزيعات متغيرة ترتبط بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية. وللمحافظة على تلك الأسهم الممتازة عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية.

2- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: (2)

عادة نجد أن عقود الإصدار لا تمنح حملة الأسهم الممتازة حق التصويت. إلا انه في حالة انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية تعطي لحملة أسهما ممتازة كتعويض عن انخفاض للقيمة السوقية. ونجد ان التعويض بالأسهم الممتازة له بعض المشاكل تتمثل فيما يلي:

- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس.

- القيمة الاسمية للسهم لا بد وان تتساوى مع القيمة الاسمية للسهم العادي.

- لحاملها حق التصويت في الجمعية العامة

3- الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح (3):

الأصل أن حملة الأسهم الممتازة لا يحصلون على أرباح إلا إذا حققت الشركة أرباحا وقررت الإدارة توزيع الأرباح عليهم.

لكن حملة الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح لا يضيع حقهم في التوزيعات إذا لم يتقرر توزيع الأرباح في سنة من السنوات، بل يرحل إلى العام التالي ولا يمكن الإعلان على توزيع الأرباح إلى حملة الأسهم العادية قبل دفع التوزيعات المتراكمة لحملة الأسهم الممتازة بالكامل، على العكس إذا كانت الأسهم

¹ رسمية قرياص، مرجع سابق، 1999، ص 28.

² نفس المرجع، ص 28.

³ السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الاولى، دار الفكر، 2010، ص 149.

المتمازة غير مجمعة للأرباح، فإذا مر العام ولم تعلن الإدارة عن توزيع الأرباح فإن الحملة يضيع عليهم الحق في هذه الأرباح.

4- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل⁽¹⁾:

يعني أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذا طبعاً إذا كان ينص عليه قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة فإن الأسهم العادية تكون أحسن من الأسهم الممتازة، ويمكن لحملة هذه الأسهم الممتازة أن يحولونها إلى أسهم عادية.

5- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح⁽²⁾:

هذه الأسهم لها الحق في المشاركة في الأرباح المتبقية بعد اخذ المساهمين النسبة المحددة للأسهم الممتازة من الأرباح.

المطلب الثالث: مقارنة بين مصادر التمويل

جدول رقم 01: مقارنة بين مصادر التمويل

| السنوات | الأسهم الممتازة | الأسهم العادية | المؤشر |
|---|--|--|-------------------|
| من دائني الشركة | من ملاك المنشأة | يعد حملة الأسهم العادية من ملاك المنشأة | الملكية |
| ليس لهم الحق | ليس لهم الحق | الحق بالانتخابات والتصويت | الانتخاب والتصويت |
| لها مدة استحقاق محددة | ليس لها مدة محددة | ليس لها مدة استحقاق محددة | مدة الاستحقاق |
| يحصل حملتها على فائدة ثانية | يحصل حملتها على دخل حسب الأرباح الموزعة | يحصل حملتها على دخل يتناسب وجهة الأرباح | الدخل |
| لهم الأولوية في توزيع الأموال عند التصفية | يحصلوا على حقوقهم بعد تسديد حقوق حاملي السندات | الحق عند التصفية بالمتبقي من الأموال بعد تسديد كافة الالتزامات تجاه الدائنين | الحقوق |
| في الغالب يتطلب أن يكون لها ضمانا عند الإصدار | ليس ضرورياً أن يكون لها ضمانات عند الإصدار | لا يوجد ضمانات أو رهن عند الإصدار | الضمانات |

المصدر: سفيان خليل المناصر، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، دار

جليس الزمان، الأردن، 2010، ص: 47

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 2010، ص149.

² نفس المرجع، ص 149.

الخلاصة:

يتيح التمويل المباشر أو التمويل عن طريق السوق المالية للمؤسسات الاقتصادية والهيئات الحكومية على حد سواء مجموعة من البدائل المتنوعة من حيث الشكل والمضمون، تسمح لها بتمويل عملياتها الاستثمارية والاجتماعية بالنسبة للهيئات الحكومية والمفاضلة بين البدائل التي يتيحها التمويل عن طريق السوق المالية من طرف المؤسسة يتم حسب ظروفها الاقتصادية ومخططها التمويلي وكذا احتياجاتها وأهدافها.

وتنقسم الأدوات المالية التي تلجا إلى إصدارها المؤسسات من اجل تمويل مشاريعها الاستثمارية إلى ثلاثة أقسام هي أدوات تعطي لحاملها حق الملكية وتتمثل في موجودات المؤسسة، وأدوات تقليدية وهي الأسهم العادية. كما قدمت الهندسة المالية اتجاهات جديدة للأسهم العادية، وهي الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية التي يرتبط عائدها بقسم إنتاجي معين في المؤشر دون الأقسام الأخرى والأسهم العادية المضمونة التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالتعريف و عائد انخفاض سعر الأسهم في السوق إلى حد معين في فترة معينة، وإصدار هذا النوع من الأوراق المالية بهذه الشروط يسمح للمؤسسة المصدرة بطمأنة المستثمرين وضمان تعريف إصداراتها وحصولها على الأموال اللازمة، كما توفر الهندسة المالية للمؤسسات بدائل أخرى حسب الحاجة تتمثل في أسهم التمتع والأسهم التي تعطي الأولوية في التوزيعات والأسهم الخاصة أو أسهم ذات الاكتتاب في الأسهم.

أدوات مالية تمثل دين على المؤسسة، وتشمل السندات بمختلف أنواعها، وتعتمد المؤسسة إلى مثل هذا النوع من الإصدارات من ضمان عملية تمويل استثماراتها دون فقدان سيطرتها على عملية تسييرها، فصكوك الدين تعطي لحاملها حق العائد دون حق المشاركة في التسيير، كما توفر للمؤسسة مزايا جبائية في عدم خضوع عائدها إلى الضريبة على أرباح الشركات، وتتمثل صكوك الدين في سندات ذات العائد الثابت الذي يتميز بحساسية اتجاه تغيرات معدلات الفائدة في السوق وتتأثر بها، بالإضافة إلى السندات المرتبطة بمؤشر والقابلة للمراجعة وذات عائد متغيرو سندات بدون كوبيون وسندات المشاركة وسندات الدخل والسندات القابلة للتحويل و السندات بقسائم الاكتتاب.

وتتنووي السندات بمختلف أنواعها على مجموعة من الخصائص تتمثل في سعر الإصدار، سعر التسديد، مدة حياة والقيمة الاسمية المدونة على وجه الصك، والإمضاء الذي يعبر عن مدى ملاءة الجهة المصدرة التي تمنحه وكالات التنقيط. ويتم استرداد قيمة السند حسب شروط خاصة يحددها عقد الإصدار

ووفق نظام اعتلاك معين، كما أنها تضمن لحاملها عائد سنوي وترتبط بمجموعة من المخاطر منها مخاطر عدم التسديد، مخاطر السيولة، مخاطر الإطفاء المسبق، مخاطر تقلب أسعار الفائدة ومخاطر الرفع المالي والإفلاس.

بالإضافة إلى صكوك الملكية وصكوك الدين هناك صنف كالتالي تلجأ المؤسسات إلى إصداره من أجل تمويل برامجها على المدى الطويل وهو الأوراق المالية الهجينة التي تحمل بعض صفات الأسهم العادية من حيث مساهمتها في رأس مال الشركة وحصولها على توزيعات، وبعض صفات السندات في كونها لا يحق لحاملها القيام بعملية التصويت والمشاركة في تسيير المؤسسة والحصول على عائد ثابت سنويا إذا تقرر توزيع الأرباح.

وتتمثل هذه الأوراق في الأسهم الممتازة والاتجاهات الحديثة التي ظهرت والتمثلة في:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.
- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.
- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

والحق المؤسسة إلى إصدار هذا النوع من الأدوات التمويلية يوفر لها موارد مالية طويلة الأجل غير محددة لمدة تسديدها كالسندات مثلا، كما أنها غير مجبرة على إجراء التوزيعات سنويا ودفع العائد المترتب على استغلال الأموال الناجمة عنها.

وعموما نجد أن المؤسسات تلجأ إلى التمويل عن طريق السوق المالية من أجل تمويل عملياتها على المدى الطويل، كما أن عملية الإصدار تتطلب دراسة وتكاليف مرتفعة نسبيا، تحتم على المؤسسة التفكير في حجم الأموال المراد تحصيلها من هذه العملية حتى تكون نسبة التكاليف إلى الأموال المراد تعبئتها ضئيلة نسبيا، بالإضافة إلى أن عملية الإصدار محفوفة بالمخاطر عدم إصدارات وبالتالي عدم توفير الأموال اللازمة إذا كانت قيمة الأموال المراد الحصول عليها قليلة نسبيا فإنه يمكن للمؤسسة اللجوء إلى بدائل أخرى لإصدار أدوات مالية، كاللجوء إلى التمويل عن طريق الوساطة المالية و غيرها من البدائل الأخرى.

الفصل الثاني:

الإطار النظري للأسواق المالية

الفصل الثاني: طرق التمويل البديلة للتمويل عن طريق السوق المالية

تناول الفصل السابق التمويل عن طريق السوق المالية الذي يسمح للمؤسسات المسجلة في البورصة والراغبة في توفير حجم تمويل كبير الحصول على تمويل مناسب من حيث التكلفة وأهداف المؤسسة.

وإلى جانب التمويل عن طريق السوق المالية يمكن للمؤسسات الاقتصادية بمختلف أحجامها وتعدد نشاطاتها الاقتصادية اللجوء إلى طرق تمويل أخرى داخلية وخارجية تتمثل في:

- التمويل الذاتي.
- التمويل عن طريق الوساطة المالية
- التمويل عن طريق القرض الايجاري
- الاستثمار الأجنبي كشكل من أشكال التمويل تعتمد عليه المؤسسات.

المبحث الأول: التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي مصدر من مصادر التمويل للمؤسسات التي تستعمل مواردها الخاصة لتمويل نشاطاتها الاستثمارية، فهو مصدر تمويلي ضروري خصوصا بالنسبة إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث بالنسبة لها ليس من السهل الحصول على تمويل ذو مصدر خارجي، ويتطرق هذا المبحث إلى العناصر الموالية:

- مفهوم التمويل الذاتي وكيفية حسابه
- مكونات التمويل الذاتي
- مزايا وعيوب التمويل الذاتي

المطلب الأول: مفهوم التمويل الذاتي وكيفية حسابه

1- مفهوم التمويل الذاتي:

التمويل الذاتي هو تدفق الأموال الموافقة للموارد الداخلية المتولدة عن نشاط المؤسسة خلال السنة، فهو يشكل الفائض النقدي الافتراضي، كما انه يشكل مجموع الموارد المتولدة من طرف المؤسسة

بصفة مستقلة، حيث يتكون بصفة رئيسية من الفائض النقدي المتولد عن النشاط العادي للمؤسسة، كما يمكن أن ينشا من موارد ذات طبيعة استثنائية أو ظرفية من خلال التنازل عن احد عناصر الأصول-الاستثمارات-العينية أو المالية⁽¹⁾.

2- حساب التمويل الذاتي:

يتكون التمويل الذاتي من الفرق بين الطاقة التمويلية والأرباح الموزعة، وهو معطى بالعلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{الطاقة التمويلية} - \text{الأرباح الموزعة}$$

ويتم حساب الطاقة التمويلية على أساس الطريقتين الموالتين.

1-2) الطريقة النازلة:

وتعطى من خلال العلاقة التالية:

$$\text{الطاقة التمويلية} = \text{الفائض الإجمالي للاستغلال}$$

+ تحويل أعباء الاستغلال (إلغاء الأعباء المحسوبة مرتين)

+ منتجات أخرى (منها المنتجات المالية)

+ منتجات استثنائية (مخصصات الاهتلاكات ...)

- أعباء أخرى (منها الأعباء المالية) باستثناء مخصصات المؤونات والاهتلاكات

- أعباء استثنائية (منها المؤونات التي تم تأكيد وقوعها فعلا)

- مساهمة العمال في نتائج الاستغلال

- الضرائب على أرباح الشركات

ويتكون الفائض الإجمالي للاستغلال من القيمة المضافة مضاف إليها إعانات الاستغلال مطروح منها مصاريف العمال والضرائب والرسوم، ويمثل الفائض الإجمالي للاستغلال رصيد المنتجات

¹ Jean-Lous Amelon, Gestion financière, Maxima, Paris, 4^{ème} Ed ,2004 , P :80

المحصلة والأعباء المنفقة للاستغلال، فهو يمثل في البداية الفائض النقدي الافتراضي المتولد عن عمليات الاستغلال الجارية للمؤسسة، هذا الفائض يأخذ الطابع الافتراضي وليس الحقيقي، نظرا انه ليس كل المنتجات يتم فعلا تحصيلها خلال السنة، فالمؤسسة يمكن أن تمنح لزيائنها تسهيلات في الدفع كما يمكنها هي أيضا الحصول على تأجيل دفع مصاريف التمويل و غيرها من المصاريف بالإضافة إلى أن الإنتاج المخزن يعتبر غير قابل للتحويل في الحين، و يتوقف على سرعة تصريف المنتجات المخزنة من طرف المؤسسة⁽¹⁾.

وحساب الطاقة التمويلية بأخذ في الحسبان بالإضافة إلى منتجات وأعباء الاستغلال المذكورة أعلاه مصاريف مالية ذات طابع استثنائي وكذلك المنتجات ذات طابع استثنائي والمنتجات المالية الأخرى.

2-2) الطريقة الصاعدة:⁽²⁾

الطاقة التمويلية = النتيجة الصافية

+ مخصصات الاهتلاكات

+ المؤونات

- المؤونات التي تم تأكيد وقوعها فعلا

+ القيمة الصافية المحاسبية للأصول المتنازل عليها

- منتجات التنازل عن الأصول

- إعانات الاستثمارات المحولة إلى حساب النتيجة

و مستوى التمويل الذاتي يرتبط مباشرة بسياسة المؤسسة فيما يخص التوزيعات - توزيع الأرباح على المساهمين-لأنه يتوقف على النتيجة الصافية بعد إجراء التوزيعات إن تقرر إجراؤها من طرف إدارة المؤسسة.

¹ Hibert de la Bruslerie ,Analyse Financière : information financière et diagnostic, Dunod , Paris, 3^{ème} Ed,2006,P 163

² IDEM ,P 163

المطلب الثاني: مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي من العناصر التالية:

- الأرباح المحجوزة
- مخصصات المؤونات
- مخصصات الاهتلاكات
- التنازل عن عناصر الأصول الثابتة.

1- الأرباح المحجوزة:

هي تلك الأرباح المحققة من طرف المؤسسة و لم يتخذ قرار بتوزيعها على حملة الأسهم، والأرباح الغير موزعة تعتبر مصدرا للتمويل الداخلي يساعد المؤسسة على النمو و التطور و تحسين وضعها المالي و الرفع من قدرتها الافتراضية، بالإضافة إلى كونها تتوفر على مزايا جبائية على الأرباح المعاد استثمارها بتخفيض الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة إلى الجزء من الأرباح المعاد استثمارها و هذا لتشجيع للمؤسسات على الاستثمار ورفع قدراتها الإنتاجية ثم تحقيق قيمة مضافة تساهم في زيادة النمو الاقتصادي باعتبار القيمة المضافة من مكونات الناتج الداخلي الخام.

2- مخصصات المؤونات:

المؤونات توافق أعباء تنطوي على عدم التأكيد فيما يخص قيمتها وفي بعض الأحيان وقوعها⁽¹⁾، و يتم إنشاؤها تطبيقا لمبدأ الحيطة و الحذر الذي ينص على تجنب خطر تمويل عدم التأكد الحالي إلى فترات مستقبلية الذي من شأنه التأثير على الذمة المالية و النتيجة المحاسبية للمؤسسة، ولتجنب هذا الخطأ ينبغي على المؤسسات تكوين مؤونات المخاطر والأعباء وتناقص القيمة، وعليه فالمؤونات تتفرع إلى:

- مؤونات نقص عناصر الأصول
- مؤونات الخسائر المحتملة

¹ Boukhezar Omar, *La comptabilité des provisions*, OPU, 1992, P :04

- مؤونات الأعباء الموزعة على عدة سنوات

بالنسبة إلى مؤونات نقص عناصر الأصول ترتبط بانخفاض قيمة احد عناصر الأصول باستثناء الاستثمارات، بمعنى نقص قيمة المخزونات والحقوق وتشمل في بعض الأحيان الاستثمارات غير قابلة للاهلاك مثل الأراضي والمحل التجاري، فانخفاض هذه الاستثمارات يكون بصفة استثنائية.

بينما مؤونات الخسائر المحتملة توافق الأعباء التي تتضمن عنصر عدم التأكد فيما يخص قيمتها أو تحقيقها مثل نزاع مع أحد الزبائن والخوف من أن يكون الحكم لصالح الزبون، و بالتالي المؤسسة تسدد مصاريف القضاء والتعويضات وغيرها من المصاريف المرتبطة بالعملية، الغرامات والتعريفات الجبائية المتوقعة في حالة خضوع المؤسسة إلى مراجعة جبائية من طرف إدارة الضرائب، أما مؤونات الأعباء الموزعة على عدة سنوات والموجهة إلى مواجهة أعباء ذات طبيعة و أهمية لا يمكن للمؤسسة تحملها خلال سنة واحدة⁽¹⁾.

والمؤونات مهما كان نوعها فإنها تحذف من نتيجة الاستغلال وفي نهاية السنة يتم تعديل المؤونة. وعليه، فان مصير الأرباح المحققة يتحدد من خلال سياسة التوزيعات المنتهجة من طرف المؤسسة، فهذه السياسة هي الذي تحدد مقدار الأرباح التي سيتم الإبقاء عليها داخل المؤسسة واتخاذ قرار أمثل بشأنها، وتخطيط سياسة توزيع الأرباح لا بد على الإدارة أن ترسم سياسة تهدف إلى تحقيق مصالح المؤسسة نفسها و أيضا تحقيق مصالح المساهمين فيها من حملة الأسهم لان هذه السياسة سوف تنعكس بالسلب أو الإيجاب على القيمة السوقية لأسهمها و من ثم قيمتها⁽²⁾.

وفي حالة عدم حدوث الحدث الذي من اجله تم تكوين المؤونة فان هذه الأخيرة يتم إخضاعها إلى الضريبة على أرباح الشركات وتعتبر بذلك أموال تحت تصرف المؤسسة وتندرج ضمن مصادر التمويل الذاتي.

¹ Robert Maeso et autres, Comptabilité Général, Dunod, Paris ,8^{ème} ED,2003,P 223

² عبد العزيز نجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 492.

3- مخصصات الإهلاكات:

وطبيعة الإهلاكات تعود إلى أن قيمة بعض الأصول الثابتة و المنقولة تتناقص مع الزمن نتيجة لعدة عوامل منها:

- الاستعمال المستمر للأصول.
 - التطورات التكنولوجية.
 - تطور النشاط الاقتصادي الذي يقود إلى تغيير قي حاجات المستهلك.
- ويعرف الإهلاك على أنه تناقص الطاقة الكامنة للخدمات المنتظرة من الأصول مع الوقت بسبب الاستعمال أو التطور التقني أو أي سبب آخر.
- وتجبر القوانين الجبائية المؤسسات الاقتصادية على تسجيل الإهلاكات حتى ولو لم تحقق أرباح وان الأرباح غير كافية، الشيء الذي يعبر عن مبدأ الحيطة و الحذر.¹
- وتسجيل الإهلاكات في المؤسسة من الناحية المحاسبية يخفض في قيمة الضريبة على أرباح الشركات لاعتبارها تكاليف أو أعباء تحذف من نتيجة الاستغلال.
- ويتم حساب الإهلاكات وفقا لعدة طرق - ثابت، متناقص ومتزايد- ويرتبط بمدة حياة الأصل المستهلك.

والإهلاكات المجمعة في المؤسسة تشكل مصدر تمويل داخلي هام يبقى تحت تصرف المؤسسة ويسمح لها بتبديل وتجديد الآلات والمعدات وتحديثها لمسايرة التطورات الحاصلة تقنيا.

4- التنازل عن عناصر الأصول:

يمكن أن ينتج التنازل عن عناصر الأصول عما يلي:

- التجديد العادي للأصول الثابتة والمنقولة الذي يصحبه في كل مرة بيع الاستثمارات المجددة أو المعوضة إن أمكن ذلك.

¹ Robert Maeso et autres, op-cit, 2003, P 195.

- لظروف معينة، كقيام المؤسسة بالتنازل عن أراضي، وقد تكون هذه الاستثمارات غير ضرورية لنشاط المؤسسة.
- إتباع استراتيجيات تسييرية معينة كقيام المؤسسة بالتنازل عن مصنع معين أو مساهمات في مؤسسات أخرى أو فروع لها عند ما ترى بان نشاط العناصر المراد التنازل عنها هامشية و لا يتوافق مع أهداف المؤسسة⁽¹⁾.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب التمويل الذاتي

يمكن أن نجمل أهم مزايا و عيوب استخدام التمويل الذاتي فيما يلي⁽²⁾:

1- مزايا استخدام التمويل الذاتي:

- يمكن ذكر أهم مزايا استخدام التمويل الذاتي كما يلي:
- يعتبر المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة ممكنة، حيث لا تتحمل المؤسسة من اجل الرفع من طاقتها أية أعباء ذلك لأن استثماراتها يتم تمويلها بواسطة مدخراتها وهو الأمر الذي يقلل كثيرا من المخاطر المرتبطة بالاستثمارات الجديدة التي قد لا تحقق النتائج المنتظرة منها.
- يعتبر المصدر التمويلي المتاح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالنظر إلى صعوبة إن لم يكن استحالة حصولها على أموال من مصادر أخرى ذات الطابع الخارجي.
- تمثل الاهتلاكات الجانب الأوفر من التمويل الذاتي. وبما أنها معفية من الضريبة فإنها بذلك تؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة بقيمة الاهتلاكات المسموح خصمها ضريبيا أي بقيمة معادلة لقيمة الاهتلاكات مضرورية في معدل الضريبة. ومن ثم، يمكن اعتبار القيمة المخصومة ضريبيا بمثابة قرض تقدمه إدارة الضرائب للمؤسسة.
- يعطي تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق الأرباح المحققة لإدارة المؤسسة حرية الحركة وشبه استقلال مالي كلي عن الملاك وعن الغير على النحو الذي يدعم به التمويل الداخلي المركز المالي للمؤسسة.

¹ Jean Barreau, Jacqueline Delahame, op-cit, 2003, P :362

² براق محمد، مرجع سابق، 1998، ص 58 .

- يستبعد التمويل الذاتي إمكانية تحمل أعباء تعاقدية مع دفع الفوائد أو تسديد للديون وهو بذلك يسمح للمؤسسة، وبشكل دائم، من تخفيض عملية اللجوء إلى الاستدانة.
- يستطيع المساهمون عدم أخذ نصيبهم من الأرباح المحتجزة، وهو الأمر الذي يأتي ليدعم المقدرة الافتراضية للمؤسسة عن طريق حقوق الملكية على النحو الذي يسمح لها من استثمار تلك الأرباح المحتجزة.

2- عيوب استخدام التمويل الذاتي:

ويمكن ذكر أهم سلبيات استخدام التمويل الذاتي على النحو التالي:

- قد تؤدي عملية التقليل من حجم الأرباح القابلة للتوزيع وضمها إلى التمويل الذاتي إلى استياء المساهمين وكذا المستخدمين لما في ذلك من تخفيض لحصصهم التي تعود إليهم على شكل توزيعات الخ....
- قد يؤدي عدم خضوع استخدام التمويل الذاتي لأي نوع من الرقابة إلى تبديد الأرباح المتراكمة وذلك بتجميد جزء هام من رأس المال وعدم الاستفادة منه أو استثماره في مشروعات غير ضرورية.
- تعتبر بعض المؤسسات التمويل الذاتي عائداً مجانياً بمعنى أنها أموال لم يتم الحصول عليها نتيجة استثمار أو استغلال قامت به المؤسسة، ومن ثم عدم استغلال هذه الأموال المدخرة استغلالاً عقلانياً وسليماً بسبب تقصير الإدارة في دراسة مجالات استخدام هذه الموارد الداخلية، مقارنة بتلك المحصل عليها من الغير الأمر الذي ينتج عنه إضعاف العائد.
- عادة ما يكون حجم التمويل الذاتي عاجزاً وغير كافٍ لتلبية كل حاجيات التمويل، وبالتالي، فإن الاعتماد الكلي عليه قصد تحقيق عملية التوسع تتم بشكل بطيء، ومن ثم عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة و المربحة بسبب هذا النوع من التمويل عن توفير الاحتياجات المالية اللازمة.

المبحث الثاني: التمويل عن طريق الوساطة المالية

في حالة عدم تمكن المؤسسات الاقتصادية من تلبية احتياجاتها التمويلية من خلال الموارد الخاصة - التمويل الذاتي - يتعين عليها اللجوء إلى مصادر خارجية، وفي هذا الإطار نميز بين إكمانيتين: إما التوجه مباشرة إلى دول الفوائض المالية والمستثمرين من خلال السوق المالية للحصول على الموارد المراد توفيرها أو التوجه إلى التمويل غير مباشر أين يلعب طرف ثالث دور الوساطة المالية بين الأعوان الذين هم في حاجة للأموال والأعوان الذين لديهم طاقة تمويلية، وهو دورا مهما في إحداث التوازن والمواجهة بين القدرات و الحاجات التمويلية. و يعالج هذا المبحث العناصر التالية:

- مفهوم وأنواع الوساطة المالية.
- دور الوساطة المالية.
- أهمية الوساطة المالية.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع الوساطة المالية

ويتضمن هذا العنصر النقاط التالية:

- مفهوم الوساطة المالية
- أنواع الوساطة المالية

1- مفهوم الوساطة المالية:

هي الحالة التي تقوم فيها مؤسسات مالية - بنوك - بجمع موارد لدى الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم فوائض مالية ومودعة لدى المؤسسات المالية في شكل حسابات جارية وحسابات ادخار واستثمار مقابل الحصول على عوائد في شكل فائدة سنوية وتقديمها في شكل قروض بمعدلات فائدة ثابتة ومتغيرة لصالح الذين هم في حالة عجز أو في حاجة إليها لتمويل مشاريعهم الاستثمارية أو عملياتهم الاستغلالية.⁽¹⁾

¹ C.Dechauder Maison, Dictionnaire d'économie et de science sociales, Nathan, France, 4^{ème} ed, 1998,P 239

المؤسسات المالية تمنح قروض طويلة ومتوسطة أو قصيرة الأجل للمؤسسات الاقتصادية والأفراد من خلال جمع موارد في شكل ودائع على حسابات الشيكات وحسابات الادخار والاستثمار المفتوحة لديها من طرف الأفراد، والأعوان الاقتصاديين بصفة عامة ولا يكتفي دور الوساطة المالية في جمع الفوائض المالية وتحويلها إلى ذوي العجز والحاجة، وإنما تقوم بتغيير طبيعة عملية التمويل لتلبية الاحتياجات المختلفة، هذا التغيير في طبيعة عملية التمويل يشمل تاريخ الاستحقاق، ومخاطرة التمويل، وفي هذا الإطار تعتمد المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية المتمثلة في هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية أو ما تعرف بصناديق الاستثمار، شركات التامين، صناديق التقاعد، مجموع مؤسسات القروض - البنوك - على حجم ميزانياتها.

ومن ضمن المؤسسات المالية نميز المؤسسات المالية الغير بنكية التي لا تقدم القروض من خلال الموارد المجمعة من قبل، والمؤسسات المالية البنكية أو البنوك التي تقوم بمنح قروض بدون شروط الاقتراض المسبق وهي بذلك تقوم بخلق النقود.

واللجوء إلى الوساطة المالية في التمويل الاقتصادي مقارنة بالتمويل عن طريق السوق المالية يتم قياسه من خلال نسبة الوساطة المالية التي يتم تحديدها من خلال الاعتماد على حصة التمويل بقروض المؤسسات المالية ضمن مجموع تمويلات المقترضين النهائيين، وتعتبر هذه الحصة عن معدل الوساطة المالية للطلب النهائي للأموال.

2- أنواع الوساطة المالية:

- يمكن حصر أنواع الوساطة المالية في ستة فئات من المؤسسات البنكية وغير البنكية وهي:
- البنوك بما في ذلك البنوك المركزية التي تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين، وتمنحها لأعوان آخرين هم في حاجة إلى تمويل، خاصة المؤسسات الاقتصادية.
 - صناديق الادخار والاحتياط التي تأخذ العديد من الأشكال مثل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والذي من الممكن أن يقوم بتوظيف فوائضه المالية سواء في شراء أدوات مالية لو وجدت سوق لذلك أو إقراضها إلى طالبي رؤوس الأموال.

- المؤسسات المالية المتخصصة التي تقوم بإصدار أسهم وسندات طويلة الأجل للحصول على الأموال المستعملة في عمليات الإقراض للغير، لا سيما المؤسسات والجمهور، والحصول على عائد من وراء ذلك.
- الشركات المالية التي عادة ما تتخصص في تمويل عمليات البيع الآجلة والإقراض العقاري، فهي أيضا لا تحصل على معظم الأموال من إصدار السندات.
- هيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية، والتي تتكون أساسا من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، وتقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المجتمعة لديها من إصدار الأوراق المالية، بتسيير المحافظة المالية ونشاطات مالية أخرى سيتم توضيحها لاحقا.
- شركات التأمين التي تجمع الأموال ممن يقومون بتأمين ممتلكاتهم وكذا التأمين على الحياة، حيث تكون لهذه الشركات فوائض هامة توظفها في الأوراق المالية أو في العقارات، كما يمكن أن تقرض جزء منها لمختلف المؤسسات الاقتصادية.

المطلب الثاني: دور الوساطة المالية

تقوم الوساطة المالية بتقديم تشكيلة متنوعة من الخدمات، ترتبط اغلبها بعملية الاقتراض كما تساهم في خلق النقود في الاقتصاد، وعليه سوف يتطرق هذا المطلب إلى العناصر التالية:

- تقديم القروض.

- خلق النقود.

1- تقديم القروض:

تعتبر عملية الإقراض المحور الأساسي لعمليات الوساطة المالية:

1-1 مفهوم القرض:

تشكل عملية الإقراض كل تصرف ينتج عنه قيام شخص بوضع أموال مقابل فائدة أو الوعد بذلك تحت تصرف شخص آخر يقدم تعهد عن طريق الإمضاء أو تقديم ضمانات وتتم العملية في إطار تحرير عقد بين الطرفين.

وفي إطار عملية الوساطة المالية يعرف القرض بأنه قيام البنك بتزويد الأفراد والمؤسسات والحكومة بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك القروض وفوائدها والعمولات والمصاريف عليها دفعة واحدة أو على أقساط في تاريخ محدد مقابل تقديم الضمانات التي تضمن للبنك استرجاع القرض في حالة تعذر التسديد من طرف المدين، وتعتبر القروض المصدر الذي تعتمد عليه البنوك في الحصول على الإيرادات⁽¹⁾.

وعملية تقديم القروض لا تقتصر فقط على البنوك وإنما تمارس أيضا قرض المؤسسات المالية غير المصرفية وتلعب الوساطة المالية دور الوساطة بين ذوي العجز وذوي الفوائض، من جهة تجميع الأموال في شكل ودائع وحسابات ادخار وتقدمها في شكل قروض.

2-1) أنواع القروض:

توجد أنواع من القروض يمكن التمييز بينها من خلال عدة معايير أهمها تتمثل فيما يلي:

1-2-1) القروض وفقا لأجل تسديدها وتنقسم إلى ما يلي:

1-1-2-1) قروض قصيرة الأجل:

تعتمد المؤسسات الاقتصادية والصناعية في ممارسة أنشطتها اعتمادا كبيرا على البنوك وذلك في مجالات عديدة منها تسهيل عمليات الدفع والاستيراد والتصدير إلى جانب توفير الائتمان اللازم لتمويل احتياجاتها في النمو والتطور.

وتتعامل المؤسسات الاقتصادية التي تحتاج إلى الائتمان المصرفي مع مسائل تتعلق باختيار نوع التمويل الذي تحتاج إليه والبنك الذي تتعامل معه، خاصة وأن قدرة البنك على الاقتراض ليست مطلقة بل محدودة بمجموعة من العوامل منها:

- رأس مال البنك واحتياطياته.
- حجم الودائع.
- مستوى الودائع واستقرارها.

¹ هيل عجمي جميل الجنابي وآخرون، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل، الاردن، الطبعة الاولى 2009، ص 131.

1-2-1-2) قروض طويلة الأجل⁽¹⁾

تعتبر القروض مصدرا من أهم مصادر التمويل للمؤسسات، ولا سيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة، وإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب والعوائد المتوقع تحقيقها من الأصل الذي سيتم تمويله.

ومن طرق الحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل هي القروض الآجلة، وهي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقرض يقدم بموجبه المقرض مبلغا من المال ويلتزم المقرض بإعادة المبلغ المقرض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها:

ويمكن تسديد القروض إما على عدة دفعات متساوية أو بموجب دفعة واحدة تستحق في نهاية فترة القرض أو بموجب دفعات صغيرة في السنوات الأولى من منح القرض ودفعات كبيرة في الفترات الأخيرة منه، وفي كل الأحوال يجب أن يتزامن تاريخ التسديد وأوقات تحقيق العوائد الكافية للتسديد. وتتضمن اتفاقيات القروض شروط عديدة منها:

- سعر الفائدة والعمولة.
- طريقة ومواعيد التسديد.
- التزام المقرض بالمحافظة على وضع مالي سليم من حيث السيولة ورأس المال العامل والمديونية.
- شروط تحد من حرية المقرض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي وزيادة الاقتراض.
- وقد تتضمن شروطا لحماية المقرضين، كعدم السماح للمقرضين القيام باقتراض مبالغ جديدة إلا بموافقة مسبقة من طرف المقرضين.

1-2-2) القروض وفقا للهدف:

وتنقسم هذه القروض إلى قروض إنتاجية وقروض تجارية وقروض استهلاكية.

¹ ايمن الشنطي، عامر شقر، الادارة والتحليل المالي، دار البداية، عمان، 2005، ص: 68

1-2-2-1 قروض إنتاجية:

وهي قروض تمنح لتمويل شراء الأصول الثابتة وقروض لتدعيم الطاقة الإنتاجية كشراء المعدات والمواد الخام اللازمة للإنتاج.

1-2-2-1 قروض تجارية:

وهي التي تمنح لتمويل النشاط التجاري وعمليات الاستيراد والتصدير، وهي قروض توصف بأنها قصيرة الأجل تنحصر بين تهيئة وبيع الصادرات وبين استلام الإيرادات فيها فقد يحتاج المصدر إلى قروض تجارية لغرض تهيئة وتغليف البضاعة ونقلها ويتم تسديد القرض حين بيع الصادرات وتحصيل الإيرادات.

1-2-2-1 قروض استهلاكية:

وهي في الغالب تمنح للعائلات بهدف تمويل شراء سلع الاستهلاك الدائم كالسيارات والثلاجات وتحسين المباني ويزداد الطلب على هذه القروض في فترة الركود الاقتصادي بهدف تحفيز الطلب على هذه السلع دون أن يحدث ذلك ارتفاع في المستوى العام للأسعار.

1-2-3 القروض وفقا للضمانات:

وتنقسم إلى قروض مضمونة وقروض غير مضمونة وبالنسبة إلى القروض المضمونة تنقسم إلى ما يلي:⁽¹⁾

1-3-2-1 القروض بضمان شخصي:

وهي قروض تمنح اعتمادا على متانة المركز المالي للعميل، حيث يضع البنك تحت تصرف العميل حد معين من القروض يستطيع السحب منها على أن يقوم بسداد القرض في نهاية الفترة.

¹ طلعت أسعد عبد الحميد، إدارة خدمات البنوك التجارية، مكتبة شمسي، القاهرة، 1994، ص 120.

1-2-3 (2) القروض بضمان البضائع:

يقدم البنك قرضا للعميل بضمان بضائع يقوم بإيداعها لحساب البنك، ويشترط أن تكون البضاعة قابلة للتخزين والتأمين عليها وأن لا تتعرض قيمتها للهبوط وأن لا تكون معرضة للتلف أثناء فترة القرض وأن تكون سهلة الجرد ويمكن تصريفها بسرعة.

1-2-3 (3) القروض بضمان الأوراق المالية:

وهي تمثل اعتمادات بضمان الأوراق المالية كالأسهم والسندات، حيث يضع البنك تحت تصرف العميل مبلغ معين من القرض يحدد بنسبة من قيمة الأوراق المالية التي يجب أن تكون من الأوراق المالية الجيدة وسهلة التداول وأن لا تقل قيمتها في السوق المالية عن قيمتها الاسمية، ولذلك فإن الأوراق المالية المصدرة من طرف الحكومة تتمتع بقوة اقراضية عالية.

1-2-3 (4) القروض بضمان السند الأيل:

هو أكبر من قرض آخر يتم دفع الفائدة عليه في نهاية مدة القرض.

أما السفتجات فهي خصم تجاري حيث يقوم البنك التجاري بفتح اعتماد للعميل في حدود مبلغ معين لا يتجاوزه بعد تحليل مركزه المالي وسمعة العميل الشخصية وفي حالة الموافقة يقدم العميل للبنك كمبيالة موقعة من طرفين وأن تظهر لحساب البنك الذي يقوم بخصمها في حالة تعذر تسديد القرض من طرف العميل.

1-2-3 (5) القروض بضمانات أخرى:

وهي قروض تقدم للعميل مقابل ضمانات كالرهن العقاري أو آلات أو الذهب والقروض بضمان وثائق التأمين على الحياة.

1-2 (4) القروض وفقا لنوعية المقترض:

وتتضمن القروض التي تمنح لشركات الأعمال وقروض لسماسة الأوراق التجارية وقروض المؤسسات المالية وقروض للبنوك والقروض العقارية والزراعية⁽¹⁾.

¹ هيل عجمي ، مرجع سابق، 2009، ص 135-136.

1-2-4-1) قروض شركات الأعمال:

وهي القروض التي تمنح للشركات الصناعية والتجارية التي تمثل الجانب الأهم من محفظة قروض البنوك التجارية، وغالبا يشترط في منح القروض أن تقوم الشركة بوضع ضمان لدى البنك، أما معدل الفائدة على هذه القروض فيمثل الحد الأدنى لسعر الفائدة على القروض طالما أن مخاطر هذه القروض ليست كبيرة.

أما أشكال القروض المقدمة من هذه الشركات تتخذ 4 أشكال وهي:

- القروض العادية: والتي تستحق لمدة تزيد عن السنة وتسدد على أقساط أو على دفعة واحدة.
- القروض المتجددة: وهي قروض تكون على شكل كميالية تستحق بعد أشهر ويحق للعميل تجديدها خلال فترة تصل إلى ثلاث سنوات.
- القروض تحت الطلب: حيث يضع البنك تحت تصرف العميل مبلغ معين يستطيع السحب منه خلال فترة معينة وهناك قروض تتجدد في كل اتفاق، حيث يضع البنك حد أقصى لها يمكن أن تقترضه الشركة خلال فترة معينة وتستطيع اقتراض ما تحتاجه عند تسديد القرض القديم.

1-2-4-2) قروض لسماسة الأوراق المالية:

وهي قروض قصيرة الأجل تقدم لسماسة الأوراق المالية لتمويل شراء الأوراق المالية لحساب عملائهم، بالإضافة إلى القروض المقدمة للسماسة لتمويل مخزونهم من الأوراق المالية، ويستطيع البنك المطالبة برد هذه القروض عند الطلب وتدعى بالقروض التي يمكن استدعاؤها وتعتبر الأوراق المالية الممولة بالقروض من قبل السماسة بمثابة رهن مقابل هذه القروض.

1-2-4-3) قروض المؤسسات المالية:

وهي القروض المقدمة للبنوك المتخصصة وشركات توظيف الأموال التي تستثمر الأموال لحساب الآخرين.

1-2-4-4) قروض للبنوك التجارية:

وتتمثل في اقتراض الفائض الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي ونظرا لان هذه القروض قليلة وتكاليف إدارتها محدودة فان معدل الفائدة عليها سيكون منخفضا وعادة فان تاريخ الاستحقاق لهذه القروض يكون قصيرا جدا ليوم أو بضعة أيام كما تشمل.

بموجبه تقوم البنوك ذات العجز المالي في بيع أوراق مالية إلى بنوك أخرى تتمتع بفائض في السيولة على أن تتعهد البنوك ذات العجز بإعادة شراء الأوراق المالية بسعر يتفق عليه مسبقا غالبا ما يكون اعلى من سعر البيع والفرق بين السعرين يمثل سعر فائدة للبنك ذو الفائض في السيولة.

1-2-4-5) القروض العقارية:

وهي قروض مقدمة لتمويل شراء المباني أو إنشاء مباني جديدة وهي قروض طويلة الأجل وتسد على شكل أقساط وهذه القروض مضمونة بالعقار.

1-2-4-6) القروض الزراعية:

وهي قروض مقدمة للمزارعين لتمويل شراء البذور والأسمدة والمعدات وهي قروض قصيرة وموسمية وذات مخاطر عالية كون الإقراض في القطاع الزراعي يعتمد على الظروف المناخية والطبيعية.

1-3-3) دور وخصائص القروض:

1-3-1) دور القروض⁽¹⁾:

- يسمح بالتبادل، وهو الدور الأساسي الذي تلعبه القروض، فهي تسمح بالحصول المسبق للإيرادات وتعيين قدرة شرائية أو تبادلية للمؤسسات، كما تسمح باستمرارية العمليات الإنتاجية والتجارية على مستوى الأسواق المحلية والأسواق الدولية.

- يحرض على الإنتاج، تطوير نشاط الإنتاج وتحديثه يرتبط ارتباطا وثيقا بأهمية تجديد المعدات وتحديثها فالقروض تسمح للمؤسسات بتجديد وتطوير استثماراتها من ثم تطوير المنتجات ورفع نوعيتها، وكذلك قروض الاستهلاك فهي تحرض على الاستهلاك واقتناء ما تم تطويره أيضا من خلال ما توفره القروض للعملية الإنتاجية.

¹ Alan choinel , Op-cit, 2002,P : 143.

- تحقيق التنمية، أثار منح قروض استثمارية أو استهلاكية لشراء سلع إنتاجية أو استهلاكية لا تتوقف أثارها عند الشخص المستعمل فقط وإنما تتعداه إلى باقي الأعوان الاقتصاديين الآخرين من خلال تطوير جانب العرض والطلب في الاقتصاد ومن ثم تحقيق عملية التنمية.

1-3-2) خصائص القروض:

تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

1-3-2-1) الثقة:

حق الحصول على القرض يمثل الثقة التي تضعها المؤسسات المالية في المقترضين بمعنى أنها تعطيه الأمان بالتسديد عند تاريخ الاستحقاق وهذه الثقة تركز على تقدير الاحتياجات المبررة اقتصاديا.

1-3-2-2) المدة:

لا يكون هناك قرض إذا كانت لا توجد مدة أي فاصل زمني، يمكن أن تأخذ ساعات كما يمكن أن تمتد على عدة سنوات وبصفة عامة نتكلم عن قروض قصيرة الأجل إذا كانت اقل من سنة وقروض متوسطة الأجل إذا كانت تتراوح بين سنة وسبع سنوات، وأخيرا طويلة الأجل إذا كانت قروض تفوق مدة استرجاعها سبع سنوات.

1-3-2-3) الخطر:

مفهوم الثقة السالف الذكر لا يكون له معنى إلا إذا كان مرتبط بمفهوم الخطر المحتمل الوقوع وتتمثل المخاطر بالنسبة إلى المقرض أو البنك فيما يلي:

- خطر عدم ملاءة المقترض

- خطر الحصول على السيولة للأموال المقدمة

- الخطر الخاص و المرتبط بتسيير البنك - معدل الفائدة، السيولة ... الخ

2- خلق النقود :

تعتبر وظيفة خلق النقود من أهم الوظائف التي تقوم بها البنوك التجارية، فهي تساهم في خلق النقود عن طريق القروض حيث في إطار عملية الاقتراض، البنك يقوم بجعل حساب المستفيد دائن ووضع تحت تصرفه مبلغ من الأموال في شكل حساب مفتوح و عند وضع النقود في التداول فان البنوك يمكن أن تواجه بعض التسريبات، فالنقود المتنازل عليها لصالح الزبائن يمكن تحويل جزء منها إلى عملة صعبة أو يتم تحويلها إلى بنك آخر أو الإبقاء عليها في شكل نقود ورقية، ومن جهة البنك وحتى يسوي عملياته ينبغي عليه حيازة أموال من البنك المركزي في شكل نقود ورقية أو حساب جاري لدى البنك المركزي.

هذه الحاجة إلى أموال البنك المركزي و التي تنشأ من خلق النقود تنشئ حدود طبيعية- التي يمكن أن تضاف إليها قيود الاحتياط القانوني- لمسار خلق النقود.

البنك المركزي يلعب دور أساسي غير مباشر في خلق النقود عن طريق تغذية البنوك بأموال البنك المركزي من خلال إجراءات إعادة التمويل، و كمثال لتوضيح عملية خلق النقود ندرج المثال التالي⁽¹⁾:

لنفترض أن نسبة الاحتياطي القانوني هي 20% من الودائع تحتفظ بها البنوك في شكل سيولة أو في صورة رصيد لدى البنك المركزي، إذا كان البنك A يملك 1000 (ون) كودائع فانه بإمكانه إقراض 800 (ون) لزيائنه الذين بإمكانهم وضعها في بنك آخر B الذي ينبغي عليه الاحتفاظ بـ 160 (ون) $(160=20 \times 800)$ ويستعمل الباقي 640 (ون) لإقراضها لزيائنه

ومقترض البنك B بإمكانه وضع الأموال المقترضة في بنك C، الذي يحتفظ بـ $(128= 20 \times 640)$ ويوضع الباقي تحت تصرف الزبائن أي 512 (ون)، وهكذا تتوالى عمليات انتقال النقود من بنك إلى بنك أو من شخص إلى شخص في البنك نفسه ويمكن تلخيص هذه العمليات في الجدول التالي:

¹ عمر صخري ، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 1991، ص: 213-214.

الجدول رقم 02: عمليات انتقال النقود من بنك إلى بنك و خلق النقود

| المرحلة | الودائع | القروض | الاحتياطي المطلوب الاحتفاظ به السيولة |
|----------|---------|--------|---------------------------------------|
| 1 | 1000 | 800 | 200 |
| 2 | 800 | 640 | 160 |
| 3 | 640 | 512 | 128 |
| 4 | 512 | 410 | 102 |
| 5 | 410 | 328 | 82 |
| 6 | 328 | 262 | 66 |
| 7 | 262 | 210 | 52 |
| المجموعة | 5000 | 4000 | 1000 |

المصدر: عمر صخري، مرجع سابق، 1991، ص 215. وهذه العملية تسفر عن زيادة الودائع، و بالتالي زيادة عرض النقود كحد اقصى بـ 5000 (ون).

المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية

يمكن توضيح أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف علاقة التمويل في الآتي:

1- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

تسمح الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة لهذه الفئة،

- مصداقية الوسيط المالي مضمونة بالنظر إلى القوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، وهو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشرة.

- يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سيولة لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.

- يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر فالمؤسسة المالية الوسيطة وبما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ التزاماتها تجاه المودعين.

2- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب العجز المالي

يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب الآتية:

- توفير الوساطة المالية للأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة.
- يجنب وجود الوساطة المالية المقترضة مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على افتراض أن المصاعب الأخر غير موجودة، فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض أو تمويل تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.
- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير التمويل اللازم وبتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشر تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتبطة بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال.

3- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة للوساطة المالية ذاتها

- تستفيد الوساطة المالية نتيجة تقديمها مختلف الخدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي من الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:
- الاستفادة من عوائد القروض، وتعتبر هذه العوائد (الفوائد من المداخل) التي تعظم إيراداتها، كما يعتبر أهم دخل تحققه، كما يمثل الأساس الذي تقوم عليه نشاطاتها.
- استعمال موارد مالية غير مكلفة في الغالب مثل الودائع التي لا تمنح عليها فوائد في معظم الأنظمة النقدية العالمية.
- إمكانية إنشاء نقود الودائع، وهذا يعني أن مؤسسات الوساطة المالية تستطيع ان تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من الودائع، وهو الشيء الذي يساهم في زيادة أرباحها.

المبحث الثالث: القرض الايجاري والاستثمار الأجنبي المباشر

يتطرق هذا العنصر إلى صيغتين أخرتين للتمويل غير المباشر تلجأ إليهما المؤسسات الاقتصادية وهما: التمويل من طريق القرض الايجاري والتمويل عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر كآلية لتمويل الاقتصاد.

المطلب الأول: القرض الايجاري

على غرار طرق التمويل الأخرى التي تتحصل بموجبها المؤسسات الاقتصادية على أموال نقدية في شكل شيكات أو خطوط قروض مفتوحة باسم المؤسسة لدى هيئة مالية، بالإضافة إلى التدفقات النقدية المرتبطة بالتمويل الذاتي للمؤسسة. فان التمويل بالقرض الايجاري يمكن المؤسسات من الحصول على رأس مال عيني في شكل آلات و معدات، فعوض أن تلجأ المؤسسة إلى الاقتراض لاقتناء هذه الآلات و المعدات فهي تلجأ إلى تأجيرها و الاستفادة من خدماتها دون حيازتها، و قد تعددت تسميات هذه الآلية التمويلية من القرض الايجابي إلى الاستئجار⁽¹⁾.

1- مفهوم القرض الايجاري:

هو عبارة من عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك الأصل، مقابل انتفاع الطرف الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة زمنية معينة دون امتلاكه⁽²⁾. ويعتبر القرض الايجاري صيغة من صيغ التمويل طويل الأجل المتاحة للمؤسسات الاقتصادية وحتى الدولة والهيئات التابعة لها كبديل للتمويل عن طريق القروض لتمويل شراء الاستثمارات الثابتة والمنقولة.

ويترتب على القرض الايجاري دفع أقساط الإيجار الثابتة، وهي التزامات تعاقدية، ويأخذ القرض الايجاري عدة صيغ من حيث العلاقة بين الأطراف المتداخلة وطبيعة العملية، وتشمل هذه الصيغ ما يلي:

¹ الاستئجار يوافق الترجمة من اللغة الانجليزية لكلمة LEASE، بينما القرض الايجاري فيوافق الترجمة من اللغة الفرنسية للكلمة المركبة Crédit-Bail، والمشرع الجزائري اطلق عليه تسمية الاعتماد الإيجاري.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 478.

- الاستئجار المباشر: حيث تحصل المؤسسة على منافع أصل لا تملكه عن طريق استئجاره مباشرة من مالكة.

- الاستئجار الممول: و هناك ثلاثة أطراف في العملية وهم: المؤجر، المستأجر و المقرض

- البيع وإعادة الاستئجار: حيث تقوم إحدى المؤسسات ببيع أصل بحوزتها و في نفس الوقت تقوم باستئجاره من المشتري.

وفي نهاية مدة عقد الإيجار يكون مصير الأصل المؤجر سواء يقوم المستأجر بحيازته نهائيا و هو المفهوم السائد في الدول الأوروبية أو إعادة الأصل للمستأجر للمؤجر دون حيازته من طرف المستأجر وهو المفهوم السائد في الولايات المتحدة الأمريكية⁽¹⁾.

2 - أنواع القرض الإيجاري:

يمكن التمييز بين عدة أنواع للقرض الإيجاري، وذلك وفقا لعدة معايير تتمثل فيما يلي:

2-1) القرض الإيجاري حسب طبيعة العقد:

يمكن التمييز بين نوعين للقرض الإيجاري حسب هذا المعيار.

2-1-1) القرض الإيجاري التشغيلي :

يطلق على هذا النوع من التأجير أحيانا تأجير الخدمات، ويقوم على فكرة الانتفاع من خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك الانتفاع بتملكه، كما هي الحال في النوع الاخر من التأجير، ومن أبرز الأمثلة على هذا النوع من التأجير، تأجير الحسابات وآلات التصوير والسيارات والتركات، ومن أبرز خصائص هذا النوع من التأجير:

- يكون المؤجر مسؤولا عن صيانة وخدمة الأصل المؤجر
- لا تكون الدفعات المتوقعة من تأجيره لمرة واحدة كافية لتغطية تكاليفه، ويأمل المؤجر عادة أن يسترد هذه التكاليف من تكرار عملية التأجير.

¹ المقدم مصطفى، التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، المؤتمر العلمي الرابع، كلية العلوم المالية و الإدارية عمان، 2005/03/15، ص 5-6.

- تكون مدة التأجير أقل من الحياة الإنتاجية المتوقعة للأصل المؤجر، هذا ويتوقع أن يستعيد المؤجر تكاليفه من خلال تجديد عقد التأجير لجهة أخرى أو من خلال بيع الأصل بعد انتهاء فترة الإيجار.

- يشتمل عقد التأجير التشغيلي على حق المستأجر في إلغاء عقد الإيجار و إعادة المأجور قبل انتهاء مدة الإيجار المتفق عليها، و يعتبر وجود مثل هذا الشرط متن الاعتبارات الهامة في عقود التأجير التشغيلي، لأن من حق المستأجر ان يعيد المأجور إذا كان متقادما فنيا، أو اذا انتقلت الحاجة اليه بسبب تراجع نشاط المستأجر.

و بسبب ما ذكر أعلاه، تكون كلفة هذا النوع من الإستئجار - عادة - أعلى من كلفة التأجير المالي.

2-1-2) البيع وإعادة الاستئجار:

يكون الأصل في هذه الحالة مملوكا للمستأجر، ثم يتم شراؤه من قبل المؤجر وإعادة تأجيره نفسه الى البائع، وهذا النوع من التأجير شائع في العقارات وعلى نطاق أثقل في الماكينات والمعدات.

وبموجب هذا الترتيب، يستلم البائع (المستأجر) الثمن المدفوع له من قبل (المؤجر) حالا، وفي نفس الوقت يحتفظ البائع (المستأجر) بحق استعمال الأصل المبيع.

يقدم هذا الترتيب للبائع (المستأجر) نفس ما يقدم له الاقتراض. ففي حالة القرض، يقوم المقرض بسداد القرض وفوائدها خلال مدة محددة، كذلك يقوم البائع (المستأجر) والمعاد استئجاره، بالإضافة إلى عائد مناسب للمشتري (المؤجر).

2-2) القرض الإيجاري حسب طبيعة موضوع العقد.

وينقسم الى الأنواع الموالية:

2-2-1) القرض الإيجاري المنقول⁽¹⁾

يسمح بتأجير تجهيزات، معدات وأدوات وحتى محل تجاري، وبصفة عامة يتعلق بتأجير المنقولات ويكون هذا القرض معزز بوعد بالبيع لصالح المستأجر، وفي نهاية العملية يكون أمام هذا الأخير ثلاثة خيارات:

¹ Gerard Charreaux, Gestion Financière, LITEC, Paris, 6^{ème} Ed, 2000, P : 379.

- رفع الاختيار بمعنى شراء الأصل على أساس القيمة الباقية و المحددة تعاقديا.

- تجديد عقد الإيجار من جديد

- إلغاء عقد الإيجار

وعملية اختيار الأصل المستأجر تعود للمستأجر، بينما المؤجر يلعب دور مالي فقط وعليه فالمستأجر يقوم بدور الوكيل للمؤجر في عملية الشراء للأصل المنقول، و يتعهد المستأجر بدفع أقساط الإيجار. كما يمكن أن يتضمن بند جزائي في حالة تأخر المستأجر عن تسديد الأقساط أين يمكن للمؤجر فسخ عقد الإيجار فوراً وبصفة أحادية و يترتب على ذلك دفع الأقساط المستقبلية أيضا من طرف المستأجر إلى غاية نهاية العقد المتفق عليه مسبقا.

2-2-2) القرض الإيجاري غير المنقول:

يسمح بتأجير أصل غير منقول -عقارات، أراضي، بنايات، مصنع للاستعمال المهني- وعند نهاية العقد المستأجر يمكن أن يصبح مالك للأصل الغير منقول و المستأجر إذا كانت الجهة المؤجرة مالكة لذلك الأصل. كما عرف المشرع الجزائري عقد الاعتماد الإيجاري للأصول غير المنقولة كما يلي⁽¹⁾:

يعتبر عقد الاعتماد الإيجاري للأصول غير المنقولة عقدا يمنح من خلاله طرف يدعى المؤجر و على شكل تأجير لصالح طرف آخر يدعى المستأجر مقابل الحصول على إيجارات و لمدة ثابتة، أصولا ثابتة مهنية اشتراها أو بنيت لحسابه، مع إمكانية المستأجر في الحصول على ملكية مجمل الأصول المؤجرة أو جزء منها في أجل أقصاه انقضاء مدة الإيجار ، و يتم ذلك في صيغة من الصيغ المذكورة أدناه:

- عن طريق التنازل تنفيذا للوعد بالبيع من جانب واحد.

- أو عن طريق الاكتساب المباشر أو غير المباشر حقوق ملكية الأراضي التي شيدت عليها العمارة أو العمارات المؤجرة.

² الامر رقم 96 - 09 المؤرخ في 10/01/1996 المتعلق للإعتماد الإيجاري، الجريدة الرسمية، العدد3، 1996، ص 25، المادة 8.

– أو عن طريق التحويل قانونا ملكية الأصول التي تم تشييدها على الأرض والتي هي ملك المستأجر.

2-2-3) القرض الاجباري المتعلق بالمحلات التجارية و المؤسسات الحرفية (1):

يعتبر عقد الاعتماد الاجباري المتعلق بمحل تجاري أو مؤسسة حرفية سندا يمنح من خلاله طرف يدعى المؤجر على شكل تأجير مقابل الحصول على أقساط إيجار و لمدة ثابتة لصالح طرف اخر يدعى المستأجر، محلا تجاريا أو مؤسسة حرفية من ملكه ، مع الوعد من جانب واحد بالبيع لصالح المستأجر و بمبادرة منه عن طريق دفع سعر متفق عليه يأخذ بعين الاعتبار على الأقل جزئيا، الأقساط التي تم دفعها بموجب الإيجارات ، مع انعدام إمكانية المستأجر في إعادة تأجير المحل التجاري أو هذه المؤسسة الحرفية لصاحب الملكية الأولى.

2-3-3) القرض الاجباري حسب معيار الإقامة (2):

ونميز ضمن هذا المعيار ما يلي:

2-3-1) القرض الاجباري المحلي:

يأخذ حصة القرض الاجباري طبيعة محلية أو وطنية إذا تعلق الأمر بعملية قرض اجباري يكون طرفاه مقيمين في الجزائر، ويشمل كذلك الطرف الأجنبي إذا كان لديه فروع في الجزائر.

2-3-2) القرض الاجباري الدولي:

يأخذ حصة القرض الاجباري الدولي عندما يكون العقد الذي يرتكز عليه:

- إما ممضي بين متعامل اقتصادي ومقيم في الجزائر وشركة تأجير، أو بنك أو مؤسسة مالية غير مقيمة في الجزائر.
- وإما ممضي بين متعامل اقتصادي غير مقيم في الجزائر وشركة تأجير أو بنك أو مؤسسة مالية مقيمة في الجزائر.

¹ الامر رقم 96 – 09 المؤرخ في 10/01/1996 المتعلق للاعتماد الإيجاري، الجريدة الرسمية، العدد3، 1996، ص 25، المادة 8.

² نفس المرجع، ص 25، المادة 5.

إن صفتي المقيم وغير المقيم في الجزائر هما المحددتان في التشريع والتنظيم المعمول بهما في الجزائر.

3- مزايا و عيوب القرض الاجاري.:

3-1) مزايا القرض الاجاري⁽¹⁾:

بالرغم من أن القرض الاجاري يعتبر مكلف مقارنة مع القروض الأخرى، إلا أن هناك عدة مبررات تدفع إلى اللجوء إليه، تتمثل فيما يلي:

3-1-1) الطبيعة العملية للقرض الاجاري:

وترتبط هذه الميزة خصوصا بالقرض الاجاري المنقول، الذي يسمح باستعمال المنقول لمدة قصيرة بدون المرور بإجراءات الشراء والمخاطر المرتقبة بها من إعادة البيع بعد الانتهاء من الاستعمال، فاللجوء إلى القرض الاجاري يعتبر أسرع من اللجوء إلى التمويل عن طريق القرض العادي. بالإضافة إلى إمكانية الاستفادة على غرار عملية التمويل بخدمات أخرى مثل الصيانة.

3-1-2) التغطية الشاملة لاحتياجات التمويل:

فالقرض الاجاري يسمح بتمويل الاستثمارات المنقولة وغير المنقولة 100 %، على العكس من التمويل بالقرض العادي، غير انه في بعض الحالات تشترط شركات القرض الاجاري بدفع تسبيقات يتم استردادها بعد انتهاء مدة القرض الاجاري. بالإضافة إلى أن أقساط الإيجار تدفع في بداية الشهر على العكس من أقساط الفائدة بالنسبة إلى القرض العادي تدفع في نهاية الشهر.

3-1-3) رفع القدرة التمويلية للمؤسسة

التسجيل المحاسبي للقرض الاجاري خارج الميزانية، حيث يظهر القرض الاجاري في شكل أقساط ايجارية في جدول حسابات النتائج فقط، و هذا يزيد في القدرة التمويلية للمؤسسة في حالة طلبها قروض مصرفية خصوصا في حالة عدم الإفصاح عن مثل هذه الطرق التمويلية للمقرضين- البنوك- و بالمقابل و في حالة إفلاس الشركة فان شركة القرض الاجاري لها الأفضلية في الحصول على حقوقها مقارنة بالمقرضين- البنوك-.

¹ Gérard Charreaux, op-cit, 2000,P :381

كما يسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها قدرة استنادة ضعيفة وذات مردودية، من تمويل عمليات تطورها⁽¹⁾.

3-1-4) التامين ضد الخطر التكنولوجي

يمثل القرض الاجاري نوع من التامين ضد الخطر التكنولوجي، حيث انه عند حضور معدات متطورة حديثة في السوق يمكن للمؤسسة القيام بعملية تغيير هذه المعدات و لا يكون لها نفس الأثر كما لو كانت مالكة للمعدات المؤجرة، و ذلك لأنه ليس من السهل بيع معدات مستعملة و غير متطورة مقارنة بما تم استحدثه في السوق من تطور.

3-2) عيوب القرض الاجاري:

تتمثل هذه العيوب فيما يلي:

- نظرا لسهولة الحصول عليه يمكن أن يزج بالمؤسسة في عمليات ذات مردودية ضعيفة.
- إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الاستفادة من مزايا ضريبية، فانه يعتبر أداة مكلفة نوعا ما.

المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي المباشر

إن ادخار الأعوان المقيمين لا يعتبر الوجهة الوحيدة لتمويل عمليات التنمية والنمو وإنما يمكن أن يعتمد على الادخار الأجنبي في تمويل الاقتصاد خصوصا إذا كان الادخار غير كافي والذي يأخذ عدة أشكال وصيغ تتمثل فيما يلي:

- الاستثمار الدولي للمحافظ

- الاستثمار الأجنبي المباشر

حيث تعتبر الصيغة الأولى، استثمار مالي ينطوي على شراء حصة أو أوراق مالية من أسواق محلية من طرف أجنبى سواء كانوا مؤسسات أو أفراد أو صناديق سيادية وهو يندرج في إطار عملية التمويل عن طريق السوق المالية.

¹ Jean Barreau Jacqueline Delahaye ,Gestion Financière: Manuel et Application, Dunod, Paris ,12^{ème} Ed,2003,P :377

بينما التمويل الأجنبي المباشر فهو يعتبر استثمار حقيقي يرتبط بإنشاء وتشيد وحدات اقتصادية، فالمستثمر الأجنبي في هذه الحالة يجلب التكنولوجيا والتمويل للاقتصاد وعلى هذا الأساس يعتبر الاستثمار الأجنبي مورد تمويلي طويل الأجل ذو طبيعة مختلفة عما تم تناوله من آليات تمويل سابقة.

1- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر:

يمكن تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر على انه تعهدات بتقديم منفعة دائمة في إطار مؤسسة تمارس نشاطها في إقليم اقتصاد دولة أخرى غير إقليمها الأصلي وتتصف هذه العملية بمعاييرين.

- وجود علاقة دائمة بين الوحدات الاقتصادية - المستثمر الأجنبي والمؤسسة المستقبلة، الذين يتميزان بمواطنين مختلفين - دولتين -.

- درجة تأثير تعطى للمستثمر الأجنبي لمكانية ممارسة تأثير بالغ في تسيير المؤسسة المنشأة بموجب الاستثمار الأجنبي، وهذا يترجم بنسبة ملكية المستثمر الأجنبي في رأس مال المؤسسة المنشأة على إثر الاستثمار الأجنبي.

كما يمكن إعطاء تعريف للاستثمار الأجنبي في معناه الضيق، بكونه محدد من مصادر تحويل رؤوس الأموال بين دولتين والذي يساهم مباشرة في التكوين الخام الثابت للدولة المستقبلة وبالتالي رفع طاقتها الإنتاجية⁽¹⁾.

2- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر:

الاستثمار الأجنبي هو أداة لحركة رؤوس الأموال بين الدول يتضمن مراقبة تسييرية يمارسها المستثمر الأجنبي على المؤسسة التي يحوز عليها سواء كلياً أو جزئياً عن طريق:

- حيازة نسبة معينة من رأس مال مؤسسة قائمة في دولة أخرى مع حق المشاركة في تسيير المؤسسة القائمة.

¹ Rime Mohamed, les investissements directs étrangers dans les pays arabes, thèse de doctorat de sciences économiques, Université de Toulon, 2009, P 15.

– إقامة فرع في دولة أخرى ترجع ملكيته كاملة للمستثمر الأجنبي مع مراقبة كلية لتسيير نشاط الفرع الجديد.

– إنشاء مؤسسات مختلطة

– شراء مؤسسات في دولة أخرى

– الاندماج مع مؤسسات أجنبية، وتشكل صيغة الاندماج والحيازة في نهاية القرن الماضي 80% من عمليات تدفق الاستثمارات الأجنبية⁽¹⁾.

إلى جانب المشاركة في رأس المال القائم، فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتشكل من الأرباح المعاد استثمارها ويتعدى الأمر بأرباح المنشأ في دولة أخرى والغير موزعة بالإضافة إلى تدفقات أخرى تتمثل في قروض بين الشركة الأم والفرع الأجنبي. وهناك بعض العمليات الدولية لا تندرج في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر ولكن تصنف في إطار العولمة الصناعية وتأخذ طابع ضرفي أغلبها:

– الاتفاقيات بين المؤسسات التي تشكل شكل من أشكال التعاون المرن والغير مقيد، بما فيها الاتفاقيات بين المؤسسات المتنافسة، ويأخذ هذا التعاون صيغ عديدة منها – حيازة أسهم قليلة في رأس مال مؤسسة أجنبية.

– اتفاقيات التعاون التقني والتجاري ويخص بعض القطاعات ذات الكثافة في البحث والتطوير: مثل الإلكترونيك، الإعلام الآلي، التكنولوجيات الحديثة.

– بالإضافة إلى شكل آخر للعمولة الذي يحجم الاستثمار الأجنبي عن التطور وهو المناولة التي تسمح بتقويض بعض الأنشطة الإنتاجية إلى شركات أجنبية توفر مزايا خاصة على صعيد التكلفة أو قدرات تكنولوجية عالية⁽²⁾.

¹ Maurice Durosset, La Mondialisation de l'économie, Elipses, Paris, 2005, P 66

² Maurice Durosset, Op-Cit, 2005, P : 66

3- العوامل المساعدة على جلب الاستثمارات الأجنبية:

في تقرير لاجتماع الأمم المتحدة للتجارة والتنمية لسنة 1998 تم تحديد ودراسة العوامل التي بإمكانها جعل دولة ما مستقطبة للاستثمارات الأجنبية كما تم تحديد المحددات الاقتصادية الأكثر أهمية لكل نوع من الاستثمارات الأجنبية.

3-1) الإطار العام لاستقبال الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

ويتمثل في العناصر التالية:

- الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.
- القواعد المتعلقة بالدخول في النشاط الاقتصادي.
- المعايير المطبقة والمتعلقة بمعالجة الفروع الأجنبية داخل الدولة.
- نظام سير السوق وهيكلته، خصوصا نظام المنافسة وقانون الاستثمارات المتعلقة بالإدماج والاستحواذ لفروع المؤسسات.
- الاتفاقيات الدولية للاستثمار الأجنبي المباشر ومدى توقيع الدول المستقلة للاستثمارات عليها
- سياسة الخوصصة في الدولة المستقبلية.
- استخدام نظام الاستثمارات والنظام الجبائي.

3-2) المحددات الاقتصادية:

وتتمثل هذه المحددات فيما يلي:

- المحرضات على الاستثمار، وخصوصا حملات إظهار وتبيان للأعوان الاقتصاديين الدوليين المناخ المناسب للأعمال والاستثمارات المولدة للثروة والعائد الوفير وكذا الخدمات المتعلقة بتسهيل عملية الاستثمار للأجانب.
- المساعدات التي تقدمها الدولة المستقبلية للاستثمارات.
- تكاليف النشاط الخفية المرتبطة بالرشوة والفساد والضغط الإداري.
- التجهيزات الجماعية - المدارس، اللغات المعتمدة للتدريس والتعامل، نوعية الحياة... الخ.

الفصل الثالث:

قرارات التمويل وأثرها على

القيمة السوقية للمؤسسة

الفصل الثالث: قرارات التمويل وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة:

تطرق الفصلين السابقين إلى المصادر المختلفة لتمويل المؤسسات الاقتصادية في اقتصاد ما، حيث تناول الفصل الأول مصادر التمويل المباشرة والتي تلجأ إليها المؤسسات مباشرة إلى المدخرين والمستثمرين عن طريق السوق المالية من خلال إصدار أدوات مالية متنوعة تستجيب لاحتياجات المؤسسات التمويلية والتسييرية، كما عرج الفصل الثاني إلى بدائل أخرى لتمويل الاقتصاد، وهي التمويل الذاتي والتمويل عن طريق الوساطة المالية والقروض الإيجاري والاستثمار الأجنبي المباشر كصيغة من صيغ تمويل الاقتصاد.

لكن عملية التمويل لا تتوقف فقط على معرفة هذه المصادر و خصائص كل منها و المخاطر المرتبطة بها، و لكن ينبغي اختيار أو تكوين مزيج مناسب مع حجم و طبيعة نشاط المؤسسة والذي يعرف بهيكل رأس مال المؤسسة، و لتكوين هذا الأخير ينبغي على المؤسسة اتخاذ قرارات تمويلية تتوقف على عدة اعتبارات منها معرفة العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل وتكلفة مصادر الأموال والارتكاز على الإطار النظري للنظرية المالية التي تزودنا بأدوات تحليلية لتحديد القرار المناسب في تكوين هيكل رأس مال أمثل يسمح بتدنية تكاليف التمويل و رفع القيمة السوقية للمؤسسة.

ولمعالجة هذه النقاط يتم تقسيم هذا الفصل إلى ما يلي:

- مبحث الأول: العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل وتكلفة الأموال.
- مبحث الثاني: قرارات اختيار هيكل رأس المال.
- مبحث الثالث: مداخل تحليل أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة.

المبحث الأول: العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل وتكلفة الأموال:

يتناول هذا المبحث العنصرين التاليين:

- العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل
- تكلفة الأموال

المطلب الأول: العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل

تتنوع تركيبة هيكل تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة في مكوناتها من حيث اعتمادها على الأموال الخاصة والتمويل الذاتي والأموال المقترضة.

غير أن نسب تواجد كل عنصر من عناصر تركيبة هيكل رأس المال تختلف من مؤسسة إلى أخرى ويعزى هذا التباين إلى حملة من العوامل يتم إيرادها فيما يلي:⁽¹⁾

1) الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:

القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل ممثلة في الأموال الخاصة والقروض طويلة الأجل، بينما عمليات الاستغلال يتم تمويلها بالقروض قصيرة الأجل.

وعملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات -استخدامات طويلة أو قصيرة- عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول والعمليات الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.

فالأصول الثابتة يتولد عنها تدفقات نقدية لفترات طويلة الأجل، يتوقع منها الحصول على فائض نقدي في شكل أرباح مضاف إليها الاهتلاكات لهذه الأموال الثابتة.

هذه الفوائض النقدية والموزعة على فترات يمكن أن نسددها بها القروض طويلة الأجل التي ينبغي الوفاء بها على عدة فترات مالية بشكل يتناسب وحجم الفوائض النقدية. كما أن مبدأ الملائمة يستوجب على المؤسسات تمويل عمليات الاستغلال المرتبطة بالسنة المالية من خلال قروض قصيرة الأجل،

¹ أيمن الشنطي عامر سقر، الإدارة و التحليل المالي، دار البداية، الأردن، 2005، ص 119.

لأن عمليات الاستغلال يتوقع منها الحصول على تدفقات نقدية فورية كما أن تمويل هذه العمليات بقروض طويلة الأجل يتعارض مع هدف الربحية لأنه في نهاية عملية الاستغلال قصيرة الأجل لا يمكن الإبقاء على عاتق المؤسسة قروض طويلة الأجل بدون استغلال.

(2) الدخل:

ويتحقق هذا العنصر من خلال الفرق بين العائد المتوقع كبير فإنه يغطي تكلفة الأموال الموظفة، وعليه كلما كان الدخل المتوقع كبير يغطي تكلفة الأموال المستثمرة من قروض وأموال خاصة، وبإمكان المؤسسة الاعتماد على الاقتراض، لكن إذا كان العائد المتوقع منخفض يتم التمويل عن طريق الأموال الخاصة فقط لأن القروض تكلفتها ثابتة وواجبة الدفع، بينما الأموال الخاصة عائدها غير محدد.

(3) الخطر:

ينطوي الخطر في إطار العوامل المحددة للتمويل على منظورين:

- خطر التشغيل.
- خطر التمويل.

(1-3) خطر التشغيل:

يرتبط هذا النوع من الخطر بطبيعة النشاط الاقتصادي الذي تمارسه المؤسسة والبيئة الاقتصادية التي تعمل فيها، ويجب على المؤسسة أن تزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلاً من الاعتماد على الاقتراض لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على الوفاء بخدمات القروض وفي حالة كون عائداتها لا تفي بخدمة الديون فقد يعرضها للإفلاس.

أما في حالة كون مخاطر التشغيل معتدلة فإنه يمكن للمؤسسة اللجوء إلى الاقتراض لتمويل نشاطها.

(2-3) خطر التمويل:

ينشأ هذا الخطر بسبب زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل نشاط المؤسسة مما ينجر عنه ارتفاع خدمات الديون، الذي قد يجبرها إلى الإفلاس في حالة عدم إمكانية السداد في الأجل المحددة.

4- الإدارة و السيطرة:

يفضل المالكين الحاليين السيطرة على المؤسسة، الشيء الذي يدفعهم إلى الاعتماد على القروض وإصدار الأسهم الممتازة بدلاً من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين العاديين -المقرضين- وأصحاب الأسهم الممتازة لا يسعون لهذه السيطرة بصورة مباشرة لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة. غير أن الإفراط في الاعتماد على القروض وإصدار الأسهم الممتازة في عملية التمويل ينجر عنه مخاطر الإفلاس في حالة عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه دائنيها وعليه لابد من عملية الموازنة بين السيطرة والاقتراض.

5- المرونة:

وتعني المرونة قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني أيضاً تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال. وعامل المرونة يسمح للمؤسسة بتحقيق ما يلي:

- إمكانية المفاضلة بين البدائل العديدة في حالة حاجة المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها.
- إمكانية استخدام المتاح من الأموال عند الحاجة.
- زيادة قدرتها على التفاوض مع مصادر التمويل.
- كما أن المؤسسة تفقد مرونتها في الحالات التالية:
- إذا زادت التزاماتها لأنها تحد من قدرتها على الاقتراض بشروط معقولة ومقبولة بالرغم من توافر الأموال في الأسواق وقد لا نستطيع الاقتراض فتضطر للجوء إلى رفع رأس مالها.
- تقديم ضماناتها للقروض الأولى التي تحصلت عليها يجعل طلب قروض جديدة يتطلب ضمانات أخرى اقتداءاً بالقروض السابقة.

– الالتزام بموجب اتفاقيات الاقتراض السابقة بشروط تحد من قدرتها على الاقتراض.

6- التوقيت:

وهو تحديد الوقت المناسب لدخول المؤسسة في السوق للاقتراض والحصول على الأموال بأدنى تكلفة وأحسن الشروط الملائمة للاقتراض، لكن في بعض الأحيان يصعب على المؤسسة اختيار التوقيت المناسب نظرا لحاجتها للأموال وبذلك تضطر للدخول إلى السوق بالرغم أن الوقت غير مناسب.

7) معايير المديونية المتعلقة بالصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة:

بالنسبة إلى كل قطاع صناعة معينة هناك مستويات متعارف عليها لنسبة المديونية إلى صافي حقوق المساهمين.

وينبغي على المؤسسة مراعاة هذه المستويات حتى لا يؤثر أي قرار تمويل بالاقتراض على سلامة موقعها المالي وجعلها محل شك من طرف الدائنين.

8) الظروف الاقتصادية:

تختلف الظروف الاقتصادية من فترة إلى أخرى فقد تمر مرحلة رواج تم تتبعها مرحلة انكماش وكساد في حالة الرواج تنتجع المؤسسات على توسيع الاقتراض للتمويل العمليات بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال لأن حالة الرواج هذه تسمح للمؤسسات بتحقيق عوائد تجعلها في منأى عن خطر عدم القدرة على السداد لخدمات الدين والعكس صحيح في حالة الانكماش.

9) حجم المؤسسة:

تتوقف قدرة المؤسسة على الاقتراض على حجمها فالمؤسسات ذات الحجم الكبير تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.

10) التصنيف الائتماني للمؤسسة:

ويقصد به رأي وكالات التنفيذ في ملاءة المؤسسة، فكلما كان هذا الرأي إيجابيا زادت قدرة المؤسسة على تنويع مصادر التمويل سواء الاقتراض أو زيادة رأس المال.

11) طاقة الاقتراض:

تتوقف طاقة الاقتراض للمؤسسة على تقديم الضمانات اللازمة لذلك وإذا كانت المؤسسة ليس لها ضمانات مقبولة من طرف الدائنين فقدرتها على الاقتراض تكون معدومة أو محدودة جداً.

12) نمط التدفق النقدي:

ويقصد به الفترة الزمنية اللازمة لتحقيق تدفق نقدي من العمليات الاستثمارية التي قامت بها المؤسسة، فإذا كانت هذه الفترة طويلة فهذا يؤثر على السيولة في المؤسسة، وللتجاوب مع هذه الحالة ينبغي على المؤسسة اختيار مصدر تمويلي يكون تسديده يتلاءم مع بداية تحقيق عوائد في شكل تدفقات نقدية.

وتعد الأموال الخاصة أفضل المصادر لأنها لا تعاد لأصحابها كما هو الحال في الاقتراض ويمكن تعديل الأرباح الموزعة بها حسب الظروف.

المطلب الثاني: تكلفة الأموال

الهدف الأساسي من معرفة تكلفة الأموال هو استخدامها في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالحصول على الأموال اللازمة للاستثمارات الجديدة. وسيتطرق هذا العنصر إلى تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل، بالإضافة إلى التكلفة الوسيطة المرجحة بالأوزان والتكلفة الحدية.

1- تكلفة حقوق الملكية:

تعرف حقوق الملكية بأنها مجموع الأسهم العادية القديمة والإصدارات الجديدة والأرباح المحجوزة. وتتمثل تكلفة حقوق الملكية في الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على العمليات الاستثمارية الممولة بواسطة حقوق الملكية، للحفاظ على قيمة حقوق الملكية الحالية بدون أي تغيير، وتعتبر هذه الفكرة عن تكلفة الفرصة البديلة، حيث أنه إذا وجد المستثمرون فرص استثمارية خارج المؤسسة تحقق عائد أعلى وتحمل نفس درجة المخاطرة، فإنهم لن يقبلوا أن تستخدم المؤسسة أموال حقوق الملكية لتحقيق عائد أقل مما توفره المشاريع الأخرى خارج المؤسسة.

1-1) تكلفة التمويل بالأرباح المحجوزة:

تمثل الأرباح المحجوزة ذلك الجزء من الأرباح المحققة في نهاية السنة والتي لم تدفع في شكل توزيعات لحملة الأسهم، وتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها في المؤسسة وتعتبر بذلك جزء من مكونات التمويل الذاتي.

ولذلك فإن قيام المؤسسة باحتجاز هذه الأرباح يضع على المساهمين العاديين فرصة الحصول عليها وإعادة استثمارها في مشاريع أخرى تعود عليهم بعائد أكبر، وعليه ينبغي على المؤسسة إعادة استثمارها لتحقيق عائد للمساهمين على الأقل مساويا لما كان من الممكن أن يحققه في المشروعات البديلة في حالة حصولهم على كل الأرباح وعدم احتجازها.

وأياضا فإن الأرباح المحتجزة تعتبر استثمارا لحملة الأسهم العادية وتكلفتها يجب أن تكون مساوية لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم والذي يتوقف على توقعاتهم فيما يخص التوزيعات المتوقعة في علاقتها بسعر السهم والذي يمكن تقديره وفقا للمعادلة الموالية. (1)

$$\text{تكلفة الأرباح المحجوزة} = \frac{\text{التوزيعات الموقفة}}{\text{سعر بيع السهم في السوق}} + \text{الزيادة المتوقعة الحصول عليها للسهم الواحد}$$

وتعتبر الزيادة المتوقعة الحصول عليها للسهم الواحد بمعدل نمو الأرباح بعد تنفيذ المشروع الاستثماري الممول بالأرباح المحجوزة.

1-2) تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة:

إن تكلفة الأسهم العادية التي تصدرها المؤسسة، تكون أعلى من تكلفة الأرباح المحجوزة، وذلك بفارق مصاريف إصدار الأسهم العادية الجديدة وتتمثل هذه التكلفة في معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه على الأموال التي تم الحصول عليها بإصدار أسهم جديدة (2).

وتعتمد تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة على العناصر التالية:

¹ عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والادارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص 276-277.

² عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، 2008، ص 278.

- حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الاستثمار المقترح.
 - سعر الإصدار للسهم الواحد.
 - سعر السهم في السوق.
 - الأرباح المتوقع الحصول عليها لكل سهم.
 - الزيادة المتوقع الحصول عليها من الأرباح بعد تنفيذ الاستثمار الممول بالأسهم العادية الجديدة.
 - المصاريف المتعلقة بعملية الإصدار.
- وقد لا تتصف تقديرات تكلفة الأسهم العادية الجديدة بالدقة لأنها تعتمد على التنبؤ وأن الإصدارات الجديدة عادة يتم بيعها بسعر أقل من سعر السوق الجاري للسهم بعد تخفيض مصاريف الإصدار، مما يعني الحصول على قيمة صافية من التمويل أقل من قيمة بيع السهم في السوق. ويمكن استخدام طريقتين لحساب كلفة الأسهم العادية وهما (1):

1-3) طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{للسهم السوقية للسهم - كلفة الأصدار}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح للسهم الواحد}$$

حيث أن الأرباح المتوقعة لكل سهم تمثل الأرباح المتوقع الحصول عليها قبل تنفيذ المشروع. بينما الزيادة المتوقعة في الأرباح للسهم الواحد فتمثل نسبة الزيادة في الأرباح الحالية بعد تنفيذ الاستثمار الجديد.

1-4) طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم:

وتقيس هذه الطريقة تكلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، بمعنى أنها تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين وأيضاً بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استثمارها والتي بدورها سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته.

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة 2009، ص 316.

| | | | | |
|---|---|-----------------------|---|----------------------|
| الأرباح الحالية للسهم | = | الأرباح الحالية للسهم | = | تكلفة الأسهم العادية |
| سعر البيع - (تكلفة الإصدار + تكلفة الخصم) | | القيمة الصافية للسهم | | |

حيث تمثل الأرباح الحالية للسهم: الأرباح المحققة من طرف المؤسسة بغض النظر عن توزيعها أم لا، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{الأرباح المحققة من طرف المؤسسة}}{\text{عدد الأسهم المتداولة قبل عملية الإصدار الجديد}} = \text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}$$

2- تكلفة الاقتراض:

تعرف تكلفة الاقتراض بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغيير ويمكن القول بأن تكلفة القروض تتمثل في سعر الفائدة على القروض. (1)

وذلك بسبب أنه لو قامت المؤسسة بالاقتراض للاستثمار وتم الحصول على عائد - قبل الضريبة - يتساوى إلى سعر الفائدة على القروض المتحصل عليها، فإن ذلك يؤدي إلى بقاء الإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير.

والاهتمام في دراسة تكلفة الاقتراض، ينصب على تكلفة القرض الجديد أو ما يطلق عليه تكلفة القرض الحدية أي تكلفة القرض الجديد الذي يضاف إلى القروض القديمة

3- تكلفة الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بأنها تحمل التزاما من جانب المؤسسة المصدرة بالقيام بمدفوعات منتظمة - في فترات معروفة - وعليه فإن تكلفة الأسهم الممتازة تتشابه مع تعريف تكلفة الاقتراض من حيث

¹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الأشعار، الاسكندرية 1997، ص 297.

طبيعة العائد المتحصل عليه، وتختلف معها في شيء هام وهو الأثر الضريبي، حيث أن أقساط تسديد القرض لا تخضع للضريبة على أرباح الشركات، بينما توزيعات الأسهم الممتازة تخضع إلى الضريبة. وتتمثل تكلفة الأسهم الممتازة في معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير. وهذا المعدل المطلوب في الواقع عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي السعر الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع سهم واحد من إصدار جديد للأسهم الممتازة.

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{توزيعات السهم الواحد}}{\text{صافي سعر السهم}}$$

وصافي سعر السهم يمثل سعر البيع للسهم مخصوم منه مصاريف الإصدار.

لكن تأثر التوزيعات بفعل العامل الضريبي تؤدي إلى تغيير الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بالنقصان، وعلى العكس من ذلك لو استعملت القروض وحتى لا يحدث هذا التغيير في الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية ينبغي أن يكون معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة بعد الضريبة يساوي إلى معدل العائد على الاستثمارات الممولة بالاقتراض قبل الضريبة وعليه تكلفة الأسهم الممتازة تحسب بعد الضرائب.

ومقارنة مع الأموال المقرضة فإن معدل العائد على الاقتراض بعد الضريبة يعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الاقتراض بعد الضريبة} = (\text{التكلفة قبل الضرائب}) (1 - \text{معدل الضريبة})$$

وهذا المعدل يكون أقل مما كان عليه قبل فرض الضريبة.

4- التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان والتكلفة الحدية واستخداماتهما:

4-1 التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان: (1)

وحساب التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان، يتم باستخدام تكلفة القروض و الأسهم الممتازة والأسهم العادية حسب نقلها في هيكل رأس المال.

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية 1998، ص 364.

وفي حالة اختلاف القيمة الدفترية لرأس مال المؤسسة عن قيمته السوقية ينبغي استخدام هذه الأخيرة في تحديد الأوزان المرتبطة بكل عنصر من عناصر رأس المال وحساب متوسط تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان.

وتتأثر التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان بنسبة الرفع المالي، حيث أن ارتفاع هذه النسبة إلى حدود معينة فإن المستثمرين ينتابهم القلق و يطلبون تعويضا عن زيادة الخطر الذي يأخذ صورة زيادة في معدلات العائد.

ويمكن حساب تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان إما على أساس تاريخي أو على أساس القيم الجارية وهذا معناه أننا قد نحسب متوسط تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان لرأس المال المستخدم من قبل أو نحسب متوسط التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان بالإضافة إلى رأس المال المستقبلية، لكن التركيز في حساب التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان يكون على رأس المال الجديد و ليس على الأموال التي تم الحصول عليها في الماضي. بسبب أن هذه العملية الحسابية ترتبط بتقييم واختيار مشروعات الاتفاق الاستثماري وتقدير تكلفة الأموال لأغراض إعداد الميزانية الرأسمالية.

4-2) تكلفة الأموال الحدية:

تعبر التكلفة الحدية عن تكلفة الأموال الجديدة الناشئة عن إصدار أسهم جديدة أو الاقتراض... الخ، وبعبارة أدق تعرف التكلفة الحدية بأنها تكلفة آخر وحدة نقدية من الأموال الجديدة التي يتم الحصول عليها وإذ كان للمؤسسة مصادر متنوعة من أسهم عادية، أرباح محجوزة، الاقتراض والأسهم الممتازة، فإن التكلفة الحدية لهذه الأموال هي في حد ذاتها متوسط لتكلفة الاقتراض والأسهم الممتازة وحقوق الملكية وتسمى متوسط التكلفة الحدية للأموال بمعنى تكلفة آخر وحدة نقدية مختلطة من مصادر التمويل المذكور أنفاً.

3-4) استخدام متوسط تكلفة الأموال والتكلفة الحدية للأموال⁽¹⁾:

تطرق المطلبين السابقين إلى متوسط تكلفة الأموال للإضافات المستقبلية في رأس المال وكذلك تكلفة الأموال الحدية لكل وحدة نقدية للإضافات المستقبلية، أما استخدامات هذين النوعين من التكلفة فتتمثل فيما يلي:

1-3-4) متوسط تكلفة الأموال الإضافية:

لهذه التكلفة أهمية كبيرة، حيث أنها تمثل التكلفة التي تهدف أي مؤسسة إلى تخفيضها إلى أدنى حد ممكن عن طريق التخطيط السليم لهيكل رأسمالها، وبصورة عامة فإن متوسط تكلفة الأموال ثابت حتى يتم استنفاد أموال القروض والأسهم الممتازة بالكامل وبعد ذلك يبدأ متوسط التكلفة في الارتفاع كنتيجة للحصول على كميات متزايدة من إصدار أسهم عادية جديدة التي تتميز بتكلفة مرتفعة، وبالتالي فإن مزيج هذه التكلفة الأخيرة مع التكلفة المحجوزة يؤدي إلى ارتفاع نسبي في متوسط التكلفة.

5- التكلفة الحدية:

تعتبر التكلفة عن تكلفة كل وحدة نقدية إضافية يتم الحصول عليها خلال العام الحالي وترجع أهمية هذه التكلفة إلى دورها الكبير في عملية تقسيم الاقتراحات الاستثمارية والمؤسسة لا تقبل أي مشروع رأسمالي جديد إلا إذا زاد معدل العائد الداخلي لها عن تكلفة الأموال الحدية لها، أو إذا كان صافي القيمة الحالية لها رقم موجي، وذلك عند استخدام سعر خصم يمثل تكلفة الأموال الحدية.

وتكلفة الأموال الحدية ثابتة وتساوي مع متوسط تكلفة الأموال حتى استنفاد أموال القروض والأسهم الممتازة بالكامل، وبعدما تفقر التكلفة الحدية إلى مستويات مرتفعة.

بالمقارنة بتكلفة الاقتراض، الأمر الذي يعكس على الهيكل المالي المستهدف للشركة، حيث تتجه الشركات نحو الشركات نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية والأرباح المحتجزة في مواجهة التمويل بالاقتراض.

¹ د. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 451.

المطلب الثالث: العوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال

تتأثر تكلفة الأموال بعدد من العوامل، بعضها يخرج عن نطاق سيطرة الشركة، فيما يقع البعض الآخر تحت سيطرة الشركة ويتأثر بسياساتها. وتتمثل هذه العوامل فيما يلي (1):

3- العوامل التي تخضع لسيطرة الشركة:

تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة الشركة وتؤثر على الهيكل المالي للشركة لعل أهمها مايلي:

1-1) سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي:

افترضنا حتى الآن أن للشركة هيكل مالي مستهدف وأنها استخدمت أوزان مكونات وعناصر هذه الهيكل لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال. غير أنه يمكن للشركة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضا من تكلفة الأموال. وكما سلف الذكر، فإن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية. فإذا قررت الشركة استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية، فإن هذا يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي. بيد ان للزيادة في الاعتماد على القروض في مواجهة تناقص الاعتماد على حقوق الملكية تؤدي إلى ارتفاع درجة الخطر المرتبطة بالهيكل المالي بشكل يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مرة أخرى، وقد تلغي الزيادة الناتجة عن ارتفاع درجة الخطر الخفض في التكلفة الناجم عن تزايد الاعتماد على الاقتراض أو على الأقل تحد منها.

1-2) سياسة التوزيعات Dividend Policy

تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين. وتبعاً لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض الشركة لنقطة الانكسار. حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجات الشركة من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال. فإذا كانت الموازنة الرأسمالية للشركة من النوع الذي يتطلب الحصول على تمويل إضافي بعد نقطة الانكسار، فإن الشركة قد تقرر تخفيض نسبة الأرباح الموزعة وزيادة نسبة الأرباح

¹ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 425.

المحتجزة بشكل يسمح بتمويل أي استثمارات إضافية منها في حدود النسب الواردة بالهيكل المستهدف، ومن شأن هذا الإجراء أن يجنب الشركة زيادة تكلفة الأموال بشكل كبير. غير أن تخفيض نسبة الأرباح الموزعة قد يسبب من ناحية أخرى زيادة تكلفة التمويل بشكل قد يؤثر على فاعلية الخفض الناجم عن الإجراء السابق.

1-3) السياسة الاستثمارية للشركة:

عند تقدير تكلفة الموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوبة على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير. وتعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول الشركة الحالية. وتبعاً لذلك يتعين أن نفترض بشكل ضمني أن الأموال الإضافية الجديدة سيتم استثمارها في أصول مماثلة للأصول الحالية وبنفس درجة الخطر المصاحبة لها. وقد يبدو هذا الافتراض صحيحاً طالما أن الشركة تستثمر في نفس نوع الأصول الحالية، غير أن الافتراض يسقط إذا غيرت الشركة من سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة للأصول الحالية. فإذا افترضنا أن إحدى الشركات قررت الاستثمار في خط إنتاجي جديد، فإن التكلفة الحدية للأموال فقط درجة خطورة النشاط الجديد وليس الأنشطة القديمة للشركة، وتأسيساً على ذلك تغيير السياسة الاستثمارية للشركة ينعكس على تكلفة الاستثمار نتيجة لتباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار.

2- العوامل التي لا تخضع لسيطرة الشركة:

يعد كل من مستوى أسعار الفائدة ومعدلات الضرائب السائدة أهم العوامل التي لا تخضع لسيطرة الشركة وتؤثر على تكلفة الأموال.

2-1) مستوى أسعار الفائدة:

إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني تتجه للارتفاع فإن تكلفة التمويل تزيد لأن الشركات ستكون مضطرة لدفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات. ولا يقتصر تأثير ارتفاع أسعار الفائدة على القروض والسندات فقط بل يؤدي أيضاً إلى رفع تكلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية وذلك طبقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. فمثلاً أدى انخفاض معدلات الفائدة في بداية تسعينات القرن الماضي في الولايات المتحدة إلى تخفيض تكلفة الأموال لجميع الشركات، الأمر

الذي أدى إلى زيادة الاستثمارات. ولا شك أن انخفاض تكلفة الأموال يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية لمنتجات الشركة بشكل قد يعطيها ميزة تنافسية في مواجهة الشركات الأجنبية.

2-2) معدلات الضرائب:

تتحدد أسعار الضرائب بموجب التشريعات الضريبية، وبالتالي فهي تخرج عن نطاق سيطرة الشركة. وتؤثر أسعار الضرائب على تكلفة الأموال ومن ثم على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال. فهي تؤخذ في الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض، كما أن مستوى الضرائب يؤثر بطريقة أخرى على تكلفة الأموال، فإذا قررت الحكومة مثلاً تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة على الربح الدوري، فإن هذا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية، حيث يؤدي ذلك الإجراء إلى تخفيض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الاقتراض الأمر الذي ينعكس على الهيكل المالي المستهدف للشركة حيث تتجه الشركات نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية والأرباح المحتجزة في مواجهة التمويل بالاقتراض.

المبحث الثاني: قرارات اختيار هيكل رأس المال

يعتبر هيكل التمويل ذلك الهيكل الذي يتضمن توليفة من مصادر التمويل المناسبة للمؤسسة من حيث أنها الأقل تكلفة ممكنة وهذا من أجل تعظيم قيمتها السوقية. واختبار مثل هذا الهيكل، يتطلب من المؤسسة الموازنة بين عنصري العائد والمخاطرة الناجمين عن اختيار هيكل التمويل من طرف المؤسسة. وسوف يتطرق هذا المبحث إلى العناصر الموالية:

- مفهوم هيكل التمويل الأمثل والعائد والمخاطر التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية.
- الرفع المالي والرفع التشغيلي.

المطلب الأول: مفهوم هيكل التمويل الأمثل والعائد والمخاطر التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية

4- مفهوم هيكل التمويل الأمثل:

تتوقف تكلفة الأموال على نوعية المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه وهيكل التمويل الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يحقق أقصى ربح للملاك ويحقق في نفس الوقت أعظم قيمة للمؤسسة، بحيث أنه كلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان لذلك أثره الإيجابي على قيمة

المؤسسة أي على القيمة السوقية لأسهمها.⁽¹⁾ وعليه ينبغي اختيار هيكل التمويل الذي يحقق التوازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل ذاته، إذ ينبغي تجنب التوسع في استخدام مصادر التمويل منخفضة التكلفة كالاقتراض لتمويل اقتراحات حالية، وذلك لأنه يزيد في المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.

5- العائد:⁽²⁾

يستخدم هذا العنصر كمعيار للمفاضلة بين البدائل المتاحة من مصادر التمويل، ويتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد وخدمات الديون والضرائب وتوزيعات على حملة الأسهم الممتازة، وتعطي من خلال العلاقة التالية:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي ربح العمليات - قيمة الفوائد} (1 - \text{معدل ض. على أرباح الشركات}) \text{ الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

حيث يمثل صافي ربح العمليات: الأرباح قبل خصم الفوائد والضريبة على الأرباح وما نستنتجه من خلال هذه الصيغة، هو أنه ربحية السهم تتأثر بالفوائد على القروض والتوزيعات على الأسهم الممتازة. وبما أنه عادة تكلفة الاقتراض تكون أقل من تكلفة الأسهم الممتازة، فإن ربحية السهم تتأثر أكثر في حالة هيكل التمويل الذي يتضمن الأسهم الممتازة إلى جانب الأسهم العادية والقروض عما إذا كان هيكل رأس المال يتضمن فقط الأسهم العادية والقروض.

ولكن عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة من مصادر التمويل لا تقتفي بمقارنة ربحية السهم، ولكن تأخذ بالحسبان أيضا المخاطرة التي يتعرض لها السهم - ربحية السهم - في ظل هياكل رأس المال المختلفة.

3- المخاطر التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية:

تقاس المخاطرة بدرجة تقلب العائد أو حالة عدم التأكد التي تشوب تحقيق العائد المتوقع وفي هذا الإطار نميز بين نوعين من المخاطر التي يترتب عليها تقلب في العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية وهما: مخاطر النشاط ومخاطر التشغيل.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2000، ص 601.

² منير إبراهيم هندي. الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر 2000، ص 597.

3-1) مخاطر النشاط:

ويقصد به الانحراف في العوائد المتوقعة التي ترتبط أساسا بالقرارات الاستثمارية أو بمجموعة الأصول - هيكل الأصول - ويتوقف حجم هذه المخاطرة على طبيعة المنتجات ودرجة تنوعها ومدى مرونة الطلب عليها ودرجة المنافسة، كما يتوقف حجم هذه المخاطر أيضا على درجة الرفع التشغيلي أي مدى اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة في عملياتها، إذا كلما زادت تلك التكاليف ترتب عليها تغير أكبر في صافي ربح العمليات والعكس صحيح⁽¹⁾.

وترتبط العوامل السابقة الذكر جزئيا بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة أي بالصناعة التي تنتمي إليها ويمكن أن تتحكم فيه المؤسسة في حدود معينة من خلال:

سياستها التسويقية، من خلال اتخاذ إجراءات لاستقرار المبيعات والأسعار.

التقليل من تكاليف المدخلات المستقبلية عن طريق التفاوض على عقود عماله-المتأولة -

استخدام أساليب التغطية لتقليل مخاطر الأعمال⁽²⁾.

3-2) المخاطر المالية:

وترتبط أساسا بقرارات التمويل وهي المخاطرة الإضافية التي يتحملها حملة الأسهم العادية نتيجة لاتخاذ قرار التمويل بالقروض من طرف مسيري المؤسسة. ويقصد به الخطر الإضافي الذي يترتب على استخدام الرفع المالي، حيث أنه كلما زاد اعتماد المؤسسة على القروض والأسهم الممتازة في عمليات التمويل أدى إلى زيادة في ربح السهم العادي والعكس صحيح، وذلك لأن القروض ذات تكاليف ثابتة وتزيد في صافي ربح العمليات الاستقلالية⁽³⁾.

المطلب الثاني: الرفع التشغيلي والرفع المالي

يتناول هذا العنصر أثر كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي على عملية الاقتراض.

¹ منير إبراهيم هنري، مرجع سابق، 2000، ص 601.

² أوحين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق العملي، الجزء الثاني، دار المريح، 2009، ص 798.

³ عبد الفقار حنفي، رسمية زكي قرياص، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر 2004، ص 129.

3- الرفع التشغيلي:

ترجع فكرة وجود الرفع التشغيلي إلى وجود التكاليف الثابتة (غير التكاليف الثابتة المالية). وعليه هذه الفكرة تطبق في المؤسسات التي تعمل في قطاع الصناعات التي تغلب عليها الكثافة الرأس مالية. مثل صناعة الاسمنت، الحديد، الطيران... الخ. مثلا في شركات الطيران تعتبر تكاليف الرحلة الواحدة ثابتة إلى حد كبير. ويعبر عن الرفع التشغيلي بنسبة التغير في ربح العمليات - الربح قبل تسديد الفائدة والضريبة - الناتج عن التغير في حجم المبيعات أو بمدى حساسية نتيجة الاستغلال - ربح الاستغلال للتغير في حجم المبيعات.

ومنه قياس درجة الرفع التشغيلي تعطي من خلال العلاقة التالية (1).

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{نسبة التغير في الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

$$DOL = \% \Delta B / \% \Delta \varphi \quad \longleftarrow \text{تبقى}$$

حيث DOL: درجة الرفع التشغيلي

ΔB : التغير في الأرباح.

وفقا لهذه العلاقة فإن تغير حجم المبيعات بـ 1% يؤدي إلى تغير في الأرباح بدرجة الرفع التشغيلي.

$\Delta \varphi$: التغير في المبيعات.

حيث أنه بعد نقطة التعادل ترتفع الأرباح ارتفاعا سريعا مع تزايد حجم المبيعات. ويحدث العكس تماما تحت مستوى التعادل إذ انخفاض في المبيعات يؤدي إلى انخفاض كبير في الأرباح.

وبناء على الصيغة السابقة لقياس درجة الرفع التشغيلي فإنه يمكن استخراج الصيغة التالية لقياس درجة الرفع التشغيلي.

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع الغربي، عمان 2009، ص 359-363.

$$DOL = \frac{\% \Delta B}{\% \Delta \varphi} = \frac{\frac{\Delta B}{B}}{\frac{\Delta \varphi}{\varphi}}$$

$$DOL = \frac{\Delta(\varphi \cdot p - \varphi CV - CF) / (\varphi \cdot P - \varphi \cdot CV - CF)}{\frac{\Delta \varphi}{\varphi}}$$

$$DOL = \frac{(\Delta \varphi \cdot p - \Delta \varphi \cdot CV - \Delta CF) / (\varphi \cdot P - \varphi \cdot CV - CF)}{\frac{\Delta \varphi}{\varphi}}$$

و لدينا $O = \Delta CF$ التغير في التكاليف الثابتة تساوي صفر.

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\varphi}{\Delta \varphi} \cdot \frac{\Delta \varphi (P - CV)}{(\varphi \cdot P - \varphi \cdot CV - CF)}$$

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\varphi(P - CV)}{\varphi(P - CV) - CF} = \frac{\varphi \cdot P - \varphi \cdot CV}{\varphi \cdot P - \varphi \cdot CV - CF}$$

و منه :

المبيعات - التكاليف المتغيرة

درجة الرفع التشغيلي =

المبيعات - التكاليف المتغيرة - التكاليف الثابتة

حيث: **CV**: التكاليف المتغيرة للوحدة

CF: التكاليف الثابتة

φ: الكمية المباعة

P: سعر بيع الوحدة

وتبقى القاعدة العامة هو أنه كلما ارتفعت درجة الرفع التشغيلي كلما زادت مخاطر التشغيل التي تقاس بدرجة تدبب ربح العمليات. والتذبذب الكبير في ربح العمليات أي ارتفاع درجة الرفع التشغيلي لا تشجع على زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال نظرا لارتفاع مخاطر الفشل في الوفاء

بالالتزامات تجاه المقرضين إذا ما حدث انخفاض في حجم تلك الأرباح (الأرباح قبل تسديد الفوائد و الضريبة).⁽¹⁾

4- الرفع المالي:

يتشابه الرفع المالي مع الرفع التشغيلي من حيث أنهما يقومان على مبدأ تحسين الربحية بالاستفادة من الصفة الثابتة لبعض النفقات، ففي حالة الرفع التشغيلي. زيادة المبيعات بعد نقطة التعادل تؤدي إلى زيادة بنسبة أكبر في الأرباح المحققة، وذلك بسبب سلوك التكاليف الثابتة التي لا تتغير مع زيادة المبيعات.

أما في حالة الرفع المالي فسنجد أن فرصة تحسين الربحية ستكون عن طريق الاقتراض بتكلفة ثابتة منخفضة نسبياً، ويعبر الرفع المالي عن مدى الاعتماد على القروض الثابتة التكلفة⁽²⁾. كلما كانت تستخدم درجة أعلى من الرفع المالي بحيث من الممكن أن يؤدي ذلك إلى تضم الأرباح أو الخسائر وبالتالي فإن استخدام الرفع المالي يمكنه أن يؤدي إيجابياً على ثروة حملة الأسهم، لكن في نفس الوقت يمكن أن تؤدي أيضاً إلى زيادة الضغوطات والمشاكل المالية.⁽³⁾

وتقاس درجة الرفع المالي بالعلاقة التالية:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير النسبي في العائد على السهم أو على رأس المال}}{\text{التغير النسبي في الربح قبل الفائدة و الضريبة}}$$

$$\frac{\% \Delta BN}{\% \Delta B} =$$

$$\frac{\Delta BN / BN}{\Delta B / B} =$$

حيث: BN هو الربح الصافي بعد الضريبة

B الربح قبل الفائدة و الضريبة

$$BN = (B - I)(1 - t)$$

¹ منير إبراهيم هنري، مرجع سابق، 2000، ص 622.

² مفلح محمد عقل، مرجع سابق، 2009، ص 368.

³ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل، الأردن، 2010، ص 179.

وعليه:

حيث: t : هو معدل الضريبة و I : هو التكاليف المالية الثابتة - الفائدة و الأقساط .

$$\text{و منه } \text{درجة الرفع المالي} = \frac{\frac{\Delta(B-I)(1-t)}{(B-I)(1-t)} \cdot \frac{B}{\Delta B}}{\frac{(\Delta B - \Delta I)(1-t)}{(B-I)(1-t)} \cdot \frac{B}{\Delta B}}$$

و لما كان $\Delta I = 0$ تصبح العلاقة كما يلي:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\frac{\cancel{\Delta B}(1-t)}{(B-I)(\cancel{1-t})} \cdot \frac{B}{\cancel{\Delta B}}}{\frac{B}{(B-I)}} =$$

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{الربح قبل الضريبة والفائدة}}{\text{الربح - الفائدة}}$$

وبشكل عام عندما يكون العائد على الاستثمارات أعلى من تكلفة الاقتراض. يظهر الأثر الإيجابي للرفع المالي على شكل زيادة في العائد على حقوق المساهمين (الأسهم العادية) ويزداد أثر هذه الزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي وزاد الربح والعكس صحيح.

المبحث الثالث: مداخل تحليل أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة (1)

السؤال الذي يطرح نفسه هنا، هو هل هناك أثر للتوليفة التي سيتكون منها رأس المال - قروض وأموال ملكية - على قيمة المؤسسة. وهل هناك توليفة أو مزيج لهيكل رأس المال أمثل: وللإجابة على هذا السؤال هناك عدة دراسات أو نظريات تناولت هذا الموضوع وتتمثل هذه النظريات في النظرية التقليدية والنظرية الحديثة، كما يتطرق هذا العنصر إلى تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس والعلاقة التوازنية بين أثر كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة والوقرات الضريبية.

¹ Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, op-cit, 2003 , p : 176 .

المطلب الأول: النظرية التقليدية والنظرية الحديثة

1- النظرية التقليدية أو المدخل التقليدي:

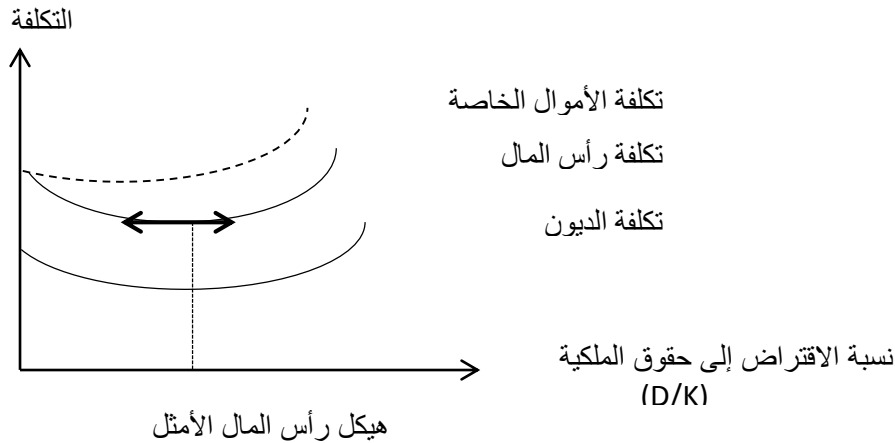
الخلاصة التي توصل إليها هذا المدخل هو أنه هناك هيكل أمثل لرأس المال الذي يخفض تكلفة رأس المال ويعظم قيمة المؤسسة، وهذا بناءً على ما يلي:

تكلفة الأموال الخاصة - الأموال المملوكة - أعلى من تكلفة الديون، بسبب أن مخاطر الأموال الخاصة أكبر من مخاطر الديون وأن الفوائد على القروض لا تدخل في الوعاء الضريبي (الضريبة على أرباح الشركات) .

وعليه اللجوء إلى القروض سوف يخفض تكلفة رأس المال وهذا اللجوء إلى القروض سوف يؤدي إلى رفع مخاطر المساهمين الذين بدورهم يطلبون عائداً أكبر يتناسب مع حجم المخاطر التي يتحملونها ومن ثم فإن اللجوء إلى القروض سوف يخفض تكلفة رأس المال في البداية وبعده يجعله يرتفع بسبب ارتفاع مخاطر المساهمين، ومنه نستنتج أنه يوجد حد أدنى لهيكل رأس المال الأمثل، بمعنى أنه توجد نسبة اقتراض مثالية تتخفف عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد وعندها تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

ويمكن توضيح هذا المدخل من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (01): تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال حسب المدخل التقليدي



Source: J. Barreau & J. Delahave, Op- Cit, 2008, P: 177

ويتحقق الهيكل الأمثل لرأس المال عند النقطة X والتي تقل عندها التكلفة المتوسطة لرأس المال المستثمر في المشروع. وبالتالي تزداد عندها قيمة المشروع وذلك بفرض ثبات الدخل الخاص بالمشروع.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا المدخل تناول أثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة في ظل حالتين حالة وجود ضرائب وحالة عدمه. والنتائج المتوصل إليها في كلتا الحالتين لا تختلف في الخلوص بأنه هناك هيكل رأس مال أمثل أي هناك أثر للاقتراض على قيمة المؤسسة. لكن ثمة اختلاف طفيف وهو أن القيمة الكلية للمؤسسة في ظل وجود ضرائب ستكون أقل منها في حالة عدم وجود ضرائب. (1)

(2) النظرية الحديثة - مدخل ميد جيليانى وميلر -

ونميز بين حالتين:

(1-2) حالة عدم وجود ضريبة:

خلص ميد جيليانى وميلر في حالة عدم وجود ضريبة إلى أنه لا يوجد هيكل تمويل أمثل بمعنى أن الاقتراض لا يؤثر على قيمة المؤسسة، وذلك لكون تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتين عن هيكل رأس المال.

(1-1-2) تأثير الاقتراض على تكلفة رأس المال:

في حالة عدم وجود ضريبة فإن الصيغة العامة للرافعة - الرفع المالي -

$$t_f = (1 - \delta) \left[t_e + \frac{D}{K} (t_e - i) \right]$$

حيث:

$\frac{D}{K}$: يعني الرافعة المالية.

t_f : مردودية الأموال الخاصة المطلوبة من طرف المساهمين وهي تمثل تكلفة الأموال الخاصة.

i : تكلفة القروض.

¹ عبد الغفار حدقي، رسمية زكي قرياص، أساسيات التمويل و الإدارة ، 2004، ص 23.

∂ : معدل الضريبة ويساوي 0 ($\partial = 0$).

t_e : المرد ودية الاقتصادية لما هو منتظر تحقيقه من عائد على رأس المال.

ومنه تصبح العلاقة أعلاه كما يلي:

$$t_f = t_e + \frac{D}{K} (t_e - i) \quad (2)$$

ولدينا تكلفة رأس المال معطاة بالعلاقة التالية:

$$t = t_f \cdot \frac{K}{D + K} + 1 \frac{D}{D + K} \quad (3)$$

نعوض قيمة t_f بقيمتها في العلاقة (2) في صيغة تكلفة رأس المال العلاقة (3)

نجد:

$$\begin{aligned} t &= [t_e + \frac{D}{K} (t_e - i)] \cdot \frac{K}{D + K} + i \frac{D}{D + K} \\ &= t_e \frac{K}{D + K} + \frac{D}{D + K} (t_e - i) \cdot \frac{K}{D + K} + i \frac{D}{D + K} \\ &= t_e \frac{K}{D + K} + \frac{D}{D + K} t_e - i \frac{D}{D + K} + i \frac{D}{D + K} \\ &= t_e \left[\frac{K + D}{D + K} \right] \end{aligned}$$

$$t = t_e$$

ومنه تكلفة رأس المال تساوي إلى المردودية الاقتصادية، وتتمثل في العائد المنتظر تحقيقه على رأس المال، وهو مستقل على هيكل رأس المال (D+K)، وهذا يعني انه لا يوجد تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة ومنه لا يوجد أيضا هيكل أمثل لرأس المال.

2-1-2 تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة:

قام كل من ميد جيلاني وميلر بتقديم شروحات حول كل من مؤسسة بدون قروض ومؤسسة ذات قروض ولكنهما تتشابهان في كل النقاط الأخرى، وعليه. إذا كانت قيمة هاتين المؤسستين مختلفتين فان المساهمين في المؤسسة ذات القروض من مصلحتهم بيع أسهمها وشراء أسهم المؤسسة بدون قروض. لكن النتيجة خلصت إلى أن قيمة كلتا المؤسستين متماثلة.

الفصل الثالث: قرارات التمويل وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة

وخلص إلى أن هيكل رأس المال لا يؤثر على قيمة المؤسسة بمعنى أنه لا يوجد تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة.

2-2) حالة وجود ضرائب:

خلص كل من ميد جيليانى وميلر إلى أنه هناك هيكل أمثل لرأس المال، بمعنى أن الاقتراض يؤثر على قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال.

2-2-1) تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة:

ولإظهار هذا الأثر نفترض وجود مؤسستين E_1 و E_2 ، تتشابهان في كل النقاط ماعدا تختلفان في هيكل رأس مالهما، حيث:

E_1 بدون ديون - قروض -

E_2 لديها ديون - قروض -

ونقوم بحساب التدفق السنوي الذي يمكن توزيعه على المقرضين والمساهمين لكلتا المؤسستين حسب الجدول التالي:

جدول رقم (03): حساب التدفق النقدي الموزع على المقرضين و المساهمين

| E2 | E1 | المؤسسة البيان |
|--|-----------------|--|
| R | R | النتيجة الاقتصادية |
| D_i | - | أعباء القروض |
| $R - D_i$ | R | النتيجة قبل الضريبة |
| $(R - D_i)(1 - \theta)$ | $R(1-\theta)$ | النتيجة الصافية |
| $(R-D_i) (1-\theta)$ | $R(1-\theta)$ | الدخل القابل لتوزيع على المساهمين |
| D_i | - | الدخل القابل لتوزيع على الدائنين |
| $(R - D_i)(1 - \theta) + D_i = R(1 - \theta) + D_i \theta$ | $R(1 - \theta)$ | المجموع القابل للتوزيع على الدائنين والمساهمين |

المصدر: من إعداد الباحث

و قيمة المؤسسة تساوي إلى القيمة المستحدثة للعوائد الموزعة، و معدل الاستحداث هو المعدل المطلوب من طرف الملاك و المقرضين t_e ، و يتم الحساب بالاستحداث على مدار مالا نهاية من السنوات.

ومنه:

قيمة المؤسسة E_1 (VE_1) تعطى بالصيغة التالية:

$$VE_1 = R(1 - \partial) \frac{1 - (1 + t_e)^{-n}}{t_e}$$

وعندما n تؤول إلى مالا نهاية فإن $(1 + t_e)^{-n}$ تؤول إلى الصفر.

وعليه تصبح الصيغة السابقة كما يلي:

$$VE_1 = \frac{R(1 + \partial)}{t_e}$$

قيمة المؤسسة E_2 التي تعتمد على الاقتراض فهي هذه الحالة، حيث عائد الملاك والمقرضين يتضمن عنصرين:

- عنصر عشوائي $R(1 - \partial)$ الذي ينبغي استحداثه بمعدل مطلوب t_e .
- وعنصر أكيد $D i \partial$ الذي ينبغي استحداثه بمعدل i و هذا مع اعتبار أن الديون - القروض - بدون خطر و أن i هو أيضا معدل بدون خطر .

ومنه قيمة المؤسسة E_2 تعطى بالصيغة التالية:

$$VE_2 = R(1 - \partial) \frac{1 - (1 + t_e)^{-n}}{t_e} + D i \partial \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

وعندما n تؤول إلى مالا نهاية ، تصبح قيمة المؤسسة كما يلي:

$$VE_2 = \frac{R(1 + \partial)}{t_e} + \frac{D i \partial}{i}$$

وعليه فإن :

$$VE_2 = VE_1 + D i$$

$$D = \frac{D i}{i} \quad \text{حيث:}$$

وبالتالي نخلص إلى النتيجة التالية:

في حالة وجود ضريبة على أرباح الشركات، فإن قيمة المؤسسة المستدينة - لجأت إلى قروض - تعادل قيمة المؤسسة بدون قروض مضافا إليها القورات الضريبية المحققة من عدم خضوع فوائد القروض إلى ذات الضريبة.

ملاحظة:

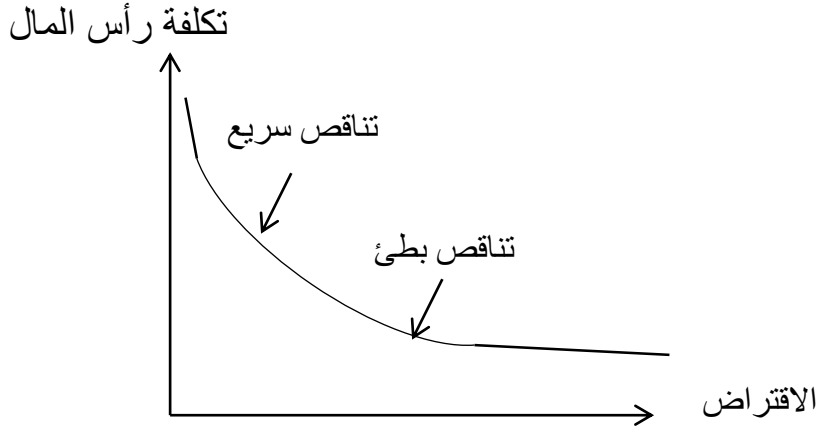
هذه الدراسة قد بنيت على وجود فروض تتمثل في ثبات كل من النتيجة الاقتصادية ومعدل الضريبة على أرباح الشركات سمرديا، وكذلك أن المؤسستين تنتميان إلى نفس الصنف من المخاطر وأن القروض بدون مخاطر. غير أن هشاشة هذه الفروض تجعل النتيجة المتوصل إليها غير عملية بالنسبة إلى تقييم المؤسسات، بمعنى أن النتائج المتوصل إليها تغني بالكثير من العوامل في الحياة العملية.

2-2-2 تأثير الاقتراض على تكلفة رأس المال :

في ظل وجود ضريبة فان قيمة المؤسسة المقترضة تضاف إليها القورات الضريبية المحققة مقارنة بقيمة المؤسسة التي لم تلجا إلى قروض، هذه الإضافة للقورات الضريبية تزيد في القيمة السوقية للأموال الخاصة⁽¹⁾. ثم تؤول إلى التغير في العائد المالي الذي يطلبه المساهمون) وهو يقيس تكلفة الأموال الخاصة). وبالتبعية التغير في تكلفة رأس المال. غير انه لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال.

¹ - القيمة السوقية للأموال الخاصة هي القيمة السوقية للأسهم

شكل رقم (02): تأثير الاقتراض على تكلفة رأس المال



Source: J. Barreau & J. Delahaye, Op-Cit, 2003, P: 179

وبهذا نخلص إلى النتيجة التالية: لا يوجد هيكل لرأس المال يجعل تكلفة رأس المال في أدنى مستوى لها، فهي تنخفض بزيادة الاقتراض بوتيرة متسارعة في البداية إلى حد معين، وبعد هذا الحد يؤدي زيادة الاقتراض إلى انخفاض طفيف في تكلفة رأس المال. وعليه يمكن للمؤسسة تحديد مستوى الاقتراض الذي تراه غير مجدي تجاوزه، يعني لا يحقق لها انخفاض في تكلفة رأس المال ذو أثر.

المطلب الثاني: تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس

بينت الدراسات السابقة الأثر الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبية على قيمة المؤسسة غير أن هذه النتيجة تغفل بعض العوامل في الحياة العملية، والمتمثلة في كون الدراسات السابقة تفترض أنه لا توجد مخاطر للقروض ومعدل الفائدة ومنه لا توجد مخاطر الإفلاس. لكن من الناحية العملية أن المؤسسات التي يلجأ إلى القروض يمكن أن تتعرض إلى الإفلاس عند عجزها تسديد خدمات القروض في تاريخ الاستحقاق. كما أنه أيضا قد يتدخل المقرضين في إدارة المؤسسة فيما يخص بعض القرارات الشيء الذي يستدعي متابعة نشاط تسيير المؤسسة عن كثب من خلال وكلاء مقابل أتعاب تعرف بتكلفة الوكالة.

وعليه فإن الدراسات السابقة لم تأخذ في الحسبان تأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على عملية الاقتراض. ومن ثم على قيمة المؤسسة.

ولإظهار هذا الأثر سوف يتطرق هذا المطلب إلى ما يلي:

- تكلفة الإفلاس
 - تكلفة الوكالة
 - نظرية العلاقة التوازنية بين الأثر الايجابي للقرارات الضريبية وتكلفة كل من الإفلاس والوكالة.
- 1- تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة وهيكل رأس المال في ظل وجود تكلفة الوكالة:**

قد ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالح هؤلاء المقرضين (القرارات الخاصة بالتوزيعات، والخاصة برفع مرتبات المديرين...الخ).

ولكي يتأكد المقرضين من ان إدارة المؤسسة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم. يطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل المتابعة بتكاليف الوكالة.

وعادة ما ينقل المقرضون هذه التكاليف إلى الملاك، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها مما يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. (1)

ويقوم المقرضون بنقل تكاليف الوكالة إلى الملاك لأن إدارة المؤسسة تسعى أساسا لخدمة مصالح الملاك وليس مصالح المقرضين.

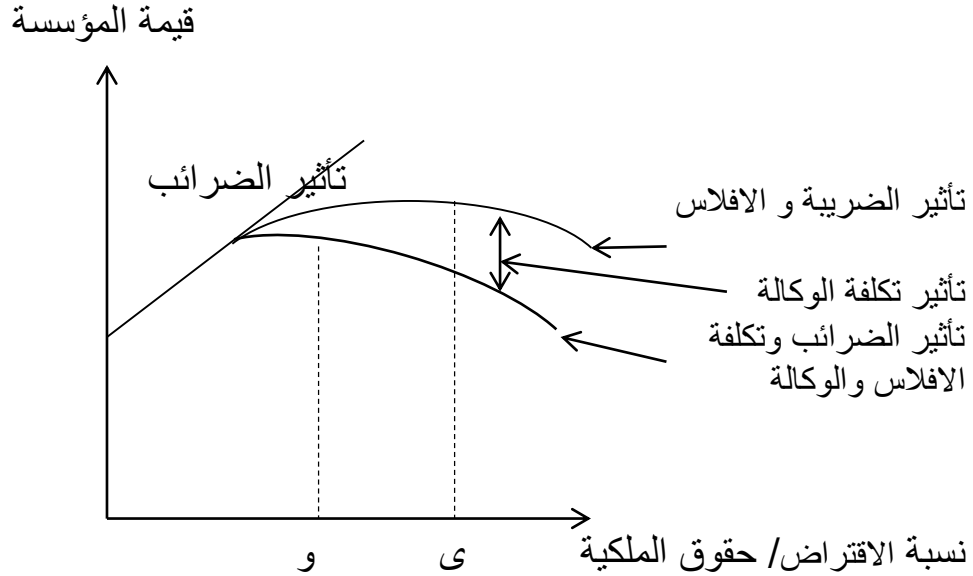
حيث أنها تقوم بالاستثمار في المشاريع عالية المخاطرة إذا كان تمويلها يتم من أموال مقترضة، بينما لا تسعى إلى ذلك إذا كانت المشاريع ستمول من حقوق الملكية... وإذا ما نجح المشروع الاستثماري فإن الملاك سيحصلون وحدهم على المكاسب. أما إذا فشل المشروع فقد يتحمل المقرضين جزءا من نتائج هذا الفشل.

لذا يصبح من حقهم المطالبة بعائد إضافي لتعويضهم عن مثل هذه المخاطر الإضافية.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2000 ص 675.

وعليه سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقرضة داخل هيكل رأس المال (1).

شكل رقم (03): قيمة المؤسسة في ظل خضوعها لضريبة، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2000، ص 673

يلاحظ أن نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية انخفضت من (ى) إلى (و)، حيث عند النقطة (و) يتعادل التأثير الايجابي لأثر الضريبة والتأثير السلبي لأثر تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس. حيث عند هذه النقطة تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة وذلك من جراء تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

1- تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس:

يتطرق هذا العنصر إلى النقاط التالية:

- مفهوم خطر وتكلفة الإفلاس.
- تقدير خطر الإفلاس.
- تأثير تكلفة الإفلاس على الاقتراض.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2000، ص 673.

2-1) مفهوم خطر وتكلفة الإفلاس:

2-1-1) مفهوم خطر الإفلاس:

يتعلق خطر الإفلاس بعدم إمكانية تسديد الديون المالية على المؤسسة (1).

وبلوغ مستوى الخطر إلى حد معين يؤدي بالدائنين إلى رفض إقراض المؤسسة المعينة أو تحديد مبلغ القرض في حدود معينة أو اشتراطهم عائدا و ضمانات مهمة.

2-1-2) مفهوم تكلفة الإفلاس:

يتوقف مستوى العائد الذي يطلبه المقرضين بمستوى المخاطرة التي سوف تتعرض لها الأموال المقدمة سواء في شكل سندات أو قروض مصرفية، فإذا كان خطر إفلاس المؤسسة مرتفع فإن العائد الذي يطلبه الدائنين يكون مرتفع و العكس صحيح، و بما أن خطر الإفلاس يرتبط بفسل المؤسسة في تسديد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق حيث أن هذا الفسل يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإفلاس المؤسسة، و أثر الصعوبات المالية المحتملة على قيمة المؤسسة ترتبط بالتكلفة المرتبطة بهذه الوضعية: تكلفة مباشرة (المحاميين، البنوك، تكاليف تصفية الأصول...) وتكاليف غير مباشرة ناتجة عن صعوبة تسيير المؤسسة في مثل هذه الوضعيات (2).

هذا بالنسبة الى المؤسسة التي يتكون رأس مالها من حقوق الملكية والقروض.

بينما لا تتعرض المؤسسات التي يتكون رأس مالها من حقوق الملكية فقط الى مثل هذه المخاطر. وكقاعدة عامة، كلما زادت مخاطر الإفلاس كلما زاد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة وكذلك في معدل العائد المطلوب من طرف المقرضين - القروض المصرفية - الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية (3).

¹ Jean Barreau J.Delahaye, Op – cit, 2003 P 300

² André Farber et autres, Finance, PEARSON ; Paris ; 2ed· 2002, P 200.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2000، ص 665.

2-2) تحليل خطر الإفلاس:

توجد عدة طرق لتحليل خطر إفلاس المؤسسة، منها مايلي:

2-2-1) تحليل ذمة المؤسسة:

يبني هذا التحليل على أساس الميزانية المالية المحصل عليها من الميزانية المحاسبية.

ويقوم هذا التحليل على فرضية تصفية المؤسسة. وانطلاقا من هذا التحليل، يتم تقييم خطر الإفلاس على أساس أنه يجب أن تكون القيمة الحقيقية للأصول أكبر من المديونية الإجمالية، وتولد نسبة الأصول الصافية إلى الخصوم أكبر من 20%. وهذا النوع من التحليل يعتبر محدود من حيث الصعوبة في الحصول على المعلومات الضرورية، كما أنه يعتبر تحليل ساكن Statique.

2-2-2) التحليل بالاعتماد على التنقيط:

وتشكل عملية التنقيط المعدة من طرف وكالات التنقيط أحد الأدوات التي تسمح بتقدير خطر عدم تسديد القروض وخدماتها.

وتتعلق عملية التنقيط بفترة زمنية معينة تتراوح بين اثنين إلى أبع أشهر وتتضمن المراحل التالية⁽¹⁾:

- تحليل المحيط المؤسسة المصدرة للقرض أو الطالبة للقرض (قطاع النشاط الذي تنتمي إليه ووضعيتها التنافسية).
- تحليل الاستراتيجية.
- دراسة أسلوب التسيير والتنظيم المعتمد من طرف المؤسسة.
- تحليل النجاح الاقتصادية (دراسة الوثائق المحاسبية والمالية الماضية والتقديرية).
- تحليل المخاطر المالية (المرتبطة بالهيكل التمويل والمخاطر الاقتصادية المتعلقة بانقطاع وعدم القدرة المحتملة للمؤسسة)
- المقابلة مع الطاقم المسير للمؤسسة.

¹ Jean Barreau & J. Delahaye. Op-Cit, 2003, P 373 .

وفي أعقاب هذه الدراسة سوف يتم وضع تقرير من طرف وكالات التنقيط الذي يسمح بإعطاء نقطة للمصدر معبر عنها في شكل حروف أبجدية. تختلف من وكالة تنقيط إلى أخرى وهذه العلامة المعطاة للمصدر تعبر عن وضعيته المالية، هل هي جيدة أم تبعث عن القلق.

وبالتالي عملية التنقيط تعبر عن مؤشر يسمح بمعرفة ملاءة المؤسسة.

وعملية التنقيط تكون مرفقة بتعليق وتوقعات التطور -مستقرة، موجبة، سالبة - وتترجم عملية التنقيط وفقا لجدول يعطى بدلالة حروف أبجدية مرتبة حسب عدة مستويات للخطر.⁽¹⁾

2-3) تأثير تكلفة الإفلاس على الاقتراض (الصعوبات المالية):

إدراك المقترضين أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا يكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت. فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس، ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها و بالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس أما من جانب الملاك فإنهم يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس لأن مخاطر الإفلاس التي تزداد مع زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية لا يمكن التخلص منها بالتنوع بالرغم من أن خطر الإفلاس يعتبر أساسا من المخاطر المنتظمة.

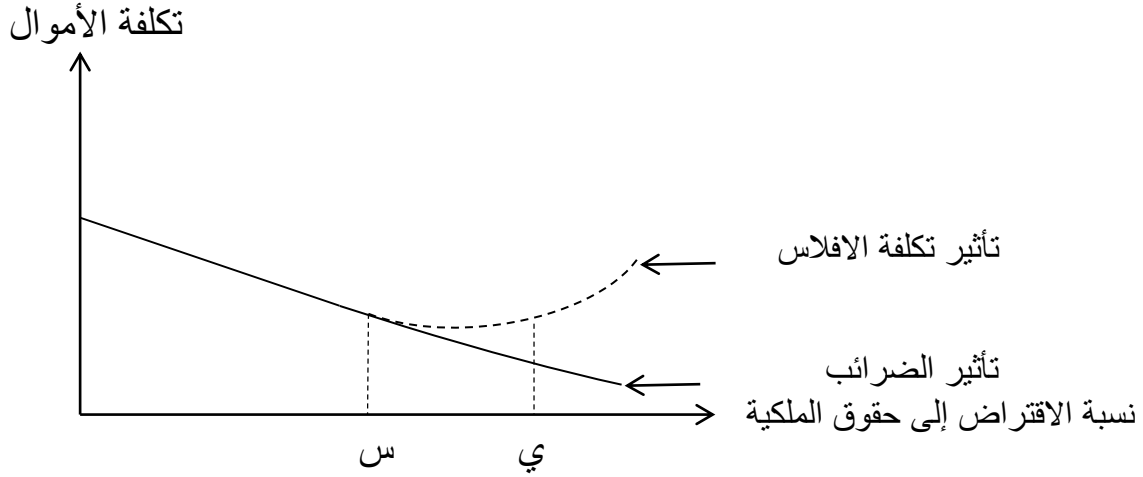
وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل عائد كبير على الاستثمار لتعويضهم عنها. وهذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار.

في البداية زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية يترتب عليها انخفاض في متوسط تكلفة الأموال بسبب الوقرات الضريبية غير أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية بعد نقطة معينة يترتب عليها ظهور تكلفة الإفلاس. وعليه تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوقرات الضريبية وتكلفة الإفلاس.

¹ Jean Barreau & J.Delahaye , op -cit,2003 , P 373 .

وتحدد النسبة المثالية للاقتراض إلى حقوق الملكية (هيكل رأس المال الأمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس عندما تكون تكلفة الأموال في حدها الأدنى وهي النقطة (ي) في الشكل التالي:

شكل رقم (04): أثر تكلفة الإفلاس



المصدر: منير إبراهيم هنري، مرجع سابق، 2000، ص 670.

قبل النقطة (س) نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية (س) لم تكن هناك تكلفة الإفلاس.

وبالتالي تكلفة الأموال خضعت فقط إلى تأثير الضريبة - الوفورات الضريبية - مما أنجر عنه انخفاض تكلفة الأموال المقترضة، وعند زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية بنسبة معينة بدأت تظهر تكلفة الإفلاس التي تعمل في اتجاه معاكس لتأثير الضريبة مما يؤدي إلى استمرار انخفاض التكاليف، ولكن بمعدل اقل إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى النسبة (ي)، أين يصبح إثر الإفلاس أكبر من اثر الضريبة، ومن ثم اتجاه تكلفة الأموال المقترضة نحو الارتفاع، ومنه النسبة المثلى للاقتراض هي عند النقطة (ي).

وارتفاع تكلفة الأموال يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس. حيث النقطة (ي) تمثل نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية التي عندها تكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى وهي النقطة التي كانت فيها تكلفة الأموال عند حدها الأدنى.⁽¹⁾

¹ منير إبراهيم هنري، مرجع سابق، 2000، ص 670.

المطلب الثالث: العلاقة التوازنية بين أثر كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة وأثر الوفرات

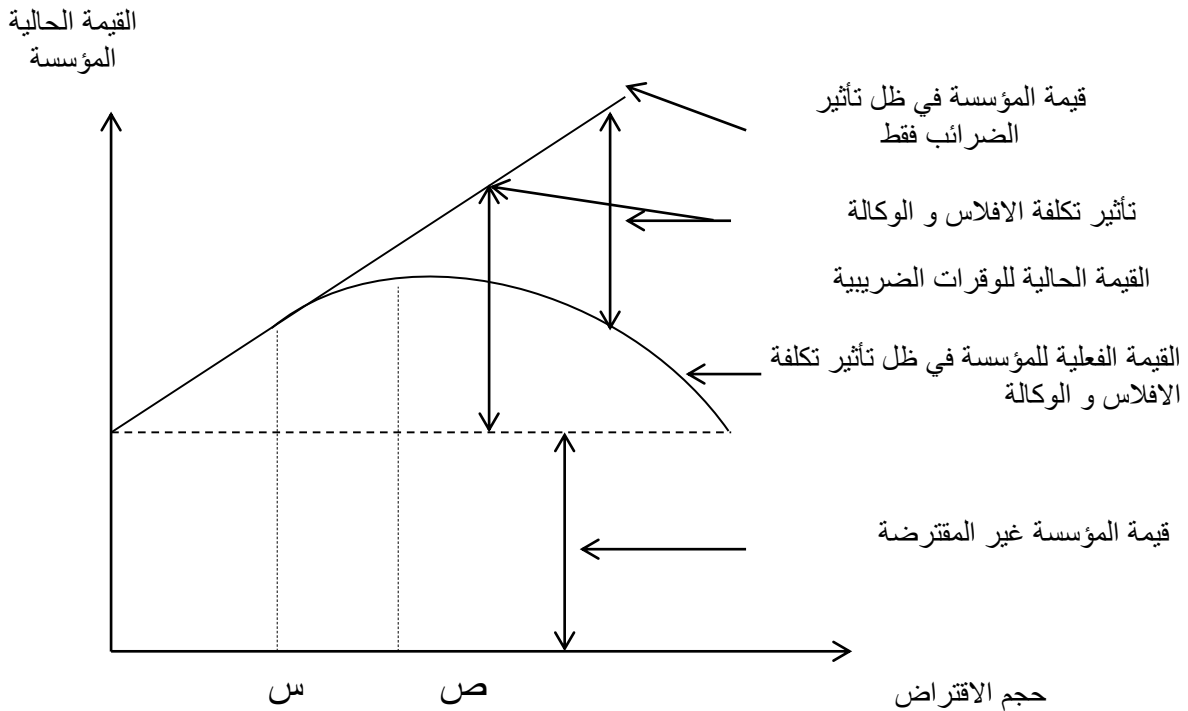
الضريبية: - نظرية العلاقة التوازنية (1)

3- مضمون نظرية العلاقة التوازنية:

تعطي هذه العلاقة محصلة التوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفرات الضريبية، و التأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة و يمكن إبراز محصلة التأثيرين المتعاكسين للوفرات الضريبية من جهة و تكلفة الوكالة و تكلفة الإفلاس من جهة أخرى من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (05):

القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية



المصدر: منير إبراهيم هنري، مرجع سابق، 2000، ص 219.

¹ نفس المرجع، ص 219.

يلاحظ من خلال الرسم البياني أنه كلما زادت نسبة الأموال المقترضة ارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يعكسه الميل الموجب للخط المستقيم. غير انه يترتب من ناحية أخرى عن زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين عند النقطة (س) ظهور الآثار السلبية ممثلة في القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة، وإن كان حجمها أقل من القيمة الحالية للوفرات الضريبية. وعليه تظل القيمة السوقية للمؤسسة في ارتفاع مستمر لكن بمعدلات متناقصة. إلى غاية بلوغ نسبة الأموال المقترضة النقطة (ص) التي عندها تتساوى القيمة الحالية للوفرات الضريبية مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة ومنه تصبح النقطة (ص) ممثلة للحجم الأمثل للأموال المقترضة. وبعد النقطة (ص) تصبح القيمة الحالية لتكلفة الوكالة والإفلاس أكبر من القيمة الحالية للوفرات الضريبية فتبدأ القيمة السوقية للمؤسسة في الانخفاض.

وهو الشيء الذي يعاكس تحليل ميلر وميد جلياني الذين يرى بأن قيمة المؤسسة ترتفع باضطراد مع الزيادة في الاعتماد على الأموال المقترضة. وذلك في ظل غياب تكلفة الوكالة و الإفلاس (1).

1- تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية:

ويمكن الربط بين القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال في ظل نظرية العلاقة التوازنية. كما هو موضوع في الشكل البياني أدناه. الذي يبين العلاقة بين نسبة الأموال المقترضة وكل من تكلفة حقوق الملكية. وتكلفة الأموال المقترضة. ومتوسط تكلفة الأموال الممثلة في المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة رأس المال.

بالنسبة إلى منحى تكلفة حقوق الملكية يتجه نحو الارتفاع للتعويض عن المخاطر المالية الإضافية التي يتعرض لها الملاك نتيجة الاقتراض.

أما فيما يخص منحى تكلفة الاقتراض فيتجه أيضا نحو الارتفاع للتعويض نتيجة ارتفاع تكلفة الاقتراض لتعويض عن تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

بينما منحى التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان لتكلفة رأس المال فيتجه نحو الانخفاض إلى حد معين وهو الحد الذي تساوي فيه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة مع الوقات الضريبية عند النقطة "ص"

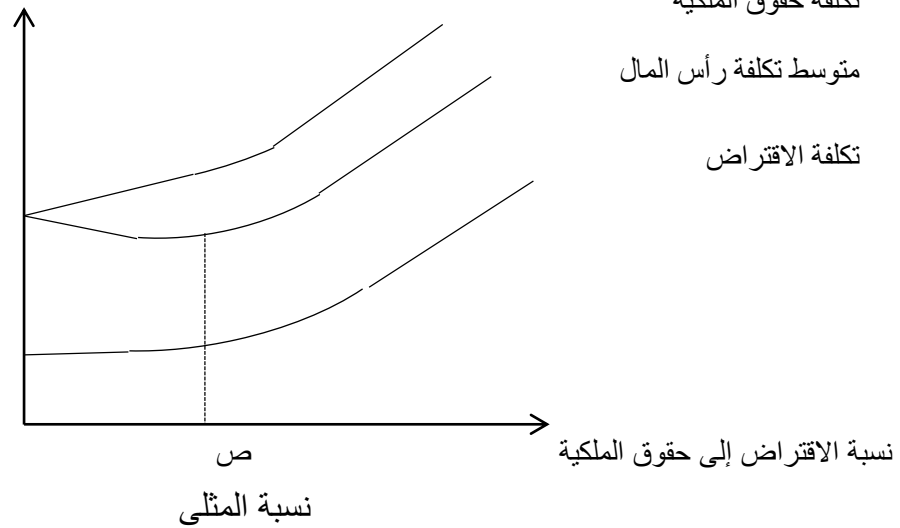
¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2000، ص 219 - 220.

حينئذ تكون تكلفة الأموال قد وصلت حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى، و قبل هذه النقطة تكون فيه تكلفة الإفلاس والوكالة أقل من الوفرات الضريبية. الذي يترتب عليه انخفاض في متوسط تكلفة الأموال. وإذا ما ذهبنا المؤسسة إلى حد أبعد من النقطة (ص) المعبرة عن نسبة معينة للقروض إلى حقوق الملكية، هنا سوف ترتفع تكلفة الإفلاس والوكالة لتزيد عن الوفرات الضريبية، مما يترتب عليه ارتفاع في متوسط تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة وعليه النسبة المثلى للاقتراض إلى حقوق الملكية التي تدني متوسط تكلفة الأموال وتعظم القيمة السوقية للمؤسسة هي النقطة (ص) (1).

شكل رقم (06):

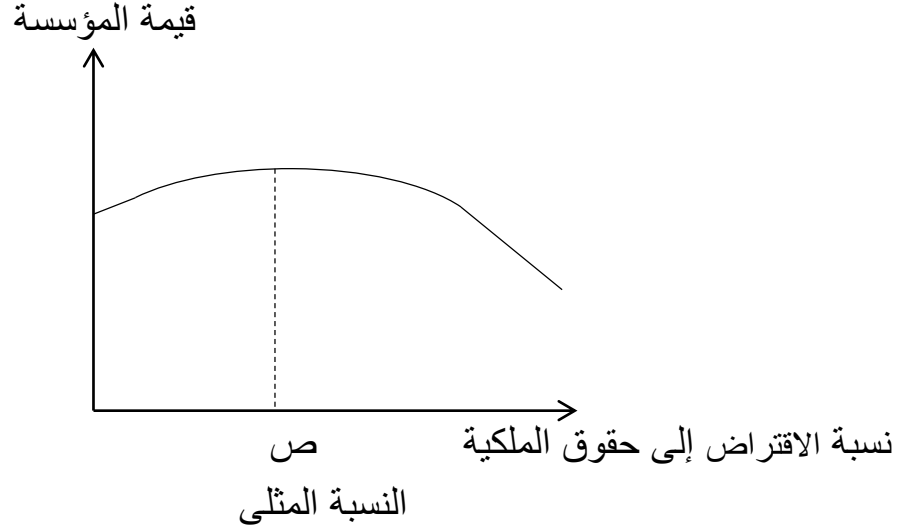
تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية

تكلفة الأموال



¹ نفس المرجع، ص 220.

القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: منير إبراهيم هندي مرجع سابق، 2000، ص 221.

2- علاقة نظرية العلاقة التوازنية مع مدخل ميلر وميد جلياني والمدخل التقليدي:

إن نظرية العلاقة التوازنية تتعارض مع فكر ميلر وميد جلياني وتتوافق مع المدخل التقليدي الذي يقضي بوجود حجم أمثل للاقتراض. لكن الفضل يرجع إلى ميلر وميد جلياني الذي أدخل عنصر الضريبة الذي يزيد في نسبة الاقتراض من جراء الوفرات الضريبية. الشيء الذي لم يكشفه المدخل التقليدي. حيث هذا الأخير لم يعطي الأسباب التي من أجلها أخذت تكلفة الأموال في الانخفاض والقيمة السوقية في الارتفاع إلى حد معين.

لكن بإدخال الضرائب وتكلفة الإفلاس والوكالة اتضح أن نسبة الاقتراض تؤدي إلى انخفاض متوسط التكلفة إلى أن تتساوى الوفرات الضريبية مع تكلفة الإفلاس والوكالة مجتمعين ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة وبعد هذا الحد تصبح زيادة نسبة الاقتراض تؤثر سلباً على متوسط تكلفة الأموال فترفعها وتدني القيمة السوقية للمؤسسة.

3- مؤشرات نظرية العلاقة التوازنية:

هذه النظرية لا تزودنا بتحديد كمي لهيكل رأس المال الأمثل. إلا أنها تزودنا بثلاثة مؤشرات هامة تضمن سلامة اتخاذ القرار فيما يخص هيكل رأس المال. وتتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

- المؤسسات التي تنتمي لفئة المخاطر العالية، حيث تقاس المخاطر - مخاطر الأعمال بدرجة تقلب العائد المولد عن أصولها. أي صافي ربح العمليات، ينبغي أن تتخفف فيها نسبة الأموال المقترضة. فالتقلب الكبير في العائد بحمل في طياته احتمال أكبر للتعرض لمخاطر الإفلاس.
- المؤسسات التي تميل إلى استخدام تركيبات إنتاجية نمطية -أصول ملموسة كالألات -يمكنها التوسع في الاقتراض بدرجة أكبر، مقارنة بالمؤسسات التي تعتمد على أصول غير ملموسة كشهرة المحل وحقوق احتكار أو امتياز، وذلك لأن هذه الأخيرة عند تصفيتها فإن حصيلة ذلك تكون ضئيلة مقارنة بتصفية المؤسسات التي تمتلك عقارات وآلات. وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الإفلاس والوكالة وتعادلها مع الوفرات الضريبية عند مستوى منخفض نسبيا للأموال المقترضة إلى حقوق الملكية.
- المؤسسات التي تتمتع بمستوى عال من الربحية، وإخضاع هذه الأرباح إلى الضريبة يجعل قيمة الضريبة عالية أيضا. يكون من صالح المؤسسات التوسع في الاقتراض للحصول على وفرات ضريبية أكبر، مما يسمح تغطية مستوى عال من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

خلاصة:

تطرق هذا الفصل إلى هيكل رأس المال وأثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة. حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث تتمثل في:

العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل و تكلفة الأموال والذي تم تقسيمه إلى مطلبين: تناول المطلب الأول العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل التي تحدد في ضوءها أنواع مصادر الأموال المناسبة للمؤسسة، والمتمثلة في الملائمة بين طبيعة المصدر و طبيعة الاستخدام، الدخل الخطر، الإدارة والسيطرة المرونة، التوقيت، معايير المديونية للصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة والظروف الاقتصادية العامة، حجم المؤسسة، التصنيف الائتماني للمؤسسة من طرف وكالات التقييم والمحدد لملاءة المؤسسة نمط التدفق النقدي و طاقة الاقتراض.

أما المطلب الثاني فخرج على تكلفة مصادر الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل عملياتها الاستثمارية وتتمثل هذه التكاليف في تكلفة حقوق الملكية المنطوية على تكلفة الأسهم العادية الجديدة وتكلفة الأموال المحجوزة وكذلك تكلفة القروض بالإضافة إلى تكلفة الأسهم الممتازة. وباعتبار أن المؤسسة تستخدم هذه الأموال في شكل خليط من عدة مصادر فإنه يتعين عليها حساب التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان حسب ثقل كل مصدر زيادة على حساب التكلفة الحدية التي تعبر عن تكلفة الوحدة الأخيرة.

أما المبحث الثاني: فاختص بدراسة قرارات اختيار هيكل رأس المال. والذي تم تقسيمه إلى مطلبين المطلب الأول تناول العائد والمخاطر التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية بينما المطلب الثاني تناول الرفع التشغيلي و الرفع المالي بالنسبة إلى الرفع التشغيلي تم قياس درجته التي تلعب دور مهم في تحديد نسبة الاقتراض وهيكل رأس المال أما الرفع المالي الذي يقيس التذبذب في الربح بعد الضريبة أي التذبذب في العائد المتبقي للمساهمين بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة والمتمثلة والقروض.

والمبحث الثالث: تناول أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة من خلال التطرق إلى عدة مداخل تحاول تحديد هيكل أمثل لرأس المال وهو الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للمؤسسة وتتمثل هذه المداخل في المدخل التقليدي الذي يقر بأنه هناك هيكل أمثل لرأس المال يخفض تكلفة رأس المال

ويعظم القيمة السوقية للمؤسسة أما المخد الحديث والمعروف بدراسة ميلر وميد جيليانى فقد تناول حالتين، الحالة الأولى عدم وجود ضرائب والثانية حالة وجود ضرائب. بالنسبة إلى الحالة الأولى قد خلس ميلر وميد جيليانى إلى أنه لا يوجد تأثير للاقتراض على هيكل رأس المال المؤسسة أما في حالة وجود ضرائب فيوجد هيكل مثالى لرأس المال بتحديد نسبة معينة للاقتراض تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة. وأخيرا تناول المبحث الثالث أثر الاقتراض في ظل وجود تكلفة الاقتراض وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة وكذا العلاقة التوازنية بين اثر كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة واثر الوفرات الضريبية التي تخلص إلى تحديد نقطة معينة لمستوى الإقراض وهي النقطة التي تتساوى فيها القيمة المالية لتكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس مع القيمة الحالية للوفرات الضريبية وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها النظرية الحديثة فيما يخص قيمة المؤسسة التي ترتفع باضطراد مع الزيادة في الاعتماد على الأموال المقترضة وذلك في ظل غياب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس.

الباب الثاني:
الإطار النظري للأسواق

الفصل الرابع:

أساسيات الأسواق المالية

الفصل الرابع: أساسيات الأسواق المالية

يتم تمويل النشاط الاقتصادي بمختلف فروع من خلال أدوات مالية وتقنيات عديدة تختلف من دولة إلى أخرى، حيث ترتبط بدرجة التقدم الاقتصادي والتقني والوعي لدى الاعوان الاقتصاديين وذلك سواء من خلال التمويل الغير مباشر عن طريق القروض أو اللجوء مباشرة إلى المدخرين بإصدار أوراق مالية عن طريق السوق المالية التي تعتبر همزة وصل بين المدخرين والمؤسسات الطالبة للأموال، وتعتبر السوق المالية سوقاً لرؤوس الاموال طويلة الأجل على غرار السوق النقدية التي تعتبر سوقاً لرؤوس الأموال قصيرة الأجل.

وتتفرع السوق المالية إلى سوقين أساسيتين، السوق الأولية والسوق الثانوية، حيث تتداول في هذه الأخيرة الأصول المالية المصدرة في السوق الأولية، كما تتحدد فيها أسعار الأوراق المالية وفقاً لقانون العرض والطلب، وتتطوي السوق المالية على وظائف عديدة، وعليه سيتناول هذا الفصل العناصر الموالية:

- مفاهيم عامة حول الأسواق المالية
- وظائف وكفاءة الأسواق المالية و دورها في تحقيق النمو الاقتصادي
- المؤشرات البورصية ومؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

يهتم هذا المبحث بالتطرق إلى العناصر الموالية:

- مفهوم سوق رأس المال
- أقسام السوق المالية ومتطلبات قيامها

المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال

تقوم سوق رأس المال بربط العلاقة بين الطالبيين والعارضين لرؤوس الأموال من خلال أدوات عديدة- أوراق مالية، قروض،...الخ، ويمكن التمييز بين نوعين من الأسواق، حسب معيار المدة التي

على أساسها يتم حيازة أدوات التمويل، فهناك أسواق تتداول فيها أدوات مالية قصيرة الأجل و متوسطة الأجل وهي الأسواق النقدية، وأسواق تتداول فيها أدوات مالية طويلة الأجل و هي الأسواق المالية.

3- السوق النقدية:

3-1) ماهية السوق النقدية:

هي سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، حيث يمكن إقراض و اقتراض الأموال لمدة تتراوح بين عدة ساعات إلى غاية سنة، كما يمكن أن تتعدى ذلك إلى الآجال المتوسطة و ذلك من خلال حيازة أموال مقابل سندات ذات تاريخ استحقاق يصل حتى سبع سنوات، مشكلة بذلك مصدرا لإعادة التمويل من طرف البنوك، كما أن السوق النقدية هي سوق مفتوحة أيضا لأطراف أخرى لتداول أصول مالية قابلة للتداول (titres négociables)⁽¹⁾.

ويتعامل في السوق النقدية المستمرون الذين يفضلون تحمل درجة خطر منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة ذات السيولة المرتفعة وتحقق لهم درجة عالية من الأمان و تلعب البنوك ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى دورا أساسيا فيها⁽²⁾.

وتتمتع السوق النقدية بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي تتداول فيها، كما تتميز المعاملات في هذه السوق بانخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرعة انجازها وتنفيذها.

ويعود سبب انخفاض درجة الخطر في الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية إلى كونها أدوات قصيرة الأجل وأغلب هذه الأدوات صادرة عن البنوك التجارية أو البنك المركزي أو الحكومة ممثلة في الخزينة العامة وهذه الجهات تتميز بملاءة عالية.

و تلعب السوق النقدية دورا مهما في إعادة تمويل البنوك، فالبنوك التي لها فائض في السيولة تقرض البنوك التي هي في حاجة إلى سيولة⁽³⁾.

¹Gilles Jacoud, Un Panorama de différentes marches de capitaux, Revue Cahiers français, la documentation française, N° 361, mers- avril 2011, P 31

²IDEM, P31.

³C.D. Echoudemaison, op-cit , 1989, P 289.

3-2) أقسام السوق النقدية:

تنقسم السوق النقدية إلى قسمين:

1-2-1) السوق بين البنوك:

وهي السوق التي تقوم من خلالها البنوك بعمليات الإقراض و الاقتراض لمدة قصيرة كما انها عبارة عن سوق مخصص للمؤسسات و الهيئات المالية، و المتمثلة فيما يلي:

- المؤسسات البنكية
- الخزينة العامة، البنك المركزي
- مصالح البريد
- المؤسسات التي تقوم بتسيير محافظ الأوراق المالية
- مؤسسات مالية أخرى: شركات التأمين، ... الخ

ويتم التعامل بين هذه المؤسسات على أساس ان هناك بعض المؤسسات البنكية و المالية تملك فائضا في الخزينة بينما هناك مؤسسات أخرى في حالة عجز مؤقت، و عليه يتم تداول هذا الفائض بين المقرض و المقترض لمدة قصيرة جدا و ذلك مقابل معدل فائدة يحدد حسب العرض و الطلب، و يتدخل البنك المركزي لإحداث عملية التوازن و الاستجابة لاحتياجات إعادة التمويل الدائم للمؤسسات المصرفية و شراء و بيع سندات الخزينة و يجدر التنبيه إلى أن تداول رؤوس الأموال لا يتم في مكان محدد، غير أنه يتعلق بسوق ذات معنى اقتصادي يتم التعامل فيها على اساس وسائل الاتصال⁽¹⁾.

وتتوسع هذه السوق لتشمل البنوك ذات النشاط الدولي حيث تقوم بعمليات الإقراض و الاقتراض تبادليا للأموال قصيرة الأجل و الأرصدة من العملة الصعبة، و يتم الربط بين هذه البنوك من خلال إجراءات معيارية موروثه عن المتعاملين في السوق الأمريكية، و أصبحت ذات نجاعة و فعالية من خلال وسائل الاتصال و بفضل أنظمة الدفع الحديثة⁽²⁾.

¹حسن علي خربوش، عبد المعفى رضا أوشيد، الأسواق المالية: مفاهيم و تطبيقات، زهران، عمان، 1998، ص 36.
²F. Leroux, 1995, op-cit, pp : 59.

1-2-2-1) السوق النقدية الموسعة:

وهي سوق مخصصة لمجموع الأعوان الاقتصاديين: مؤسسات، بنوك، أفراد، و ذلك لتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل من خلال أدوات مالية.

وتنقسم هذه السوق بدورها إلى نوعين من الأسواق هما:

1-2-2-1-1) سوق الخصم:

و هي السوق التي تلجأ إليها المؤسسات و الأفراد لتسييل الحقوق القابلة للتداول التي بحوزتهم، و بالتالي فهي السوق التي تتداول فيها الحقوق القابلة للتفاوض و المتمثلة في الكمبيالات و أدونات الخزانة و شهادات الإيداع، حيث يتم خصمها لدى بنوك الخصم و البنوك التجارية مقابل معدل خصم⁽¹⁾.

1-2-2-2) سوق القروض قصيرة الأجل:

ويبرم في هذه السوق عقود تتعلق بالقروض قصيرة الأجل بين الأفراد و المؤسسات من جهة، والبنوك التجارية من جهة أخرى، و يتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العملية.

4- السوق المالية:

السوق المالية هي ذلك الفضاء الذي يتم فيه يومياً شراء و بيع أدوات استثمارية، حيث يلتقي فيها مباشرة العارضين والطالبين لرؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي بذلك أداة لتخصيص المواد طويلة الأجل في خدمة المؤسسات و الإدارات⁽²⁾.

وتعتبر السوق المالية إطار لإصدار وتداول الأوراق المالية الممثلة أساساً في الأسهم والسندات والأوراق المالية الهجينة وعقود الاختياريين الأعوان الاقتصاديين، ومفهوم السوق هنا لا يرتبط بحيز جغرافي معين و إنما يرتبط بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث يتم الربط بين مختلف الأعوان

¹ عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الاعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص 15.

² J.S.Geours, Les Marchés Financiers, Domino, France, 2^{ème} Editions, 1996- P12

الاقتصاديين سواء الطالبين أو العارضين لرؤوس الأموال من خلال توافر قنوات اتصال فعالة، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة متماثلة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة عبر قنوات لاتصال⁽¹⁾.

وبهذا فالسوق المالية عبارة عن مفهوم واسع لا يرتبط بحيز جغرافي أو مكان معين، ولكن يرتبط بالمفهوم الاقتصادي الواسع للسوق و هو التقاء العرض و الطلب.

المطلب الثاني: أقسام السوق المالية و متطلبات قيامها

يتضمن هذا العنصر النقاط التالية:

- أقسام السوق المالية

- متطلبات قيام الأسواق المالية.

3- أقسام السوق المالية:

يتم تقسيم السوق المالية وفقا لعدة معايير منها ما يلي:

1-1) أقسام السوق المالية حسب معيار طبيعة العمليات المجارة:

يتم تقسيم السوق المالية حسب هذا المعيار إلى ما يلي:

1-1-1) أسواق مالية فورية:

وهي الاسواق المالية التي تتداول فيها الاوراق المالية بصورة فورية بمعنى استلام وتسليم الاوراق المالية فوريا بمجرد اتمام الصفقة، ويتعلق الامر بتداول الأسهم والسندات والأوراق المالية الهجينة.

1-1-2) أسواق مالية آجلة:

وهي الأسواق المالية التي تتداول فيها الأصول المالية على أساس إبرام عقود آنية ويكون تنفيذها في المستقبل و يتعلق الأمر أساسا بعقود الاختيار و العقود المستقبلية.

¹محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات، مؤسسة الأوراق ، الأردن، 1990 ، ص 139 .

1-2) أقسام السوق المالية حسب معيار الإصدار والتداول:

إذا كانت الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب تصدر لأول مرة تسمى بالسوق الأولية أو سوق الإصدار وتكون فيها العلاقة مباشرة بين المصدر و المكتبتين، أما إذا كانت الأوراق المالية محل التعامل قد تم إصدارها من قبل، فيتعلق الأمر بالسوق الثانوية، و في مثل هذا النوع من التعامل لا تكون المؤسسة المصدرة طرفا في العملية، و تسمى سوق التداول.

1-2-1) السوق الأولية:

هي جزء من السوق المالية مخصصة للأوراق المالية المصدرة لأول مرة، وعليه فهي السوق التي يمكن من خلالها للدولة والمؤسسات الاقتصادية والإدارات العمومية الحصول على رؤوس الأموال الطويلة الأجل الضرورية لتغطية احتياجاتها التمويلية مقابل إصدار أوراق مالية⁽¹⁾.

وإصدار الأوراق المالية الجديدة إما يكون من طرف مؤسسات قائمة سبق لها و أن أصدرت أوراق مالية و هي محل تداول أو شركات جديدة تدخل السوق لأول مرة بإصدار أوراق مالية يتم طرحها لأول مرة في السوق.

وتعد السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية وسوق الاستثمار المالي للأعوان المكتبتين في الأوراق المالية -المشترين للأوراق المالية-، فإذا قام الأعوان الاقتصاديين بإعادة بيع الأوراق المالية المكتتب فيها في السوق الثانوية، فلن يوجد استثمار حقيقي، بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المبيعة، وعليه فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي و ليس الاستثمار الحقيقي⁽²⁾.

¹J.B. Jacqueline, op-cit, 1990 ,P 23.

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية 2006 ، ص 27.

وفي السوق الأولية يلتقي الأعوان الاقتصاديين الذين هم في حاجة إلى أموال لتمويل مشاريعهم الاقتصادية بإصدار أوراق مالية، بمن لديهم فوائض مالية مباشرة عن طريق الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة من طرف الطالبين للأموال.

1-2-2-1) السوق الثانوية

1-2-2-1) مفهوم السوق الثانوية:

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية التي تم إصدارها من قبل و تعرف بالبورصة⁽¹⁾، كما يمكن تعريفها أيضا بأنها السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعا ، لذلك يطلق عليها سوق التداول⁽²⁾.

1-2-2-1) أجزاء السوق الثانوية:

تتقسم الاسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم الى ما يلي:

❖ السوق المنظمة:

وتعرف تحديدا بالبورصة، وهي عبارة عن مكان معروفو معلوم يتم فيه تداول الأوراق المالية عن طريق السماسرة نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة، وهناك قواعد واجراءات ينبغي اتباعها لتسجيل المؤسسات في البورصة.

و حاليا أصبحت هذه الأسواق عبارة عن شبكة من الاعلام الالي منظمة و مسيرة من طرف مؤسسات تخضع لنظام المنافسة وهي بدورها مسجلة بالبرصة كباقي المؤسسات الأخرى، و تحت تأثير المساهمين، وتعمل باستمرار على التحديث لأدوات الاستثمار من خلال طرح أوراق مالية والاستثمار في التكنولوجيا العالية الكفاءة، كما أن بعض الأسواق المنضمة في الدول المتقدمة أصبحت لها بعد دولي على أساس عمليات الاندماج و الاستحواذ، و كمثل على ذلك ثم في سنة

¹ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou- Huart, Dictionnaire de marches financières, De boeck 2^{ème} éd, 2008, P 328.

² السيد متولي عبد القادر الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 96.

2000 انشاء اول بورصة ذات بعد دولي، من خلال اندماج بوضة باريس و بورصة نيويورك المعروفة باسم NYSE⁽¹⁾ تحت اسم مجموعة Euronext-NYSE وهي مسجلة في نفس الوقت في بورصة نيويورك وباريس، وذلك من اجل جلب أكبر عدد من المستثمرين و زيادة شهرتها، فالمؤسسات لها الإمكانية أن تكون مسجلة في عدة بورصات في نفس الوقت.

❖ السوق غير منظمة (الموازية):

وتتضمن المعاملات التي تجري خارج السوق الرسمية، فليس هناك مكان محدد لإجراء المعاملات و يتم التعامل من خلال بيوت السمسرة وبواسطة شبكة معلوماتية، وعليه فالسوق الموازية مخصصة لتداول الأوراق المالية غير مسجلة في البورصة، وتتميز هذه الأسواق برداءة المعلومات المتعلقة بالمؤسسات و الأوراق المالية المتداولة فيها، حيث تعتمد المؤسسات إلى نشر هذه المعلومات بغرض التوضيح، و لا تكون مضمونة من طرف أي جهة، ولا توجد شروط تذكر تفرض على المؤسسات للدخول إلى مثل هذه الأسواق، و تكون عمليات التداول فيها ضعيفة⁽²⁾.

ويتحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض، و عادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار - بيوت سمسرة - و توجد أنظمة معلوماتية تسمح بنشر الأسعار لكل ورقة مالية متعامل عليها لحظة بلحظة و التي على أساسها يبدأ التفاوض بين المستثمر والسمسار للشراء أو البيع، ومن الانظمة المعلوماتية الموجودة في العالم نذكر NASDAQ وهي شبكة معلوماتية تابعة للاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، تظهر لحظة بلحظة أسعار و حجم التداول على الأوراق المالية في السوق الموازية⁽³⁾.

وتؤخذ على الأسواق الموازية أنها لا توجد آلية للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض و الطلب، مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق الرسمية بطرق عديدة من بينها: دخول المتخصصين بالبيع أو الشراء لإحداث عملية التوازن بين

¹NYSE : New York Exchange.

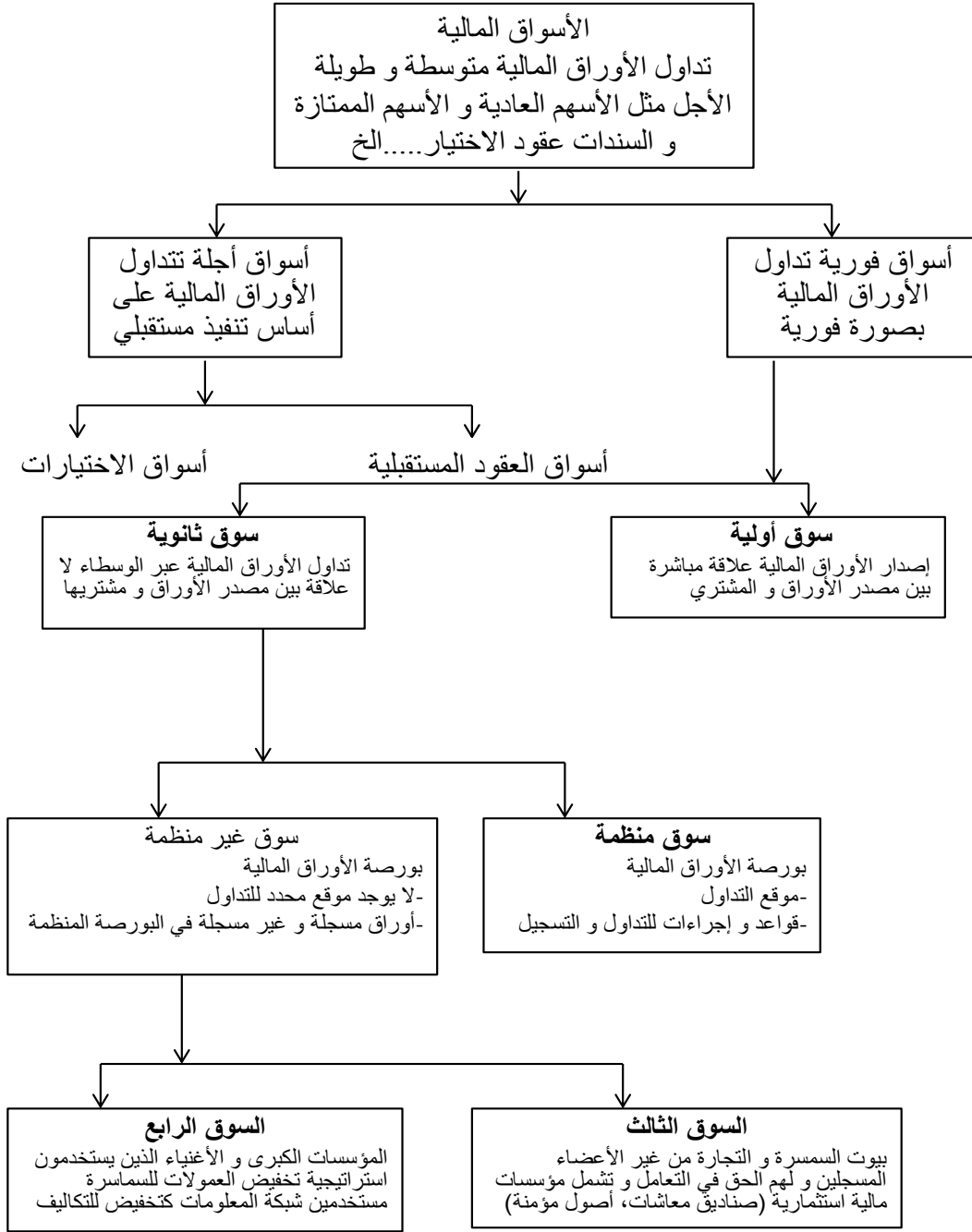
²R. Ferrandier & V. Koen, Marchés des capitaux et Technique Financiers, Economica, Paris, 2eme édition, 1991, P 255.

³NASDAQ, National Association of Dealers Automated Quotation.

العرض و الطلب، بالإضافة إلى إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل على ورقة مالية معينة على أمل دخول متعاملين إضافيين من شأنه إحداث التوازن بين العرض و الطلب.

وتجدر الإشارة إلى أن كل المعاملات المالية التي تتم خارج السوق الرسمية سواء تعلقت بأوراق مالية مسجلة أو غير مسجلة في البورصة فإنها تدرج في إطار السوق الموازية.

شكل رقم (08): أقسام السوق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005،

ص 45.

2- متطلبات قيام الأسواق المالية⁽¹⁾:

لقيام سوق مالية في دولة ما لا بد من توافر مجموعة من المتطلبات الضرورية ومجموعة من المتطلبات الكافية لقيام سوق مالية

2-1) المتطلبات الضرورية لقيام السوق المالية:

تمثل هذه المتطلبات الشروط الضرورية لقيام السوق المالية، ومن أهم هذه المتطلبات ما يلي:

2-1-1) توفر الاستقرار السياسي للدولة:

وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال، وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الاجانب وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس اموالهم الى بلدانهم، كما تسعى إلى التخفيض من التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار ويرتبط بذلك ضرورة الاهتمام بالمرافق العامة كالمواصلات والاتصالات المختلفة.

2-1-2) تشجيع القطاع الخاص:

يتطلب قيام الأسواق المالية وجود قطاع خاص قوي وعليه ينبغي تشجيع دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ويتحقق ذلك من خلال:

- تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق.
- توافر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور.
- منح القطاع الخاص بعض المزايا الضريبية لتدعيم دوره في التنمية الاقتصادية.
- وجود عدد كاف من الشركات المساهمة.
- وجود نظام ضريبي مرن ومعدلات إخضاع مناسبة.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 2012، ص 97.

2-1-3) وجود جهاز مصرفي متكامل:

يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته الدعامية الأساسية لوجود سوق مالية، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساسي الذي يعمل على تعبئة المدخرات، ويحقق هذا المتطلب لسوق المالية الحجم المناسب من المدخرات.

2-1-4) وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفؤة في الدولة:

يتطلب قيام سوق مالية في دولة ما، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفؤة في هذه الدولة مثل: شركات التأمين والشركات المالية وبنوك الاستثمار وشركات السمسرة وشركات إدارة المخاطر، وهذه المؤسسات المالية تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية.

2-1-5) القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها الى استثمارات:

ويتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية التي تتناسب رغبات جميع المستثمرين، بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

2-2) المتطلبات الكافية لقيام السوق المالية:

يوجد ثلاث شروط كافية مطلوبة لقيام السوق المالية وهي: أدوات السوق ممثلة بأسهم وسندات الشركات المساهمة، وأنظمة التداول القائمة على وسطاء السوق والمتعاملين فيها ثم أنظمة المقاصة والتسوية.

المبحث الثاني: وظائف و كفاءة الأسواق المالية و دورها في تحقيق النمو الاقتصادي

يتناول هذا المبحث النقاط الموالية:

- وظائف الأسواق المالية
- كفاءة الأسواق المالية
- دور تنمية سوق الاوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية (1):

تعد الوظيفة الأساسية للأسواق المالية تعبئة الادخار لتمكين تمويل الاقتصاد وضمان حركية سيولة الادخار، هذه الوظيفة يمكن فهمها من خلال تحليل العرض والطلب على الأوراق المالية، كما ان للأسواق المالية وظائف أخرى، تتمثل في تقديم وتوفير المعلومات والسماح للأعوان الاقتصاديين مراقبة المصدرين بالإضافة إلى تسهيل إعادة هيكلة المؤسسات.

1- تمويل الاقتصاد:

ينبغي توفر مجموعة من الشروط لضمان التحويل المباشر للموارد بين المدخر والمؤسسة التي ترغب في تمويل مشاريعها الاستثمارية، حيث يجب أن يتناسب مبلغ التحويل مع احتياجات المؤسسة وكذلك من الضرورة أن تكون هذه العملية توافق كذلك الطرفين فعادة الادخار المحتمل للأعوان يكون أقل من احتياجات التمويل التي ترغب الحصول عليها المؤسسات، وكذلك المستثمرين يرغبون في توظيفات قصيرة المدى على العكس من المؤسسات الطالبة تريد الحصول على مصادر تمويل طويلة الأجل.

فالسوق المالية تسمح بالتوفيق بين الحاجات المتناقضة للمدخرين ومصدري الأوراق المالية، حيث يتم تجزئة المبلغ المراد الحصول عليه من طرف المؤسسة إلى أجزاء في شكل أوراق مالية بعدد معتبر ومبلغ صغير نسبيا، هذه التجزئة لا تجعل فقط إمكانية حيازة الورقة المالية من طرف المدخرين، و لكنها أيضا تسمح لفئة المدخرين تنويع محفظتهم من اجل تدنيه التعرض إلى المخاطر المصاحبة لمثل هذه التوظيفات.

و وجود سوق أولية تسمح للمؤسسات بتصريف إصدارتها والتوفيق بين رغبات أطراف العملية المالية بين المدخرين والمؤسسات المصدرة، وكذلك وجود سوق ثانوية توفر السيولة للأوراق المالية، وعليه فالسوق الأولية تسمح بتجزئة القرض المراد الحصول عليهم من طرف المؤسسة في حصص ذات مبالغ صغيرة في متناول صغار المدخرين وبالتالي تعبئة أكثر لموارد الادخار الموجودة في اقتصاد ما.

¹Gilles Jacoud, *Finance et économie réelle, à quoi sert les marchés financiers*, Cahiers Français N° 361, mars – avril 2011, P 3 – 5.

أما السوق الثانوية فهي تجعل هذا القرض ذو فترات استحقاق متفاوتة، إذ بإمكان المستثمر التنازل عن الأوراق المالية التي بحوزته في أي وقت دون أن يكون مجبر على الاحتفاظ بها لمدة طويلة، وبالتالي ضمان تقليص المدة من خلال تسيير الأصول المالية- توفير السيولة- وأخيرا فإن السوق المالية تشكل بديل للتمويل المصرفي، فهي تساهم في تمويل الاقتصاد وحركة السيولة.

2- تقديم و توفير المعلومات:

بالإضافة إلى وظيفة تمويل الاقتصاد التي تعنى بها السوق المالية فإنها تقوم بوظيفة أخرى وهي الوظيفة المعلوماتية المتمثلة في تقديم معلومات تتعلق بالمؤسسات المصدرة سواء هذه المعلومات مقدمة من طرف المؤسسة المصدرة نفسها أثناء قيامها بعملية الإصدار أو بصفة دورية كما تشترطه إجراءات وشروط التسجيل في البورصة أو من طرف وكالات التصنيف الائتماني التي تقيم بصفة دورية نوعية الإصدار من خلال منح نقطة دالة للمؤسسة المصدرة، هذه النقطة الدالة تمثل أحد العناصر الأساسية في تكوين سعر الأوراق المالية.

ونوعية المعلومات المنشورة تحدد الكفاءة المعلوماتية للسوق المالية، فإذا كانت المعلومات المنشورة كافية وتتميز بالسرعة فإنه بإمكانها توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر نجاعة، و يكون تمويل الاقتصاد من الناحية النظرية أكثر فعالية.

3- مراقبة تسيير المؤسسات:

يعهد المساهمين في المؤسسات الكبيرة بصفة خاصة بمراقبة تسيير المؤسسات إلى وكلاء أو مسيرين للمؤسسة وهنا يطرح السؤال حول التعارض بين المصالح بين المسيرين والمساهمين، فالسوق المالية تساهم في حل جزء من هذا الإشكال القائم حول تعارض المصالح بين الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، حيث تشكل السوق المالية - البورصة - مرآة عاكسة لنشاط المؤسسات والقرارات المتخذة من طرف المسيرين، وعليه فالبورصة تتطوي على قدر عالي من المستوى لمعاقبة المسيرين بطريقة غير مباشرة في حالة سوء التسيير، وذلك وفقا لصيغتين التاليتين:

- في حالة سوء تسيير المؤسسة، فإن سعر أسهمها في السوق تنخفض، هذا الانخفاض يشكل إنذار للمساهمين الذين يشددون دور الرقابة على المسيرين واحتمال إبعادهم عن مناصبهم.

- كما أن انخفاض السعر يمكن أن يحرك بعث عملية العرض العام للشراء أو العرض العام للتبادل على المؤسسة من طرف مؤسسة مقتنصة.

وعلى هذا الأساس ينبغي على المسيرين للمؤسسات المسعرة - المسجلة - في البورصة العمل على التسيير الجيد واتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب، وذلك لكون المؤسسات المسجلة في البورصة لا يمكنها الانفلات من متطلبات التسيير الجيد بفعل المراقبة الضمنية المفروضة من طرف البورصة، والمسماة بانضباط السوق

4- إطار لإعادة هيكلة المؤسسات:

السوق المالية توفر إطار مناسب بصفة خاصة لإعادة هيكلة المؤسسات، وفي هذا الإطار يوجد تقنيتين يمكن استخدامها:

الأولى هي قيام مؤسسة بالتفاوض مع المساهمين الرئيسيين - يملكون أغلبية الأسهم - للمؤسسة أخرى مسجلة ومحل أطماع بإعادة شراء أسهمها دفعة واحدة خارج البورصة.

غير أنه ومن أجل إبعاد تخوف صغار المساهمين من عدم إنصافهم في حالة نجاح عملية التفاوض بين المؤسسة المستحوذة و كبار المساهمين تتعهد المؤسسة المستحوذة بشراء أسهم صغار المستثمرين عن طريق البورصة حسب السعر الذي يتحدد في السوق عقب عملية التفاوض.

أما التقنية الثانية هي بعث العرض العام للشراء أو العرض العام للتبادل، حيث تقوم المؤسسة المقتنصة بالعرض علنا للمساهمين في مؤسسة أخرى مسعرة - المؤسسة المستهدفة - بأنها مستعدة شراء الأسهم التي بحوزتهم بسعر معطى وبالأخذ بعين الاعتبار لحجم المؤسسات المستهدفة، غالبا يتم تحقيق المقاربة عن طريق مقايضة الأسهم - العرض العام للتبادل - المؤسسة المقتنصة تطرح أسهم جديدة يتم تسليمها إلى المساهمين في المؤسسة المستهدفة باستبدالها بالأسهم القديمة.

5- مقابلة العرض و الطلب عبر الأوراق المالية:

في إطار إبرام الصفقات في البورصة هناك عدة تقنيات تستخدم لضمان مقابلة العرض و الطلب على الأوراق المالية سواء من خلال الأوامر أو السعر.

6- السوق المالية فضاء لتسيير الخطر:

تلعب السوق المالية دوراً مهماً في تسيير الخطر من طرف الأعوان الاقتصاديين، وذلك من خلال العمليات الأجلة والتمثلة في عقود الاختيار والعقود المستقبلية، فهي تعتبر أليات يسعى عن طريقها المستثمرين إلى تجنب مخاطر تقلبات الأسعار بما فيها أسعار الأوراق المالية و أسعار الفائدة.

المطلب الثاني: كفاءة الأسواق المالية

3- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

تعتبر كفاءة الأسواق المالية نظرية مالية شهدت عدة تطورات منذ ظهورها، وتعرف على أنها "إذا كان مجموع المعلومات المتاحة والمتعلقة بكل ورقة مالية مسعرة في السوق يتم إدراجها في سعر الورقة المالية الجديدة فور صدورها"⁽¹⁾، بمعنى أنه لا يوجد فاصل زمني بين الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، كما أن وصول المعلومات يكون بتكلفة منخفضة إلى أبعد حد ، والسوق المالية الكفاءة هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً لورود معلومات جديدة تتعلق بنشاط المؤسسة، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية والذي يعبر عنه بسعر التوازن حيث يعكس هذا الأخير كافة المعلومات الواردة على السوق.

حيث أنه في السوق الكفاءة بمجرد صدور معلومة متعلقة بورقة مالية معينة فإنه سعر الورقة المالية يعدل فوراً، بحيث هذا التعديل ينجر عن إدراج المعلومة الواردة إلى السوق في تركيبة العوامل المؤثرة في سعر الورقة المالية.

وتتعلق كفاءة الأسواق المالية أساساً بما يلي⁽²⁾:

¹Philippe Gillet, L'efficience des marchés financiers, Economica, Paris, 1999,P 11

² Sandre Rigot, Marchés efficients ou intrinsèquement instable, Cahiers Français, N° 361, Mars – Avril 2011,P 13.

- الكفاءة التخصيصية: وتتعلق بتوزيع رأس المال، فهي ذات كفاءة تخصيصية إذا كانت قادرة على توجيه الموارد المالية باتجاه الاستخدامات الأكثر إنتاجية.
- الكفاءة العملية أو التشغيلية: وترتبط بتكلفة حيازة وتمويل رأس المال، حيث تعتبر السوق المالية ذات كفاءة عملية إذا كان بإمكان الوسطاء الماليين ربط علاقة بين العارضين والطلبين لرؤوس الأموال بطريقة كافية وبتكاليف تعاملات معقولة.
- الكفاءة المعلوماتية: وترتبط بشفافية وتوفير المعلومات الضرورية لاتخاذ قرارات الاستثمار وعليه يعتبر سوق كفاء من الناحية المعلوماتية، إذا كان أسعار الأوراق المالية تعكس مباشرة مجموع المعلومات المتاحة، وهو التعريف الأكثر استعمالاً للكفاءة لكونه يشكل الركيزة الأساسية لنظرية الكفاءة، كما أن كل النماذج النظرية لتوازن والتحكيم الأوراق المالية تعتمد على هذا الفرض - كفاءة الأسواق المالية.

4- الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية⁽¹⁾:

- فرضية كفاءة الأسواق المالية تتضمن توفير عدة شروط أساسية تتمثل فيما يلي:
- عقلانية المستثمرين، لا يمكن للأسواق المالية أن تكون كفاءة إلا إذا كان الأعوان الاقتصاديين يتصرفون في هذه الأسواق بصفة عقلانية، مما ينبغي إدراج الفرضيتين التاليتين:
- ❖ ينبغي أن يتصرف الأعوان الاقتصاديين بصفة متناسقة ومرتبطة بالنسبة إلى المعلومات الواردة إليهم، كما أن استباق الأحداث من طرف الأعوان الاقتصاديين من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع سعر ورقة مالية معينة في المستقبل، وفي هذه الحالة يقوم المستثمرين شراء الورقة أو الاحتفاظ بها إذا كانت لديه متوقع ارتفاع سعرها أما في حالة توقعات المستثمرين تكون سلبية بمعنى توقع أحداث تؤدي إلى انخفاض سعر الورقة الحالية فهنا يتعين على الحائزين عليها التخلي عنها ببيعها في الوقت الراهن.

¹Philippe Gillet, *op – cit*, 1999, P 17

- ❖ طبقا للنظرية الاقتصادية، فإن المستثمرين يبحثون من خلال قيامهم بشراء أو بيع أوراق مالية تعطيهم المنفعة المتوقعة ومن ثم تعطيهم أرباحهم الممكن تحقيقها عند مستوى خطر معين أو تدنية الخطر المعرضون له عند مستوى معين من الربح.
 - حرية تنقل المعلومات ورد الفعل الفوري للمستثمرين، من أجل الإدراج الفوري للمعلومات الواردة في تحديد أسعار الأوراق المالية ينبغي أن تنتشر المعلومات على الأعوان الاقتصاديين في نفس الوقت بدون أن يكون هناك فاصل زمني بين حصول عون اقتصادي على المعلومات الجديدة وعون اقتصادي آخر مثلا: المستثمر البسيط والمحلل المالي للأسواق المالية ينبغي أن يحصلوا على نفس المعلومات المتعلقة بورقة مالية وفي نفس الوقت.
 - إمكانية معالجة المعلومات من طرف الأعوان الاقتصاديين في الوقت الحقيقي أي عند بلوغها إليهم وهو الشيء الغير ممكن في كثير من الأحيان، نظراً لحجم المعلومات الواردة وكيفية ترجمتها في شكل يسهل اتخاذ قرار بالشراء أو البيع.
 - مجانية المعلومات، أي يمكن الحصول عليها بدون تكلفة أو بتكلفة منخفضة جداً، بحيث لا تؤثر على تكاليف التسيير المتعلقة بالأوراق المالية.
 - غياب تكاليف على المعلومات وإعفاؤها من الضرائب نظراً إلى أنه يمكن للأعوان الاقتصاديين أن يحجموا عن القيام بعمليات سواء الشراء أو البيع إذا كانت التكاليف المرتبطة بالمعلومات مرتفعة أو تخضع إلى ضرائب، و في ضل وجود هذه التكاليف فإن المستثمر لا يتصرف في السوق إلا إذا كان الربح المتوقع الحصول عليه من المعاملات يفوق تكلفة العملية في هذه الحالة فإن سعر الورقة المالية لا يعكس فوراً مجموع المعلومات المرتبطة بالورقة المالية محل التسعير.
 - التكافؤ بين المستثمرين والسيولة من خلال وجود عدد كبير من العارضين و الطالبين بالتالي العون الواحد لا يمكنه أن يؤثر في السوق ككل.
- وتجدر الإشارة إلى أن هذه الشروط الضرورية بقيام كفاءة الأسواق المالية، لا يمكن جمعها وتحقيقها في الأسواق العصرية، وذلك لأنه من غير الممكن أن يكون كل المستثمرين عقلانيين وأن المعلومات لا تتداول بصفة كاملة، كما أن التكاليف غير معدومة.

5- الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية:

- هناك ثلاثة صيغ لكفاءة الأسواق المالية تم تحديدها على أساس أقدمية المعلومات التي من المفروض أن تدرج في تحديد السعر وبهذا الصدد يتم تقسيم المعلومات إلى ثلاثة مجموعات:
- الصف الأول للمعلومات يتضمن المعلومات الصادرة من قبل والمنشورة، ويتعلق الأمر بالحسابات الختامية والميزانية للسنوات السابقة، الأرباح السابقة، معدلات الفائدة السابقة معدلات الصرف وغيرها من المعلومات وهذه المعلومات قد تم إدراجها في تحديد الأسعار سابقا.
 - الصف الثاني يتضمن المعلومات المقدمة حاليا إلى جمهور المستثمرين والمتعلقة مثلا بتغيرات في سعر الفائدة.
 - الصف الثالث ويتعلق بالمعلومات التي تنشر بعد، وقد تكون بحوزة بعض الأشخاص ذو الامتيازات الخاصة أو ممن يشغلون مناصب عليا في المؤسسة، مكاتب الخبرة المحاسبية والمراجعة... الخ.
- وتصنيف هذه المعلومات السابقة من شأنه أن يؤثر على سعر الورقة المالية بدرجات متفاوتة وعلى هذا الأساس تم تقسيم كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاثة صيغ هي:

4-1 فرضية الصيغة الضعيفة:

يشير هذا الفرض على أن الأسعار السابقة للورقة المالية ينظر على أنها معلومات تاريخية ليس لها قيمة للمستثمر في التنبؤ بالأسعار المستقبلية، بمعنى أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى، ومنه فإن تحركات الأسعار أو العوائد المستقبلية تكون مستقلة بشكل كامل عن التغيرات الماضية، وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، حيث نجد أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار⁽¹⁾.

¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص 34.

وبناء على هذه الصيغة فإن أدوات التحليل الفني في تحديد أسعار الأوراق المالية في المستقبل غير قادرة على تفسير سلوك السوق وتحقيق المستثمرين لعوائد إضافية بالنظر إلى أن جميع المتعاملين في السوق تكون المعلومات التاريخية بحوزتهم، وبالتالي لا تحقق أية ميزة معلوماتية لمشارك على الآخر (1).

4-2) الصيغة شبه قوية:

تقتضي هذه الصيغة أنهم غير الممكن ان تؤدي المعلومات المتعلقة بورقة مالية، حين صدورها إلى التوقع المستقبلي لسعر هذه الورقة المالية، وذلك لأن مجموع المعلومات المتاحة والمتعلقة بورقة مالية تكون مدرجة في السعر، بمعنى قد تم أخذها بعين الاعتبار في تحديد السعر أو أن السعر يعكسها لحظة صدورها ونشرها للجمهور، وبالتالي لا يوجد فاصل زمني بين لحظة كشف المعلومة ولحظة إدراجها في السعر.

وهذا المفهوم لفورية المعلومات يتم ترجمته في الواقع من خلال التدخل الفوري للمستثمرين بشراء أو بيع الورقة المالية بمستوى السعر المناسب بمجرد ظهور المعلومة الجديدة، وعليه من غير الممكن أن تمنح المعلومات العامة المنشورة أي مستثمر ميزة لتحقيق عوائد إضافية على حساب الآخرين و لا يقبل أي من المستثمرين اقتناء ورقة مالية بسعر يختلف عن قيمتها بالضبط لكونهم تحصلوا في نفس الوقت على المعلومات الجديدة (2).

4-3) الصيغة القوية:

تقتضي هذه الصيغة، أنه من غير الممكن أن تؤدي المعلومات الغير منشورة والمتعلقة بورقة مالية إلى التأثير على سعر الورقة المالية في المستقبل لأن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات مهما كانت طبيعتها - معلنة أو غير معلنة - تسمح لها بالحصول على أرباح غير

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، اليازوري، الأردن، ط الأولى، 2010، ص 47.
² Philippe Gillet, op-cit, 1999, P 63.

عادية على حساب الآخرين، ومنه فإن الصيغة القوية للكفاءة تتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود معلومات خاصة - غير معلنة-(1).

5- أهمية السوق المالية الكفاءة:

- السوق المالية الكفاءة دالة على أن أسعار الأوراق المالية تمثل قيمتها العادلة وتؤدي إلى توجيه المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياتهم الاستثمارية، ومن ثم التخصيص الكفؤ للموارد.
- تنطوي السوق المالية الكفاءة على دلالات اقتصادية و استثمارية يمكن ذكرها فيما يلي (2):
 - ينتفع جميع المتعاملين في السوق من جميع المعلومات، بانعكاسها على تحديد الأسعار.
 - يعتقد كل من البائع والمشتري بان سعر الورقة المالية محل التداول عادل ومقبول من قبل الطرفين.
 - السوق المالية الكفاءة دالة لحالة توازن، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
 - في ظل السوق الكفاءة تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.
 - تتدفق رؤوس الأموال في ظل السوق الكفاءة بحرية و انسيابية عالية فيتحقق التخصيص الكفء للموارد.

المطلب الثالث: دور تنمية سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

ينظر الدور الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال وجهتين نظر مختلفتين، الأولى ترى ان الأسواق المالية تلعب دورا إيجابيا في زيادة النمو الاقتصادي وأخرى تنظر إلى الأسواق المالية على انها تلعب دورا سلبيا على النمو الاقتصادي.

¹متولي عبد القادر، مرجع سابق، 2010، ص 108.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2010، ص 50.

3- التأثير السلبي للأسواق المالية على النمو الاقتصادي⁽¹⁾:

يرى أصحاب هذه الرؤية أن الأوراق المالية ما هي الا نوادي للقمار ولها تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، وذلك اعتبار للمبررات التالية:

- تسهم الأسواق المالية في تحقيق التقلبات الاقتصادية، إذ ان تزايد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية قد يؤدي إلى تغيرات سعرية مفرطة وعدم الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي ويؤدي أيضا إلى تقلبات في أسعار الصرف، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي.

- ان الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة مفرطة تشجع صرف النظر لدى المستثمرين، ذلك لأنها تجعل من السهل على المستثمرين ان يبيعوا أسهمهم بسرعة، وبالتالي تقلل الحوافز التي تجعلهم يمارسون الرقابة على الشركات المساهمين، الأمر الذي قد يؤثر عكسيا على أداء تلك الشركات، و من ثم على النمو الاقتصادي.

- في الدول النامية وكذلك في العديد من الدول المتقدمة تمول حصة محددة فقط من استثمارات الشركات، من خلال إصدار الأسهم، بينما يمول الشطر الأعظم من تلك الاستثمارات من مصادر ذاتية كالأرباح المحتجزة او من مصادر خارجية كالقروض.

4- التأثير الإيجابي للأسواق المالية على النمو الاقتصادي:

على عكس النظرة السابقة، يمكن ان تسهم الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، و ذلك من خلال عدة اعتبارات تتمثل في الآتي⁽²⁾:

- تؤثر الأسواق المالية على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، إذ أن العديد من الاستثمارات المبرمجة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، و لكن غالبا ما يحجم المستثمرين عن التخلي عن مدخراتهم لفترة طويلة و تجعل الأسواق المالية السائلة أقل خطر

¹عاطف وليم أندرواس، مرجع سابق، 2000، ص 234.

²عاطف وليم أندرواس، مرجع سابق، 2000، ص 28 - 239.

و أكثر جاذبية لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة، و في نفس الوقت تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم، و بالتالي يمكن للسيولة التي توفرها الأسواق المالية أن تؤدي إلى رفع مستويات و الاستثمار.

- تمكن الأسواق المالية المستثمرين من تنويع أصول محافظهم التي تؤدي الى تخفيض المخاطر التي يتحملونها، و من ثم تخفيض رأس المال بالنسبة الى الشركات.
- يمكن أن تسهم الأسواق المالية في الرقابة على أداء مديري الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، مما يؤدي إلى تحسين إدارة و توجيه تلك الشركات.

و قد تدعم الرؤية المؤيدة لتأثير سوق الأوراق المالية إيجابا على النمو الاقتصادي بالعديد من الدراسات و الأدلة التجريبية، من بين هذه الدراسات الدراسة التي قام بها كل من Levin & Zervos والمتعلقة بدراسة العلاقة بين تنمية الأسواق المالية و معدلات النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباطية بين تنمية السوق المالية و معدل النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

و في دراسة قام بها أيضا Levin Ross لتقييم العلاقة بين الأسواق المالية و الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي خلال الفترة 1986 - 1994 في عينة شملت 38 دولة، و تبين أن البلدان التي تتميز بسيولة الأسواق المالية لديها أجهزة مصرفية متطورة حققت نموا أسرع من البلدان التي لديها أسواق مالية غير سائلة و أجهزة مصرفية غير متطورة.

تمارس الأسواق المالية تأثيرها على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على القرارات التمويلية للشركات، حيث توضح الدراسة التي قام بها Demirguc - Knut & Makshmovic لبحث تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على الخيارات التمويلية للشركات في عدد 30 دولة صناعية و نامية خلال الفترة 1980 - 1991 ووجد أن تأثير تنمية السوق المالية على نسب المردودية على حقوق الملكية (نسب الرفع المالي) تعتمد على المستوى المبدئي لتنمية السوق المالية، فالشركات في الدول التي تتوفر لديها أسواق مالية غير متطورة، تزيد في بداية الأمر نسبة الرفع المالي و ذلك بالنسبة إلى

الشركات الكبيرة، بينما في الدول التي لديها أسواق مالية متطورة، فإن المزيد من التنمية في تلك الأسواق يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون.

وعليه فقد أجمعت كل الدراسات المتعلقة بتنمية السوق المالية على أنه ثمة علاقة طردية بين تنمية السوق المالية و بين النمو الاقتصادي، حيث تؤدي الزيادة في درجة تنمية الأسواق المالية إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي و العكس صحيح، كما أن النمو الاقتصادي يسهم بدوره في تنمية الأسواق المالية.

المبحث الثالث: المؤشرات البورصية ومؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية

يتناول هذا المبحث العناصر الموالية:

- المؤشرات البورصية
- مؤشرات قياس تطور السوق

المطلب الأول: المؤشرات البورصية

تعتبر المؤشرات البورصية المرآة العاكسة لحركة اتجاه الأسعار في الأسواق المالية، و بالتالي فهي أداة لتحديد اتجاهات الاسعار في السوق أو قطاع معين في السوق و تبنى المؤشرات على أساس عينة من المؤسسات المدرجة في التسعيرة باستخدام أساليب إحصائية.

1- مفهوم و أنواع المؤشرات:

1-1 مفهوم المؤشرات:

"يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة و منتظمة"⁽¹⁾، حيث يتم نشره كل نصف ساعة في بعض البورصات أو يوميا في البعض الآخر، وتختلف المدة التي يغطيها المؤشر حسب أهمية السوق المحسوم على أساس التداول فيها.

¹Guide De L'investisseur, Les Guides COSOB, Novembre, 1995, P 21.

و يعبر المؤشر عن المتوسط المرجح لأسعار مجموعة من الأوراق المالية المعبرة او الممثلة لسوق مالية، و بالتالي فهو عبارة عن رقم قياسي مكون من أسعار الأوراق المالية المتداولة في لحظة معينة، و تعتمد عملية الترجيح على الرسملة البورصية.

و يتم اختيار العينة المشكلة من الأوراق المالية المكونة للمؤشر بطريقة تتيح لمؤشر أن يعكس حالة تطور الأسعار و عمليات التداول في السوق و تعتبر المؤشرات البورصية مؤشرات اقتصادية يهتدي بها في الدراسات الاقتصادية المتعلقة بحالة الركود و الإنعاش و غيرها.

1-2) أنواع المؤشرات البورصية:

1-2-1) المؤشرات الضيقة

و يتعلق هذا المؤشر بالأسواق المالية المتطورة أين تكون مسعرة فيها عدد كبير من الأوراق المالية ذات شهرة عالمية، هذه الأوراق المالية عادة تمثل المجمعات الاولية الكبيرة - مؤسسات - التي تكون رسملتها البورصية عادة تفوق 10 مليار دولار.

و نظرا للاحتياجات الخاصة للأسواق المشتقة - الأجلة - أصبحت هذه المؤشرات تبنى على أساس عينات تتميز بالخصائص التالية⁽¹⁾:

- عينة صغيرة
- عينة تتكون من أوراق مالية مسعرة وذات تداول دوري من أجل الحصول على تسعير مستمر للمنتجات المشتقة.
- عينة من اوراق مالية مسائلة، من أجل السماح للمحكمين تعديل عدم كفاءة السوق في أي لحظة بقيامهم بعمليات الشراء أو البيع للأسهم.

¹Didier Davydoff, op-cit, 1998, P 15.

ومن اهم هذه المؤشرات في العالم نجد:

جدول رقم (04): أهم المؤشرات في العالم

| عدد الأوراق في العينة | اسم المؤشر | |
|-----------------------|------------|-----------|
| 30 | DOWJONES | نيويورك |
| 100 | FTSE 100 | لندن |
| 40 | CAC 40 | باريس |
| 30 | DAX | فرانكفورت |
| 25 | AEX | أمستردام |
| 20 | BEL 20 | بروكسل |
| 30 | MIB 30 | ميلان |
| 35 | IBEV 35 | مدريد |

Source : Didier Davydoff, Op-Cit, 1998, P 15.

وتتميز هذه المؤشرات بثقة عالية من طرف المتدخلين في السوق المالية و ذلك لأنها تعكس تطور تداول الأوراق المالية و كذلك تعكس التمثيل الجيد للأوراق المالية في السوق المعني، حيث أن ثقل الأوراق المالية المستعملة في بناء المؤشر المعبر عنه بالرسمة البورصية كبير جدا.

1-2-2) المؤشرات الواسعة:

تهدف هذه المؤشرات إلى قياس أداء السوق في مجملها، فهي تمثل نسبة معتبرة للرسمة البورصية في السوق تقارب 92 %، فمثلا بورصة طوكيو مؤشرها الواسع "TOPIX" يضم 97 %، و في ألمانيا المؤشر الواسع "CDAX" فقد تم تشكيله بكيفية هيكلية فهو يضم مجموع الأوراق المالية المسعرة في التسعيرة الرسمية، و مؤشر "SP 500" في الولايات المتحدة يضم 500 ورقة مالية، و مؤشر CAC الذي يقيس التغيير في أسهم 244 شركة فرنسية و تمثل 85 % من بورصة باريس، و تعتبر الرسمة البورصية معيار لاختيار الأوراق المالية في تكوين عينة المؤشر.

ونجد عموماً الأوراق المالية المشككة للمؤشرات الواسعة يتم توزيعها على أساس قطاعات النشاط بحيث يتم اختبار عدد كبير من الأوراق المالية من كل قطاع نشاط معين على أساس الرسملة البورصية.

1-2-3 مؤشرات الأوراق المالية الصغيرة و المتوسطة

وتتكون من الأوراق المالية ذات الحجم الصغير مثل الأوراق المالية التي تصدرها صناديق الاستثمار و المؤسسات ذات بعد محلي أو جهوي، كما أن هذه المؤشرات تدخل في تركيبة المؤشرات الكبيرة.

2- الاستخدمات الأساسية للمؤشرات:

تعتبر المؤشر أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة كمات فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء المديرين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار، كما أنها تستخدم لوضع تصور عن حالة سوق رأس المال في المستقبل، هذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

2-1 إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

القاعدة العامة أن حركة أسعار الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في أسعار الأسهم والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، و عليه فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجاباً و سلباً - لمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة.

2-2 الحكم على أداء المديرين المحترفين:

يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، ولكن المدير المحترف سيحقق عائداً أعلى من

متوسط عائد السوق و ذلك باستخدام أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعينة.

2-3) التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:

يمكن التنبؤ مقدما بالحالة التي ستكون عليها السوق مستقبلا و ذلك من خلال دراسة بعض المتغيرات الاقتصادية و علاقتها مع التغيرات التي تطرأ على المؤشر، كما أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليها، و عليه يمكن اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم.

2-4) تقدير مخاطر المحفظة:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية أو ما تسمى بالمخاطر العامة، و تقاس هذه المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة و بين معدل العائد على محفظة السوق.

3- كيفية تصميم و حساب المؤشرات:

من أجل الحصول على صورة تعكس حقيقة السوق ينبغي اختيار عينة من الأوراق المالية ممثلة لجميع الأوراق المالية المتداولة و مزج أسعارها بكيفية تظهر تقديم حقيقي للمحفظة - الأوراق المالية المشكلة للعينة -

3-1) قاعدة المؤشر:

حتى يكون المؤشر ذو معنى ينبغي أن يكون معزز بسلسلة تاريخية إحصائية لأسعار الأوراق المالية المشكلة للعينة التي يبني على أساسها المؤشر، و المؤشرات البورصية كغيرها من المؤشرات الاقتصادية التي يتم حسابها على أساس الرجوع إلى قاعدة أو مرجع تعرف بالمزاوجة بين تاريخ المرجع و المستوى الاتفاقي للمؤشر في هذا التاريخ مثلا مؤشر (CAC40) ببنى على أساس 1000 نقطة بتاريخ 1987/12/31⁽¹⁾.

¹Didier Davydoff, op-cit, 1998, P 45.

3-1) تحديد الأوزان النسبية:

حتى تعكس الأوراق المالية في العينة حقيقية السوق ينبغي الترجيح حسب الأوزان النسبية للأوراق المالية في العينة، و عملية الترجيح لا تختلف من حيث الأهمية عن كيفية اختيار الأوراق المالية المشكلة للعينة في بناء المؤشر.

و من أجل تحديد العينة نظريا التي يعكسها المؤشر يمكن مثلا تكوين محفظة العينة من عدد متساوي من الأوراق المالية لكل مؤسسة في العينة، و هنا ينبغي الترجيح حسب السعر، و عموما هناك ثلاثة مداخل شائعة للتحديد الوزن النسبي للورقة المالية داخل محفظة الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر، و تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

3-2-1) مدخل الترجيح على أساس السعر:

المثال المعروف عن المؤشر المرجح بالسعر هو مؤشر داوجونز الذي يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 30 % من بورصة نيويورك، و يحسب على أساس المتوسط الحسابي لأسعار 30 سهم المكونة للعينة التي يبني عليها المؤشر، بمعنى ترجيح القيم بأسعارها و صيغة حساب المؤشر في الزمن t تعطى كما يلي:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^n C_j^t}{\sum_{j=1}^n C_j^0 k^t}$$

حيث:

C_j^t هو سعر السهم j في الزمن t

n عدد الأسهم في عينة المؤشر

k^t معامل تعديل المؤشر في الزمن t الذي يدمج - يأخذ بعين الاعتبار - تبعات مجموع العمليات التي أدت إلى تصحيح المؤشر منذ إنشائه، و مبدأ حساب هذا المعامل هو نفسه المبدأ المعتمد في حساب المؤشر المرجح بالرسمة البورصية.

¹ Didier Davydoff, op-cit, 1998, P 47.

3-2-2 مدخل الأوزان المتساوية:

يعكس تطور محفظة الأوراق المالية التي يبنى عليها المؤشر و التي ستستثمر بصفة مستمرة بمبالغ متساوية في قيم المحفظة، و ذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

3-2-3 مدخل الأوزان حسب الرسملة البورصية:

و يتم ترجيح القيم حسب عدد الأوراق المالية المتداولة، و صيغة حساب مؤشرات الرسملة تكون حسب الصيغة التالية:

$$I_t = I_0 \cdot \frac{\sum_{i=1}^n (Q_i^t \cdot C_i^t)}{K^t \cdot CBA}$$

I_0 مستوى المؤشر بصفة عامة يحدد على أساس الاتفاق في تاريخ الأساس.
 t تاريخ حساب المؤشر.

n عدد الأوراق المالية في العينة

CBA الرسملة البورصية للعينة عند تاريخ الأساس للمؤشر.

Q_i^t عدد الأوراق المالية المسجلة للأصل- الورقة المالية عند تاريخ t

C_i^t سعر الأصل i في تاريخ t (تاريخ حساب المؤشر).

K^t معامل التصحيح للرسملة البورصية عند الأساس.

و هذه الصيغة تقوم على أساس ترجيح سعر الأصل عن طريق الاوراق المالية المتداولة، هذه الأخيرة يمكن تصحيحها بصفة دورية حسب سرعة توفر المعلومات، فمثلا مؤشرات بورصة باريس تأخذ بعين الاعتبار تغيرات عدد الاوراق المالية المتداولة يوميا، بينما المؤشرات الألمانية تأخذ التغيرات الحاصلة في عدد الأوراق المالية المتداولة مرة واحدة في السنة. K^t

بينما K^t معامل التصحيح يهدف إلى إزالة أثر تغيرات البسط (الرسملة البورصية عند تاريخ حساب المؤشر) التي تنشأ فقط من تغيرات عدد الأوراق المالية المتداولة.

و تظهر هذه الصيغة انه بين لحظتين في نفس اليوم التغيرات النسبية للمؤشر تعادل التغيرات النسبية لأسعار كل ورقة مالية في العينة مرجح بعدد الأوراق المالية المتداولة لهذه الورقة المالية.

المطلب الثاني: مؤشرات قياس تطور السوق

لقياس درجة تطور و تنمية سوق الأوراق المالية، ثمة مؤشرات عدة تستخدم لذلك الغرض تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

- مؤشرات حجم السوق.
- مؤشرات سيولة السوق
- مؤشرات تمركز السوق
- مؤشرات عدم استقرار السوق
- مؤشرات التنمية المؤسسية.

1 مؤشرات حجم السوق:

تتمثل مؤشرات قياس حجم السوق فيما يلي:

- نسبة رأس مال السوق.
- عدد الشركات المسجلة في السوق.

1-5 نسبة رأس مال السوق⁽²⁾:

تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج الداخلي الخام، ويعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار أي قدرتها على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها.

¹عاطف وليم أندرواس، 2006، مرجع سابق، ص 215.

²نفس المرجع، ص 210.

ويعاني هذا المؤشر من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كليا للدلالة على درجة تنمية السوق إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا، ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق و لكنها غير نشطة.

وقد تتجاوز نسبة رأس مال السوق نسبة 10 % كما هو الحال في اليابان و ماليزيا و هونكونج، فعلى سبيل المثال بلغت تلك النسبة كمتوسط سنوي في الفترة الممتدة بين 1986 - 1994 نسبة 108 %، 128 %، 136 % و 145 % على التوالي، و قد تصل في بعض الدول إلى نسب دنيا كما هو الحال في كولومبيا و نيجيريا، أين بلغت هذه النسبة في الفترة 1986 - 1994 كمتوسط سنوي 7 % و 4 % على التوالي.

2-5) عدد الشركات المسجلة في السوق المالية:

و يستعمل هذا المؤشر كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق و ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، الأمر الذي قد ينعكس ايجابا على الاقتصاد الوطني.

غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا، و لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا.

ويبلغ عدد الشركات المدرجة في الدول المتطورة أستراليا و كندا مثلا للفترة 1985-1994 كمتوسط سنوي 1184 شركة و 1118 شركة على التوالي، كما أن الفروق الهامشية لهذا المؤشر للدول لا يمكن استخدامها في تفسير أيهما أكثر تطورا في مجال أسواق الأوراق المالية.

بينما يمثل إدراج أقل من 70 شركة في أسواق الأوراق المالية في فنلندا و زيمبابوي خلال نفس الفترة دليلا على محدودية أسواق الأوراق في هاتين الدولتين.

(2) مؤشرات سيولة السوق⁽¹⁾:

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع و شراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، و تزداد سيولة السوق عند توافر الشروط التالية:

- عمق السوق بمعنى وجود أوامر تداول للأوراق المالية بشكل مستمر.
- اتساع السوق، بمعنى وجود عدد كبير من اوامر البيع و الشراء للأوراق المالية بالسوق.
- سرعة استجابة السوق، و تشير إلى قدرة السوق على علاج أي خلل بين الوطن و الطلب.

و تلعب السيولة دورا مهما في جعل الاستثمار المالي أقل خطرا، و تسهل من الاستثمار الطويل، ذلك لأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة و بتكلفة يسيرة. و في السوق التي تتميز بسيولة مرتفعة تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة سواء عن طريق إصدار سندات أو رفع رأس مالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم، كما أن الاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة للأوراق المالية، يجعل من الأصول المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية و من ثم يعزز الاستثمار.

بينما السوق التي تفنقر إلى السيولة تواجه بحذر من جانب المستثمرين لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه.

وهناك مؤشران يتم استخدامهما على نطاق واسع بقياس سيولة سوق الأوراق التالية وهما:

(1-2) نسبة حجم التداول:

تمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على النتائج الداخل الخام. وتشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني.

¹عاطف وليم أندرواس، 2006، مرجع سابق، ص: 215-216.

وتتمتع بعض الدول مثل اليابان والولايات المتحدة الأمريكية وهونغ كونغ بنسبة تداول مرتفعة إذ بلغت في المتوسط خلال الفترة 1986-1994 نحو 62 % ، 41 % ، 59 % ، على التداول الأمر الذي يعكس ارتفاع مستويات السيولة في أسواق تلك الدول، بينما بلغ المتوسط السنوي لتلك النسبة خلال نفس الفترة في بعض الدول الأخرى مثل نيجيريا وكولومبيا 1 % الأمر الذي يعكس تدنى مستويات السيولة في أسواق تلك الدول.

و تكمل نسبة حجم التداول بنسبة رأسمال السوق إذ أن نسبة رأسمال السوق قد تكون مرتفعة في حين أن حركة التعاملات هي ضعيفة أو عكس ، وعليه كلا المؤشرين ينبغي أن يسجلا ارتفاعا مقبولا للحكم على درجة تقدم السوق.

2-2 (معدل الدوران:

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية لتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأسمال السوق، و يكمل مؤشر معدل الدوران مؤشر نسبة رأس المال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة في نفس الوقت، فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس المال ونشطة لارتفاع معدل الدوران، فالهند مثلا تتميز سوقها المالية بانخفاض نسبة رأس المال السوقي بينما يرتفع معدل الدوران بها، إذ بلغ المتوسط السنوي لهذين المؤشرين خلال الفترة 1988-1994 نحو 16 % ، 0.50 على التوالي، وعلى العكس من الهند تتميز جنوب إفريقيا بارتفاع نسبة رأس المال السوقي بينما ينخفض بها معدل الدوران إلى 0.05، ويعتبر كل من مؤشر نسبة حجم السوق ومؤشر معدل الدوران مكملين لبعضهما فعلى حين يوضح مؤشر نسبة حجم التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد الوطني، فإن مؤشر معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق.

3- مؤشرات تمركز السوق:

يشير مؤشر درجة تمركز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق. إذ قد تسيطر في العديد من البلدان بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التمركز في السوق. وتعد درجة التمركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه، لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق.

وتقاس درجة تمركز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق و تتميز كل من امريكا واليابان بانخفاض درجة التمركز، حيث تمثل حصة أكبر عشر شركات في كل منهما خلال الفترة 1986-1994 نحو 20 من رأس مال السوق، وترتفع تلك الحصة في كل من الأرجنتين وكولومبيا خلال نفس الفترة إلى ما يجاوز 60% أي ما يعادل ثلاث أضعاف درجة التمركز في كل من الولايات المتحدة واليابان.

4- مؤشرات عدم استقرار السوق⁽¹⁾:

تقاس درجة التطاير أو عدم استقرار السوق بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي، وتشير درجة التذبذب أو عدم استقرار السوق إلى مدى وجود تقلبات في عوائد السوق، بمعنى أنها تشير إلى عدم استقرار السوق، وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشرا لتطور وتنمية السوق.

5- مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية⁽²⁾:

يمكن للعوامل المؤسسية والتنظيمية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية، فقواعد الإفصاح الاجباري توفر معلومات عن الشركات والوسطاء الماليين، ومن شأن ذلك أن يعزز من مشاركة المستثمرين في أسواق الوراق المالية.

اتسام هذا المؤشر بالطابع الكيفي، يجعل من الصعب قياسه، إلا أنه هناك بعض الدراسات التي حاولت قياسه، كالدراسة التي قاما بها "Dermirguc-Kunt & Levine" حيث قاما بتجميع معلومات تتعلق بأسواق الأوراق المالية في بعض الدول وتم على أساسها بناء سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية تتمثل فيما يلي:

¹عاطف وليم أندرواس، 2006، مرجع سابق، ص 216.

²عاطف وليم أندرواس، 2006، مرجع سابق، ص 217

- يوضح المؤشر الأول ما إذا كانت الشركات المدرجة في البورصة تنشر المعلومات المتعلقة بالأسعار والأرباح، وتعطي قيمة صفر أو واحد، حيث تشير القيمة واحد إلى ان المعلومات دقيقة وشاملة وتنشر على المستوى الدولي.
- يقيس المؤشر الثاني مستوى المعايير المحاسبية المطبقة، حيث تخصص قيم: صفر ، واحد واثنان للدول التي تتبنى معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أوجيدة على التوالي.
- يقيس المؤشر الثالث نوعية وجودة قوانين حماية المستثمرين وفقا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية، حيث تعطي قيم صفر، واحد و اثنان للإشارة إلى ان قوانين حماية المستثمرين المطبقة ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي.
- ويشير المؤشر الرابع إلى وجود لجنة للبورصة ونظم المقاصة وتسوية العمليات.
- وتقيس المؤشرات الخامسة والسادسة القيود على إعادة تحويل التوزيعات والأرباح وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج، حيث تعطي قيم صفر أو واحد او إثنان للإشارة إلى أن تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل مقيدة بشكل مطلق أو بشكل نسبي أو محررة بالكامل على التوالي.
- ويقيس المؤشر السابع امكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية.

ويتم حساب ما يسمى بالمؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية بأخذ متوسط قيم المؤشراتالسبعة

$$S = \sum_{i=1}^n Si / N$$

حيث

S: المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية.

N:مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية وعددها سبعة.

خلاصة:

تناول هذا الفصل أساسيات الأسواق، و تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث:

تطرق المبحث الأول إلى مفاهيم عامة حول الأسواق المالية التي تعتبر جزء من سوق رأس المال الذي يضم إلى جانب السوق المالية، السوق النقدية أيضا و هي سوق لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، أما السوق المالية فهي سوق لرؤوس الأموال طويلة الأجل أين يلتقي فيها مباشرة العارضين و الطالبين لرؤوس الأموال، و بالتالي فهي فضاء لإصدار و تداول الأوراق المالية، و تنقسم بدورها إلى سوقين، سوق أولية و سوق ثانوية تعرف باسم البورصة، و قيام هذه الأخيرة في أي دولة يتطلب توفر مجموعة من المتطلبات الضرورية و أخرى متطلبات كافية تتمثل في وجود أوراق مالية و أنظمة للتداول.

أما المبحث الثاني فتطرق إلى وظائف و كفاءة الأسواق المالية و دورها في تحقيق النمو الاقتصادي، فالأسواق المالية تلعب دورا هاما في تمويل الاقتصاد و توفير المعلومات و مراقبة تسيير المؤسسات و فضاءا لتسيير الخطر من خلال العمليات الآجلة، كما تناول هذا المبحث كفاءة الأسواق المالية المتعلقة بالكفاءة التخصيصية، الكفاءة العملية أو التشغيلية و الكفاءة المعلوماتية، بالإضافة إلى الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية المتمثلة في عقلانية المستثمرين، حرية تنقل المعلومات و رد الفعل الفوري للمستثمرين و إمكانية معالجة هذه المعلومات من طرف الأعوان الاقتصاديين في الوقت الحقيقي و مجانية المعلومات، بالإضافة إلى التطرق إلى الصيغ المختلفة بكفاءة الأسواق المالية منها: فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة شبه قوية و الصيغة القوية، و أخيرا تم التطرق إلى الدور الإيجابي و الدور السلبي للأسواق المالية على النمو الاقتصادي.

بينما المبحث الثالث والأخير فخرج على المؤشرات البورصية و مؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية، حيث تتمثل هذه الأخيرة في مؤشرات حجم السوق، مؤشرات سيولة السوق، مؤشرات تمركز السوق، مؤشرات التنمية المؤسسية، و مؤشرات عدم استقرار السوق.

الفصل الخامس:

الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

الفصل الخامس: الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

خص الفصل السابق أساسيات الأسواق المالية بدراسة أقسام أسواق رأس المال و أقسام السوق المالية و أثرها على النمو الاقتصادي، و وظائف و كفاءة الأسواق المالية و كذا المؤشرات البورصية، ومؤشرات قياس درجة تطور السوق، بينما هذا الفصل المتمثل في الأطراف الفاعلة في السوق المالية فسيتطرق إلى الأطراف المتدخلة في السوق المالية سواء بصفة مباشرة أو غير مباشرة في السوق المالية و هذا من خلال تناول العناصر الموالية:

- إدارة السوق المالية وأطراف عملية التداول
- المؤسسات المالية
- وكالات التصنيف الائتماني

المبحث الأول: إدارة السوق المالية وأطراف عملية التداول

تختلف إدارة الأسواق المالية من دولة إلى أخرى من حيث الهيئات الإدارية والمهنية المشرفة على إدارة السوق والقوانين والإجراءات المتعلقة بتسيير إدارتها، و يرجع هذا الاختلاف إلى حجم السوق و عدد الشركات المدرجة فيها و حجم المعاملات و التطورات التقنية فيها و الرسملة البورصية. غير أنها تتشابه في إطارها العام، حيث نجد نقاط تقاطع عديدة من حيث نوع الهيئات والمهام الموكلة لها، و عموما تتمثل الهيئات المشرفة على إدارة السوق وأطراف عملية التداول فيما يلي:

- الهيئات الإدارية
- الهيئات المهنية
- عناصر السوق المالية

المطلب الأول: الهيئات الإدارية

تتكون هذه الهيئات من الأطراف التالية:

1) لجنة عمليات البورصة:

وهي عبارة عن هيئة إدارية تقوم بالإشراف على تسيير السوق، مراقبة المعلومات و حماية المستثمرين.

و تنظيم هذه الهيئة يختلف من دولة إلى أخرى من حيث عدد أعضائها و الصلاحيات الموكلة إليها، و يعود ذلك إلى عدة عوامل منها عدد الأسواق المالية الموجودة في دولة ما، تطور نشاط السوق المالية حجم التداول في السوق ... الخ.

و بصفة عامة نجد أن هذه الهيئة يرأسها رئيس يتم تعيينه من طرف وزارة المالية و تتضمن مجموعة من الأعضاء يتمثلون في السماسرة و أعضاء آخرون يتمثلون في هيئات إدارية أخرى.

فمثلا لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في فرنسا تتكون من الأعضاء التالية⁽¹⁾:

- ممثل مجلس السوق المالية
- ممثل البنك المركزي
- مجلس الدولة
- محكمة النقض
- مجلس المحاسبة
- ممثل الجمعيات المهنية المختصة في مجال الاستثمار في البورصة
- و تتمثل مهمتها في الرقابة على المعلومات المنشورة من طرف المصدرين و حماية المستثمرين و مراقبة صحة العمليات.
- كما يمكن تقسيمها إلى لجان فرعية بحسب حجم نشاط السوق.
- كما تختص لجنة البورصة بما يلي⁽²⁾:
- تحقيق حسن سير العمل في البورصة باتحاد ما تقتضيه الظروف من الإجراءات و التدابير الردعية، و هذا للحد من الممارسات غير الأخلاقية و استغلال السماسرة للثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب، المحافظة على السوق من الأزمات و الانهيار و عمليات المضاربة.
- قيد و شطب المؤسسات التي تريد الدخول و الخروج من البورصة، حيث تتدخل هذه الهيئة بمراقبة المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة الراغبة في الدخول إلى البورصة و التأكد من

¹ Monier Philippe, Les Marchés Boursiers, Verneuil, paris, 3^{ème} ed, 2007, P 12-13.

² محمد الصيرفي، مرجع سابق، 2008، ص 116.

صحتها و التأكد من صحتها و توفرها على الشروط القانونية و المالية اللازمة للإدراج، كما يقوم بالتأشير على المعلومات الدورية التي تكون المؤسسات المدرجة ملزمة بنشرها، و تأشير لجنة عمليات البورصة يعطي الضمان بصحتها و الوثوق بها من طرف المستثمرين. وبصفة عامة فإن لجنة عمليات البورصة تقوم بمراقبة كل الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية سواء في البورصة أو خارجها. و تؤمن أيضا معايير مالية دقيقة، و قوانين السيرة المطبقة على مؤسسات إصدار الأسهم و السندات.

كما ان لهذه اللجنة سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة والأطراف المتدخلة فيها، حيث توقع عقوبات على كل الأشخاص الذين يسريون معلومات بحكم مناصبهم في البورصة، بالإضافة إلى توقيع عقوبات على المخالفات في حالة عدم احترام الإجراءات المعمول بها.

(2) الخزينة العامة:

و هي عبارة عن هيئة إدارية تمثل الدولة في مجموع الأنشطة النقدية و المالية، و هي بذلك تتدخل في عدة ميادين بتطبيق المبادئ الأساسية و الحفاظ على الوظيفة العمومية العليا و تقوم بالمهام الآتية⁽¹⁾:

- تعيين المسؤولين و انتداب الموظفين السامين.
- تنسيق التشاور و تبادل المعلومات و الثقة المتبادلة بين مختلف هيئات السوق.
- كما تملك السلطة التنظيمية من خلال الإشراف على العملية التشريعية والتنظيمية و مشاريع القوانين المحفزة و المقدمة للحكومة و وضع النصوص التطبيقية.
- كما يمكن في إطار المهام الإدارية للخزينة العامة التي لها علاقة بإدارة السوق المالية القيام بتعيين مندوب أو أكثر، تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين و اللوائح كما ينبغي استدعاؤه لحضور جلسات لجنة تنظيم البورصة و مجلس التأديب، بالإضافة إلى تمتعها بصلاحيات تتمثل في الاعتراض على قرارات الجمعية العامة للجنة البورصة السارية المفعول⁽²⁾.

المطلب الثاني: الهيئات المهنية

¹A. Choinel & G.Rouyer, op-cit, 1999, P 15.

² محمد الصيرفي، مرجع سابق، 2008، ص 118.

و تشمل الهيئات المهنية في مجلس السوق و شركة البورصة

1) مجلس السوق المالية:

و يتولى الإشراف على تنظيم و تنمية السوق المالية و مراقبة حسن قيام السوق بوظائفها، كما يعمل أيضا على المساهمة في خلق و تدعيم المناخ الملائم للادخار و الاستثمار و تعبئة رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عملية التنمية و ذلك من خلال تشجيع و تطوير و تنمية السوق الأولية و سوق التداول، كما يعمل على ضمان توفير الشفافية و حماية المستثمرين من خلال إشرافه على توفير المعلومات عن الأوراق المالية و ضمان تدفقها للمستثمرين و التأكد من أن العمل في السوق يقوم على أسس سليمة بعيدة عن الاستغلال و عمليات المضاربة الوهمية⁽¹⁾.

و يتكون من مجموعة من الأعضاء المهنيين يتم تعيينهم في أغلب الأحيان بقرار وزاري لمدة معينة و ذلك باقتراح الهيئات الممثلة للمؤسسات التي تقوم بعمليات الإصدار، المستثمرين، الوسطاء، مؤسسات الاستثمار الخ. و تتمثل مهام مجلس السوق المالية فيما يلي⁽²⁾:

- تنظيم العمليات المالية، حيث أنه يقوم باختبار المشاريع المتعلقة بالعرض العام للشراء أو التبادل و ذلك من حيث مدى مطابقتها للقواعد السارية المفعول و أن المساواة في المعاملة بين المساهمين قد احترمت.
- تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمات الاستثمارية - بنوك، شركة البورصة ... -
- تحديد المبادئ و القواعد العامة للتنظيم و سير الأسواق المنظمة.
- القيام بالتحقيق في ملفات الترشح للحصول على وظيفة الوساطة و كذلك الدخول إلى السوق المالية من طرف المؤسسات.

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، 2006، ص 516.

²A. Choinel & G. Rouyer, 1999, op-cit, P 64.

- و يتمتع المجلس بفرض عقوبات تأديبية على مؤدوا الخدمات الاستثمارية في حالة الإخلال بقواعد السير الحسن.

(2) شركة البورصة:

- وهي عبارة عن مؤسسة مالية تخضع لقانون المنافسة و يمكن أن تكون مسعرة لدى سوقها الخاص، وتتكون من مساهمين يحوزون على أسهم ملكية، و يتمحور نشاطها في طرح منتجات مالية جديدة الاستثمار في تكنولوجيا المعلوماتية الأكثر نجاعة، والاندماج والاستحواذ من خلال العمليات المالية الدولية، بمعنى الاستحواذ على شركات بورصة أخرى في العالم.
- و تعتبر الهيئة التنفيذية لمجلس السوق المالية و تتولى المهام التالية⁽¹⁾:
- تنفيذ قرارات مجلس السوق المالية والتكفل بالتطبيق المباشر للقوانين و الأحكام على السوق.
 - تسير كل العمليات المتعلقة بالدخول إلى البورصة من طرف المؤسسات.
 - تمارس عملية الرقابة على كل المعاملات و ضمان النهاية الحسنة للعمليات المجراة.
 - تقوم بعمليات الوساطة بين أعضاء السوق لتسوية وتسليم الأوراق المالية.
 - تقوم بنشر المعلومات في الوقت الحقيقي للمتعاملين فيها.
 - نشر المعلومات المتعلقة بالسوق و تسعير الأوراق المالية بواسطة الإعلام الآلي.
 - إجراء عمليات المقاصة.
 - تحديد قواعد التسعير
 - تنشيط الحملات الإعلامية وإرساء الثقافة البورصية.

المطلب الثالث: عناصر السوق المالية

هناك ثلاثة أصناف تتعامل فيما بينها في السوق المالية فيما يخص عمليات التداول و تشمل هذه الأصناف ما يلي:

- مصدرو الأوراق المالية
- المستثمرون

¹Daniel Goyeau, Amine Tarazi, Marchés, produits et acteurs, Revue Cahiers français N 361, Mars – Avril 2011, op-cit, P 35.

- الوسطاء الماليون

(1) مصدر الأوراق المالية:

و تتمثل هذه الفئة في المؤسسات الاقتصادية سواء الانتاجية أو الخدماتية أو المالية و حتى شركة البورصة ذاتها و الهيئات العمومية كصناديق التقاعد وشركات التأمين و الدولة و الجماعات المحلية، و تأخذ هذه الفئة شكل قانوني خاص بمعنى ينبغي أن تكون شركات مساهمة و تتوفر على شروط مالية معينة من حيث تحقيق الربح، و اتباع نظام محاسبي معين.

(2) المستثمرون:

و تتمثل هذه الفئة في الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون فائضا ماليا و يرغبون في استثمار هذا الأخير في السوق المالية، من خلال شراء أوراق مالية و تتضمن هذه الفئة صنفين من المستثمرين هما⁽¹⁾:

- مستثمرون طبيعيون: أجراء، عائلات

- مستثمرون مؤسسيون: هيئات التوظيف الجماعي مثل شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، الصناديق المشتركة للتوظيف، هيئات التقاعد وصناديق وشركات التأمين والمؤسسات المالية المصرفية، و المؤسسات الاقتصادية العمومية و الخاصة و الاجنبية.

(3) الوسطاء:

3-1) تعريف الوسطاء⁽²⁾:

يلعب الوسطاء دورا أساسيا في عمليات بيع و شراء الأوراق المالية و ترويجها، و من ثم فهم عناصر أساسية لتنشيط السوق، حيث تقوم هذه الفئة بدور الوساطة بين فئة المستثمرين، و فئة المصدرين للأوراق المالية من جهة و عملية الوساطة أيضا بين بائعي الأوراق المالية و مشتريها في السوق الثانوية من جهة أخرى، فالتعامل في السوق المالية لا يكون مباشرة بين البائع و المشتري و انما يكون عن طريق وسيط، فلن يقوم المستثمر بالدخول عمليا إلى البورصة و القيام بنفسه بعملية

¹ P. Lamy, Les Bourses De Valeurs, Economica, Paris, 1995, P 33.

² Thami Kabbaj, Les traders, maitres du front office, Revue problèmes économiques, N°2956, Oct 2008, P 39 – 40.

ال شراء أو البيع للأوراق المالية التي يملكها في البورصة، و لكن التعامل يكون من خلال وسطائهم السماسرة الذين ينفذون أوامر العملاء .

3-2) أقسام الوسطاء:

و يمكن تقسيم الوسطاء في السوق المالية إلى العناصر التالية⁽¹⁾:

3-2-1) شركات السمسرة في الأوراق المالية:

3-2-1-1) تعريف السمسار:

يعرف السمسار على أنه شخص مفوض من شركة سمسرة يقوم ببيع و شراء الأوراق المالية في البورصة بالوكالة نيابة عن عملائه مقابل عمولة دولة إدارية كافية بالشؤون المالية، كما يجب أن يكون مؤهلا قانونيا، كما يعرف أيضا بأنه وكيل بالعمولة يقوم بالتوسط لبيع و شراء الأسهم و السندات و الأوراق المالية الأخرى في السوق المالية.

و يمكن أن يكون السمسار شخصا طبيعيا أو معنويا في شكل شركة، و قد يؤدي هذه الوظيفة في بعض الدول البنوك التجارية باعتبارها سمسرة.

أما بورصة نيويورك فيعرف من يقوم بالوساطة بسمسار البورصة (Stock Broker) و هناك نوعان من السماسرة في بورصة نيويورك هما:

- السمسار الوكيل: و هو يتبع إحدى الشركات و يقوم بتنفيذ أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية و التي يتلقاها من المستثمرين و التي يصدرونها على الشركات التابع لها هذا السمسار.

- سمسار الصالة: و هو سمسار لا يتبع أي شركة و إنما يقوم بتنفيذ أوامر البيع و الشراء التي تطلب منه من قبل السماسرة الوكلاء.

3-2-1-2) أقسام شركات السمسرة:

تتقسم شركات السمسرة إلى نوعين من الشركات:

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 2010، ص 90 - 91.

- شركات الوساطة و تقوم هذه الشركات بتنفيذ الأوامر الصادرة لها من العميل و فقط حيث لا تقدم له أي تسهيلات إئتمانية من أي نوع فما عليها إلا أن تشتري للعميل في حدود الحساب المفتوح للعميل.
- شركات السمسرة: و هي شركات سمسرة تقوم بالدور السابق كوسيط و لكن يخصص لها من قبل الهيئة المسؤولة عن البورصة بفتح و إدارة حسابات جارية للأوراق المالية، و مسموح لها أيضا بالتعامل بنظام الشراء الهامشي، حيث تقوم بإقراض العميل و تمكينه من الشراء بحدود تزيد عن إمكانياته المالية و يقوم العميل بسداد القرض و الفائدة عليه بالإضافة إلى عمولة الشركة عن أي عملية تداول بيعا أو شراء طبقا لأوامر العميل.

2-3) تجار الأوراق المالية⁽¹⁾:

هم أعضاء مسجلون بالسوق، و يقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم، و بيعها عند ارتفاع أسعارها و الاستفادة من فارق السعر، و يتابع هؤلاء الأفراد البورصة عن كثب و باهتمام بحثا عن فرص الشراء و البيع، فهم عندما يشترون سريعا في البيع لاقتناص الفرص المربحة، ويعتمد ربحهم على حجم و سرعة و معدل دوران السهم أو الورقة المالية محل التعامل، وعلى الدقة في تقدير التحركات السعرية المتوقعة في المستقبل للأوراق المالية، و لا تحصل هذه الفئة على أي عمولات بيد أنهم يمكنهم الحصول على هامش أقل من نظائهم من الفئات الأخرى العاملة في البورصة و مرد من ذلك أنهم يخضعون لعدد ضخم من القواعد و اللوائح التي تتحكم في أنشطتهم نتيجة لطبيعتهم الخاصة التي تميل إل أنشطة المضاربة.

و في بورصة نيويورك نجد نوعان من المتاجرين في الأوراق المالية هم:

- تجار الصالة: و هم تجار الجملة و يتعاملون داخل البورصة لحسابهم.
- تاجر التجزئة (الطلبية الصغيرة): و هو مضارب في كسور الأسهم حيث يتوسط في شراء و بيع الأوراق المالية التي تقل عن 100 ورقة و المضاربة بها.

¹ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، 2006، ص 33.

حيث يقوم تاجر الطلبيات الصغيرة بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة يقومون ببيعها بكميات صغيرة لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة غالبا ما تكون أكبر قياسا بالعمولات التي يتقاضاها تاجر الطلبيات الكبيرة.

3-3 المتخصصون - صناع السوق:-

يجمع المتخصص بين نشاط السمسرة و الاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسة آخرون نظير عمولة، كما انه يشبه التاجر من حيث انه يقوم بالاتجار لحسابه الخاص سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الربح، و يتخصص كل متعامل من المتخصصين في التعامل ففي ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المالية أو أسهم شركة معينة و يدفع المتخصص رسم عضوية البورصة من حسابه الخاص و من اجل ضمان عملية التخصص التي تتميز بها هذه الفئة فإن المتخصص يقوم بالمهام التالية⁽¹⁾:

- إدارة عمليات المزاد للحفاظ على وجود سوق منتظمة و عادلة للورقة او الأوراق المالية التي يتخصص فيها، فهو الذي يحدد أسعار الافتتاح لهذه الأوراق كل يوم، و أثناء النهار يقوم بتقديم العطاءات الجارية و يعرض الأسعار على السماسرة.
- تنفيذ أوامر الشراء و البيع لسماسة الصالة.
- يلعب دور المحفز و المنشط في سوق الأوراق المالية المتخصص فيها، حيث يعبر المتخصص بمثابة نقطة اتصال بين السماسرة من خلال أوامر الشراء و البيع، حيث يجمع بين مندوبي المشتريين و البائعين معا بما يضمن تنفيذ المعاملات.
- توفير رأس المال في الحالات التي يوجد فيها اختلال بين العرض و الطلب على الأوراق المالية التي يتخصص فيها، فإذا كانت أوامر الطلب أكثر و أسرع من أوامر البيع يلتزم المتخصص باستخدام أموال شركته - أمواله الخاصة - لتدنية أوجه الاختلاف بين الطلب و العرض الخاصة بالأوراق المالية التي يتخصص فيها، و يتم ذلك من خلال الشراء و البيع في اتجاه معاكس لاتجاه السوق حتى يصل بالسعر عند المستوى الذي يتوازن عنده الطلب مع العرض من الأوراق المالية المتخصص فيها.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، 2006، ص 34.

- استقرار الأسعار لكي يضمن المتخصص أن التعامل في الأوراق المالية التي يتخصص فيها يتم بشكل عادي و بأقل قدر ممكن من التقلبات السعرية، يقوم المتخصص بالتدخل على عكس اتجاه السوق، فهو يقوم بالشراء و البيع لكي يقلل و يخفض من أوجه الاختلالات السعرية غير المعقولة.

3-4) المحكمون أو المراقبون:

لا تنحصر وظيفة السوق المالية فقط في إتمام العمليات، و لكن تشمل أيضا على ضمان انتظامية و شرعية تلك العمليات و الرقابة على الوقت و منع أي انحراف و التأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، و الفصل في جميع النزاعات التي تقع بين أعضاء البورصة شرط أن يتفق الطرفان على التحكيم و هذا ما يقوم به المحكمون المقيدون في السوق المالية⁽¹⁾.

المبحث الثاني: المؤسسات المالية

يتطرق هذا العنصر إلى النقاط التالية:

- المؤسسات المالية البنكية و غير البنكية

- صناديق الاستثمار

المطلب الاول: المؤسسات المالية البنكية و الغير البنكية

تتمثل المؤسسات المالية البنكية و غير البنكية في المؤسسات البنكية المتضمنة البنوك التجارية و البنوك الشاملة، بينما المؤسسات الغير بنكية فتشمل المؤسسات المالية التعاقدية و المتضمنة شركات التأمين و صناديق التقاعد.

3- المؤسسات المالية البنكية:

1-1) البنوك التجارية:

1-1-1) ماهية البنوك التجاري:

"البنوك التجارية هي تلك المؤسسات التي تتيح خدمات مصرفية متنوعة للجمهور دون تمييز، فهي تقدم للمدخرين فرص متنوعة لاستثمار مدخراتهم من خلال الودائع التقليدية، ودائع جارية، ودائع

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 2010، ص 92.

لأجل أو شهادات الإبداع قصير الاجل وكذلك تتيح فرص عديدة للمقترضين من خلال تقديم قروض قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل⁽¹⁾.

يعتبر البنك التجاري نوعا من أنواع الأسواق المالية التي تقوم بالمتاجرة بالأموال و يتركز نشاطها في قبول الودائع و منح الائتمان، فهو يعتبر وسيطا بين اولئك الذين لديهم أموال فائضة، و بين أولئك الذين يحتاجون لتلك الأموال، فهي تقوم بتجميع الودائع الصغيرة و إعادة منح هذا الادخار في شكل ودائع إلى الاعوان الاقتصاديين - العائلات و المؤسسات - في شكل قروض⁽²⁾.

بالإضافة الى الحكم الكبير من أموال البنوك التجارية المتأتية من إيداعات العملاء، يجب أن يكون لديها كم كافي من رأس المال الطويل الأجل في صورة أسهم و ديون طويلة الأجل لحماية عملائه من مخاطرة تعرض الودائع للخسارة، إذ الهدف من اتفاقية بازل - و هي اتفاقية دولية تختص بكفاية رؤوس أموال البنوك - و المتبناة في اغلب الدول تتمثل في ضمان وجود حد أدنى من رأس المال طويل الأجل في البنوك يتوافق مع حجم و مخاطرة الأعمال التي تقوم بها⁽³⁾.

ولا يقتصر دور البنوك التجارية على تقديم القروض قصيرة الأجل، بل أصبحت مصدرا لتقديم القروض متوسطة الأجل والقروض طويلة الأجل التي قد يمتد تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاما.

1-1-2 وظائف البنوك التجارية:

تطورت هذه الوظائف بتطور المجتمعات و حاجاتها الاقتصادية و على هذا الأساس يمكن تقسيمها إلى وظائف تقليدية و وظائف حديثة⁽⁴⁾.

1-1-2-1 الوظائف التقليدية:

و تتمثل هذه الوظائف فيما يلي:

¹ أكرم حداد مشهور هذلول، النقود والمصارف، مدخل تحليلي ونظري، دار وائل، الأردن، ط الأولى، 2005، ص 144.

² Christophe Degryse, L'économie d'actualité, De Boeck, Belgique, 4^{ème} éd, 2011, P 12.

³ برايان كوبل، ترجمة، قسم الترجمة بدار الفاروق، نظرة عامة على الاسواق، دار الفاروق، الطبعة الثانية 2009، ص 50.

⁴ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، 2005، ص 145.

- منح القروض: تقوم البنوك بعمليات الإقراض بغرض الاستثمار عن طريق استخدام الودائع مثلا، في منح القروض المختلفة. و تعتبر القروض البنكية أهم مصادر التمويل الخارجية للمؤسسات الاقتصادية في معظم دول العالم لذلك بقيت هذه الوظيفة جزءا رئيسيا من عمل البنوك.
- قبول الودائع على اختلاف أنواعها: تتشكل الودائع الحجم الأكبر من مصادر الأموال الخاصة للبنوك التجارية، حيث يقوم البنك بالاحتفاظ بودائع العملاء في شكل حسابات جارية - تحت الطلب و التي تستخدم فيها الشيكات، الحوالات، و بطاقات السحب الآلية - بالإضافة إلى الودائع الادخارية و الودائع لأجل.
- خلق نقود الودائع: و تقتصر هذه الوظيفة على البنوك التجارية دون أي نوع آخر من البنوك، حيث تقوم البنوك التجارية بالتأثير على وسائل الدفع من خلال زيادة أو تخفيض النقود المصرفية - نقود الودائع -، و تعني هذه الوظيفة أن البنك التجاري يمكن أن يقدم تسهيلات ائتمانية للعملاء بدون أن يكون هناك ودائع مخصصة و مقابلة لها موجودة بالفعل لديه، و بالتالي قدرة البنك التجاري على التأثير على عرض النقود و الطلب عليها في الاقتصاد⁽¹⁾.

1-1-2 الوظائف الحديثة:

و تتمثل هذه الوظائف فيما يلي:

- تقديم الاستشارات الاقتصادية و المالية للعملاء
- سداد المدفوعات نيابة ن الغير
- ممارسة نشاط تأجير الأصول.
- خدمات البطاقات الائتمانية و تحصيل الأوراق التجارية.
- تحويل الملة للخارج و بيع و شراء النقد الأجنبي.
- إصدار الأوراق المالية.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 2010، ص 72.

1-1-3) السمات المميزة للبنوك التجارية:

تتسم البنوك التجارية عن غيرها من المؤسسات الاقتصادية بثلاث سمات هامة: الربحية، السيولة و الأمان، و ترجع أهمية هذه السمات إلى تأثيرها الكبير على الأنشطة الرئيسية التي تمارسها البنوك و المتمثلة في قبول الودائع، تقديم القروض، و الاستثمار في الأوراق المالية.

1-1-3-1) الربحية:

تتميز تكاليف البنوك بأن نسبة كبيرة منها ثابتة وتتمثل في الفوائد على الودائع، و وفقا لفكرة الرفع المالي فإنه إذا زادت إيرادات البنك بنسبة معينة ترتب على ذلك زيادة الأرباح بنسبة أكبر و على العكس من ذلك إذا انخفضت الإيرادات بنسبة معينة انخفضت الأرباح بنسبة أكبر.

والاعتماد على الودائع في تقديم القروض من طرف البنك التجاري ميزة هامة، لأن الأرباح الناتجة عن استثمار تلك الودائع أكبر من الفوائد المدفوعة على هذه الودائع و هذا ما يطلق عليه بعوائد الرفع المالي الناجمة عن الاعتماد على أموال الغير في تمويل الاستثمارات.

1-1-3-2) السيولة:

من بين الموارد الرئيسية للبنوك التجارية نجد الودائع تحت الطلب مما يتطلب من البنك ان يكون مستعدا للوفاء بها في أي لحظة، وتعد هذه السمة من أهم السمات التي تميز البنوك التجارية عن باقي المؤسسات الاقتصادية الأخرى.

وتقاس السيولة لقدرة البنك على الوفاء بالتزاماته المالية في الوقت المناسب، و على هذا ينبغي للبنك التجاري أن يتوفر على قدر من الاستثمارات قصيرة الأجل التي يتمكن تحويلها إلى سيولة بسرعة عند اقتضاء الأمر، بالإضافة إلى الاحتياطي القانوني الذي يعتمد عليه البنك في مواجهة مسحوبات المودعين.

وهناك علاقة عكسية بين الربحية و السيولة إذ أن توظيف أو استثمار أي قدر من الموارد المتاحة للبنك يتم على حساب نقص السيولة في البنك.

لهذا تقع على عاتق البنك التجاري مهمة التوفيق بين الربحية التي يسعى إلى تحقيقها البنك والسيولة التي يجب عليه الاحتفاظ بقدر مناسب منها.

1-1-3-3) الأمان:

يتسم رأس مال البنك التجاري بالضآلة و هذا يعني صغر حافة الأمان بالنسبة للمودعين الذين يعتمد البنك على أموالهم كمصدر للاستثمار فالبنك لا يستطيع أن يستوعب خسائر تزيد عن قيمة رأس المال، فإذا زادت الخسائر عن ذلك فقد تلتهم جزء من أموال المودعين والنتيجة هي إعلان إفلاس البنك⁽¹⁾.

وتقوم البنوك التجارية بإدارة الموارد والاستخدامات لتحقيق الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان و الذي يحقق لإدارة البنك فاعلية أكبر في تحقيق أهدافه المتمثلة في زيادة ثروة الملاك.

1-2) البنوك الشاملة

1-2-1) ماهية البنوك الشاملة:

يمكن أن تؤدي البنوك في الوقت الراهن كل الخدمات المالية لزيائنها المتمثلة في إيداع الاموال، منح القروض، الرهن العقاري، التأمين، الأوراق المالية... إلخ، و تسمى هذه البنوك بالبنوك الشاملة بمعنى أن نشاطات البنوك تنوعت و أصبحت لا تقتصر في نشاط معين فقط، و ساعد عملية انتشار هذا النوع من البنوك عمليات الإدماج و الاستحواذ الممارسة من طرف البنوك كشكل جديد للتسيير من اجل الاستمرار و مواجهة المنافسة خصوصا مع العولمة المالية، و عليه فالبنوك لم تعد تنقيد بالتخصص المحدد في نشاطاتها و مصادر حصولها على الأموال، أين كانت تخضع لاحترام قواعد خاصة في عملية إقراض الأموال و ممارسة نشاط الوساطة المالية أو تقديم خدمة التأمين⁽²⁾.

تتعدد تعريفات البنوك الشاملة، حيث يعرفها البعض بأنها تلك التي تؤدي الوظائف التقليدية للبنوك وكذلك الوظائف غير التقليدية مثل تلك التي تتعلق بالاستثمار، أي البنوك التي تؤدي وظائف البنوك التجارية و بنوك الاستثمار و الأعمال، بينما يعرفها البعض الآخر بأنها المؤسسات المالية التي تقوم بأعمال الوساطة و إيجاد الائتمان و التي تلعب دور المنظم في تأسيس المشروعات و إدارتها، و بصفة عامة يمكن القول إنها البنوك التي لم تعد تنقيد بالتخصص المحدود الذي قيد العمل المصرفي

¹ شقيري نوري موسى و آخرون، مرجع سابق، 2009، ص 94.

² Christophe Degryes, *op-cit*, 2011, P12.

في كثير من الدول، بل أصبحت تمتد نشاطها إلى كل المجالات و الأقاليم و المناطق و تحصل على الأموال من

مصادر متعددة و توجهها إلى مختلف النشاطات لتحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية.

ولعل من أهم سمات هذه البنوك و التي تميزها عن غيرها:

- الشمول مقابل التخصص المحدود.
- التنوع مقابل التقيد.
- الديناميكية مقابل الإستاتيكية.
- الابتكار مقابل التقيد.
- التكامل والتواصل مقابل الانحصار.

1-2-2) دوافع التحول إلى البنوك الشاملة (1):

تشهد البنوك تحولات عميقة في وظائفها في العشريات الأخيرة وهذه التحولات تصب في الاتجاه

التحول نحو البنوك الشاملة وتعدد و تنوع و ازدياد كثافة الوظائف التي تؤديها، و من أهم هذه الدوافع:

- دوافع ذاتية: فالبنوك يتوافر لديها دافع ذاتي مستمر لتطوير أدائها، خاصة إذا توافرت لديها الإدارة الذكية الفاعلة القادرة على قراءة ورصد وتحليل ما يدور حولها من تطورات وتحولات واتخاذ القرارات و السياسات اللازمة للتواكب معها.

- التطور و التحولات في الاقتصادات المحلية: و خلقها لمجالات يجب أن تتدخل البنوك و

تلعب دورا محوريا فيها مثل الخصخصة، إذا أقبلت معظم دول العالم على تبني برامج

الخصخصة وإفساح المجال لقوى السوق و هو ما يتطلب أن تساعد البنوك في تنفيذ مثل هذه

البرامج، كما أن إفساح المجال لقوى السوق قد يدفع لإنشاء شركات خاصة و هذه بدورها

تحتاج إلى التمويل و النصيحة و دراسة الجدوى، و الاشتراك في الإدارة و الرقابة و التسويق

و البنوك بما لديها من كفاءات تستطيع أن تسهم بفعالية في هذا المجال، و يساير هذا التطور

ظهور ما يعرف بالأسواق المالية الناشئة في الكثير من الدول النامية و البنوك عليها مسؤولية

كبيرة في تنشيط و تفعيل هذه السوق من خلال التعامل في أدواتها ومنتجات جديدة للتعامل

¹ خبانة عبد الله، مرجع سابق، 2008، ص 126-131.

فيها، تشجيع عملائها و ترغيبهن وتيسير تعاملهم و تقديم المشورة و الخبرة لكي يستطيعوا التعامل فيها.

– الوعي لدى جمهور المتعاملين و ازدياد توقعاتهم و طلباتهم من البنوك، و تفضيلهم الحصول على سلسلة من الخدمات المتكاملة من جهة واحدة أو بنك واحد.

– المنافسة، تشكل المنافسة دافعا مستمرا لتطوير البنوك و التحول نحو البنوك الشاملة، فتوجد المنافسة بين البنوك ذاتها في داخل الاقتصاد الواحد أو بين الاقتصادات المختلفة. و من هنا ظهرت مقولة إن لم نفعلها نحن فسيفعلها غيرنا، و لقد أثر الدافع على تزايد حجم الأقرض و تنويع النشاط و كذلك سلوك المصارف ذاتها و أصبحت هي التي تذهب إلى العميل و ليس العكس، بل أن هذه المنافسة دفعت بعض البنوك إلى التخلص عن فواعد الحرص و الحيلة التي يملئها العمل المصرفي السليم في الأقرض الداخلي و الأقرض الدولي كذلك.

– كما توجد المنافسة من المؤسسات المالية غير المصرفية و المؤسسات غير المالية صناعية كانت أو تجارية، إذ تشهد السوق المالية الآن دخول العديد من الشركات الصناعية و التجارية و شركات التأمين و السمسرة مجال تقديم التمويل و الخدمات التي اعتادت المصارف تقديمها مما أدى إلى تآكل أرباح هذه الأخيرة، و من ثم كان عليها أن تبحث عن إستراتيجية أخرى تستطيع من خلالها التعويض.

و المنافس القوي و الأكثر خطورة للبنوك التقليدي هو ظهور ما يعرف بالبنوك الالكترونية أو الافتراضية و كذلك نمو و تطور النقود الالكترونية و التي تعتمد على التقدم المذهل في تكنولوجيا المعلومات و وسائل الاتصالات و من ثم تقلل الحاجة إلى انتشار البنوك و تزايد فروعها بل أن بعض البنوك في الدول المتقدمة ضرعت في غلق الكثير من فروعها و تسريح بعض العاملين لديها تحت تأثير هذا العمل، هذا بالإضافة إلى أنه يقدر أن شركات كثيرة في الولايات المتحدة تعتمد على التمويل الذاتي بما يفوق نسبة 50% من مجموع مصادر التمويل.

– التطور العلمي و التكنولوجي في وسائل الاتصالات و المعلومات و هو ما أسفر عما يعرف بتكنولوجيا المعلومات، و أدى هذا التكور إلى تهيئة المناخ لظهور البنوك السابق الإشارة

إليها، سرعة تبادل المعلومات فيما بين البنوك و العملاء و بين البنوك و السوق و بين البنوك و قطاعات الإنتاج و الخدمات، و من ثم قللت كثيرا فجوة المعلومات التي كانت تحجب البنوك عن الدخول في الكثير من المشروعات، كما أن هذا التطور أدى إلى سهولة تحريك رؤوس الأموال بكميات كبيرة.

- التحرير الاقتصادي العالمي و تحرير الخدمات المالية، يؤدي التحرير الاقتصادي في إطار اتفاقات أوجواي إلى خلق العديد من العوامل الضاغطة لكي تتوع البنوك أنشطتها، إذ من أهم هذه العوامل: توسيع السوق الإنتاجية و التجارية و الخدمية، تتوع الأنشطة و ظهور أنشطة جديدة، تعزيز و تقوية الكيانات الاقتصادية القائمة و خلق كيانات لم تكن موجودة، تخفف القيود و تقوية المنافسة، خلق و إتاحة فرص للاستثمار الأجنبي... إلخ، كل هذا و غيره يؤدي -بالإضافة إلى العوامل الأخرى- إلى خلق الدافع للبنوك أن تتوع أنشطتها و أن تمدها خارج الأطر الضيقة التي ظلت حبيستها لفترة زمنية ليست قصيرة.

1-2-3) وظائف البنوك الشاملة(1):

الواقع أن أهمية البنوك الشاملة تعود إلى الوظائف التي تستطيع أن تقوم بها و التي يتوقف عليها إسهامها في تحقيق و دفع عملية التحول التنموي و التطوير التي تشهدها الاقتصادات. و الواقع يعد ذكر هذه الوظائف عاملا مشتركا في كل الكتابات التي تناولت هذه البنوك من قريب أو بعيد، و تغطي هذه الوظائف طائفة واسعة جدا من النشاطات التي تضم الأنشطة المصرفية التقليدية التي اعتادت البنوك التجارية أن تنهض بها، و وظائف بنوك الاستثمار و بنوك الأعمال، هذا بالإضافة إلى الدخول المباشر في انتشار المؤسسات الإنتاجية، زراعية و صناعية و كذلك المؤسسات الخدمية.

و يمكن عرض أهم الوظائف الأساسية في خطوط عريضة على النحو التالي:

- الوظائف التقليدية للبنوك، ولكن بعد تطويرها وتحديثها مع إدخال الأجهزة و المعدات والتكنولوجيا الحديثة.
- القيام بخدمات ترويج الأسهم وإدارة الاكتتاب فيها، خدمات المبادلات والعقود الآجلة... إلخ.

¹ خبانة عبد الله، مرجع سابق، 2008، ص 135.

- القيام بخدمات التوريق.
- اكتشاف و تحليل و دراسة الفرص الاستثمارية.
- الترويج للفرص الاستثمارية الجديدة.
- إدارة عمليات التسويق، إعداد دراسة السوق و الترويج لمنتجات المشروعات.
- المساهمة في تأسيس الشركات و الترويج لها.
- وضع الهيكل الإداري و التنظيمي للشركات.
- صناعة الأسواق المتكاملة والقابلة للنمو مكن خلال توفير المعلومات الحيوية للمستثمرين والبنوك و غيرها.
- تعمل البنوك الشاملة على تحويل الأصول العينية إلى أصول نقدية يمكن الاستفادة بها.
- تعمل على خلق أشكال جديدة من وسائل الدفع المستمرة التدفق والتي تتمتع بنوع من الاستقرار.
- تبني برامج تأهيل و إعادة تأهيل الشركات القائمة.
- الترويج للمشروعات المطروحة للخصخصة محليا و دوليا.
- الاستثمار المباشر في المشروعات التنموية متعددة التأثير والعلاقة، وتقديم رأس المال المخاطر في المشروعات.
- تشترك في إدارة عمليات الاندماج بين المصارف ومؤسسات التمويل وعمليات الشراء.
- تسهم في حسن تهيئة المناخ الاستثماري واستيعاب التكنولوجيا المتطورة.
- تسهم في فتح الأسواق الخارجية وخلق منافذ للمنتجات الوطنية من خلال تسهيل إقامة المعارض في الخارج.
- توفير المعلومات عن الأسواق الخارجية.
- تمويل التصدير.
- تقديم الخدمات المصرفية التي تسهل التجارة الخارجية مثل خطابات الضمان والاعتماد المستندية.

2- المؤسسات غير البنكية:

و هي عبارة عن مؤسسات مالية لا ودائعية، الأساس في مواردها تعاقدية، حيث تتيح لها هذه الموارد فرصة الاستثمار طويل الأجل نسبياً، وتتمثل هذه المؤسسات في شركات التأمين المختلفة وصناديق التقاعد.

2-1) شركات التأمين:

2-1-1) ماهية شركات التأمين:

تمثل شركات التأمين إحدى مكونات النظام المالي في أي دولة فهي بمثابة وسيط مالي تقوم بتحصيل أقساط التأمين من المؤمن لهم، و في نفس الوقت تقوم هذه المؤسسات المالية بإقراض هذه الاموال إلى المؤسسات الاقتصادية الأخرى العاملة، و بالتالي فإن شركات التأمين تلعب دوراً حيوياً في عملية النمو الاقتصادي من خلال تحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية حقيقية⁽¹⁾.

و تنشأ فكرة التأمين من احتمال تعرض الأفراد و المؤسسات إلى أخطار عديدة تهدد حياتهم و ممتلكاتهم و تعرضهم لأزمات مالية لا يستطيعون مواجهتها و التغلب عليها، و يوفر نشاط التأمين فرصة للحماية من هذه الأخطار أو تخفيضها، وذلك بتخفيض الخسارة التي تحدث نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة.

و بالتالي فإن التأمين ليس وسيلة لتفادي الأخطار عند وقوعها أو منع وقوعها ولكن هو مجرد وسيلة لتخفيف عبء الخسائر التي تنتج عن وقوع الأخطار، فهو وسيلة لتعويض الشخص عن الخسائر التي تحل به نتيجة وقوع الخطر، مقابل مبلغ من المال يسمى قسط التأمين يدفعه المؤمن إلى الهيئات المتخصصة - شركات التأمين - و التي تقوم بدورها بتحمل نتائج الخطر مقابل الأقساط التي تجمعها⁽²⁾.

¹ شقيري نوري موسى و آخرون، مرجع سابق، 2009، ص 214.

² شقيري نوري موسى و آخرون، مرجع سابق، ص 215.

2-1-2 وظائف التأمين:

لا يتحدد غرض النشاط التأميني على تخفيض حجم الخسارة التي يتعرض لها المؤمن لهم، بل للتأمين أيضا مساهمته الاقتصادية خاصة عندما تضطلع به مؤسسات متخصصة، و لذلك تتحدد الوظائف الخاصة بشركات التأمين كالاتي:

2-1-2-1 توفير الموارد المالية:

تعمل شركات التأمين على توفير الموارد المالية لأنشطة استثمارية متعددة يمكن أن تحقق من خلالها عوائد مجزية، حيث هنالك فترة زمنية قد تكون طويلة بين تجميع أقساط التأمين إلى تاريخ استحقاق مبلغ التأمين أي التعويضات أو الدفعات المستحقة على الشركة، و هذه الفترة الزمنية تمثل فرصة للشركة لكي تقوم بتوظيف هذه الحصيلة من الأقساط في شراء الأوراق المالية، و كذلك قدرة هذه الشركات على منح قروض للأفراد و المنشآت لتمويل أنشطتهم المختلفة.

2-2-1-2 تنمية و تشجيع الادخار:

تقوم شركات التأمين بدور مماثل للدور الذي تقوم به المنشآت المالية الأخرى كالبنوك التجارية، و لعل وثيقة التأمين لمدى الحياة خير مثال على ذلك، حيث يبقى المؤمن له يدفع أقساط التأمين حتى الوفاة.

و عليه فإن الأقساط المتجمعة هي مدخرات يتم استثمارها ليتحقق في النهاية حصيلة تعادل مبلغ التأمين (قيمة التعويض)، و هكذا فإن شركات التأمين تعمل كوسيط يقبل الأموال (الأقساط) التي يقدمها المؤمن لهم، ليعيد استثمارها نيابة عنهم، ليحصل المستفيدين في النهاية على قيمة التأمين، التي تتمثل في الأقساط المتجمعة مضافا إليها بعض العائد.

2-3-1-2 بث الأمن و الطمأنينة:

يمثل الخوف من المستقبل حالة ملازمة للبشر، حيث حالة عدم التأكد و احتمالية التعرض إلى المخاطر في كل وقت، وأن التأمين يبعث الثقة بالمستقبل، و يجعل المستأمن مطمئنا إلى حمايته من آثار الاخطار التي تهدده في ماله و نفسه و بذلك يشبع التأمين حاجة أساسية عند البشر هي الحاجة إلى الأمان فيتحرر من الخوف و يتجه إلى التفاوض و يبتعد عن التردد، بما يجعله يقدم على ممارسة أنشطته وفعالياته بكفاءة و دون تردد.

2-1-3) استراتيجيات الاستثمار في شركات التأمين:

أدت التطورات الاقتصادية إلى إحداث تغيرات جوهرية في استراتيجيات الاستثمار التي تتبعها شركات التأمين، وتتمثل هذه الاستراتيجيات عادة فيما يلي:

2-1-3-1) الأصول السائلة:

زادت الحاجة والطلب على السيولة لشركات التأمين على الحياة في السنوات الأخيرة بشكل حاد، نظرا للتقلبات الاقتصادية وتغير تفضيلات العملاء (أصحاب بوالص التأمين).

وفي الواقع تمثل السيولة مؤشرا للقوة الشرائية المتاحة لشركة التأمين، ولمواجهة متطلبات السيولة تقوم شركات التأمين بالاحتفاظ بجزء من أصولها في شكل نقدي أو في شكل ودائع بنكية مقبولة الدفع، ان شركة التأمين على الحياة لا ترغب في الاحتفاظ بكمية من الأموال في صورة سائلة نظرا لانعدام العائد عليها، لذلك فإن نسبة الأصول السائلة في شركات التأمين لا تتجاوز حدود معينة من ما تمتلكه من أصول، و للمبادلة بين أهداف الربحية و السيولة عادة ما تلجأ شركات التأمين على الحياة إلى مواجهة الزيادة في الطلب على السيولة عن طريق الاحتفاظ بجزء من أصولها في صورة سندات و أدونات خزينة و التي تتمتع بإمكانية تسيلها فورا، بالإضافة لما تحققه من عائد.

2-1-3-2) أسهم الشركات:

عادة ما تقوم شركات التأمين باستثمار قدر محدد من أموالها في شكل أسهم عادية أو أسهم ممتازة، وذلك لان الاستراتيجيات التقليدية للاستثمارات في شركات التأمين على الحياة تميل إلى الاستثمار في أدوات استثمارية ذات دخل ثابت و مضمون عوض الاستثمارات التي تغلب عليها طابع المضاربة.

2-1-3-3) الأوراق المالية الأخرى:

تمثل شركات التأمين على الحياة أحد أكبر القطاعات الاستثمارية في السندات و أدونات الخزينة، وتساهم بشكل كبير في زيادة أرباح شركات التأمين فإذا ما وجدت شركة التأمين نفسها في حاجة إلى أموال بصفة مؤقتة، كان يمكنها الاقتراض من البنوك أو المؤسسات الأخرى بضمان القروض التي منحتها، ثم تقوم بالسداد فيما بعد عندما يتوافر لديها أموال سواء من أقساط المؤمنین أو أقساط سداد لها من القروض.

2-2) صناديق التقاعد:

1-2-2) مفهوم صناديق التقاعد:

تعتبر صناديق التقاعد مؤسسات اجتماعية واقتصادية، إضافة إلى كونها مؤسسات ادخار واستثمار: فهي مؤسسات اقتصادية لأنها تعتبر وسيلة ادخار إجباري، باعتبار أن أموالها تستقطع من رواتب العاملين، إضافة إلى مساهمة أرباب العمل فيها، و بالتالي فإن أموال هذه الصناديق ليست أموالا حكومية و إنما هي أموال المشتركين.

و هي مؤسسات استثمارية، لأنها يجب أن تعمل علي تحقيق أعلى عائد ممكن، مع الأخذ في الاعتبار المخاطر و الأمان للحفاظ على مدخرات المشتركين، مع ضمان توافر سيولة لمقابلة التزاماتها الجارية اتجاه الرواتب التقاعدية الشهرية و المصاريف الأخرى.

2-2-2) دور الصناديق في السوق المالية:

- تلعب صناديق التقاعد دورا مهما في تعزيز أداء الأسواق المالية باعتبارها مؤسسات استثمارية كبيرة (تصنف كمستثمر مؤسسي)، و يشار إلى أن الاستثمار المؤسسي يساهم في استقرار الأسواق المالية لابتعاده من طابع المضاربة، و في المقابل توفر الأسواق المالية فرصا استثمارية مناسبة لهذه الصناديق، من حيث تنوع استثماراتها و زيادة عوائدها، مع الأخذ في الاعتبار سهولة البيع والشراء في هذه الأسواق.
- تقوم صناديق التقاعد عادة بشراء أسهم الشركات الجيدة، و من قطاعات مختلفة بناء على تحليلات مالية واستثمارية متعمقة ومتخصصة، و تتوزع استثماراتها في الأسواق المالية بين استثمارات قصيرة الأجل، و أخرى طويلة الأجل، و تساهم هذه الاستثمارات في زيادة عمق الأسواق المالية و رفع درجة سيولتها.
- دخول الصناديق في الاسواق المالية يحدث أثارا مضاعفة على عمل هذه الأسواق لأنها تقدم المزيد من السيولة و من ثم مزيدا من الاستثمار.
- حاجة الصناديق المستمرة إلى الأموال لدفع رواتب المتقاعدين تساهم في ارتفاع معدل مبيعاتها، و بالتالي المساهمة في رفع معدل دوران الأسهم التي تملكها.

- إن المساهمة في رفع سيولة الأسواق المالية، والحجم الكبير لاستثمارات الصناديق في أسهم بعض الشركات، يساهم في الضغط على إدارة الشركات لتحسين أدائها سواء من خلال المشاركة في مجالس إدارتها أم حضور جمعياتها العمومية

المطلب الثالث: صناديق الاستثمار

خلال العشريات الأخيرة أصبحت صناديق الاستثمار عناصر فاعلة في الأسواق المالية والمتخصصة في التسيير الجماعي لادخار العائلات والأفراد والمؤسسات الصغيرة.

4- تعريف صناديق الاستثمار:

تعرف صناديق الاستثمار على أنها أشبه ما يكون بوعاء مالي يحتوي على مجموعة متنوعة من الأسهم و السندات والأوراق المالية الأخرى المختلفة، تكونه مؤسسة مالية متخصصة أو بنوك تجارية أو شركة استثمار مثلاً، و ذلك من أجل تجميع مدخرات الأفراد الذين يقومون باستثمار أموالهم في هذه الصناديق من خلال حصولهم على شهادات تحدد نصيب المستثمر في التشكيلة - الصندوق - حيث تحقق لهم عائداً مجزياً وفي حدود مستويات معقولة من المخاطر⁽¹⁾.

ومن أهم مزايا صناديق الاستثمار هو تعبئة الادخار الإجباري والاختياري من مختلف فئات الأعوان الاقتصاديين وتكوين تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية المشتراة عن طريق الأموال المجمعة من المستثمرين، وعليه فهي تهيئ الفرصة للمستثمرين سواء كانوا من المستثمرين ذوي الدخل الضعيف الذين لا تتوفر لديهم موارد مالية كافية لبناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية أو كانوا مستثمرين يتوفرون على موارد مالية كبيرة وكافية للاستثمار وتكوين محافظ مالية خاصة بهم لكنهم تنقصهم الخبرة و المعرفة المالية لتسيير وإدارة المحافظ المالية.

و تقوم صناديق الاستثمار بإصدار أوراق مالية وبيعها إلى المستثمرين المحتملين وتسمى هذه الأوراق وثائق إثبات، وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكيته لأوراق مالية معينة من الأوراق المالية

¹ مايكل بكت، ترجمة جورج خوري، كيف تستثمر أموالك في الأسهم و السندات، سلسلة المرشد، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت لبنان، الطبعة الثانية، 1999، ص 183.

المشكلة لصندوق الاستثمار، ولكن كل مستثمر مشترك في الصندوق يعتبر مالكا لنسبة من التشكيلة ككل⁽¹⁾.

و إلى جانب صناديق الاستثمار المؤسسة لغرض تعبئة الادخار الاختياري و توجيهه للاستثمار، نجد أيضا مجموعة أخرى من صناديق الاستثمار الغير تعاقدية تتمثل في الصناديق السيادية و صناديق التقاعد و صناديق المضاربة و صناديق الاستثمار المتخصصة في تمويل المؤسسات غير المسعرة في البورصة⁽²⁾.

5- تصنيف صناديق الاستثمار:

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لتصنيفات مختلفة على أساس عدة معايير تتمثل فيما يلي:

2-1-1) حسب أغراض المستثمرين:

و تنقسم صناديق الاستثمار حسب أغراض المستثمرين إلى ما يلي⁽³⁾:

2-1-1-1) صناديق النمو:

هي عبارة عن صناديق تكون بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق من خلال القيام بالاستثمار في أسهم الشركات التي تتسم بدرجة عالية من النمو والتوسع والتي تنعكس إيجابيا على القيمة السوقية للسهم وبالتالي لا يكون الهدف من إنشاء هذا النوع من الصناديق الحصول على عائد منتظم بقدر ما هو المضاربة الهادفة إلى الاستفادة من التقلبات الحادثة في أسعار الأدوات المالية.

2-1-2) صناديق الدخل:

تهدف هذه الصناديق للحصول على عائد مستمر للأدوات المالية المشكلة للصندوق، لذا تتجه إدارة الصندوق هنا نحو الاستثمار في إصدارات الشركات المستقرة ذات الجدوى الاقتصادية والتي توزع

¹ مصيبيح أحمد، مرجع سابق، 2002، ص 84.

² Christophe Boucher, Les fonds d'investissement, Revue Cahiers français, N°361, mars-avril 2011, p 59.

³ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 2010، ص 87.

الجانب الأكبر من الأرباح المحققة وتتألف تشكيلة هذا النوع من الصناديق عموماً من الأسهم الممتازة والسندات.

2-1-3) صناديق ذات الأغراض المزدوجة:

هي صناديق تجمع بين أهداف النوعين السابقين، وبالتالي فهي تهدف إلى تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين:

- المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم و هذا من خلال قيام الصندوق بإصدار أسهم دخل وتستخدم حصيلة بيع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية تدر عائداً دورياً مرتفعاً.

- المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق أرباح رأسمالية و كذلك تحقيق نمو مطرد لاستثماراتهم، و ذلك من خلال إصدار أسهم، و تستخدم حصيلة بيع هذه الأسهم في شراء أسهم شركات ذات التوسع وإمكانيات نمو عالية تنعكس على القيمة السوقية للأسهم بالإيجاب.

2-2) حسب حركة رؤوس الأموال:

و تنقسم صناديق الاستثمار حسب رؤوس الأموال إلى:

2-2-1) الصناديق المغلقة أو المقفولة:

يكتسب هذا النوع من الصناديق تسميته من خاصية ثبات رأس ماله، و ذلك بمجرد انتهاء فترة للاكتتاب فيه، بمعنى أنه و بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب الأولى في الصندوق لا يجوز لإدارة الصندوق أن تطرح حصصاً أو أسهماً إضافية بقصد زيادة رأس المال، كما لا يجوز لها بالمقابل تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص وذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منه إلا عند تصفيته، ويمكن تداول أسهم و حصص الصندوق في السوق المالية⁽¹⁾.

2-2-2) الصناديق المفتوحة:

و تعرف هذه الصناديق باسم "النهاية المفتوحة" نتيجة إمكانية زيادة الأموال التي يديرها الصندوق، حيث لا توجد حدود للأموال المستثمرة، فهي تزيد وتنقص حسب الأحوال⁽²⁾.

¹ السيد متولي بد القادر، مرجع سابق، 2010، ص 88.

² منى قاسم، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999، ص 50.

و هي صناديق مفتوحة في الاتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأس مالها من خلال إصدار و بيع المزيد من الأسهم واتجاه تخفيض رأس مالها من جهة أخرى، لذا يكون رأس مال هذا النوع من الصناديق متغيرا و ليس ثابتا، و بناءا عليه يكون لمدير الصندوق الحق في أن يطرح أسهما أو حصصا جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء فترة الاكتتاب الأولي، كما يمكن بالمقابل لأي مساهم فيه وفي أي وقت يراه مناسبا أن ينسحب من الصندوق، حيث يتم إطفاء ما لديه من أسهم حينئذ عن طريق الاسترشاد بمؤشر القيمة السوقية لصافي الأصول و المحدد في تاريخ الإطفاء⁽¹⁾.

2-3) حسب عنصر الأمان:

و تنقسم صناديق الاستثمار حسب عنصر الأمان إلى:

2-3-1) صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون:

يطرح هذا النوع من الصناديق لنمط معين من المستثمرين وهم عادة المحافظون اتجاه عنصر المخاطرة، إذ يوفر للمساهم فيه ميزة لا توفرها الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار ألا وهي ميزة المحافظة على رأس المال، أي أن مدير الصندوق يضمن للمساهم عدم المساس برأس ماله المدفوع في الصندوق، و ذلك مقابل حصوله على عمولة إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق من الصندوق قيمة معينة.

2-3-2) صناديق الاستثمار غير المضمونة:

يقصد بها ذلك النوع من الصناديق التي يكون فيها مستوى المخاطرة كبيرا، ويكون الاحتمال قائما لأن يفقد كل رأس ماله أو جزء منه، ويساهم في هذا النوع من الصناديق المستثمرون المضاربون الذين يطمعون في الحصول من وراء ذلك على عوائد غير عادية على استثماراتهم.

6- أنواع صناديق الاستثمار:

نميز عائلتين من صناديق الاستثمار هما⁽²⁾:

- المستثمرون المؤسساتيين
- الصناديق الغير تعاقدية

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1997، ص 356.

²Christophe Boucher, op-cit, 2011, P 59.

3-1) المستثمرون المؤسسيون:

و يتضمن هذا النوع هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و صناديق المعاشات، شركات التأمين، و تعمل هذه الهيئات على التسيير الجماعي لادخار العائلات و الأفراد.

3-1-1) الأصناف المختلفة للمستثمرين المؤسسيين:

- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: و تتضمن هذه الفئة من صناديق الاستثمار المؤسسات التالية:

❖ شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير

❖ الصناديق المشتركة للتوظيف

و تسمح هذه الهيئات بحياسة محفظة الأوراق المالية مشتركة لمجموعة من المشترين كما تهدف إلى تحقيق عائد نسبي بالنسبة إلى مؤشر مرجعي يحاول المسيرين تجاوزه.

- صناديق المعاشات: هذه الصناديق تحصل على اشتراكات الأفراد و العائلات و تقوم بتسييرها من خلال رسمة الفائض عن تسديد المستحقات من التقاعد و غيرها.

و عملية الرسمة تتضمن شراء أسهم و سندات و تكوين محفظة أوراق مالية تتناسب من حيث العائد مدة حياسة أصولها مع طبيعة نشاط هذه الصناديق.

- شركات التأمين: و هي شركات متخصصة في الحماية ضد مخاطر الخسارة المالية المرتبطة بحدوث حدث خاص.

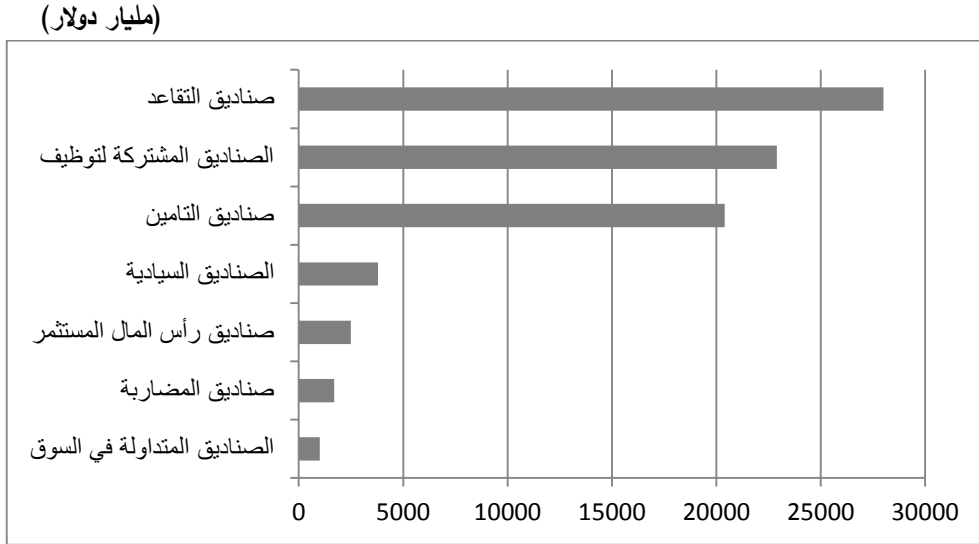
3-1-2) مكانة المستثمرون المؤسسيون في السوق المالية⁽¹⁾:

تعود بداية ظهور التسيير المؤسسي لادخار الجماعي في شكل صناديق للاستثمار إلى بداية الخمسينات من القرن الماضي، و تزايدت عملية تطويرها بوتيرة متسارعة بداية من ثمانينات القرن الماضي أيضا، حيث كانت ذات أهمية بالغة و سمحت للمستثمرين المؤسسيين ان يصبحوا مستثمرين رئيسيين، فيما يخص حجم الأصول المسيرة من طرف هذه الفئة من المستثمرين الانطلاقة يمكن إعاها إلى التطور الديمغرافي و التحولات المؤسسية للاقتصاد كتأسيس صناديق التقاعد و تطوير نشاطها بعد الحرب العالمية الثانية، و كذلك تبني بعض الإصلاحات المالية الجبائية و

¹ Christophe Boucher, op-cit, 2011, P 61.

انخفاض تكاليف المشاركة في السوق البورصية و تنويع المحافظ المالية و إصدار أوراق مالية متنوعة من حيث الكم و الكيف.

شكل رقم (09): الأصول المسيرة من طرف صناديق الاستثمار سنة 2009



Source : Christophe Boucher, op-cit, 2011, P 60.

و تطوير عملية تسيير الادخار الجماعي ساهم في تغيير هيكل المساهمين، حيث أصبحت هذه الاخيرة أكثر تركيزاً، فالنموذج التقليدي للمؤسسة المميز بالفصل بين الملكية و تسيير وسائل الانتاج من طرف الإدارة أصبح محل تساؤل و نقاش، إذ أصبحوا يمارسون ضغط متنامي على تسيير المؤسسات من خلال مجموعة من القواعد و التطبيقات التي تهدف إلى جعل مصلحة المسير و المساهمين جنباً إلى جنب في نفس الخط، و عليه تعظيم مكانة المساهمة التي تترجم تحت صيغة متطلبات تحقيق عائد على الاموال الخاصة للمؤسسات مرتفع و مستقر في الزمن وتدنية الخطر من خلال تحمل جزء منه من طرف الأجراء والمؤسسة وجعل الكتلة الأجرية المتغير الرئيسي للتصحيح - ضغط التكاليف من خلال تخفيض الاجور و تسريح العمال بدون مقابل، التوظيف على أساس المناولة -.

2-3) الصناديق غير التعاقدية:

و تشمل هذه الصناديق على ما يلي:

- الصناديق السيادية
- صناديق الاستثمار المتخصصة في تمويل المؤسسات غير المسعرة في البورصة

الفصل الخامس: الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

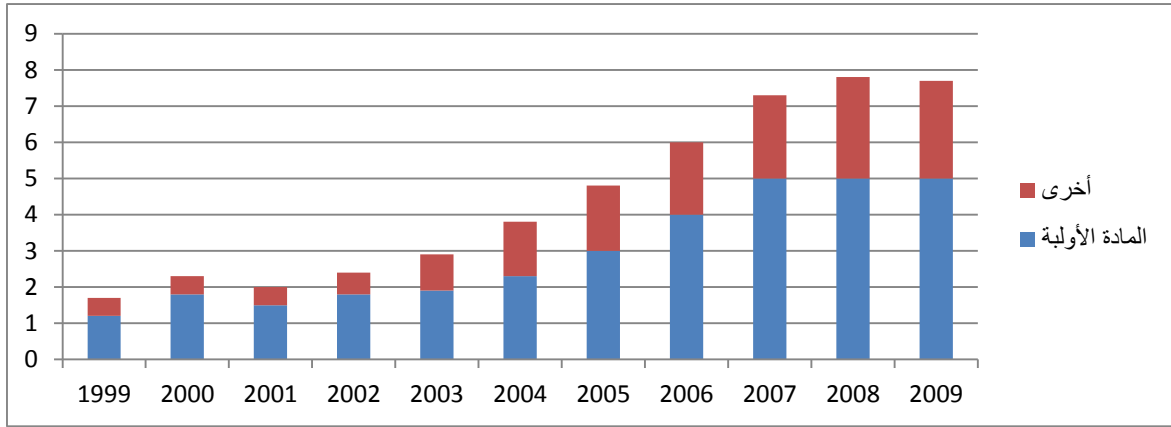
- صناديق المضاربة
- صناديق التفاوض في السوق

3-2-1) الصناديق السيادية:

و هي عبارة عن صناديق استثمارية عمومية تعود ملكيتها لبعض الدول و تعد أرصدها سرية، كما انها تدير بكيفية غير شفافة، و تقوم هذه الصناديق بالاستثمار على المدى الطويل لفوائض الميزان التجاري و الفوائض الميزانية و مداخيل عمليات الخصخصة أو عائدات تصدير المواد الأولية. و يقدر حجمها الإجمالي ب 3800 مليار دولار في سنة 2009 حيث تأتي في المرتبة الثانية بعد صناديق المستثمرون المؤسساتيون، كما هو موضح في الشكل اعلاه.

و يبلغ عددها في العالم حاليا حوالي 40 صندوق، و تعود ملكية أغلبها إلى الدول الناشئة - الصاعدة - و كما أن ثلثين من أرصدها تعود لعائدات المواد الأولية و بالخصوص المنتجات الطاقوية الخاصة بدول الخليج، روسيا، النرويج ... الخ، كما هو موضح في الشكل التالي.

شكل رقم (10): الأصول المسيرة من طرف الصناديق السيادية في سنة 2009



Source : Christophe Boucher, op-cit, 2011, P 60.

و هذه الصناديق تتمركز أغلبها في حيازة ستة دول بما يعادل نصف الارصدة و هي الامارات العربية المتحدة، النرويج، العربية السعودية، الصين، الكويت، سنغافورة، و يعد معدل نموها في حدود 17 % سنويا في المتوسط منذ 2003، و ذلك راجع لارتفاع أسعار المواد الأولية و خصوصا المواد الطاقوية ونمو اللاتوازن لموازن المدفوعات على المستوى العالمي.

و عمدت الصناديق السيادية للاستثمار بشكل كثيف في الأصول الأقل خطورة كأذونات الخزنة الأمريكية و في أسهم الشركات ذات التوزيعات المستمرة و المستقرة سنويا، التي مكنتها من حيازة الأغلبية في رأس المال و حق الانتخاب والتأثير على القرارات الاستراتيجية للمؤسسات.

وتطوير صناديق الاستثمار يطرح عدة مزايا سواء بالنسبة للدول المالكة أو الدول المستقبلية لموارد هذه الصناديق، حيث تسمح للدول المالكة بجعل العوائد المرتبطة بتقلبات أسعار المواد الأولية مستقرة، الحصول على مردودية أعلى من تلك المرتبطة باحتياطات الصرف التقليدية (فارق سعر الصرف) المحافظة على الادخار للأجيال القادمة و تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية و الاجتماعية. و بالنسبة للدول المستقبلية لموارد هذه الصناديق فهي تستفيد من مصدر لتمويل معتبر و خصوصا ذات آجال طويلة التي تسمح لها بالاستثمار، تتدخل الصناديق السيادية في حال الأزمات بتوفير الموارد المالية للبنوك، و لعل الشاهد على ذلك الدور الذي لعبته في استقرار البنوك الكبرى الأمريكية في غضون أزمة 2008/2007 و كذلك إعلان الحكومة القطرية استثمار 300 مليون أورو لإعادة رسملة صندوق الادخار الاسباني.

3-2-2) صناديق المضاربة:

ما يميزها عن الصناديق السيادية هو انعدام الشفافية في تسيير هذه الصناديق، و تتطوي على عدة استراتيجيات تتموضع كل منها في حيازة مؤهلات خاصة فيما يتعلق بالهندسة المالية، فهي تتميز باستراتيجيات الاستثمار المرنة سيولة و هدف نجاعة مطلق، بمعنى أنها مستقلة عن التطور الإجمالي للسوق - الحصول على عوائد غير عادية بالرغم من الاتجاه السلبي للسوق - لأنها عمليات مضاربة، فهي يمكن أن تأخذ وضعيات التعامل على المكشوف بدون رصيد، حيازة محفظة مركزة جدا غير متنوعة، استعمال الرافعة المالية أو استخدام أصول مشتقة، فمدخلات و مخرجات الصندوق محدودة جدا من حيث الحجم و مدة الاستثمار و ذلك لسماح للمسيرين بنوع من الراحة من أجل تنفيذ استراتيجيات ذات عوائد على المدى الطويل.

فبالرغم من أنها متواضعة من حيث الحجم، لكنها ذات أهمية بالغة مقارنة بالصناديق الأخرى، إذ تملك في حدود 1700 مليار دولار من حيث الأرصدة و 10000 صندوق سنة 2009، و يمثل العشرين صندوق الأكثر حجما 30 % من الأرصدة الكلية لصناديق المضاربة.

و حسب التقديرات فإنها تقوم بإجراء من 10 % إلى 20 % من حجم المعاملات اليومية في الأسواق الأمريكية، و بمستويات مرتفعة جدا في بعض القطاعات تصل إلى 60 %، مثلا في مشتقات القروض - خيارات على القروض - هذه النسبة المرتفعة من حجم المعاملات سمحت لها بأن تجعلها منشط للسوق و مورد للسيولة.

و تتميز أيضا عن باقي الصناديق من حيث طبيعة خطرها فاستراتيجيتها: الرافعة المالية، المنتجات المشتقة، البيع على المكشوف والأصول الأقل سيولة... الخ، تتصف بمخاطر قصوى، كما أنها تعتبر مصدر للمخاطرة المنتظمة بسبب مديونيتها العالية و استراتيجية الهجومية، إفلاسها يمكن أن يؤدي إلى هشاشة البنوك المتعامل معها.

كما حدث سنة 1998 عند انهيار الصندوق المضارب الذي أسس استراتيجيته عقود اختيار تتعلق بالسندات الحكومية للدول منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية بالرجوع إلى رافعة مديونية عالية أين كانت حجم التعاملات شراء و بيعا تفوق 28 مرة حجم الأصول الصافية، مما أدى إلى إفلاسه. و بناء على طلب البنك الفدرالي الأمريكي، قامت جمعية البنوك بضخ 3.65 مليار دولار للصندوق المضارب من أجل استمرار نشاطه و تقادي العواقب الوخيمة التي تتحملها البنوك المقرضة لهذا الصندوق المضارب.

وعليه ونظرا لكون هذه الصناديق تتعامل على أساس الرافعة - تمويل عملياتها بالقروض - لتمويل عملياتها بالقرض، و تتموضع حول المشتقات المالية فإنها تؤدي إلى تضخيم الازمات في حالة وقوعها.

و فيما يتعلق بتركيبة مساهميتها فإنها في البداية كانت ملكيتها تعود للأثرياء و المؤسسات الكبيرة التي تستعملها من اجل عمليات لمضاربة، لكن بعد سنة 2000 توسعت قاعدة المساهمين في إنشائها و أصبحت تتبع سياسة استثمارية مؤطرة عقب أزمة الديون الخطيرة، كما أضحي المستثمرين فيها يفضلون الشفافية و السيولة في إطار منظم كما تخضع إلى قواعد معينة مثلا في أوروبا تخضع إلى التعليمات التي تطبق على هيئات التوظيف الجماعي.

المبحث الثالث: وكالات التصنيف الائتماني

تكاثرت دور التصنيف الائتماني أو ما يطلق عليه أيضا التصنيف المالي بشكل كبير في العشرينات الأخيرة والذي تقدمه وكالات التطبيق الائتماني ويعزى هذا التطور إلى الدور الأساسي الذي تلعبه عملية التصنيف الائتماني في تقييم المخاطر المرتبطة بالمصدر والأصول المالية خصوصا في ظل تطور نشاط الأسواق المالية وتوالي ظهور الأزمات المالية وظهور التدابير التنظيمية الجديدة للبنوك المنبثقة عن لجنة بازل II و بازل III ، و عليه سوق يتناول هذا المبحث العناصر الموالية:

- مفهوم التصنيف الائتماني و أثره على معدلات الفائدة.
- دور وكالات التصنيف الائتماني والحدود المتعلقة بتصنيفها.

المطلب الأول: مفهوم التصنيف الائتماني وأثره على معدلات الفائدة

تتمثل عملية التصنيف في تقييم خطر عدم القدرة على التسديد المصدر، سواء كان خاص (بنك مؤسسة اقتصادية...) أو عام (الجماعات المحلية، الدولة) و هيئات الاستثمار (الصناديق المشتركة) أو بالأصول نفسها و ينعكس التصنيف الائتماني على معدلات الفائدة مباشرة.

4- مفهوم التصنيف الائتماني:

تتمثل عملية التصنيف في تقييم خطر عدم القدرة على التسديد المرتبطة بالمصدر أو بهيئات الاستثمار أو بالأصول نفسها على أساس منح علامة أو تصنيف. ويعبر التصنيف أيضا على ترتيب الخطر المرتبط بالقرض وليس باحتمال الافلاس، ويشكل معنى المصدر كل من المصدرين الخواص - المؤسسات الاقتصادية، البنوك وشركات التأمين - والمصدرين العموميين الدولة والجماعات المحلية. وصناديق التأمين الاجتماعية، بينما هيئات الاستثمار تتضمن الصناديق المشتركة للاستثمار.

وتتم عملية التصنيف من طرف وكالات تصنيف عالمية أهمها وكالة Standard&poor's Moody's و Fitch، وتستحوذ هذه الوكالات على 95% من رقم أعمال قطاع التصنيف الائتماني⁽¹⁾.

¹ Gunther Capelle – Blancard et autre, Les agences de notation: nouveaux acteurs, nouveau enjeux, Cahiers français N° 331, avril 2006, P: 64.

وتقييم خطر عدم القدرة على التسديد يعني على أساس عدة معايير محاسبية ومعايير أخرى خاصة بالمؤسسة أو خارج المؤسسة بإمكانها أن تؤثر على الصلابة المالية على المدى البعيد كما تستعمل وكالات التصنيف الائتماني مجموعة من المعلومات تتضمن معلومات خاصة تتطلب الاحتفاظ بسريتها (مثلا البنوك تقدم للوكالات معلومات متعلقة بالديون المشكوك فيها وهي معلومات تحتفظ البنوك بسريتها) وتساهم المعلومات المقدمة من طرف وكالات التصنيف الائتماني والمتعلقة بخطر عدم القدرة على التسديد في تقليص عدم تماثل المعلومات المطروحة بين المصدرين والدائنين وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بترتيب المصدرين ضمن صنفين للخطر هما:

الاستثمار والمضاربة من خلال منح علامة أو تصنيف "rating" في شكل حروف أبجدية مثلا "AAA" و "Aaa" ويمثل التصنيف الائتماني الذي يأخذ الصيغة "AAA" الممنوح من طرف "Standard & poor's" و "Fitach" أو الصيغة "Aaa" الممنوحة من طرف Moody's أحسن تصنيف ويعبر عن عدم وجود أي خطر يتعلق بتسديد القرض "Gilt edged"، كما يمثل التصنيف الذي يحمل الصيغة D أو C أسوأ تصنيف ويعبر عن حالة إيداع الميزانية أو الإفلاس. يندرج ضمن صنف خطر الاستثمار التصنيف الائتماني الذي يحمل الصيغة أكبر أو يساوي التصنيف "BBB" وأدنى من ذلك يندرج في صنف خطر المضاربة ويتضمن هذا الصنف الديون الخطيرة أو السندات الخطيرة "obligations pourries" وتضاف إشارة سالب (-) أو موجب (+) إلى صيغة التصنيف في بعض الأحيان لتصنيف قصير ومتوسط الأجل من أجل تحديد الوضعية بالضبط للمصدر - المؤسسة - ضمن صنف معين.

والتصنيف يمكن أن يكون مرتبط بالآفاق المستقبلية الذي يبين الاتجاهات المحتملة لتصنيف الائتماني على مدار السنتين أو ثلاث سنوات القادمة، وتأخذ الاتجاهات المستقبلية ثلاث وضعيات مستقرة إيجابي أو سلبي ويمكن مراجعة التصنيف عندما يطرأ حدث جديد يستدعي تغييره مثل: الاستحواذ الاندماج، حيازة استثمارات ضخمة أو رقية جديدة وعلى إثر هذا الحدث تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإضافة إيجابي أو سلبي أو غير محدد للعلامة أو التصنيف السابق.

والتصنيف الائتماني لا يمنح مرة واحدة على مدى حياة المصدر أو السند محل التصنيف ولكن يتم إعادة التقييم بصفة دورية، ويتم تغيير التصنيف باتجاه الأحسن أو الأسوأ. ونشاط التصنيف الائتماني لا يشمل عملية المراجعة أو التأكيد على المعلومات، كما أن وكالات التصنيف لا تقدم النصح بالشراء أو عدمه أو البيع وعدمه كما لا تصدر أي وجهة نظر فيما يخص تطور الأسعار البورصية لإصدارات المصدرين المصنفين من طرف الوكالات، كما تقوم بالمقابل بتطوير أنشطة ملحقة في متناول المصدريين والمستثمرين على حد سواء متعلقة بتقارير تكميلية، قاعدة معطيات تحاليل اقتصادية.... الخ.

وينبغي التمييز بين تصنيف المصدر أو تصنيف المرجع التي تعكس طاقة المصدر على ضمان خدمة مجموع ديونه المالية وتصنيف الإصدار الذي يخص صنف خاص من الديون المصدرة هذا التصنيف الأخير يمكن أن يختلف على تصنيف المصدر في حالة الديون التي تتضمن بنود حماية خاصة.

5- سلم التصنيف الائتماني و تفسيره⁽¹⁾:

تصنيف المصدر وتصنيف الإصدار ويتم تخصيص لهم نفس السلم وهو التصنيف على المدى الطويل وقصير الأجل وهناك تصنيف آخر خاص يتعلق بالبنوك وشركات التأمين وفي السنوات الأخيرة ثم تطوير تصنيف هيئات تسيير الأصول.

2-1) التصنيف الائتماني على المدى الطويل والقصير الأجل:

التصنيف طويل الأجل يقدم تقييم خطر القرض في الآفاق الأكثر من سنة، ويترجم ملاءة المقترض بمعنى قدرته على تسديد ديونه المالية، والتصنيف قصير الأجل يترجم قدرة المصدر على مواجهة تسديد تعهداته الآنية وتوفر تقدير لخطر السيولة، وكل وكالة تصنيف إئتماني لديها سلمها الخاص بها، غير أنه سلم التصنيف المعتمد من طرف الوكالات الرئيسية في العالم ينطوي على نفس المستويات الجزئية لتصنيف "Crons". وتستخدم الوكالات الرئيسية الثلاثة نفس صيغ التصنيف الائتماني بإعطاء حروف أبجدية لكل مستوى من مستويات التصنيف الائتماني ويتم التمييز بين صنفين حصل المصدر صنف تصنيف الاستثمار وصنف تصنيف المضاربة

¹ Eric paget –Blanc et Nicolas Painvin, *La notation*, Dunod, Paris 2007, P 19.

والتصنيف الائتماني للمقترضين -المصدرين- الذين تمثل ديونهم أكبر أمان يندرج ضمن صنف الاستثمار ويتضمن هذا الصنف 10 مستويات جزئية موزعة على أربع مستويات للتصنيف حيث يمثل التصنيف "AAA" حسب "Standard & poor's" و "Fitach" و "Aaa" حسب "Moody's" التصنيف الأعلى على سلم التصنيف و "BBB" أو "Baa" التصنيف الأدنى في صنف الاستثمار **جدول رقم (05): سلم التصنيف الائتماني الممنوح من طرف وكالات التصنيف الائتماني في**

2012/01/15

| صنف السند | Moody's | S & P/ Fitch | | التفسير | خطر عدم القدرة على التسديد | مثال عن تصنيف S & P |
|------------------------|---------|--------------|-----|--------------------|----------------------------|-------------------------|
| استثمار | Aaa | AAA | AAA | نوعته أولى | حد أدنى | ألمانيا، فنلندا، هولندا |
| | Aa | AA | AA | نوعية عالية | ضعيف جدا | فرنسا، إستونيا، النمسا |
| | A | A | A | نوعية متوسطة عالية | ضعيف | سلوفينيا، إسبانيا. |
| | Baa | BBB | BBB | نوعيته متوسطة دنيا | ضعيف | روسيا، إيطاليا، إيرلندا |
| مضاربة أو مرتفع العائد | Ba | BB | BB | مضارب | خطر بارز | البورتغال، قبرص |
| | B | B | B | مضارب جدا | مرتفع | |
| | Caa | CCC | CCC | مضارب أقصى حد | مرتفع جدا | اليونان |
| | Ca | CC | CC | | | |
| C | C | C | | | | |

Source : Le quotidien de l'économie, les Echos lundi 16 Janvier 2012

2-1) تصنيف الدعم والتصنيف الأساسي⁽¹⁾:

بعض وكالات التصنيف الائتماني لا سيما "Fitch" تستعمل سلمين للتصنيف إضافيين لتصنيف المؤسسات المالية: تصنيف دعم المحيط "les note de soutien de l'environnement" والتصنيف الأساسي، هذا التميز يستمد بدوره من الأهمية التي يكتسبها دعم طرف ثالث مساهم - دولة- لتصنيف البنوك:

¹ Eric paget –Blanc et Nicolas Painvin, op-cit, 2007, P 20

- تصنيف دعم المحيط يتم منحه على أساس سلم مرقم من 1 إلى 5، ويترجم الدعم المحتمل الخارجي الذي يمكن أن يستفيد منه بنك، أي من طرف المساهمين، الدولة أو المراكز المالية.
- التصنيف الأساسي "intrinsèques" يمنح تقدير يعبر عن قدرة البنك على مواجهة تعهداته على المدى الطويل والقصير الأجل بدون اللجوء إلى دعم المحيط أو طرق ثالث ويبنى هذا التصنيف على عوامل خاصة فقط بالبنك مثل الرسملة - رسملة الأموال الخاصة- درجة الرفع المالي، درجة التعرض إلى خطر السوق، المردودية والسيولة.

جدول رقم (06): سلم التصنيف الأساسي للبنوك

| التصنيف | التعريف |
|---------|--|
| A | بنك ذو صلابة مالية ومردودية أعلى من متوسط البنوك المشابهة له. |
| B | بنك ذو أصول جيدة ومردودية مساوية أو أعلى من البنوك المشابهة له. |
| C | بنك قروضه ذات نوعية مقبولة، يمكن أن تحمل بعض المخاطر و ذو مردودية أقل من مردودية البنوك المشابهة لبنك محل الدراسة. |
| D | بنك ذو نجاعة غير كافية، صلابته المالية أقل من المتوسط ومردوديته ضعيفة |
| E | بنك يواجه صعوبات ويتطلب مساعدة خارجية. |

Source : Eric Paget-Blanc et Nicolas Pavin op-cit,2007, P : 23

2-2) تصنيف الصلابة المالية:

يرتبط بتصنيف شركات التأمين فقط حيث يمكن منح شركات التأمين تصنيف خاص بها يسمى تصنيف الصلابة المالية، الذي يعكس قدرتها على مواجهة تعهداتها التعاقدية تجاه المؤمنين، وهذا التصنيف لا يترجم قدرتها على الوفاء بوعدها تجاه قروضها السندية أو البنكية، وسلم التصنيف المعتمد يشبه تماما تلك المتعلقة بالتصنيف على المدى الطويل.

6- أثر التصنيف الائتماني على معدلات الفائدة وتكلفة التمويل:

3-1) أثر التصنيف الائتماني على معدلات الفائدة⁽¹⁾:

يرتبط مستوى التصنيف الائتماني الممنوح من طرف وكالات التصنيف الائتماني مباشر بمستوى معدل الفائدة المطلوب على السندات والقروض المباشرة المطلوبة من المصدر محل التصنيف فبقدر ارتفاع مستوى التصنيف الائتماني بقدر ما يمكن للمصدر أن يصدر سندات قابلة للتداول بمعدلات فائدة منخفضة حيث الفرق بين معدل الفائدة المتحصل عليه المصدر ومعدل الفائدة بدون مخاطرة (بصفة عامة معدل الفائدة على القروض ذات التصنيف الائتماني "AAA" جيد جيدا) يدعى بعلاوة المخاطرة "speed de crédit" أو "prime de risque" فمثلا في حالة تخفيض التصنيف الائتماني فإن علاوة المخاطرة ترتفع وسعر السندات ينخفض، وتخفيض التصنيف الائتماني ما دون بعض المستويات لتصنيف يفرض على المصدر دفع قيمة بعض القروض السندية مسبقا ويعرف بآلية بنود الحد الأدنى لتصنيف ففي الولايات المتحدة الأمريكية 80 % من المصدرين في سنة 2006 يلجؤون إلى بنود الحد الأدنى لتصنيف ويعتبر كضمان إضافي للمقرضين ويمكن المقترض الحصول على تمويل بتكلفة منخفضة، كما توجد قيود قانونية تحد من حيازة سندات ذات تصنيف إئتماني ضمن صنف المضاربة من طرف بعض المستثمرين المؤسستين، وعملية التصنيف الائتماني لا تخص فقط الدائنين- المستثمرين البنوك... إلخ- والموجهة في الأصل لهم، وإنما تخص أيضا المساهمين، حيث أن التصنيف يعطي إشارة عن صحة المؤسسات وله تأثير كبير على الأسعار السوقية لأسهم المصدر.

3-2) أثر التصنيف الائتماني على تكلفة التمويل⁽²⁾:

وكالات التصنيف الائتماني تقوم بفوترة تكاليف التصنيف الائتماني على عاتق المصدر باعتبار أن التصنيف يساهم في توظيف سندات المصدر في السوق، وبصفة عامة تتم عملية التصنيف بناء على طلب المصدر، كما يمكن أن تتم عملية التصنيف الائتماني أيضا بمبادرة من جانب وكالات التصنيف الائتماني بدون طلب مسبق من طرف المصدر -المؤسسة المعنية بالتطبيق- وتمثل حوالي

¹ Gunther capelle – Blancard et autres, *op – cit*, 2006, P 65 – 66.

² IDEM, P 66.

10% من الحالات- وبعدها يقرر المصدر، إذا أراد أن يندمج في علاقة تجارية مع الوكالة فالمصدر نسبيا حبيس لهذه العلاقة التجارية، وإذا أراد وضع حد لهذه العلاقة في المستقبل سوق يخاطر بترجمة هذا التصرف بالهروب أمام تدهور تصنيفه.

المطلب الثاني: وكالات التصنيف الائتماني و حدود عملية التصنيف الائتماني

3- وكالات التصنيف الائتماني:

1-1) لمحة تاريخية عن وكالات التصنيف الائتماني:

يعود ظهور وكالات التصنيف الائتماني إلى بداية القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية وكانت في شكل مؤسسات بسيطة تهتم بنشر المعلومات المالية، وتأخذ بذلك الشكل القانوني لمؤسسات الصحافة وفي بداية سنوات التسعينات تم الاعتراف بدورها في تشغيل الأسواق المالية مما ساهم في دولنت نشاطها في بداية سنوات الثمانينات وسنوات التسعينات ثم تطور دورها الى التنظيم البنكي "la réglementation bancaire" (1)

وتعد وكالة "Moody's" أول وكالة تظهر للعيان ويعود إنشاؤها إلى "John Moody" الذي بدأ نشاطه كمستخدم لدى بنك في وال ستريت "Wall Street" في سنة 1909، وقامت الوكالة التي يشرف عليها بنشر ولأول مرة تصنيف يتعلق بنوعية ديون المؤسسات العاملة في ميدان السكك الحديدية، وبداية من سنة 1916 ظهرت شركة بورز للنشر "poor's publishing co" والتي أصبحت فيما بعد ستندار أند بورز "standard & poor's" وبعدها تم انشاء وكالة "Fitch" من طرف "John Knowles Fitch" في سنة 1924.

وعرف التصنيف الائتماني تطورا سريعا خلال العشرينات من القرن الماضي تحت التأثير المزدوج لنمو سوق السندات و تزايد عدد صناديق التامين و المستثمرين و إنهيار الأسواق المالية في أزمة 1929 مما دفع صدور قوانين من طرف السلطات المالية الأمريكية تهدف إلى التحوط من الأزمة تتعلق بإجبار البنوك بتحديد استراتيجياتها المتعلقة بالشراء والبيع للأصول السندية تبعا لتصنيفها

¹ Eric Paget- Blans, Nicolas Pavin, op-cit, 2007 , P 65.

الائتماني، وعلى هذا الأساس أصبح التصنيف الائتماني لا مفر منه بالنسبة إلى البنوك والمستثمرين باعتباره قاعدة لتدابير الحيطة. (1)

وتدعم دور وكالات التصنيف الائتماني فيما بعد بصدور قوانين تلزم ليس فقط البنوك على التقيد بالتصنيف الائتماني ولكن أيضا مختلف صناديق التأمين والاستثمار، والتي صيغت فيما بعد في اتفاقيات بازل II المتعلقة بالأموال الخاصة المتبناة في سنة 2004 والتي بموجبها تم تكريس الدور الأساسي لوكالات التصنيف الائتماني بالنسبة للأعوان الاقتصاديين لتحديد رأس المال الأدنى المفروض لتغطية خطر القرض.

وتطور نشاط الأسواق المالية منذ سنوات الثمانينات الذي ساهم في توسيع وتنويع الخدمات المقترحة من طرف وكالات التصنيف الائتماني والتي أصبحت تصنف أيضا الديون السيادية بالإضافة إلى سندات المؤسسات الاقتصادية والبنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار (2).

1-2) وكالات التصنيف الائتماني في العالم:

حسب لجنة بازل توجد 130 وكالة تصنيف ائتماني في العالم، ومن بينها عدد قليل لها بعد دولي في تصنيف الديون السندية، وتصنف هذه الأخيرة ضمن الوكالات الشاملة "Agences globales" أما الوكالات الأخرى فلها بعد جهوي، بمعنى أنها معترف بها على مستوى الأسواق المحلية كما توجد وكالات متخصصة في تصنيف تشكيلة خاصة من القروض أو الديون.

1-2-1) وكالات التصنيف الائتماني في الدول المتقدمة:

تعد كل من وكالات standard & poor's و Moody و Fitch أكبر الوكالات في العالم لتصنيف الائتماني، ولها حجم متماثل وتملك فروع وممثلين لها في الدول الناشئة التي لها أسواق مالية متطورة وتوجد مقراتها الرئيسية في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة بالنسبة الى Fitch أيضا.

¹ Alec Klein , "Smoothing the Way for Way debt Markets, Washngton post, 23.11.2004, P 18.

² Norbert Gaillard, Quelles réformes pour les agences de notations, Cahiers français, N° 361, Mars – Avril 2011, P 30.

كما توجد وكالة تصنيف ذات أهمية نسبية مقرها في كندا وهي دمنون بند رايتينق (Dominion Bond Rating) وتحاول التموّج وتوسيع نشاطها لتصبح وكالة شاملة، وتوجد أيضا وكالات تصنيف جهوية تم تشجيعها على الاستثمار في نشاطها من طرف الدول التي توجد فيها كاليابان وألمانيا وكوريا الجنوبية والسويد وتعد هذه الوكالات غير معترف بها خارج حدود الدولة الموجودة بها، بالإضافة وجود وكالات تصنيف متخصصة تركز نشاطها على قطاع معين كالتصنيف الائتماني للمؤسسات المالية كوكالة " AM Best " لتأمين و وكالة Dun Bradstreet المتخصصة في التصنيف الائتماني المتعلق بالديون التجارية أي بالديون القصيرة الأجل والمصدرة من طرف مؤسسات صغيرة متوسطة الحجم و " @ rating " وهي فرع لشركة التأمين على الصادرات في فرنسا Coface والمتخصصة في تأمين الديون التجارية أيضا⁽¹⁾.

1-2-2) وكالات التصنيف الائتماني في الدول الناشئة:

تم تأسيس العديد من وكالات التصنيف الائتماني في الدول الناشئة على وقع التطور الذي شهدته الأسواق المالية في هذه الدول، وذلك بالاستناد إلى البحث عن وسائل لتطوير وتحسين الشفافية في هذه الأسواق وما يعاب على هذه الوكالات هو افتقارها إلى الخبرة اللازمة فيما يخص تحليل القروض مما دفعها لتحالف مع الوكالات الشاملة التي تبحث بدورها على منفذ في الأسواق المالية الناشئة ولا تملك مصداقية معترف بها لدى المستثمرين الدوليين وحسب لجنة بازل الوكالة الوحيدة المستقلة (بمعنى غير مراقبة ولا تخضع للوكالات الشاملة) التي تحوز على اعتراف لدى المستثمرين هي " capital " intelligence يوجد مقرها بقبرص والمتخصصة في تصنيف المؤسسات المالية في دول الشرق الأوسط وجنوب البحر الأبيض المتوسط.⁽²⁾

¹ Eric Paget – Blanc, Nicolas Pavin, *op – cit*, 2007, P: 14.

² IDEM, P 15.

1-2-3) دور وكالات التصنيف الائتماني⁽¹⁾:

يتميز دور وكالات التصنيف الائتماني بثلاثة مراحل تعززت كل مرحلة بتميز جوهري في دور وكالات التصنيف الائتماني، وهي إنشاؤها مع مطلع القرن الماضي و الإعتراف بها كمتدخل في السوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية (1975) والتدخل في التنظيم المصرفي الدولي. 2001.

1-3-2-1) الأصل كهيئات للصحافة:

تم نشر لأول مرة معلومات مالية متعلقة بخطر القروض من طرف ما يعرف الآن بوكالات التصنيف الائتماني وفي سنة 1857 ثم نشر من طرف GM. Bradsteeff، دليل حول خطر الزبائن، وفي سنة 1909 نشر أول دليل حول المعلومات والإحصائيات المالية متعلقة بمصدري السندات، ويتميز القانون الأساسي لوكالات التصنيف الائتماني عند إنشائها كهيئات للصحافة وهي مؤسسات للمعلومات المالية.

يتمثل دورها في إصدار آراء حول خطر القروض السندية. ثم أصبحت في الثلاثينات معدلات الفائدة مرتبطة بالتصنيف الممنوح من طرف هذه الوكالات وأصبح إثرى ذلك لا مفر من التصنيف المقترح من طرف وكالة (Moody و s & p) في الولايات المتحدة الأمريكية، واهتمت هذه الوكالات بتجميع المعلومات المالية وتحليلها ونشرها عوضا عن المستثمرين ووفرت بذلك عنهم تكاليف تلك المهمة.

1-3-2-2) الاعتراف بدورها كوكلاء للمستثمرين:

قررت هيئات السوق المالية الأمريكية استعمال وكالات التصنيف الائتماني من أجل إعلام المستثمرين حول خطر إفلاس المصدرين للسندات، وعلى هذا الأساس يعتبر دور وكالات التصنيف كمندوبين أو كوكلاء عن للمستثمرين أو الحائزين على السندات. وهذا التحول في مهامها سمح لها بالاطلاع على المعلومات السرية المتعلقة بالمصدرين. كما أن هذه التحولات لم تسمح لها بحيازة أصول مالية. واصبحت هذه الوكالات تقوتر أعبائها على عاتق المصدرين، باعتبار التصنيف في

¹ Eric Paget – Blanc, Nicolas Pavin, op – cit, 2007, P 70-71-72.

الولايات المتحدة الأمريكية أصبح إجباريا. وهذا بالنسبة للوكالات الحائزة على الاعتراف الوطني كهيئة للإحصاء والتصنيف.

ومع بداية سنوات الثمانينات تم الاعتراف بدور هذه الوكالات في الدول الأوروبية من أجل ترقية الشفافية في أسواقهم المالية.

وهذا الدور الحيوي لوكالات التصنيف الائتماني فيما يخص تقييم الخطر ومن تم جلب أكبر عدد من المستثمرين في سوق السندات وساهم هذا الحدث في تخفيض أسعار الفائدة وجعل سوق السندات ذو كفاءة، لأن أسعار السندات تعكس المعلومات المنشورة السرية المتعلقة بالمؤسسات المصدرة والمدرجة في عملية التصنيف الائتماني.

بينما الدول الأوروبية تحبذ اسناد مهمة نشر المعلومات المتعلقة بنوعية القروض إلى البنوك المركزية وذلك لطابع السرية التي تتميز بها بعض المعلومات المتعلقة بالمؤسسات وخصوصا في ظل عدم وجود وكالات تصنيف ائتماني ذات بعد دولي في منطقة أوروبا. من طرف وكالات التصنيف الائتماني يحدث بعد أن يكون هناك رد فعل من طرق السوق المالية للمعلومات الجديدة بشأن الوضعية المالية المؤسسات المصنفة .

كما أن رد فعل مستثمرين حول عمليات الشراء او البيع للأصول المالية سبق عمليات التصنيف المعدة من طرف وكالات التصنيف وخصوصا في ظل توفر المعلومات المالية وانتشار المحللين الماليين والصحافة المتخصصة.

2- الحدود المرتبطة بممارسات - تطبيقات - وكالات التصنيف الائتماني⁽¹⁾:

تبعاً للعديد من الإنتقادات الموجهة إلى وكالات التصنيف الائتماني خصوصا بعد إفلاس بعض الشركات والتي سبق وكان تصنيفها جيدا، مثل شركة أنرو Enron في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2001، وذلك بعد 4 أيام من إصدار التصنيف بشأنها و في هذا الإطار قامت كل من لجنة عمليات البورصة الجمعية الدولية لضبط البورصات بإجراء تحريات دول حول ممارسات وكالات التصنيف الائتماني و قد تمحورت هذه التحريات حول النقاط التالية:

¹ Eric Paget – Blanc, Nicolas Painvin, op – cit, 2007, P 72.

1-2) نوعية المعلومات المقدمة من طرف المصدرين وكيفية معالجتها من طرف وكالات التصنيف الائتماني:

يتوقف التصنيف الائتماني إلى حد كبير عن طبيعة ونوعية المعلومات المقدمة من طرف المصدرين، والتحليل الذي تقوم به الوكالات يبنى إلى حد كبير على الوثائق المنشورة من طرف المصدرين إلى الجمهور وعلى هذا الأساس إذ كانت المعلومات المغلوطة ولا تعكس الوضعية الحقيقية للمصدر فإن تحليل وكالات التصنيف يكون أيضا في غير محله ونفس الشيء بالنسبة إلى درجة التصنيف، فالتحريات التي قامت بها الهيئات السابقة تبين أن مكتب الخبرة المحاسبية صادق على معلومات خاطئة فيما يخص قضية مؤسسة Enron مما دفع بوكالات التصنيف إعطائها تصنيف في صنف الإستثمار، كما أن وكالات التصنيف تعتمد على بعض المعلومات السرية والغير مؤشر عليها من طرف أي هيئة لتأكيد صحتها وهذا يزيد في احتمالات تصنيف خاطئ، ولكن الشيء الذي يعاب على وكالات التصنيف هو عدم تدقيقها لمعلومات بكيفية دقيقة ومتخصصة فالتقرير الذي صدر عن لجنة مراقبة عمليات البورصة خلص أن الوكالات لم تقم بتدقيق جيد واكتفت بما هو ظاهر في التقارير الخبرة المحاسبية.

2-2) الحواجز التي تمنع دخول وكالات تصنيف جديدة للسوق:

تسيطر على سوق التصنيف الائتماني ثلاثة وكالات رئيسية حيث تحوز على 95 % من رقم أعمال هذا القطاع بينما الوكالات الأخرى تواجه صعوبات عديدة لاقتحام هذا القطاع من الخدمات المالية كعدم الاعتراف بها من طرف فرق الفاعلين في الأسواق المالية- الأطراف المتدخلة- بسبب نقص الخبرة.

2-3) صراع المصالح المرتبطة بالتصنيف الائتماني:

النموذج الاقتصادي المتبنى من طرف وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية، أنشأ نوعين من تصادم المصالح ذلك حسب "SEC" لجنة مراقبة عمليات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية . الأول يرتبط بالأتعاب المفوترة من طرف وكالات التصنيف على عاتق المصدرين، فالمصدر لا يمكن أن يمارس ضغط على وكالات التصنيف للحصول على تصنيف أعلى، مما يترجم وضعيته الحقيقية فيها يخص الخطر الحقيقي، حيث يمكن أن يكون هذا الأخير على أهمية بالغة أكثر من قيمة

الأعباء التي يتحملها والتي تشكل في نفس الوقت الحصة الأكبر في مداخل وكالات التصنيف الائتماني والصراع الثاني يلقى صده في الخدمات الملحقة المقترحة من طرف وكالات التصنيف الائتمان، وعلى هذا الأساس يمكن أن تلجأ وكالات التصنيف إلى منح تصنيف مبالغ فيه لحت المصدر على الإقبال على الخدمات الملحقة.

خلاصة:

تطرق هذا الفصل إلى إدارة السوق المالية و أطراف عملية التداول و المؤسسات المالية و كذا وكالات التصنيف الائتماني، حيث تنطوي إدارة السوق المالية على الهيئات الإدارية و المهنية و مجموعة القوانين و التشريعات التي تحكم آلية السوق و تنظيم العلاقة بين العارضين -المدخرين- و الطالبين -المصدرين- و السماسرة و المؤسسات المالية، حيث يتم سن هذه القوانين من طرف الحكومة ممثلة في الخزينة العامة أو البنك المركزي، و تتشابه الهيئات المشرفة على إدارة السوق المالية و أغلب الدول من حيث إطارها العام و نوع الهيئات و المهام الموكلة إليها، إلا أنها تختلف من حيث تركيبة أعضائها و الصلاحيات الموكلة لها، و تتمثل عموماً هذه الهيئات في الهيئات الإدارية و الهيئات المهنية و أطراف عملية التداول المتمثلة في صدور الأوراق المالية، المستثمرون و الوسطاء الماليون.

كما تتدخل الأسواق المالية في السوق المالية في السوق المالية بصفة مباشرة أو غير مباشرة و تتمثل المؤسسات المالية في المؤسسات المالية البنكية و غير البنكية و صناديق الاستثمار، بالنسبة إلى المؤسسات البنكية تنطوي على البنوك التجارية و البنوك الشاملة أما المؤسسات غير البنكية و التي تعتبر مؤسسات لا ودائية الأساس في مواردها تعاقدية و تشمل شركات التأمين و صناديق التقاعد، بينما صناديق الاستثمار يمكن تصنيفها إلى عدة أنواع حسب معايير عديدة، تتمثل هذه الأنواع في: صناديق النمو، صناديق الدخل، صناديق ذات الأغراض المزدوجة، الصناديق المغلقة و المفتوحة، صناديق ذلا رأس مال مضمون والغير مضمون، كما يمكن التمييز بين فئتين لصناديق الاستثمار هما المستثمرون المؤسسيون والصناديق التعاقدية المتضمنة الصناديق السيادية، صناديق الاستثمار المتخصصة، صناديق المضاربة و صناديق التفاوض في السوق.

وبخصوص وكالات التصنيف الائتماني التي تعنى بتقييم الخطر المرتبط بعدم قدرة المصدر على التسديد، حيث تقوم وكالات التصنيف الائتماني بترتيب المصدرين ضمن صنفين للخطر هما الاستثمار والمضاربة من خلال منح علامة في شكل حروف أبجدية أحسنها AAA و أسوأها التصنيف D و C الذي يعبر عن حالة إيداع الميزانية و الإفلاس، و يتم تخصيص سلم للتصنيف

يشمل التصنيف على المدى الطويل و القصير، تصنيف الدعم و التصنيف الأساسي المخصص للمؤسسات المالية و تصنيف الصلابة المالية الذي يرتبط بتصنيف شركات التأمين. وتؤثر عملية التصنيف الائتماني على معدلات الفائدة بسبب علاوة المخاطرة المرتبطة بتخفيض التصنيف الائتماني للمصدر، كما أنها تؤثر على تكلفة رأس المال بسبب تكاليف عملية التصنيف التي يتحملها المصدر.

وتقوم بعملية التصنيف الائتماني وكالات عالمية معروفة تستحوذ على سوق التصنيف الائتماني وتتمثل هذه الوكالات في "ستاندارد أند بور" و "فيتش" و "موديز"، وهي وكالات متواجدة في الولايات المتحدة الأمريكية، كما تم تأسيس العديد من وكالات التصنيف الائتماني في الدول الناشئة على وقع التطور الذي شهدته الأسواق المالية في هذه الدول. ويتجلى دور وكالات التصنيف الائتماني من خلال المراحل التي مرت بها حيث تعززت كل مرحلة بتميز جوهري في دور وكالات التصنيف، حيث ظهرت أول الأمر كهيئات للصحافة، ثم الاعتراف بدورها كوكلاء للمستثمرين، وتتوقف عملية التصنيف على طبيعة ونوعية المعلومات المعتمدة في ذلك.

الباب الثالث:

تقييم أداء الأسواق المالية

في الدول النامية

الفصل السادس:

الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

بعد الإحاطة بالجانب النظري و المتعلق بالعملية التمويلية من حيث الطرق المختلفة التي يمكن أن يلجأ إليها الأعوان الاقتصاديين و الدولة و الهيئات التابعة لها على حد سواء، و الأدوات التي توفرها كل صيغة تمويلية، و كذلك الآليات المعتمدة في المفاضلة بين هذه الأدوات حسب طبيعتها و تكوين هيكل من نسب لتمويل المؤسسة، بالإضافة إلى التطرق إلى سياسات الأسواق المالية و الأطراف المتدخلة فيها، و سيتطرق الباب الثالث إلى تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية، و هذا بتقسيمه إلى فصلين:

- الفصل السادس: الفصل السادس: نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية وأهمية الاسواق المالية فيها.

- الفصل السابع: الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها.

الفصل السادس: نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية وأهمية الأسواق المالية فيها

يستمد الإطار النظري للأسواق المالية من التطورات التي عرفتتها الأسواق المالية في الدول المتقدمة و التي مكنتها من إحراز معدلات نمو اقتصادي و تقدم اقتصادي و مالي معتبر، حيث أضحت الأسواق المالية في هذه الدول نموذجاً يقتدى به و معياراً يقاس عليه وضع الأسواق المالية في الدول النامية و منها الدول الناشئة، هذه الأخيرة شهدت تطورات متلاحقة خلال العشريتين الأخيرتين أين حققت معدلات نمو اقتصادي مرتفعة نسبياً، و عليه هل كان للأسواق المالية لهذه الدول نفس الدرجة من التطور الذي عرفتته اقتصاداتها، وما هو الدول الذي لعبته في تمويلها، و سيقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية
- تطور وأداء الأسواق المالية في الدول الناشئة.
- التحولات الاقتصادية في دول مجموعة بريك وأهمية الأسواق المالية فيها.

المبحث الأول: نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية

يتناول هذا المبحث العناصر التالية:

المطلب الأول: ماهية الدول النامية وخصائص بنيتها الاقتصادية

3- ماهية الدول النامية:

1-1 مفهوم الدول النامية:

يعود أصل كلمة الدول النامية أو دول العالم الثالث إلى الأستاذ "Alfred Sauves" الذي أطلق هذا الاسم سنة 1952 لتميز الدول غير متحيزة التي بقيت خارج الكتلتين الاشتراكية والرأسمالية⁽¹⁾. وتتميز الدول النامية بعدم الاستغلال الأمثل لكل الموارد الاقتصادية والبشرية المتاحة لها، وتعرف هذه الحالة بقصور التنمية الاقتصادية في الدول النامية، والتنمية الاقتصادية ظاهرة معقدة من الصعب قياس مكوناتها، وفي سبيل تحديد مستوى التنمية الاقتصادية خلال فترة معينة، أجريت العديد من الدراسات الاقتصادية من طرف هيئة الأمم المتحدة بالآخذ في الحسبان ثلاثة ميادين مختلفة وهي⁽²⁾:

- إنتاج السلع والخدمات.
- مستوى معيشة السكان.

¹Angelos Sngelopoules, Le tiers monde face aux pays riches, Presses universitaire de France, 1973, P7.

² IDEM, P 8.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- التحولات الجارية في قدرة الاقتصاد على توفير السلع والخدمات الضرورية في المستقبل.

و يعبر عن حجم إنتاج السلع والخدمات من خلال مؤشر الدخل الوطني الخام، ويعتبر هذا المؤشر مقياس للمقارنة بين مختلف الدول، وعلى هذا الأساس فإنه يمكن إعتبار دولة نامية إذ كان مستوى دخل كل فرد في المجتمع ضعيف مقارنة مع متوسط دخل الأفراد في الدول المتقدمة⁽¹⁾، وحسب البنك العالمي، فإن العتبة المحددة لتصنيف الدول في شريحة الدول ذات الدخل المرتفع تعادل 12275 دولار في سنة 2003، ويشمل هذا الصنف كل من البرازيل، الأرجنتين، الشيلي، كوريا الجنوبية المكسيك و ماليزيا، دول ذات دخل متوسط أدنى "Revenu intermédiaire inférieur" و يتراوح متوسط دخل الأفراد بين 766 دولار و 3035 دولار، ويشمل كل من الجزائر، الصين، كولومبيا، مصر المغرب، الفلبين و تيلاندا... الخ دول ذات دخل ضعيف أي يكون متوسط دخل الأفراد أقل من 766 دولار وتتمثل هذه الدول في الكمرون، كوديفوار، الهند، الفلبين، أندونيسيا و السينغال.

ومنذ ذلك الحين نجد أن العلاقة بين مختلف هذه الأصناف قد تغيرت، بإنتقال بعض الدول ذات الدخل المتوسط الضعيف إلى صنف الدول ذات الدخل المتوسط المرتفع زحف بعض الدول ذات الدخل الضعيف إلى صنف الدول ذات الدخل المتوسط الأدنى.

غير أن قياس مستوى دخل الأفراد للمقارنة بين الدول لا يعكس حقيقة التنمية بمفهومها الواسع، فهو لا يعطي فكرة دقيقة عن التنمية في الدول، فهو لا يعكس درجة التقدم الاقتصادي والاجتماعي، لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار العناصر الأساسية: كالهياكل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية وتوزيع الدخل، والأليات السوسيو اقتصادية (مستوى التغذية، الاستقرار النقدي، استقرار الأسعار معدل الادخار، وفيات الأطفال والبطالة) للدول التي تحدد القدرة المستقبلية للتنمية.

وعلى هذا الأساس تم إدخال مؤشرات أخرى لقياس درجة تطور وقصور التنمية في أي بلد، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار مؤشرات التنمية الاجتماعية "Indicateur de développement humain (IDH)" وتم اعتماد هذا النوع من المؤشرات من طرف برنامج الأمم المتحدة للتنمية سنة 1992 ويرتكز هذا المؤشر على ثلاث عناصر أساسية وهي: توقع الحياة عند الولادة، مستوى التربية والتعليم ومستوى المعيشة الذي يتم قياسه بالنواتج الداخلي الخام⁽²⁾.

¹ Maurice Gabillet, *Economie*, Nathan, Paris, 2008, P 46.

² Maurice Gabillet, *op-cit*, 2008, P 57.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وقد تم استخدام هذا المؤشر سنة 1992، وهو مؤشر كمي وتتراوح قيمته بين 0 و 1 إذ يسمح بمقارنة القدرة الشرائية الحقيقية، ومستوى التعليم والصحة والدخل الوطني وتوقع الحياة⁽¹⁾، ويسمح هذا المؤشر بتصنيف الدول حسب مستوى التنمية فيها وفقا للمجالات التالية⁽²⁾:

- المجال $IDH < 0,85$ مستوى التنمية عالي، ويشمل 87 دولة، يبلغ متوسط مؤشرها 0,895.
 - المجال $0,8 < IDH < 0,5$ مستوى التنمية متوسط، ويشمل 87 دولة يبلغ متوسط مؤشرها 0,728.
 - المجال $IDH < 0,5$ مستوى تنمية ضعيف ويشمل 31 دولة يبلغ متوسط مؤشرها 0,486.
- ولا توجد علاقة أتماتيكية بين مستوى الدخل ومستوى التنمية الاجتماعية، فنجد بعض الدول ذات دخل عالي لكن مؤشرها للتنمية الاجتماعية ضعيف مثل السعودية، والعكس بالنسبة إلى كوبا أي مؤشر التنمية الاجتماعية مرتفع مقارنة بمؤشر الدخل الوطني الذي يبقى منخفضا⁽³⁾.
- وشهدت الدول النامية تطورات مختلفة أفضت إلى إعادة تصنيفها في مجموعات متجانسة منها:
- الدول الناشئة أو الدول الصناعية الجديدة التي عرفت معدلات نمو مرتفعة واستطاعت أن تندمج في المبادلات الدولية، مثل دول جنوب شرق آسيا (هونكونغ، سنغفوره، تايوان وكوريا الجنوبية) المكسيك، البرازيل، الهند والأرجنتين⁽⁴⁾.
 - الدول الأقل تقدما، وهي الدول التي تتميز بمستوى دخل وطني منخفض مقارنة بعدد سكانها، ويسيطر النشاط الزراعي في النسيج الانتاجي، ويمثل الانتاج الصناعي أقل من 10% من الناتج الداخلي الخام كما تتميز بعدم اندماجها في المبادلات التجارية الدولية بالإضافة إلى إرتفاع مستوى الأمية الذي يفوق في أغلب الأحيان 20% من عدد السكان ومعدل نمو الاقتصادي أقل من معدل نمو السكان⁽⁵⁾.

¹Piere Olivier Perl, *Economie général*, Bordas, Paris, 2002, P 116.

²Renand Chautoire, Sophie Loiseau, *L'économie*, Vathan, paris 2011, P 57.

³Maurice Gabillet, *op-cit*, 2008, P 57.

⁴Renand Chautoire, Sophie loiseau, *op-cit*, 2008, P 57.

⁵ Françoise Nicolas, *Traitement de faveur pour les PED les plus pauvres*, Cahiers Français sep/oct 2002, P 13.

1-2) السمات العامة للدول النامية:

أغلب الدول النامية تتطوي على نفس السمات وهي:

1-2-1) الفقر: بالنسبة إلى البنك العالمي، فإن عتبة الفقر المطلق هو 1 دولار في اليوم و يخص مليار ستخص في العالم، ويتم حساب هذا المؤشر من خلال تقسيم لكل شخص الناتج الداخلي الخام على عدد السكان، ويعد هذا المؤشر متوسط حسابي يخفي عدم المساواة في المجتمع ولا يأخذ بعين الاعتبار الاستهلاك الذاتي والاقتصاد الموازي، كما أن هذا المؤشر لا يعبر عن حالة الفقر الحقيقية أين ينبغي الأخذ في الحسبان سوء التغذية، المستوى الصحي، الاستفادة من الماء الصالح للشرب والتربية والتعليم وتكنولوجيا المعلومات وعلى الخصوص الأنترنت⁽¹⁾.

1-2-2) نمو السكان: يمكن اعتبار أن النمو الديمغرافي غير المتحكم فيه كعائق للتنمية، حيث الناتج الداخلي الخام ينمو بمعدل نمو أقل من النمو الديمغرافي، فإنه يؤدي إلى عدم قدرة الدولة على توفير متطلبات الحياة الضرورية ويكون الفقر النتيجة الحتمية لهذه الوضعية الديمغرافية والاقتصادية.

1-2-3) أهمية النشاط الفلاحي والتأخر الصناعي: الانخفاض النسبي للأسعار الموارد الأولية في الأسواق العالمية والارتفاع النسبي للأسعار السلع الصناعية، يقود الدول النامية إلى صعوبات مالية فيما يخص تمويل عملية التصنيع في هذه الدول، فتصدير الموارد الأولية لا يسمح لها بتوفير فائض مالي يمكنها من الاستثمار وخلق نسيج صناعي والقطاع الفلاحي التقليدي يتضمن بطالة مقنعة على عكس القطاع المستحدث الذي يستعمل تقنيات إنتاج اقتصادية⁽²⁾.

1-3) مشكلة قصور التنمية في الدول النامية:

يعود قصور التنمية في الدول النامية حسب تفسير الاقتصاديين في بادئ الأمر إلى عوائق طبيعة أوتفاقية: كالظروف المناخية والطبيعية (البراكين والزلازل)، ولكن حسب (Rostow) في كتابه المشهور في سنة 1960 بعنوان مراحل النمو الاقتصادي والذي يرى فيه أن كل أمة تنتهج مسار اقتصادي مماثل وكل دولة يمكنها أن تبلغ مرحلة نهائية للتنمية في حالة تهيئة الظروف الملائمة للنمو. وعليه فالتأخر أو قصور التنمية ما هي إلا تأخر، وأنه هناك عدة مراحل ثابتة: الانتقال، الإقلاع والنضج. تقود المجتمعات التقليدية إلى مجتمعات استهلاكية. وتعد مرحلة الإقلاع المرحلة المحورية في عملية التنمية الاقتصادية. وبهذا فإن (Rostow) "يحصر تحليله في رفع معدل الاستثمار، فمرحلة الإقلاع تحصل في حالة انتقال

¹ IDEM, P 11.

² Bernard Conte, Le Tiers-mondialisation de la planète. Presse universitaire de Bordeaux, Paris, 2009, P 65.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

معدل الاستثمار من 5% إلى 10%، فالإقلاع في بريطانيا حصل في سنة 1780 وفي فرنسا في سنة 1830، وفي الولايات المتحدة في 1845 وفي الصين والهند سنة 1950⁽¹⁾.

وتفسر المدرسة الليبرالية قصور التنمية بعدم احترام القواعد الاقتصادية القاعدية: حرية التبادل وحقيقة الأسعار سواء عن طريق ديمومة اللاتوازن لاقتصادي والمالي يعجز الميزانية وعجز ميزان المدفوعات، أو وضع الحواجز أمام المستثمرين، سواء من خلال سيطرة القطاع العالم أو سيطرة النقابات العمالية... الخ، بينما الجيل الأخير للاقتصادي المدرسة الليبرالية وعلى رأسهم ملتون فردمان (Milton Friedmon)، فيشير إلى ضرورة التحكم في الكتلة النقدية.

والتيار المستوحي من المدرسة الماركسية في تحليلية لقصور التنمية، يركز بصفة خاصة على طرف التبادل الدولي المهيمن عليه من طرف دول الشمال والتي تساهم في التقسيم الدولي للعمل وتنامي عدم المساواة وتبعية دول الجنوب، فشركاء الجنوب والشمال لا يملكون نفس القدرات في فرض منطق السوق وتحديد الأسعار، وعليه فالثروة ومن خلال لعبة التبادل تتراكم في الشمال وعليه إندماج دول الجنوب في السوق عالمي ومجتمع صناعي متحكم فيه من الدول الغربية، لا يضمن لهم إلا التخلف وسوء التنمية التي تقضي إلى الخروج من المحيط الفلاحي والتمركز في المحيط الحضري.

2- خصائص البنية الاقتصادية في الدول النامية:

تتميز اقتصاديات الدول النامية بعدة خصائص يتم إيرادها فيما يلي:

1-2) التبعية الاقتصادية للدول المقدمة⁽²⁾:

ترتب على انخراط الدول النامية في السوق الرأسمالية العالمية، هو أنه أصبحت اقتصاداتها تابعة للدول المتقدمة، بمعنى أن صادراتها تعتمد على التصريف في أسواق الدول الصناعية التي تستورد منها ما تحتاجه، هذه التبعية الاقتصادية ليست ناشئة عن كون صادرات الدول النامية مكونة من منتجات أولية زراعية أو منجمية، فهناك العديد من الدول المتقدمة تصدر مثل هذه المنتجات كأمریکا وكند اللتان تعتبران من أكبر الدول المصدرة للقمح، ولكن نشأت التبعية بسبب عدم تنويع صادرات الدول النامية واقتصارها فقط على هذه المنتجات، أي أن الانتاج لا يتكامل ولا يتداخل ضمن بنية صناعية تعتمد على السوق المحلية في الأساس وأصبحت تجارة الدول النامية تتم أغلبها مع الدول المتقدمة.

¹ Maurice gabille t, *op-cit*, 2008, P 59.

² محمد صفوت قابل، *الدول النامية والعولمة*، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004، ص 07.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ومما يعمق التبعية أنه بافتراض زيادة حجم الطلب العالمي على صادرات الدول النامية، مما يؤدي إلى زيادة هذه السلعة فيترتب على ذلك زيادة الدخل الذي يؤدي بدوره لزيادة الطلب الداخلي وبالتالي زيادة الواردات.

كما تتجلى السيطرة كذلك عبر بنية التمويل، ففي الدول المتقدمة يتم تمويل الاقتصاد بالاعتماد على التمويل الداخلي، بينما التمويل في الدول النامية فيأتي بصورة أساسية من رأس المال الأجنبي، مما يؤدي إلى تدفق الأرباح للخارج على نحو يؤدي إلى تقليل التراكم الداخلي.

2-2) نوعية صادرات الدول النامية (1):

تغيير هيكل صادرات البلدان النامية تغييراً جوهرياً، وازدياد حجم صادراتها من المصنوعات، حيث ارتفع نصيب السلع الصناعية من إجمالي الصادرات غير الوقودية بين عامي 1960 و 1990 من 15% إلى 68%، وبالمقارنة ارتفع حجم الصادرات الأولية غير الوقودية خلال هذه الفترة إلى الضعف فقط وقد أدى ضعف الطلب وتدهور معدلات التبادل التجاري للسلع الأساسية إلى التحول نحو المنتجات الصناعية وذلك أيضاً بسبب سرعة اندماج عدد كبير من البلدان النامية في نظام التجارة العالمي، ويرجع القدر الكبير من الأهمية المتزايدة للبلدان النامية في التجارة العالمية إلى المساهمة الكبيرة لدول آسيا وأمريكا الجنوبية.

ويلاحظ أن الاتجاه الغالب في تحديد نوعية الصادرات التي يمكن للدول النامية أن تتنافس بها في السوق العالمية يميل إلى أن تكون هذه الصادرات تعتمد على الصناعات الكثيفة بالمواد المحلية، مثلما كان الحال في تجربة ماليزيا وأندوسيا حيث دخلتا سوق التصدير بمنتجات تعتمد على الاستخدام الكثيف للمواد الطبيعية أو الأيدي العاملة الرخيصة.

2-3) طبيعة العلاقات الاقتصادية بين الدول النامية و الدول الصناعية (2):

منذ بداية التسعينيات بدأ اتجاه آخر في الانتشار بعكس الأهمية المتزايدة للدول النامية بالنسبة للدول المتقدمة، وهو ما يطلق عليه الارتباطات العكسية، وهو ما يعني مدى أهمية تأثير الدول النامية على الدول الصناعية.

ومع زيادة الروابط التجارية بين الدول النامية والدول الصناعية، سيعكس أثر هذه العلاقات الاقتصادية بالمكسب على الدول الصناعية من خلال زيادة فرص التخصص والكفاءة في استغلال المزايا

¹ محمد صفوت قابل، مرجع سابق، ص 76.

² محمد صفوت قابل، مرجع سابق، ص 76.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

النسبية، وبالتالي مكاسب الكفاءة الناتجة عن وفورات الحجم الكبير، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة العائد من رأس المال، وبالتالي زيادة الاستثمارات.

المطلب الثاني: الدول النامية والعولمة:

4- ماهية العولمة وتحدياتها الاقتصادية:

1-1) ماهية العولمة:

1-1-1) مفهوم العولمة:

العولمة في دلالتها اللغوية هي جعل الشيء عالميا بما يعني ذلك جعل العالم كله وكأنه في منظومة واحدة متكاملة وهذا هو المعنى الذي حدده المفكرون باللغات الاوربية الانجليزية والألمانية باصطلاح (globalisation) واصطلاح (Mondialisation) بالفرنسية، و وضعت كلمة العولمة في اللغة العربية مقابلا حديثا للدلالة على هذا المفهوم.

ومهما تعددت التسميات فإن المفهوم الذي يعبر عنه الجميع في اللغات الحية كافة هو الاتجاه نحو السيطرة على العالم و جعله في نسق واحد، أما التعريفات فإنها تجتمع على مغزى واحد و هو أن العولمة هي زيادة التفاعل و المبادلات و الاندماج بين أنشطة المجتمعات المختلفة و خاصة الاقتصادية منها، و تحدث فيها تحولات على مختلف الصور تؤثر في حياة الإنسان أينما كان، و يسهم في صنع هذه التحولات المنظمات الاقتصادية الدولية و الشركات متعددة الجنسيات⁽¹⁾.

وتستند العولمة إلى النظام الرأسمالي، فإنها تروج إلى الليبرالية الاقتصادية باعتبارها هي المفتاح لكل خيارات اقتصاد السوق، ولقد انتشرت هذه التوجهات منذ مطلع التسعينات مع انهيار للاتحاد السوفياتي وتراجع دور الدولة في الاقتصاد.

كما تعرف العولمة على انها اندماج عدد من الدول في شكل معين من الأسواق الموحدة، أين تتحرك فيها رؤوس الأموال و الأفكار بحرية و بسرعة، غير أن المنافسة بين الشركات الكبرى يقود الدول نفسها إلى التنافس أيضا لجلب الاستثمارات عن طريق تجديد الآليات المالية و إصلاح المؤسسات المالية و تبني سياسات اقتصادية مبنية على الحرية الاقتصادية و سن تشريعات جبائية تحريضية⁽²⁾.

¹ نفس المرجع، ص 17- 18.

²Mokhtar Lakhal, *L'économie contemporaine*, Eyrolle, Paris, 2011, P 465.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و يعبر مصطلح العولمة بصفة عامة عن تجاوز الحدود الرهنة للدول إلى آفاق أوسع تشمل العالم بأسره، ففي ظل العولمة تأخذ الأنشطة و العلاقات و المعاملات طابع عالمي يتجاوز الحدود، و من ثم فإن العولمة تأخذ عدة أشكال منها: عولمة الإنتاج، العولمة المالية و العولمة الإدارية⁽¹⁾.

1-1-2) العولمة المالية:

و هي استجابة لاحتياجات عولمة النشاط الإنتاجي، و تمثل الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسم بالانفتاح المالي، مما أدى إل تكامل و ارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال و من ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال الأكثر تطوراً و تكاملاً، و تظهر العولمة المالية من خلال تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات و تطور حجم النقد الأجنبي على الصعيد العالمي⁽²⁾.

وللعولمة المالية آثار كبيرة على فرص و قدرة التمويل لدى المؤسسات حيث أنها فتحت المجال واسعاً أمام هذه الأخيرة و أتاحت لها بدائل عديدة وخيارات متنوعة من أجل سد حاجياتها التمويلية، و كان ذلك نتيجة التحرير المالي و رفع القيود على حركة رؤوس الأموال الأمر الذي ولد فرص تمويل عالمية واسعة للمؤسسات و الدول على حد سواء و في الوقت نفسه ولد مخاطر و سلبيات كبيرة.

1-1-3) أثر العولمة المالية على فرص التمويل للمؤسسات:

هناك آثار إيجابية و آثار سلبية للعولمة المالية⁽³⁾:

1-3-1-1) الآثار الإيجابية للعولمة المالية:

إن عملية تحرير المعاملات المالية وانفتاح الأسواق المالية وإضفاء الصبغة العالمية على جميع المعاملات المالية يتيح فرص تمويل ضخمة و متنوعة إذ أنها توفر خيارات و بدائل يمكن المفضلة فيما بينها من أجل ترشيد قرار التمويل، حيث أنها تتيح التعامل في أسواق متنوعة و واسعة النطاق الأمر الذي يحقق المزايا التالية:

- تطوير الأداء الاقتصادي من خلال الحصول على التمويل اللازم للقيام بمختلف الاستثمارات.

¹ حسن سمير عشيّش، التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض والتوسع النقدي في البنوك، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 114.

² مسعود مجيطة، العولمة الاقتصادية وانعكاساتها على البلدان النامية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والتجارة، العدد 18/2008، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، ص 11.

³ حسن سمير عشيّش، مرجع سابق، 2010، ص 115.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- تنويع وتعميق فرص الاستثمار في الأسواق المالية مما يشجع على جلب وتشجيع الاستثمار الأجنبي.
- الاستفادة من الثروة المعلوماتية الحديثة خاصة وأنها أصبحت تتطور يوماً بعد يوم وأصبحت الأموال والمعلومات والاتصالات والتجارة والاستثمارات تنتقل عبر الحدود بسرعة وسهولة.
- يمكن الانفتاح المالي للدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة في الموارد المحلية، أي قصور المدخرات عن تمويل الاستثمارات المحلية، مما سيؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي.
- تخفيف تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.
- إن آليات التحرير للأسواق المالية الدولية في إطار العولمة المالية تمكن الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية و موجبة، الشيء الذي يؤدي على تشجيع الادخارات و توجيه مسارها في السوق المالية والنقدية غير الرسمية إلى السوق الرسمية، كما تشجع أسعار الفائدة هذه أيضاً المقترضين على الاستثمار في أنشطة إنتاجية، كما أن تلك الآليات المصحوبة ببرنامج واسع للخصوصة وخلق بيئة مناسبة لنشاط القطاع الخاص، يؤدي إلى استقطاب تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال و خاصة التي يحتفظ بها المقيمون بالخارج، و هو ما يعني الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.
- انخفاض الاستدانة الخارجية وذلك نتيجة للتدفقات الرأسمالية الخاصة و المتمثلة في انسياب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، و استثمار المحافظ المالية (الاستثمار الأجنبي غير المباشر) التي ممن شأنها التقليل من اللجوء على القروض المصرفية و القروض الحكومية من جانب الدولة وهو الأمر الذي يساعد على الحد من نمو المديونية الخارجية.
- إن الزيادة في تدفق رؤوس الأموال يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على المستوى المحلي، مما يشجع المستثمرين على الاقتراض وفتح مشاريع جديدة.
- تسمح العولمة المالية للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال بخلق فرص استثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائضها المتراكمة وتوفر ضمانات لأصحاب هذه الأموال و مجالاً للتنويع ضد كثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية و التحكيم بين مختلف الأسواق.

1-1-3-2) الآثار الإيجابية للعولمة المالية:

للقد أنتجت العولمة المالية آثار إيجابية تنعكس على الأداء الحسن للمؤسسات و الدول من خلال توسيع خيارات التمويل و إيجاد فرص مثلى لذلك و في المقابل أنتجت مخاطر و سلبيات نورها فيما يلي:

- هناك مخاطر ناجمة عن تقلبات مفاجئة لرأس المال المتجه إل الاستثمار في المحفظة المالية بالمقارنة مع ذلك المتجه إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة، و باعتبار أن رأس المال الموجه إلى الاستثمار في المحفظة المالية يتميز بالتعامل قصير المدى و بتحقيق الربح السريع، فهو يتعرض لتقلبات مفاجئة من حيث دخوله و خروجه من و إلى الأسواق المحلية مما يجلس السوق المالية في حالات اختلال مفاجئة قد يعرضها للمخاطر.

- سرعة انتشار الأزمات المالية بين الأسواق المالية لكون ان العولمة المالية تجعل من تلك الأسواق في تكامل و تماثل حر فيكون من السهل انتقال و انتشار الأزمات فيما بينها.

- مخاطر تعرض البنوك للأزمات من خلال التحرير المالي المحلي و الدولي، و ذلك جراء قرارات سيئة بالنسبة للاقتراض و الإقراض في ضوء غياب الخبرة و السماح بتقديم قروض سخية للأفراد و المشروعات و القطاعات على أساس المحسوبية، و الإسراف في الاقتراض الخارجي، زيادة على المصاعب المالية حينما يحدث تخفيض في العملة الوطنية.

- مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة من خلال نظام تعويم أسعار الصرف و ما له من مساهمة في فتح الباب أمام المضاربة على العملة، و هو ما يسبب أزمة في اقتصاديات البلدان وبالأخص في نظامها المالي.

- مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج، و هذا ما يحدث بالفعل لدى البلدان النامية التي حررت نظمها المالية و بدأت تتعامل مع الأسواق المالية الدولية، و أصبحت مدخراتها تفضل لأسباب مختلفة الاستثمار خارج بلادها، و الغريب في الأمر هو في الوقت الذي تتسارع فيه البلدان النامية من خلال تحفيزات عدة على فتح أبوابها لرأس المال الأجنبي، إلا أنها سمحت في ضوء العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يخرجوا بها للاستثمار في بلد من بلدان العالم.

- زيادة مخاطر جريمة غسل الأموال، و هو عبارة عن دخول الأموال القذرة عبر آليات التحرير المالي المحلي و الدولي و من خلال إلغاء الرقابة على الصرف، و حرية دخول و خروج الأموال عبر الحدود الوطنية دون معرفة السلطات، و قد تعدد قنوات غسل الأموال بتعدد المستثمرين الأجانب و

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

المقصود بالغسيل هو محاولة إخفاء المصدر غير الشرعي أو غير القانوني الذي تحققت في إطاره عمليات بناء و تراكم الثروات مثل أرباح المتاجرة في المخدرات، تهريب السلاح، الجريمة المنظمة، و سرقة البنوك و أعمال المافيا و تجارة الرقيق... الخ

- تراكم رؤوس الأموال في الدول التي تتميز بقوة اقتصادية فالدول النامية التي تتميز بضعف الفعالية الاقتصادية ستشهد هجرة وهروب رؤوس الأموال باتجاه الدول الأكثر نموا و نشاطا.

1-2) التحليلات الاقتصادية للعولمة:

من أهم تحليلات موجة العولمة الراهنة ما يلي:

1-2-1) السيطرة المتزايدة للشركات متعددة الجنسيات على التجارة الدولية:

من أبرز خصائص السوق العالمية الرأسمالية في تطورها الحالي هو ظهور وانتشار الشركات متعددة الجنسيات و تزايد عددها و تضاعف بحوالي 10 مرات منذ نهاية سنوات الستينات (1960)، وفي هذا الإطار توجد عدة تعريفات تسمح بتحديد بدقة ما يغطيه مفهوم شركة متعددة الجنسيات.

تعد شركة متعددة الجنسيات كل مؤسسة تملك فروع لها في ستة دول على الأقل، و في الوقت الحالي يعد فرع لشركة إذا كان هذا الفرع مملوك بأكثر من 10 % من طرف شركة أجنبية، و حسب CNUCED تم إحصاء في سنة 2005 ما يقارب 77000 شركة أم، تراقب 770000 فرع في العلم و قد حققت 4500 مليار دولار كقيمة مضافة، و تصدر أكثر من 1000 مليار دولار من السلع و الخدمات و توظف 62 مليون عامل، و في سنة 2004، 85 % من 100 شركة متعددة الجنسيات الأولى يقع مقرها الرئيسي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان و الاتحاد الأوروبي، و 73 % منها متأتية من الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا و فرنسا و بريطانيا و اليابان، بينما الشركات متعددة الجنسيات للدول النامية حققت في سنة 2005 رقم أعمال قدره 1900 مليار دولار و توظف 6 مليون عامل في العالم و تمثل 5 شركات ضمن 100 شركة متعددة الجنسية الأولى في العالم⁽¹⁾.

1-2-2) انتشار الاستثمارات الأجنبية المباشرة⁽²⁾:

صاحبت الاستثمارات الأجنبية المباشرة و دولنة الشركات تحرير الأسواق المالية و إلغاء اللوائح و النظم المعيقة للاستثمارات الأجنبية المباشرة و بشكل كبير في تحريض و تشجيع تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث بلغت في سنة 2005 ما يعادل 900 مليار دولار و خريطة توزيع هذه

¹ Pierre Dallene, Alain Nonjon, Cédric Tellene, De l'internationalisation à la globalisation: les mutations de l'économie mondiale de 1880 à nos jours, ellipses, paris, 2007, P 535.

² IDEM, P 536-537.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الاستثمارات في أنحاء العالم تتمركز في الدول المتقدمة بنسبة 60 % سنة 2005 في الاتحاد الأوروبي بنسبة 44 % من مخزون الاستثمارات الأجنبية العالمية متبوعة بالولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 16 % ثم تليها كل من كندا و اليابان بنسبة 3.3 % و 1 % على التوالي، و تعود عوامل هذا التمرکز أو هذه القطبية إلى كون أغلب المقرات الاجتماعية للشركات متعددة الجنسيات تقع في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية و كبر حجم السوق، مستوى المعيشة لأفراد المجتمع المرتفع و أقدمية الصناعة في هذه الأقطاب - الاتحاد الأوروبي و الولايات المتحدة الأمريكية- بينما ضعف الاستثمارات الأجنبية في اليابان تترجم بعوامل خاصة منها ضيق السوق و صعوبة التوغل فيه.

بينما الدول الناشئة قد فتستقطب ما يعادل 20 % من مخزون للاستثمارات الأجنبية العالمية و تتمثل الدول الناشئة في كل من الصين، الهند، البرازيل و روسيا و دول أوربا الوسطى الغير مندمجة في منطقة الأورو و جنوب إفريقيا، حيث تستقبل الصين أكبر حصة بنسبة 10 % من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بينما الهند تستقبل ما يعادل 45 مليار دولار من مخزون الاستثمارات الأجنبية العالمية بالرغم من حركيتها الاقتصادية النشطة.

و تعتبر هذه الدول - الدول الناشئة- في الآونة الأخيرة الفضاء المفضل لاستقبال الصناعات ذات كثافة عمالية عالية و هذا في إطار التقسيم الدولي الجديد للعمل، كالنسيج و الأحذية و الصناعات الالكترونية واسعة الاستهلاك، كما أنها تحوز على سوق استهلاك واسعة و جذابة بسبب حداثة الطبقة المتوسطة في المجتمع او كون بعض هذه الدول تقع بالقرب من الأسواق واسعة الاستهلاك خصوصا في أوربا مثل دول أوربا الوسطى⁽¹⁾.

و قد ساهمت الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية سنة 2008 في إعادة توزيع خريطة الاستثمارات الأجنبية المباشرة انخفاض الاستثمارات المباشرة نحو الدول المتقدمة بحوالي 29 % في سنة 2008 و صاحبه زيادة معتبرة في تدفق الاستثمارات باتجاه الدول النامية بنسبة 43 %.

بالنسبة لإفريقيا بلغت مستوى تاريخي مسجلة ارتفاع بـ 63 % مقارنة بسنة 2007 ، أما آسيا فسجلت تطور بـ 17 % ما يعادل 300 مليار دولار، غير أنه في سنة 2009 لم تكن وضعية التدفقات على أحسن ما يرام بسبب تدبدها في جميع أنحاء العالم من أثر الأزمة و انخفاض أرباح الشركات⁽²⁾.

1-2-3 ظهور البنوك الشاملة⁽¹⁾:

¹ Sandra Moatti, *Pourquoi la mondialisation est réversible*, Revue problèmes économiques, N: 3038 du 29/02/2012, la documentation française, Paris, 2012, P 13.

² IDEM, P 14.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

شهدت البنوك و شركات التأمين تطورات ملحوظة سواء من جانب تنوع وظائفها و شموليتها او من حيث توسع نطاق مزاولتها لهذه الوظائف التي أصبحت تغطي بلدان عديدة تقع في نطاق جغرافي واسع على مستوى القارات، حيث أصبحت البنوك في الوقت الراهن تجمع بين وظائف البنوك التجارية و بنوك الأعمال و شركات التأمين.

1-2-4) تقليص دور الوساطة المالية (désintermédiation)(2)

إن تحول المصارف التجارية في البلدان الرأسمالية المصنعة إلى مصارف شاملة فرضته ظروف المنافسة الشديدة من قبل المؤسسات الأخرى كصناديق المعاشات والاستثمار وشركات التأمين الكبرى التي برزت كقوة مالية عملاقة تقوم بتقديم خدمات مصرفية متنوعة للمتعاملين الاقتصاديين، هذا من جهة و من جهة أخرى فإن استراتيجية المصارف القائمة على أساس تنويع استخدام مواردها بدلا من الاعتماد على الودائع و الائتمان فقط، كما كانت في السابق، كل ذلك كان بهدف التقليل من المخاطر والموازنة بين السيولة و الربحية.

كما أن التغطية من المخاطر المتنوعة دفعا بالمصارف هي الأخرى إلى التعامل على نطاق واسع بالمشتقات المالية المختلفة.

إن تحول المصارف المتخصصة إلى مصارف شاملة و التعامل الكبير بالمشتقات المالية في البلدان و المناطق التي تشهد موجة العولمة الراهنة كلها عوامل أدت إلى تقليص دور الوساطة المالية و لم يكن التراجع الكبير في الوساطة المالية ناتجا عن قيام المصارف بالتوريق بقدر ما كان ناتجا عن تفوق أسواق رؤوس الأموال على البنوك من جهة، و في جذب المتعاملين الاقتصاديين إلى منتجاتها المالية و من جهة ثانية في قدرتها التنافسية في تقديم خدمات تمويل - إصدار السندات و الأسهم- بكلفة أقل وأفضل ملائمة لحاجة المتعاملين الاقتصاديين و زيادة عن هذا فإن قبول إصدار أوراق مالية لصالح مؤسسة اقتصادية من طرف السوق المالية يعني إشهادا لها بحسن أدائها و نجاعتها.

1-2-5) إلغاء اللوائح و النظم المعيقة لنشاط الأسواق المالية La déréglementation(3)

عادة ما يفهم بالإلغاء الجزئي للوائح والنظم المختلفة المعمول بها و تعديل و تكييف بعضها الأخرى لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي العالمي، بأنه عبارة عن تقليص كمي معتبر لها، و هو فهم

¹ مجبونة مسعود، مرجع سابق، 2008، ص 13.

² Eric Bosserelle, Les courantes économiques et leurs enjeux, Top éd, Paris 2001, P 216.

³ مجبونة مسعود، مرجع سابق، 2008، ص 16.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ليس في محله إذ انه بصفة عامة و في كل البلدان الرأسمالية المصنعة و الناشئة تم إلغاء بعضها، كالسقوف المفروضة على معدلات الفائدة و الرقابة على الصرف لكن في نفس الوقت تم تعديل بعضها الآخر و إصدار قوانين جديدة استجابة لمتطلبات نجاح العولمة كإعادة النظر في تعريفات التأمين على الودائع المصرفية.

و بعبارة أخرى، إن الأمر كله يتعلق بتكييف القوانين و جعلها أكثر مرونة و ملائمة مع استراتيجيات النمو و التطور الرأسمالي على نطاق عالمي.

1-2-6) إلغاء الحدود الفاصلة ما بين أقسام السوق المالية الواحدة *la décloisonnement*⁽¹⁾

بالإضافة إلى فتح الاقتصاديات الوطنية و اندماجها مع بعض، كذلك تم إلغاء الحدود التي كانت، حتى في بعض البلدان المصنعة، لا تزال تفصل بين قسم المعاملات الطويلة الأجل (سوق السندات) المفتوحة أمام مختلف المتعاملين الاقتصاديين، و قسم المعاملات القصيرة الأجل (السوق النقدية) التي يقتصر على عدد محدود من المتعاملين، و الحال هي أنه حتى غاية مطلع الثمانينات ظل النظام المالي في العديد من البلدان مجزأ بهذه الكيفية، بحيث يتخصص كل قسم من السوق المالية في نوع محدد من التمويل يستجيب فقط لحاجات أنشطة اقتصادية معينة، غير أنه مع إلغاء هذا الحواجز، خاصة بعد استحداث شهادة الإيداع كوسيلة نقدية جديدة و هامة، أصبح بإمكان عدد أكبر من المتعاملين الوصول إلى موارد السوق النقدية.

إن التخلص من تلك الحواجز جرى كذلك عن طريق اتخاذ مجموعة من الإجراءات منها:

- إلغاء تخصص المؤسسات المالية بحيث أصبح بإمكانها ممارسة مختلف الأنشطة التي كانت من قبل تقوم بها بنوك متخصصة.
- و من خلال التحرير الكامل للصرف، أي إلغاء بقايا الرقابة على الصرف، كما حصل منذ بداية جويلية من عام 1990 بالنسبة للاتحاد الأوروبي.

2) الأطراف المشاركة في العولمة:

تشمل الأطراف المشاركة في النظام الاقتصادي والمالي الدولي عدة هيئات هي:

¹ نفس المرجع، ص 16.

2-1) المنظمة العالمية للتجارة:

وهي الإطار المؤسسي لسير العلاقات التجارية فيما بين أعضائها في المسائل المتعلقة بالاتفاقيات والأدوات القانونية المقترنة بها.

يرتكز النظام التجاري العالمي على المنظمة العالمية للتجارة التي تضمن الانسجام والشفافية وانفتاح المبادلات الدولية، والتجارة الدولية تزيد من فعالية الاقتصاديات الوطنية، لأنها تضمن أحسن تخصص وتقسيم فعال للعمل، فيمكن للدول أن تستفيد من مؤهلاتها و قدراتها التنافسية كما تتيح للمستهلكين عدة اختيارات للسلع و بأسعار مناسبة، غير أن هذه المزايا قد لا تكون متاحة لجميع الأطراف المشاركة فيها و في كل الأوقات.

فالانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة قد ينجر عنه القيام بإصلاحات و تصحيح هيكله للاقتصاد و انعكاسات اجتماعية غير مرغوبة⁽¹⁾.

2-2) صندوق النقد الدولي و البنك العالمي⁽²⁾:

يعد صندوق النقد الدولي أحد المؤسسات الدولية الساعية لتطبيق سياسات التحرير، و يحاول الصندوق أن يقدم المبررات على جدواها من خلال التجربة التاريخية، حيث يرى أن تجربة فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية توفر دليلا قويا على وجود روابط وثيقة بين النظم الحرة للتجارة و الصرف من جهة و الرخاء الاقتصادي من جهة أخرى، فقد كان تحرير التجارة السلع المصنوعة بين البلدان الصناعية أحد الأسباب الرئيسية للنمو السريع في الإنتاج العالمي في الخمسينات و الستينات، لذلك ازداد عدد البلدان النامية التي اتجهت لجعل عملاتها قابلة للتحويل حتى تتمكن من تقوية قدراتها التنافسية و تحرير تجارتها الخارجية، مما أسهم في تغلبها على أزمة الديون التي حدثت في الثمانينات و مواصلة النمو رغم ضعف النشاط الاقتصادي في البلدان الصناعية منذ سنة 1990، كما تم التخلي عن التخطيط المركزي كنموذج لتسيير الاقتصاد لتحل محله الإصلاحات الاقتصادية المستندة إلى السوق.

كما يعنى صندوق النقد الدولي من خلال اللجنة النقدية و المالية الدولية و المؤلفة من وزراء من دول غنية و نامية بوضع سياسات و بحث أفضل السبل لتعزيز الانتعاش الاقتصادي العالمي.

¹ Pascal Lamy, l'OMC à les normes internationales, Revue problèmes économiques, N°305, 2012, P 58.

² محمد صفوت قابل، مرجع سابق، ص 51-52.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ويرى صندوق النقد الدولي أنه هناك حاجة للعمل بجدية أكبر لجعل العولمة أكبر شمولاً، ولذلك يحتاج الأمر إلى الموازنة بين الأضرار والمنافع، وهذا يعني أن التكامل في الاقتصاد العالمي يجب أن يكون مصحوباً بالاستثمارات التي تدفع الأفراد للقبول بهذا التكامل.

2-3) الدول الصناعية ومجموعة 20 (G20):

2-3-1) الدول الصناعية⁽¹⁾:

و تتمثل هذه الدول في الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، فرنسا، إيطاليا، ألمانيا، اليابان، كندا، تم بعثها في سنة 1975 بمبادرة للرئيس الفرنسي Girard d'Estaing، و أصبحت مجموعة G8 بعد انضمام روسيا سنة 1994، و تتمثل منفعتها الحقيقية فكونها سمحت بفتح نقاش بين دول المجموعة التي تمثل 63 % من الناتج الداخلي الخام العالمي و 50 % من التجارة العالمية للفصل في مسائل صعبة و مواجهة صراعات جديدة ضد الإرهاب و الجريمة المالية و الضغط على الدول من أجل تبني مواقف معينة (الرئيس الأمريكي كلينتون في سنة 1995 أرغم على قبول تخفيض الغازات المنتجة ذات الأثر على طبقة الأوزون قبل قيمة Kyoto)⁽²⁾، و تحاول هذه الدول من خلال اجتماعاتها بانتهاج سياسات اقتصادية سليمة و إصلاحات هيكلية، إضافة إلى العمل معاً لتحسين شفافية الشركات و تحسين محاسبة الشركات و الضغط على الدول النامية بالاندماج في الاقتصاد العالمي و تحرير اقتصاداتها، و كمثل ما تقوم به الولايات المتحدة الأمريكية للترويج للعولمة هو طلبها للهند لرفع القيود التي تفرضها على النشاط التجاري و ضمان احترام حقوق الملكية إذا ما أرادت جذب المستثمرين الأجانب.

وفي ظل ظهور الحركات المناهضة للعولمة أصبح من الضروري على مجموعة G8 ان تتخذ إصلاحات جديدة تهدف إلى:

- إقامة شراكة واسعة مع ممثلي المجتمع المدني والقطاع الخاص.
- بحث تعاون مدعم مع الدول النامية و ضمان تنمية مستدامة.
- التوقف على الظهور كمسير للاقتصاد العالمي المعلن.
- الانفتاح على دول و اقتصاديات قوية أخرى كالصين و الهند و البرازيل و الدول النامية باعتبارها الاقتصاديات الأكثر حركية في العالم في الوقت الراهن⁽³⁾.

¹ محمد صفوت كامل، مرجع سابق، 2004، ص 54.

² Pierre Dalenne et autres, op-cit, P 400.

³ Pierre Dalenne et autres, Op-cit, 2007, P 401.

2-3-2) مجموعة 20:

أما مجموعة 20 فقد وولدت في أعقاب الأزمة الآسيوية والأزمة المالية الروسية في نهاية التسعينات باعتبارها مجموعة لالتقاء وزراء المالية و محافظي البنوك المركزية ثم بدأ فيما بعد اجتماع رؤساء الحكومات و الدول بعد الأزمة الاقتصادية العالمية سنة 2008. وتعتبر هذه المجموعة المنتدى الأكثر تكيف وأكثر فعالية للقيام بمجهودات شاملة لاحتواء الأزمة وحصر آثارها.

وتتضمن أعضاء من كل أنحاء العالم بشكل متوازن من بينها عشرة (10) دول ناشئة واقتصاديات متقدمة وبعض الدول النامية، غير أن معايير اختيار الدول النامية كعضوة في المجموعة يطرح مشكل الشفافية في المجموعة، و عليه فأحد تحديات هذه المجموعة هو وضع معايير واضحة لتفكيك عدم الرضا لدى الدول الغير عضوة و كسب دعمها للقرارات المتخذة و الإجراءات المتبناة في الاجتماعات. وما يعاب على هذه المجموعة أيضا هو أنها لا تستند إلى أي أساس شرعي خاص، هذه الطبيعة تطرح مشكل هيكلي للشرعية، فهي تسعى إل تحديد قواعد يمكن أن تطبق على دول غير عضوة أو دول عضوة و غير مقتنعة بالقواعد المتفق عليها في المجموعة⁽¹⁾.

3- موقف الدول النامية:

بما ان غالبية اقتصاديات الدول النامية ضعيفة، لذلك لا تستطيع هذه الدول الصمود في وجه الصدمات التي تتعرض لها نتيجة تحرير التجارة الدولية و اتباع النظام الاقتصادي الذي يعتمد على قوى السوق وخاصة ان الحرية الاقتصادية تؤدي إلى عدم العدالة في توزيع الدخل داخل الدولة و كذلك في ما بين الدول، حيث يؤدي هذا التفاوت إلى زيادة تركيز الثروة، و بالتالي السلطة في أيدي الشركات الكبرى والدول الكبرى القوية، و النتيجة هي تزايد اتساع الفجوة بين أغنى الشعوب و أفقرها و زيادة تهميش الشركات الصغيرة و الدول الفقيرة في عملية صنع القرار على مستوى الاقتصاد العالمي، و ينطوي هذا التهميش على أضعاف الاقتصاديات الوطنية و الإقليمية حيال سلطات الشركات الكبرى و الدول القوية وحيال قراراتها و إجراءاتها و لهذه الأسباب تعجز البلدان النامية عن الاندماج على نحو إيجابي اقتصاداتها في الاقتصاد العالمي.

¹Jacques Mistral, *Le G20 et la nouvelle gouvernance économique mondiale*, Pub, Paris 2012, P 15.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وفي مؤتمر الدوحة أعربت أكثر من 130 دولة نامية عن تأييدها لمنظمة التجارة العالمية لكنها طالبتها إدراك عملها على مساعدة الدول الفقيرة، كما أعربت هذه الدول بمعية الدول الصناعية على إدارتها للأهمية الكبيرة للنظام التجاري متعدد الأطراف المستند إلى قواعد الشفافية في عملية اتخاذ القرار داخل منظمة التجارة العالمية فيما يتعلق بإدارة العولمة و تقليص الإجراءات التي تتخذ من جانب واحد.

المبحث الثاني: تطور وأداء الأسواق المالية في الدول الناشئة

لم تكن الأسواق المالية منتشرة في الدول النامية قبل الثمانينات إلا نادرا (البرازيل، مصر ...)، غير أن هذه الأسواق بدأت في الانتشار في أعقاب أزمة الديون المكسيكية في سنة 1988 و شهدت تطورات متلاحقة مع انتقال اقتصاديات الدول النامية من الاقتصاد المركزي إلى اقتصاد السوق الذي يعتمد بصفة أساسية على هذه الآلية في عملية تمويل الاقتصاد، و أدى انتشار و نمو الأسواق المالية في ظهور مفاهيم جديدة تم الاعتماد عليها في الفصل بين الدول التي شهدت اقتصاداتها تطورا متميزا و تلك التي لا تزال في دائرة التخلف، و من هذه المفاهيم الجديدة الأسواق الناشئة أو الدول الناشئة. ويتناول هذا المبحث العناصر التالية:

- مفهوم وتصنيف الدول الناشئة و تطور أدائها الاقتصادي.
- التحرير المالي وأداء الأسواق المالية في الدول الناشئة
- الأزمات المالية في الدول الناشئة

المطلب الأول: مفهوم وتصنيف الدول الناشئة و تطور أدائها الاقتصادي

تقوم الهيئات المالية الدولية بتصنيف الدول داخل مجموعات مختلفة من أجل إعطاء فهم جيد لنشاطها و تقاريرها، و خصوصا للتمييز بين تلك التي يمكن أن تخص بمزايا تفضيلية، كما تقوم أيضا بعض الهيئات الأخرى كالهيئات المالية مثل: البنوك، صناديق الاستثمار ... الخ، بإجراء تصنيفات وترتيبها في مستويات مختلفة على أساس العديد من المعايير من أجل عرض خدمات معينة لزيائنها وتحديد مستويات المخاطرة و توقعات العائد و من بين هذه التسميات نجد الدول الناشئة مجموعة بريك... الخ

4- مفهوم الدول الناشئة:

أطلقت في السابق العديد من التسميات على الدول التي تتسم بأنها غير متطورة او غير صناعية منها: الدول النامية، دول العالم الثالث، الدول ذات الدخل الوسيط و دول الجنوب، لكن و نتيجة

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

التحولات الاقتصادية الجزرية التي شهدتها بعض الدول في العشرينات الأخيرة و خصوصا بعد الثمانينات أدت إلى ظهور مسميات جديدة منها الدول الناشئة.

و قد انتشر هذا المفهوم الجديد مع تطور العولمة المالية، و يهدف إلى تعريف العديد من الدول النامية التي تشهد في نفس الوقت نموا اقتصاديا مرتقعا و تطورا سريعا في أداء أسواقها المالية⁽¹⁾. و يعود ظهور مفهوم الدول الناشئة إلى Antoine Van Agtmael، وهو اقتصادي لدى المؤسسة المالية الدولية و هي إحدى الهيئات التابعة للبنك العالمي، وجاءت هذه التسمية في أعقاب أزمة الديون العمومية التي ظهرت في بداية الثمانينات، أين تم استخدام تعبير الدول الناشئة في اوساط المستثمرين مع بداية بروز التحرير المالي في بعض الدول النامية الذي أبرز وعود للمستثمرين بتحقيق أرباح طائلة في دول ذات نمو سريع، لا سيما في أمريكا اللاتينية و كذلك آسيا الشرقية و الجنوبية الشرقية و ذلك في إطار الاستثمار في المحافظ المالية.

و بقي هذا المفهوم - الدول الناشئة - مفهوما ثانويا متداولا في الميدان المالي فقط إلى غاية سنة 2000 أين اتضح أنه من الضروري تمييز بعض الدول، و هي دول ذات قدرة العالية لكنها غير مستقرة بسبب عدم الاستقرار المالي و غير قادرة على تدارك ذلك على المدى القصير.

5- معايير تصنيف الدول الناشئة:

لا يوجد تعريف موحد و رسمي يسمح بتعداد عدد الدول الناشئة، فقد تعددت التسميات من دول ناشئة و مناطق ناشئة غير انه توجد العديد من المعايير التي تم اعتمادها في تصنيف الدول الناشئة منها ما يأخذ بعين الاعتبار تطور الإنتاج الصناعي، النمو الاقتصادي، طريقة تمويل الاقتصاد الخ.

2-1) معيار النمو الاقتصادي⁽²⁾:

أحرزت العديد من الدول الناشئة في السنوات الأخيرة نموا اقتصاديا قويا لا سيما حالة الصين و الهند و كوريا، حيث سجل النمو الاقتصادي في الصين 10 % في المتوسط سنويا خلال الفترة الممتدة بين 1991 و 2009، و ما يميز هذا النمو الاقتصادي في الدول الناشئة هو انه يمتد على مدار مدة زمنية طويلة نسبيا، الشيء الذي سمح لهذه الاقتصاديات بتحقيق إقلاع اقتصادي و تحسين مستو ظروف معيشة السكان، و على هذا الأساس يتم اعتماد معيار النمو الاقتصادي كحد أدنى للانتماء إلى الدول الناشئة.

¹Pascal Rigaud, Les BRIC, Breal, paris, 2010, P 11

² Marc Montoussé et autres, La bourse et les marches financières, Bréal, paris, 5^{eme} éd, 2012, P 163.

2-2) معيار طريقة تمويل الاقتصاد:

المعيار الثاني هو التحول في طريقة تمويل الاقتصاد، فبعد ان كانت اقتصاديات العديد من الدول تعتمد في تمويلها على القروض المصرفية أو الديون الخارجية فقد شهدت اقتصاديات هذه الدول عمليات تحرير اقتصادي و إنشاء أسواق مالية و تحرير حركة رؤوس الأموال و من العوامل التي ساعدت على التحول الجذري هي العولمة المالية و برامج الخصخصة⁽¹⁾.

2-3) معيار المؤسسة المالية الدولية:

تعد المؤسسة المالية الدولية إحدى فروع البنك العالمي، تهتم بتقديم القروض لترقية استثمارات القطاع الخاص في الدول النامية و ساهمت هذه المؤسسة في ترويج مفهوم الدول الناشئة، فقد سمح لها هذا المفهوم بتحديد الدول التي لها أسواق مالية في تحول من حيث الحجم الرسملة البورصية، ارتفاع حجم النشاط، درجة التطور و إدخال أدوات مالية جديدة عاجلة أو آجلة، و على هذا الأساس فإن المؤسسة المالية الدولية تعتبر الدول التي تحوز على أسواق مالية ذات رسملة متوسطة نسبيا أو قامت بإصلاحات هيكلية ترمي إلى تطوير أسواقها المالية و استقبال رؤوس الأموال المتأتية من الخارج كدول ناشئة.

و حسب مؤشر التقييم الذي تنشره المؤسسة المالية الدولية سنويا فإن مجموع الدول الناشئة تتكون من 32 دولة مصنعة في أربعة مجموعات موزعة حسب قارات العالم و حسب مفهوم صندوق النقد الدولي، فإن الدول النامية التي قامت بتحرير أنظمتها المالية لترقية تدفقات رؤوس الأموال لغير المقيمين و استقطاب المستثمرين الأجانب بشكل واسع⁽²⁾.

2 - 4) معيار وكالات التصنيف الائتماني:

تعتمد وكالات التصنيف الائتماني في تصنيفها للدول الناشئة على معيار النمو الاقتصادي الدائم و الاستقرار المؤسساتي و مستوى الفساد و الرشوة و الفعالية في ضبط نشاط الأسواق المالية، و هي الميزة التي تتصف بها دول مجموعة بريك التي استطاعت تجاوز الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية 2008 بدون آثار سلبية وخيمة⁽³⁾.

¹ Guillermo Larrain, *L'intégration aux marchés financiers*, Revue économie financière internationaux et lissage de la consommation N° 107, 2012, Paris, 2012, P89.

² Pascal Rigaud, *op-cit*, 2010, P 18.

³ Sylvia Delunoy, *op-cit*, 2012, P13.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

2 - 5) معيار استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

تعرف الدول الناشئة على انها الدول التي تجلب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات، حيث تعتبر الصين البلد الثاني بعد (الو. م. أ) التي تستقبل الاستثمارات الأجنبية فحسب تقرير كنيساد (CNUCED) لسنة 2010 فإن الاستثمارات الأجنبية المتجهة نحو الصين بلغت قيمة 175 مليار دولار، كما تمثل البرازيل الدولة الخامسة عالميا من حيث استقطاب الاستثمارات الأجنبية و روسيا تحتل المرتبة الثامنة عالميا في استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة⁽¹⁾.

6- تطور الأداء الاقتصادي للدول الناشئة:

عرفت الدول الناشئة خلال العشريات الأخيرة نموا اقتصاديا متميزا سمح لها بالمساهمة بشكل فعال في زيادة النمو الاقتصادي العالمي، فحسب تقديرات صندوق النقد الدولي فإنه إذا استمر النمو الاقتصادي بهذه الوتيرة سوف تبلغ نسبة مساهمة الدول الناشئة في الاقتصاد العالمي في حدود 57 % في حدود سنة 2050، و حسب الأرقام المنشورة من طرف ذات المؤسسة صندوق الدولي فإن دول مجموعة G7 عرفت معدل نمو متوسط قدره 1.34 % خلال الفترة الممتدة 2000 و 2010 بينما مجموعة بريك قد حققت معدل نمو لا يقل عن 3,3% في المتوسط و نفس الشيء بالنسبة إلى الدول الناشئة الأخرى المنظمة لمجموعة G20 فإن معدل نموها لم يقل عن 1.9 %.

و على الرغم من تداعيات الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية لسنة 2007 التي أثقلت كامل الدول الناشئة لم تتأثر بالشكل الذي تأثرت به الدول المتقدمة كاليهند و الصين اللتين حققتا معدل نمو قدره 7.7 % و 8.7% على التوالي في سنة 2009 و في سنة 2010 حققت تركيا معدلا نمو قدره 8.3 % و 7.5% بالنسبة إلى الهند و 7.5 % في البرازيل الذي بلغ أقصاه.

¹ Pascal Rigand, *op-cit*, 2010, P19.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (07): نمو الناتج الداخلي الخام للدول الناشئة والمتقدمة

المتوسط السنوي

| النمو الاقتصادي في الدول الناشئة | النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة | النمو الاقتصادي العالمي | |
|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|-------------|
| 3.8 % | 3.1 % | 3.3 % | 1990 – 1981 |
| 4.1 % | 2.6 % | 3.2 % | 2000 – 1990 |
| 6.1 % | 1.4 % | 3.6 % | 2010 – 2001 |
| 6.0 % | 2.2 % | 4.2 % | 2020 – 2011 |

Source :www.cahiervertdeleconomie.fr,conférence-économie et marchés émergents, p :07, consulté le: 30/06/2013.

ويؤدي النمو الاقتصادي في الدول الناشئة المرتفع إلى ارتفاع الطاقة الانتاجية بين 1999 و2009 حيث انتقلت نسبة مساهمة الصين في الانتاج الصناعي العالمي من 7.5% إلى 18.6%، بينما الهند والبرازيل شهدتا نموا متواضعا انتقل من 1.4% إلى 2.4% و من 1.1% إلى 2% على التوالي، وعلى العكس من ذلك نجد أن حصة كل من الوم.أ واليابان قد تراجعت من 25.8% إلى 19.8% و من 16.7% إلى 8.4% على التوالي⁽¹⁾.

و تؤثر اقتصاديات الدول الناشئة على الاقتصاد العالمي، حيث تطور الناتج الداخلي الخام للدول الناشئة بوتيرة متسارعة عما هو عليه في الدول المتقدمة، هذا الأداء الاقتصادي قلب موازين القوى بين الدول المتقدمة و الدول الناشئة و إعادة توزيع نسب حصص مساهمة كل مجموعة في الناتج الداخلي الخام العالمي، و يظهر التقرير الذي تعده منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لسنة 2010 أن الظهور القوي للدول الناشئة على الساحة الاقتصادية يعد مفتاح الإنعاش الاقتصادي العالمي خصوصا مع وجود اقتصاديات قوية جديدة كالصين و الهند اللتين ساهمتا في انتقال الناتج الداخلي الخام للدول الناشئة من 17% من الناتج الداخلي الخام العالمي في 1960 إلى 35% من الناتج الداخلي الخام العالمي في 2010، كما ان معدل نمو اقتصاديات الدول الناشئة لسنة 2009 و 2010 قد شهد مقاومة امام الأزمة

¹Sylvia Delannoy, *op-cit*, P 59 – 60.

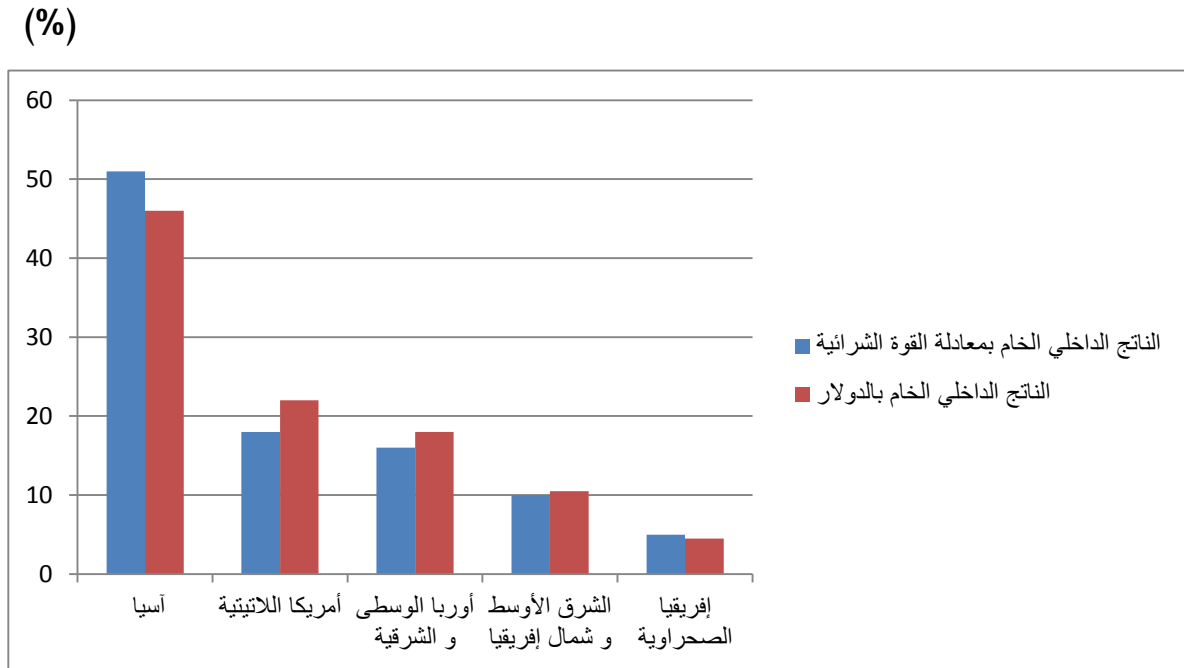
الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الاقتصادية العالمية حيث سجل معدل نمو قدره 2.1 في سنة 2009 مقابل - 3.2% في الدول المتقدمة و 6% في سنة 2010 مقابل 2.1% في الدول المتقدمة⁽¹⁾.

3-2) مقارنة الأداء الاقتصادي للدول الناشئة فيما بينها:

عادة يتم تقسيم الدول الناشئة إلى مجموعات حسب المناطق الجغرافية من أجل تسهيل دراسة مؤشرات الاقتصادية و تتمثل هذه المناطق في منطقة أمريكا اللاتينية، منطقة أوروبا الوسطى و الشرقية، منطقة الشرق الأوسط و إفريقيا الشمالية، منطقة إفريقيا الصحراوية و منطقة آسيا. و بمقارنة هذه المناطق فيما بينها من حيث ثقل كل منطقة فيما يخص الناتج الداخلي الخام المحقق في سنة 2011 نجد حصة كل منطقة كما يلي:

شكل رقم (11): ثقل كل منطقة في اقتصاد الدول الناشئة سنة 2011



Source : www.cahiervertdeleconomie.fr,op_cit, P 04, consulté le: 30/06/2013.

وتساهم منطقة آسيا بأكثر من نصف الناتج الداخلي الخام للدول الناشئة أي في حدود 51 %

وتساهم أمريكا اللاتينية بنسبة 18 % و تأتي منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا في المرتبة الرابعة

بنسبة 10 % بعد منطقة أوروبا الوسطى و الشرقية التي تساهم بنسبة 16 %.

¹JihèneBousih, L'adoption de la politique de ciblage de l'inflation dans les marchés émergents appel théorique et validation empirique, thèse de doctorat, université de Rennes 1, soutenue en 2011, P 1 et 2.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وتحتل الصين المرتبة الأولى في مساهمتها في الناتج الداخلي الخام للدول الناشئة لمنطقة آسيا نسبة 57 % ثم يليها الهند بنسبة 22 % اما في منطقة أمريكا اللاتينية فتحتل البرازيل المرتبة الأولى بنسبة مساهمة قدرها 33 %.

جدول رقم (08): مساهمة أهم الدول حسب كل منطقة في الناتج الداخلي الخام العالمي ومناطق الدول الناشئة

| الوزن النسبي المتراكم | الوزن النسبي في المنطقة | الوزن النسبي في الاقتصاد العالمي | |
|-----------------------------|-------------------------|----------------------------------|------------------|
| منطقة آسيا | | | |
| 57 | 57.2 | 14.3 | الصين |
| 80 | 22.4 | 5.6 | الهند |
| 85 | 5.7 | 1.4 | أندونيسيا |
| 88 | 3 | 0.8 | تايلاندا |
| 91 | 2.5 | 0.6 | الباكستان |
| 93 | 2.3 | 0.6 | ماليزيا |
| 95 | 2 | 0.5 | فلبين |
| أمريكا اللاتينية | | | |
| 33 | 33.4 | 2.9 | البرازيل |
| 58 | 24.2 | 2.1 | المكسيك |
| 68 | 10.4 | 0.9 | الأرجنتين |
| 75 | 6.9 | 0.6 | كولومبيا |
| 80 | 5.4 | 0.5 | فنزويلا |
| أوروبا الوسطى و الشرقية | | | |
| 39 | 38.9 | 1.4 | تركيا |
| 67 | 27.9 | 1 | بولونيا |
| الاتحاد السوفياتي سابقا | | | |
| 70 | 70.1 | 3 | روسيا |
| 80 | 9.7 | 0.4 | أوكرانيا |
| الشرق الأوسط و شمال إفريقيا | | | |
| 26 | 25.7 | 1.3 | إيران |
| 44 | 17.8 | 0.9 | العربية السعودية |
| 57 | 13.4 | 0.7 | مصر |
| إفريقيا الصحراوية | | | |
| 28 | 28.1 | 0.7 | إفريقيا الجنوبية |
| 49 | 20.9 | 0.5 | نيجيريا |

Source : www.cahiervertdeconomie.fr,op-cit, p :05, consulté le: 30/06/2013.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وتساهم الدول الناشئة الكبرى والمقدرة بـ 21 دولة بحوالي 85 % من الناتج الداخلي الخام الإجمالي للدول الناشئة.

وبمقارنة الناتج الداخلي لكل منطقة ناشئة مع الناتج الداخلي العالمي على أساس معادلة القوة الشرائية نجد نسبة مساهمة منطقة آسيا تصل إلى 25 % من الناتج الداخلي الخام العالمي ثم تليها منطقة أمريكا اللاتينية نسبة 8.7 %.

وعلى الرغم من أن تطورات الناتج الداخلي الخام للدول الناشئة في العشرينات الأخيرة كانت متميزة إلا أن نصيب كل فرد من الناتج الداخلي الخام يبقى بعيدا عن ما هو حاصل في الدول المتقدمة.

جدول رقم (09): تطور نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام في الدول الناشئة بمعادلة القوة الشرائية (دولار)

| إفريقيا الصحراوية | تركيا | المكسيك | اندونيسيا | الصين | الهند | روسيا | البرازيل | الدول الناشئة | و.م.أ | |
|----------------------|-------|---------|-----------|-------|-------|-------|----------|------------------|-------|------|
| 1190 | 6058 | 8109 | 1802 | 1027 | 960 | 7870 | 5530 | 2293 | 24700 | 1992 |
| % 5 | % 25 | % 33 | % 7 | % 4 | % 4 | % 32 | % 22 | % 9 | | |
| 1387 | 7983 | 10874 | 2429 | 2379 | 1534 | 7661 | 7207 | 3147 | 35252 | 2000 |
| % 4 | % 23 | % 31 | % 7 | % 7 | % 4 | % 22 | % 20 | % 9 | | |
| 2391 | 14393 | 14653 | 4666 | 8387 | 3663 | 16736 | 11769 | 6620 | 48328 | 2011 |
| % 5 | % 30 | % 30 | % 10 | % 17 | % 8 | % 35 | % 24 | % 14 | | |

Source :www.cahiertvertdeconomie.fr,op-cit, p :10, consulté le: 30/06/2013.

المطلب الثاني: التحرير المالي وتطور الأسواق المالية في الدول الناشئة

عرفت العديد من الدول النامية في نهاية السبعينات وبداية الثمانينات أزمة اقتصادية و ظروف اقتصادية غير مواتية و متدهورة و تبين لها ان النظام الاقتصادي القائم آنذاك غير قادر على تحريك عجلة التنمية و توليد النمو الاقتصادي و على إثر ذلك و بإعجاز من الهيئات المالية الدولية اقرت العديد من هذه الدول إصلاحات اقتصادية تهدف إلى تحريك انظمتها المالية و تطوير أسواقها المالية من اجل توفير التمويل اللازم لاقتصادها.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

3- مسار تطور التحرير المالي:

يعود السبب الرئيسي الذي دفع بالدول النامية إلى اعتماد التحرير المالي هو أن القروض التي استفادت منها هذه الدول في إطار تجسيد مخططاتها التنموية الممنوحة من طرف ان البنوك الأجنبية و التي شكلت المصدر التمويلي الخارجي الوحيد للتمويل في الدول النامية أصبحت تشكل عبء ثقيلا على اقتصادها و أفضت إلى أزمة عرفت بأزمة الديون العمومية مع مطلع الثمانينات.

يتشكل التحرير المالي من مجموعة عناصر أساسية تتمثل في التخلي عن مراقبة معدلات الفائدة وتقليص التدخل الحكومي في النشاط البنكي، خوصصة المؤسسات العمومية لا سيما المؤسسات البنكية، تسهيل دخول الأجانب في السوق البنكية و المالية و التخلي عن الحواجز التي تعيق الاستثمارات الدولية وتقليص المساهمة الأجنبية في الأسواق المالية الوطنية.

ويهدف التحرير المالي إلى تشجيع دخول رؤوس الاموال الأجنبية إلى الدول النامية و المساهمة في الاستثمارات و في سبيل تحقيق هذا المسعى ينبغي تسهيل حرية تحويل الأرباح و العوائد و تمكين المؤسسات المالية البنكية الأجنبية من الانتشار محليا، و قد بدأت موجة التحرير المالي في الدول النامية في أواخر الثمانينات، و يتم الاعتماد على العديد من المعايير في تحديد تواريخ التحرير المالي، منها التاريخ الرسمي للتحرير المالي الذي تعلن فيه الحكومة على رفع الحواجز القانونية التي تعيق الاستثمارات الدولية.

جدول رقم (10): تواريخ انفتاح الاسواق الناشئة

| الدول | التاريخ الرسمي للتحرير المالي | الدول | التاريخ الرسمي للتحرير المالي | الدول | التاريخ الرسمي للتحرير المالي |
|-----------|-------------------------------|----------------|-------------------------------|----------|-------------------------------|
| الأرجنتين | نوفمبر 1989 | جمايكا | سبتمبر 1991 | باكستان | فيفري 1991 |
| بنغلاديش | جوان 1991 | الأردن | ديسمبر 1995 | فيلبين | جوان 1991 |
| البرازيل | ماي 1991 | كينيا | نوفمبر 1995 | البرتغال | جويلية 1986 |
| شيلي | جانفي 1992 | كوريا الجنوبية | جانفي 1992 | تايوان | جانفي 1991 |
| كولومبيا | فيفري 1991 | ماليزيا | ديسمبر 1988 | تايلندا | سبتمبر 1987 |
| اليونان | ديسمبر 1987 | المكسيك | ماي 1989 | تركيا | جوان 1989 |
| الهند | نوفمبر 1992 | المغرب | جوان 1988 | فنزولا | جانفي 1990 |
| اندونيسيا | سبتمبر 1989 | نيجيريا | أوت 1995 | زيمبابوي | جوان 1993 |
| إسرائيل | نوفمبر 1993 | | | | |

Source : Duc Khuong Nguyen, Libéralisation financière et marchés émergents, L'harmattan, 2008, P 75.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و عرفت العديد من الدول النامية تحريرا ماليا كليا فيما يخص دخول و خروج رؤوس الأموال و العوائد المتأتية منها.

4- الأثر الاقتصادي و المالي للتحرير المالي:

يظهر التقرير الذي نشرته المؤسسة المالية الدولية سنة 1993⁽¹⁾ ان التحرير المالي يشكل مفتاح أساسي للتطور الهائل الذي أحرزته الأسواق الناشئة وأن التحرير المالي حقق تغيرات هيكلية في اقتصاديات الدول الناشئة و ساهم في تسارع وتيرة تطور الأسواق الناشئة.

2-1) أثر التحرير المالي على تكلفة رأس المال⁽²⁾:

يرتبط العائد المتوقع لمحفظة مالية بسعر المخاطرة المحلية و الانحراف المعياري بين عوائد الأصول المكونة لها، و تكون هذه الأخيرة قبل عملية التحرير المالي بحوزة المستثمرين المحليين، بينما بعد عملية التحرير المالي فإن العائد المتوقع يرتبط بسعر المخاطرة العالمية أقل من سعر المخاطرة المحلية بسبب ضعف التطاير و أن الارتباط بين الأصول المالية ضعيف بين الدول مقارنة بالارتباط بين الأصول داخل نفس الدولة، الشيء الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، و في هذا الإطار فقد تم تجسيد العديد من الدراسات التجريبية التي تنصب في اتجاهين:

- الاتجاه الأول: فيقوم على اختيار التغيرات في المردودية من خلال نماذج تقييم.
- الاتجاه الثاني: فيقوم على اختبار التغيرات في المردودية على أساس دراسة الأحداث أو البيانات الاحصائية المسجلة خلال فترة معينة.

و يشترك الاتجاهين في كون أن فترة الدراسة مقسمة إلى فترتين، فترة قبل التحرير المالي و فترة بعد التحرير المالي (الإعلان الرسمي للتحرير المالي).

يعتبر الاتجاه الأول أن تكلفة رأس المال تنخفض بعد تحرير الأسواق المالية من طرف المستثمرين الأجانب و من ثم تقسيم المخاطرة بين المستثمرين الوطنيين و المستثمرين الأجانب، و قد بينت الدراسات التجريبية التي قام بها كل من Minza و Iller في سنة 2000 و قبلها الدراسة التي قام بها Bailery و Jagtiani في سنة 1994 أن تكلفة رأس المال تنخفض بنسب معتبرة تصل إلى 42 %.

بينما الاتجاه الثاني فركز على دراسة الأحداث من اجل تحليل أثر التحرير المالي على تكلفة رأس المال، و قد توصل كل من Signal و Kim في سنة 2000 و التي شملت 20 سوق مالية ناشئة أن

¹DUC Khong Nguyen, *op-cit*, P 91.

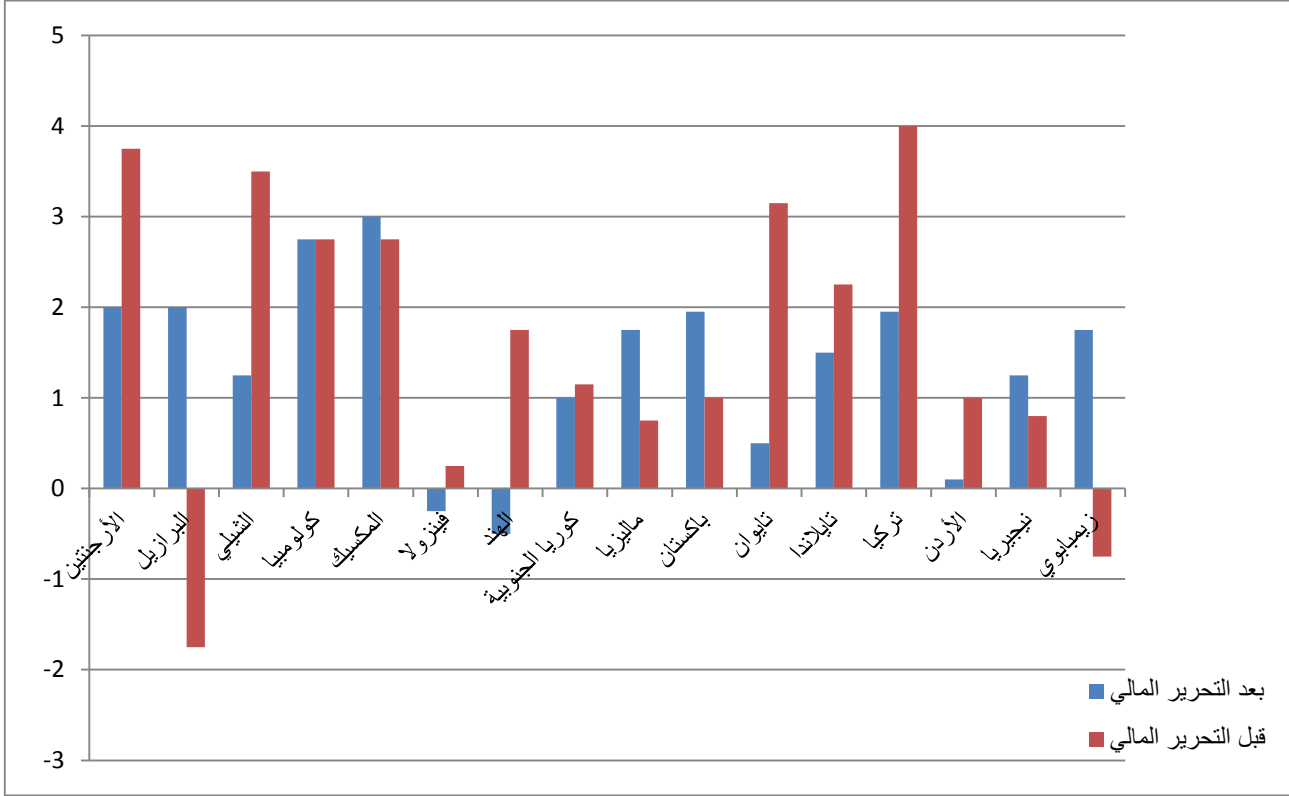
²IDEM, P 92

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

هناك انخفاض معتبر في مردودية⁽¹⁾ الأصول الوطنية بعد التحرير المالي و لاختبار ذلك يتم مقارنة المردودية الملاحظة قبل و بعد التحرير المالي.

شكل رقم (12): تغيرات المردودية قبل و بعد التحرير المالي

(5 سنوات قبل و 5 سنوات بعد التحرير المالي)



Source :www.cahiervertdeconomie.fr,op-cit, P 10, consulté le: 30/06/2013.

ويلاحظ من الجدول أعلاه أن التحرير المالي كان متبوع بانخفاض في المردودية في اغلب الأسواق المالية الناشئة التي مستها الدراسة.

(2-2) أثر التحرير المالي على التطاير⁽²⁾:

أظهرت النظرية المالية الحديثة ضرورة قياس تطاير الأصول المالية من اجل تكوين المحافظ المالية الكفأة، باعتبار أن قرارات المستثمرين لا تتوقف على العوائد المنتظرة فحسب بل تأخذ بعين الاعتبار مستوى المخاطرة المرتبطة بمختلف الأصول المالية المكونة للمحفظة.

¹ المردودية هي العائد الذي يطلبه المستثمرين وهو نفسه تكلفة الأموال.

² Duc KhuongNyuyen, op-cit, , 2008, p : 96.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ويستعمل التطاير البورصي في قياس مخاطرة الأصول المالية و بصفة عامة لا يقدم المستثمر على شراء أصل مالي ذو تطاير مرتفع إلا إذا كان ذو عائد منتظر مرتفع.

وفيما يخص تفسير التطاير البورصي، فالبعض لا يربطه بالخصائص الخاصة للمؤسسات كمعدل الربحية، معدل التوزيعات و النتائج المالية و البعض الآخر يربطها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية كالتضخم، معدل النمو و الإنتاج الصناعي، بالإضافة إلى اختبار هياكل السوق المالية كآليات تبادل، تكوين الأسعار و هياكل المعلومات و يفسرها (Ghiller 1990) على أساس انخفاض مؤشر داوجنس في يوم واحد.

ويقاس التطاير من خلال النسبة المئوية للتغير في الأثر النفسي للمستثمرين، أسعار مؤشر البورصة او معدل المردودية مثلا انخفاض مؤشر داوجنس في يوم واحد بـ 508 نقطة أي ما يعادل 22.5% من قيمته، و هذه النسبة تعبر عن التطاير البورصي، هذا المقياس يصلح عند قياس التطاير الخاص بشهر أو يوم و يتم قياس التطاير الخاص بمحفظة أو أصل مالي خلال فترة معينة يتم على أساس حساب الانحراف المعياري الذي يقيس تشتت المردودية بالنسبة إلى القيمة المتوسطة.

و ما يعاب على الأسواق المالية الناشئة انها تتميز بتطاير مرتفع مقارنة بنظيرتها الأسواق المالية المتطورة بالإضافة إلى العلاقة الضعيفة بين العائد و المخاطرة.

و بخصوص أثر التحرير المالي على تطاير الأسواق المالية الناشئة فإن الآراء تختلف فمنها ما ترى بأن التحرير المالي يقود إلى تخفيض تطاير الأسواق المالية بحجة ان التكامل الناتج عن التحرير المالي يمنح للمستثمرين الأجانب إمكانية التصرف بسرعة اتجاه تغير التوقعات الاقتصادية على المدى القصير للدول الناشئة مما يجعل تدفقات رؤوس الأموال أكثر تطاير عما هو من قبل للتحرير، الشيء الذي يكون له انعكاسات سلبية هامة على تطاير الأسواق المالية و لعل أهم مثال على ذلك هو حدوث الأزمة المالية لسنة 1997 في آسيا الجنوبية الشرقية التي تعتبر نتاج للآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الغير متحكم فيها.

و على هذا الأساس فقد قام الكثير من الباحثين بدراسة العلاقة بين التحرير المالي و التطاير و من هذه الدراسات نجد تلك التي قام بها Kamnsky و Kler سنة 2003 اللذان درسا مدى مساهمة التحرير المالي في عدم الاستقرار الذي شاب الأسواق المالية في العشرينات الأخيرة و كذلك الأزمات المالية، من اجل ذلك قاما بدراسة حول حركية الدورات المالية قبل و بعد التحرير المالي في 28 دولة ناشئة و متطورة و خلاصا ان الدورات المالية لا تتكاتف عن طريق التحرير المالي و ان إزالة الحواجز

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

المالية لا تضخم دورات للأسواق المالية خلال الفترة التي تلت عملية التحرير المالي إلا مباشرة بعد التحرير المالي لكن بعد أربع سنوات يصبح مستوى التطاير غير مقلق، كما أن التطاير البورصي بعد عملية التحرير المالي يكون مختلف نسبيا في الأسواق المالية الناشئة و من بين سبعة عشر سوق مالية التي تم حساب الانحراف المعياري فيها على مدار 5 سنوات قبل و بعد عملية التحرير المالي، فإن التطاير ينخفض في 12 سوق و يرتفع في 05 أسواق.

و يعاب على هذا التحليل كونه لا يأخذ بعين الاعتبار العوامل الأخرى التي من شأنها ان تؤثر على التطاير البورصي، و في هذا الصدد يؤكد كل من Harvey و Bekaert (2003) اللذان أكدا في دراسة أن تراجع تطاير السوق المالية الأرجنتينية كان ناتج جزئيا عن مخطط تثبيت الأسعار stabilisation des prix الذي باشرته الحكومة و هو ما يؤكد تأثير عناصر أخرى على التطاير غير التحرير المالي.

2-3) أثر التحرير المالي على الكفاءة المعلوماتية⁽¹⁾:

الدراسات القائمة تظهر أن الكفاءة المعلوماتية أقل مراقبة في الأسواق الناشئة عما هي عليه في الأسواق المتطورة، حيث أن المردودية تكون مستقلة عن الكفاءة المعلوماتية، و يعود ذلك إلى أن عمليات التبادل قليلة و تكييف بطيء للأسعار مع المعلومات المالية المنشورة، و هي النتيجة التي حصل عليها كل من Kawakitsu و Bhatlacharya (2000) و قبلها Morey (1999).

و من جهة أخرى المستثمرين الذين بإمكانهم الحصول على المعلومات يقومون بإجراء عمليات التبادل قبل نشر المعلومات للجمهور بسبب نقص القوانين التي تحمي مصالح صغار المدخرين.

و خلاص Bekaert و Harvey (2002) أن الدول الناشئة تملك أسواقا أكثر تطايرا من الاسواق المتطورة لأنها أقل كفاءة نسبيا و أن المعلومات المالية تتداول بشكل بطيء كما هي عليه في الأسواق المالية المتطورة و أن المخالفات القانونية المرتبطة بتسرب أو كشف معلومات للبعض دون الجميع كبيرة، كما أن المستثمرين المحليين اكثر استعلاما من المستثمرين الأجانب على الرغم من أن الشفافية في المعلومات - الكفاءة المعلوماتية - تعتبر عنصر أساسي في السير الجيد للسوق المالية.

و لاحظ Khambata (2000) أن العمليات البورصية في الأسواق الناشئة تجري بكيفية فعالة - كفاءة - شيئا فشيئا بعد عملية التحرير، كما أشار ذات الباحث إلى أنه و على الرغم من التطور

¹Duc Khuong Nguyen, *op-cit*, P 104.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

المشهود، تبقى أشياء كثيرة يجب فعلها لبلوغ مستوى الكفاءة التي تعرفه الأسواق المتطورة، و على الدول المعنية القيام بإصلاحات من حيث القوانين و آليات كشف المعلومات و أنظمة التسعير.

2-4) أثر التحرير المالي على تطور الأسواق المالية⁽¹⁾:

يمكن أن يساهم التحرير المالي في تطوير الأسواق الناشئة حيث أن وصول متعاملين تحديث إلى هذه الأسواق يحتم على الدول الناشئة إصلاح انظمتها المالية وتطوير هيئات جديدة و تحدي نظام التبادل في السوق مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف العمليات و تطوير الأنظمة المعلومات و تدعيم كفاءتها التخصصية و رفع سيولة السوق و إحياء دورها الأساسي كوسيط بين ذوي القرائض المالية و ذوي العجز أو الحاجة إلى هذه الأموال.

و دراسة أخرى للتحرير المالي على تطورات الأسواق المالية يمكن إجراؤه من خلال دراسة مؤشرات السوق خلال مسار التحرير، و في هذا الإطار قام Errunza (2001) بدراسة أربعة مؤشرات:

- حجم السوق الذي يتم قياسه على أساس مقارنة الرسملة البورصية مع الناتج الداخلي الخام
- سيولة السوق التي يتم قياسها من خلال نسبة حجم المعاملات إلى الناتج الداخلي الخام
- النسبة بين حجم العمليات و الرسملة البورصية.
- عدد المؤسسات المسجلة في البورصة.

و قد أظهرت النتائج المحققة تحسنا ملحوظا لهذه المؤشرات بعد عملية التحرير المالي، و خلص Bekaert (2002) أن التحرير المالي يساهم في جعل الأسواق الناشئة أكثر سيولة و أكثر اندماجا في الأسواق العالمية.

2-5) أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي⁽²⁾:

يساهم التحرير المالي في رفع معدلات النمو الاقتصادي في الدول الناشئة بفضل عولمة الادخار و توجيه رؤوس الأموال نحو الاستثمارات المنتجة، و قد أظهرت الدراسة التي قام Bekaert (2001) انه من بين 21 دولة شملتها الدراسة، هناك 17 دولة سجلت نمو اقتصاديا أعلى خلال الفترة التي تلت عملية التحرير المالي، كما أن الانفتاح لحركة رؤوس الأموال الدولية تساهم في تسارع التطور الاقتصادي، المنافسة و مقاومة النظام المالي المحلي الذي بدوره يشجع النمو الاقتصادي⁽³⁾.

¹ File:///F:/revue-regards-croisés-sur-L-economie 2008, consulté : 25/05/2013.

² Duc Khuong Nguyen, 2008, op-cit, P 108.

³ IVAN ZELEWKO, Innovations financières pour les pays émergents, Revue économie financier, 2009, P 161.

3- خصائص الأسواق المالية في الدول الناشئة:

تتميز الأسواق المالية في الدول الناشئة بعدة خصائص أهمها ما يلي:

3-1) حادثة الأسواق المالية:

يعود إنشاء اغلب الأسواق المالية في الدول الناشئة إلى نهاية السبعينات و بداية الثمانينات، و هو تاريخ بداية عمليات الانتقال نحو اقتصاد السوق و ظهور عمليات الخصخصة و التحرير المالي و عدم كفاية الادخار المحلي، استدعى إنشاء هذه الآلية لتمويل اقتصاديات الدول النامية و إعادة بعث دورها من جديد بالنسبة إلى الدول التي كانت موجودة فيها من قبل و لكن نشاطها يتميز بالركود كالبرازيل الذي يعود إنشاء سوقه المالية إلى القرن التاسع عشر.

3-2) صغر حجم الأسواق المالية الناشئة مقارنة بالأسواق المالية المتطورة:

يظهر الرسم البياني أدناه أن سوق السندات في الدول المتقدمة المنطوية تحت مظلة التعاون والتنمية الاقتصادية أكبر بـ 10 مرات بالنسبة للدول الناشئة، و أن سوق الأسهم في الدول المتقدمة أكبر بـ 3 مرات كما هي عليه في الدول الناشئة.

و تبلغ أحيانا التدفقات من رؤوس الأموال اتجاه الدول الناشئة سنة 2000 مليار دولار بوتيرة سنوية اي ما يعادل 13 % من الحجم باتجاه الإجمالي للأسواق المالية المقدر بـ 15000 مليار دولار في سنة 2011، هذه التدفقات من شأنها أن تؤدي إلى زعزعة استقرار الأسواق المالية في الناشئة و كذلك أسواق الصرف لهذه الدول.

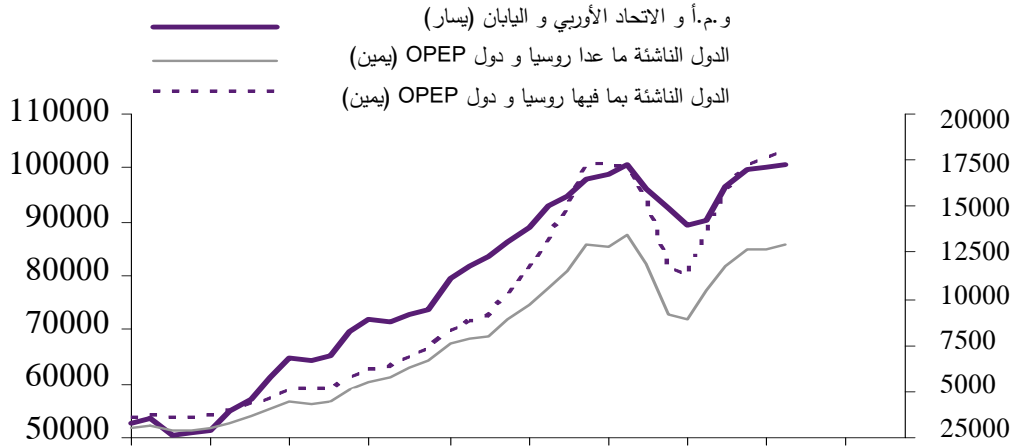
وما يساعد على جلب المزيد من رؤوس الأموال من الدول المتقدمة باتجاه الدول الناشئة هو التخوف الذي يفتت المستثمرين في الدول المتقدمة خصوصا فيما يخص النمو الاقتصادي الضعيف لهذه الدول و كذلك العجز الميزاني و انتقال الاستثمارات من الدول المتقدمة باتجاه الدول الناشئة، في حين هذه الأخيرة تشهد معدلات نمو عالية و كذلك عوائد مالية مغرية مقارنة مع تلك المتوقعة في الدول المتقدمة.

كما أن النمو الاقتصادي سيق نمو الأسواق المالية في الدول الناشئة وان الحجم النسبي لاقتصاديات هذه الدول اكبر من حجم الأسواق المالية.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

شكل رقم (11): حجم الإصدارات السندية و الرسملة البورصية في الدول الناشئة و الدول المتقدمة

(مليار دولار)



Source : Patrick Artus, le problème de la taille trop faible des marchés financier des pays émergents par rapport à celle des flux de capitaux, Revue Flash marchés, Recherche économique, Natixis N° 168, 04 mars 2011, P 05.

3-4) الأسواق المالية الناشئة غير متجانسة⁽¹⁾:

تختلف الأسواق المالية الناشئة فيما بينها ويرتبط هذا التباين من حيث الأقدمية، الحجم و درجة التطور، فبعض الأسواق يعو إنشاؤها إلى 1876 بالنسبة على السوق التركية و 1877 السوق البرازيلية، و 1912 بالنسبة إلى السوق الاندونيسية، بينما السوق الصينية تعتبر حديثة النشأة فقد تم إنشاؤها في سنة 1992.

كما تختلف الأسواق المالية الناشئة من حيث الحجم، فتعتبر السوق الصينية أكبر الأسواق الناشئة برسملة بورصية تصل إلى 681.204 مليار دولار في سنة 2003، و 379.023 مليار دولار بالنسبة إلى السوق المالية في التايوان، في حين أن بعض الأسواق المالية الناشئة الأخرى لا تتعدى 10 مليار دولار بالنسبة إلى السوق المالية في نيجيريا و فنزويلا.

وبخصوص اختلاف درجة التطور فيلاحظ هناك اختلاف معتبر يظهر في كون أن بعض الأسواق قد دخلت في مرحلة النضج بسرعة مقارنة مع غيرها، فمثلا السوق المالية في اليونان أدرجت ضمن الأسواق المتطورة في سنة 2001 بعد ان كانت سوق ناشئة لفترة قصيرة من الزمن، كما يظهر

¹ Duc Khuong Nguyen, *op-cit*, 2008, P 122.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

التباين في درجة التطور من حيث أن هذه الأسواق لا توجد ضمن نفس المرحلة من التطور، حيث تقسم مراحل تطور الأسواق المالية إلى أربعة مراحل هي:

- المرحلة الجنينية: وهي المرحلة التي تميز نشاط التبادل في غياب المعالجة الآلية للعمليات البورصية و التبادل المستمر (حصّة كل يوم أو عدة حصص في اليوم أو الأسبوع)، و ضعف حجم العمليات، نقص السيولة و غياب الشفافية المعلوماتية و التشريعات الضرورية، و تعدد الأسواق في هذه المرحلة غير قادرة على جذب المؤسسات.

- مرحلة ضعف النشاطات: خلال هذه المرحلة تبدأ الدول الناشئة بتحرير أسواقها المالية لمعالجة مشاكل العجز الميزاني والمديونية الثقيلة، و يتم تنشيط هذه الأسواق من خلال إدراج المؤسسات العمومية بعد خوصصتها و مع بداية تطور الأسواق المالية تباشر السلطات العمومية الإصلاحات الضرورية المرتبطة بالعمليات البورصية.

- المرحلة النشطة: تواصل السلطات العمومية الإصلاحات المرتبطة بالأسواق المالية خصوصا تلك المرتبطة بتكليف أنظمة التبادل الآلية و التسعير المستمر للأوراق المالية و فتح الأسواق المالية امام المستثمرين الأجانب، و يلاحظ خلال هذه المرحلة تحسن في مؤشرات السوق كعدد المؤسسات المدرجة، حجم المعاملات و الرسملة البورصية و كذلك يلاحظ خلال هذه المرحلة وفود رؤوس الأموال الأجنبية، و تجدر الإشارة إلى أن أغلب الأسواق الناشئة تقبع في هذه المرحلة حاليا.

- مرحلة النضج: و تتميز هذه المرحلة ببلوغ الإصلاحات التنظيمية و رفع الحواجز التي تعيق دخول المستثمرين الأجانب و تدني المخاطرة الخاصة، مخاطرة السياسة و مخاطرة السيولة، حيث في هذه المرحلة نجد ان بعض الأسواق الناشئة تتميز بحجم عمليات و مستوى فعالية تشابه الأسواق المالية المتطورة، كما في هذه المرحلة تتميز الأسواق المالية بالاستقرار و الاندماج في النظام المالي الدولي، و من هذه الأسواق نجد السوق المالي لتايوان و كوريا الجنوبية و تايلندا.

3-5) مردودية عالية و تطاير قوي⁽¹⁾:

تتميز الأسواق المالية الناشئة بأنها توفر للمستثمرين فيها مردودية عالية و تطاير قوي أعلى مما هو ملاحظ في الأسواق المتطورة، و هو ما تؤكد العديد من الدراسات المتعلقة بتقييم العائد و المخاطرة في الأسواق الناشئة خلال فترات معينة، حيث ان متوسط المردودية البورصية الشهرية في الأسواق الناشئة يتغير بين 0.967 % بالنسبة لأندونيسيا و 1.751 % بالنسبة إلى روسيا، بينما في الأسواق

¹ Duc Khuong Nguyen, *op-cit*, 2008 , P 43.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

المتطورة يتراوح المتوسط بين 0,568% بالنسبة إلى اليابان و 0,761% بالنسبة إلى الولايات المتحدة الأمريكية.

3-6) تطاير قوي للأصول المتداولة في الأسواق الناشئة:

تتميز الأسواق الناشئة بتطاير عالي للأصول المالية المتداولة فيها، حيث تعتبر هذه الأسواق خطره بسبب تأثر العوائد - التوزيعات - و أرباح الأسهم -، فمثلا في بورصة المكسيك قد ارتفعت العوائد بما يقارب 58.7% في سنة 1993 و انخفضت بنسبة 99.4% في السنة الموالية بفعل الأزمة المالية المكسيكية سنة 1994.

كما أن هذه الأسواق مرت بعادة أزمات أشدها أزمة 1998 التي بدأت في دول جنوب شرق آسيا ثم توسعت إلى أغلب الدول الناشئة الأخرى و أثرت سلبا على الاستثمار فيها و هروب رؤوس الأموال منها.

و بخصوص التطاير الذي يعبر عنه بالانحراف المعياري فإنه يتذبذب بين 3.639% بالنسبة إلى البحرين و 21.314% بالنسبة إلى روسيا، و يتراوح هذا المؤشر في الأسواق المتطورة بين 4.438% بالنسبة إلى الولايات المتحدة الأمريكية و 7.103% بالنسبة إلى إيطاليا⁽¹⁾.

غير أن الأخذ بعين الاعتبار هذين المؤشرين - المردودية و التطاير - يستدعي التنبيه إلى الملاحظات التالية⁽²⁾:

- إن النتائج المدونة في الجدول أعلاه تؤكد النتائج السابقة و المتعلقة بالتطاير القوي و العوائد المرتفعة و التي تتميز بها الأسواق الناشئة، غير أن هذه الحالة لا تكون دائما محققة في جميع الأسواق المالية، فيمكن ان تكون المردودية أعلى و أدنى في الدول الناشئة هما هو عليه في الدول المتقدمة التي تتميز بنفس الانحراف المعياري، كما أن الأصول المتداولة في الأسواق الناشئة يمكن أن تكون ذات أهمية في بعض الفترات و لا تكون كذلك في فترات أخرى.
- الملاحظة الثانية هي أنه و من خلال الدراسات التجريبية، فإنه ليس بالضرورة التطاير القوي يكون مقرونا بمردودية عالية، فعلى سبيل المثال السوق المالية البولونية قد حققت مردودية تتجاوز المردودية المحققة في السوق المالية الأرجنتينية بخمس مرات، على الرغم من أنهما يتميزان بنفس مستوى التطاير.

¹ IDEM, P 44.

² IDEM, P 44.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- يعود الاختلاف في التطاير بين الأسواق الناشئة إلى العوامل الخاصة بكل سوق إلى تركيز الأصول في مؤشرات السوق، التغيرات الماكر واقتصادية ودرجة اندماج السوق المالية، و هي الشيء الذي يؤكد عدم تماثل المراحل التي تمر بها كل سوق.

3-7) الأسواق الناشئة محفوفة بمخاطر عديدة:

تتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

3-7-1) مخاطر السيولة⁽¹⁾:

يلاحظ أن السيولة في الأسواق الناشئة اقل منها في الأسواق المتقدمة حيث أن نسبة معتبرة من الأسهم المسجلة في البورصة لا تكون في الواقع متاحة أو معروضة للتداول لأنها مملوكة للحكومة أو البنوك أو العائلات، و يعني انخفاض حجم التداول انخفاض حجم السيولة في الأسواق الناشئة أن المستثمرين قد لا يتمكنون من البيع أو الشراء بسعر عادل حينما يريدون، و على ذلك فقد يضطر المستثمر إلى دفع علاوة كبيرة حتى يتمكن من شراء الأسهم كما أن المستثمرين الذين يرغبون في الخروج من السوق يتعرضون لضغط سعري أيضا.

3-7-2) مخاطر الصرف⁽²⁾:

يتضمن الاستثمار في الأسواق الناشئة أصولا مقومة بعملة أجنبية، و هي بالتالي معرضة لمخاطر العملة أي احتمال انخفاض قيمة العملة التي يتم تقويم الاستثمار بها، مما يؤدي إلى عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر - الدولار الأمريكي مثلا - و يمكن ان تلعب هذه المخاطر دورها في الاتجاه العكسي، أي ان العملة الأجنبية ربما ترتفع في مقابل العملة الأساسية للمستثمر و تخلق عائدا غير متوقع و ترتفع مخاطر تقلبات العملة، لا سيما بسبب وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى خفض قيمة العملة و يحدث ذلك بصورة خاصة على أمريكا اللاتينية حيث كانت المستويات غير العادية من التضخم مصحوب بانخفاض مستمر في قيمة العملات اتجاه الدولار و غيره من العملات الرئيسية و كان هذا الانخفاض شديدا في العديد من الأسواق الآسيوية التي كانت تاريخيا تربط عملتها بالدولار الأمريكي، و قد تأثرت كل البورصات الآسيوية تقريبا تأثرا شديدا بأزمات العملة التي بدأت أولا في جنوب شرق آسيا ثم امتدت إلى كوريا الجنوبية، و عندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع

¹ هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي العدد 58، 1999، ص 34.

² نفس المرجع، ص 34.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الانخفاض في مؤشر السوق يؤدي ذلك إلى تآكل شديد لمحفظه المستثمرين و هذه المخاطرة ملموسة بوجه خاص في الكثير من الأسواق الناشئة.

3-7-3) المخاطر السياسية⁽¹⁾:

تنشأ المخاطر السياسية للمستثمرين من الشعور بعدم الاستقرار السياسي الذي قد ينتج من حدوث ثورة أو انقلاب عسكري أو من ان الحكومة في كثير من الأسواق الناشئة تمارس دورا مؤثرا في حركة الاقتصاد بوجه عام و أسواق رأس المال بوجه خاص، مما ينتج عنه احتمال اتخاذ الحكومة لإجراءات معاكسة تؤثر في الأداء، و أيضا هناك مخاطرة ترتبط بان تتدخل الحكومات في الاقتصاد كثيرا و هو ما يشجع فساد الموظفين مما يجعل الحاجة إلى تقديم الرشاوي شكلا من أشكال المخاطرة السياسية خاصة في أوقات التغير السياسي و الاقتصادي.

4- أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة:

تتجه غالبية الأسواق المالية في الدول الناشئة نحو الانفتاح على الأسواق المالية الدولية الشيء الذي يعكس مدى تطور أنظمتها المالية، فقد أوضحت العديد من الدراسات أنه هناك علاقة قوية من الدرجة الأولى بين تطور النظام المالي و نمو اقتصاديات الدول الناشئة يمكن التعبير عن مدى تطور الأسواق المالية الناشئة من خلال تطور سوق الأسهم المعبر عنها بالرسمة البورصة و سوق السندات.

4-1) سوق الأسهم:

إلى غاية الأزمة المالية الآسيوية سنة 1997، أظهرت الأسواق المالية الناشئة حركية قوية حيث مثلت 26 سوق مالية 9.6 % من الرسمة العالمية، غير أنه و بفعل الأزمة السالفة الذكر تراجع هذه النسبة إلى النصف من جراء تراجع مصداقية الأسواق المالية الناشئة على المستوى العالمي فبالرغم من الإصدارات الكثيرة التي شهدتها الأسواق الناشئة في بداية الألفية إلا انها لم تلقى الصدى لدى المستثمرين الأجانب في أسواق روسيا و تركيا و الأرجنتين خصوصا مع تزايد خطر الدول الناتج عن التهديدات الإرهابية.

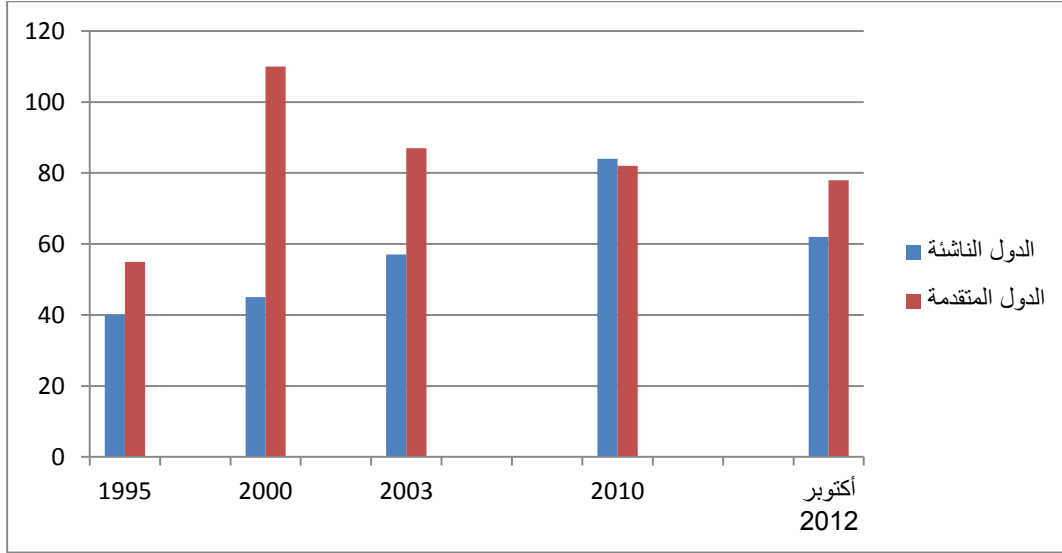
و منذ بداية النصف الثاني من سنوات 2000 استرجعت هذه الأسواق عافيتها و مصداقيتها على الرغم من وجود مؤشرات عدم الاستقرار الاقتصادي كالتضخم المرتفع و تطاير قوي في معدلات النمو

¹ هالة حلمي السعيد، المرجع السابق، ص 35.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الاقتصادية و انخفاض قيمة العملات المحلية أمام الدولار... الخ، هذا الاسترخاء ميزه زيادة معتبرة في التمويل عن طريق الأسواق المالية الناشئة حيث بلغ في نهاية 2004 حوالي 297.5 مليار دولار (إصدارات من الأسهم، السندات و القروض)، هذا الاتجاه الايجابي شهد نفس التطور في سنوات 2005 و 2006، حيث بلغت الإصدارات لغير المقيمين 428.8 مليار دولار⁽¹⁾.

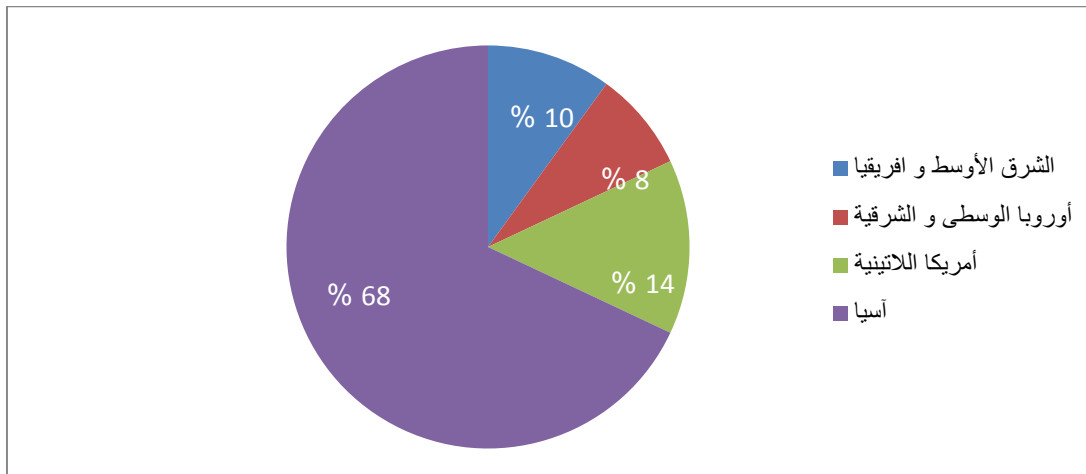
شكل رقم (12): الوزن النسبي للرسمة البورصية للأسواق المالية الناشئة في الرسمة العالمية



Source : www.cahiervertdeleconomie.fr, op-cit, p :13, consulté le: 05/06/2013.

نلاحظ أن الرسمة البورصية مقارنة بالناتج الداخلي الخام للدول الناشئة أدت مثيلاتها للدول المتقدمة في سنة 2007.

شكل رقم (13): توزيع الرسمة البورصة حسب المناطق



Source : www.cahiervertdeleconomie.fr, op-cit, P 14, consulté le: 05/06/2013.

¹ Duc Khuong Nguyen, 2008, op-cit, P38 –39.

تقارب الرسملة البورصية للدول الناشئة مجتمعة الرسملة البورصية للولايات المتحدة الامريكية على الرغم من انها غير متكافئة من حيث السيولة، فالسوق المالية الأمريكية تمثل 40 % من الرسملة البورصية للعالمية في سنة 2010.

كما تستحوذ آسيا لوحدها على ثلثين من الرسملة البورصية للدول الناشئة بفضل الثقل الذي تحضى به كل من هونكونغ والصين، اللتين تمثلان لوحدهما ثلث الرسملة البورصية للدول الناشئة.

4-2) سوق السندات:

وهي السوق التي تسيطر عليها عملية الإصدار من طرف البنوك و المؤسسات، و تلجأ الأسواق الناشئة بشكل مكثف إلى إصدار السندات الدولية⁽¹⁾، والمتكونة من السندات الأجنبية و الأورو سندات⁽²⁾ وهو الشيء الذي يفسر التزايد المهم لسوق السندات في تمويل الأسواق المالية الناشئة. والمزايا الأساسية للسندات الدولية أنها متاحة لكل أصناف المستثمرين كونها نقلت من التشريعات السارية المفعول في البلد الذي تنتمي إليه المؤسسة المصدرة.

ولم يكن ممكن من قبل إصدار مثل هذه السندات إلا في الدول المتقدمة أين يتمتع المصدرين بمصدقية عالية، ثم توسيع هذا السوق إلى الدول النامية أين يتمتع المصدرين بمصدقية و اعتراف أقل، ومن بين الأسواق الناشئة السبابة إلى مثل هذه الإصدارات نجد البرازيل، الأرجنتين، كوريا الجنوبية، أندونيسيا، المكسيك و تايلاندا، باعتبار المصدرين في هذه البلدان يتمتعون بمصدقية معترف بها، ثم توسعت هذا السوق إلى أسواق جديدة منها الأردن، سيريلنكا و سلوفاكيا، و بصفة عامة السندات الدولية المصدرة من طرف المصدرين المنتمين إلى الدول الناشئة مدة استحقاقها تتراوح بين 2 و 5 سنوات وبعضها يصل إلى 17 سنة.

وقد حظيت بعض الدول في سنوات التسعينات من تصنيف ائتماني مرتفع لإصداراتها من السندات الدولية، فعلى سبيل المثال تم تصنيف كوريا الجنوبية في سنة 1991 في الصف A1 من طرف وكالة

¹ السندات الدولية، هي عبارة عن سندات يتم إصدارها من طرف غير المقيمين و محررة بعملة البلد المصدرة فيه و تتداول في سوق معينة

² الأورو سندات: و هي عبارة عن سندات محررة بعملة دولة متطورة (الدولار) و يتم توظيفها من طرف نقابة دولية للبنوك و لا تكون مسعرة في مكان محدد.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ستاتدار أندبورز، و تايلندا في الصف A2 من طرف Moody's موديز، و قد تم منح هذا التصنيف من طرف وكالات التصنيف على أساس توقعات التسديد من طرف الدولة - تصنيف سيادي-(1)

ويعتبر التمويل عن طريق السندات في الدول الناشئة أقل شأنًا من التمويل عن طريق القروض البنكية و الأسهم من جهة عما هو قائم في الدول المتقدمة من جهة، حيث يمثل التمويل عن طريق السندات 51 % مقارنة مع الناتج الداخلي الخام بينما في الدول المتقدمة يمثل 256 % من الناتج الداخلي الخام.

و تتصدر السندات المصدرة من طرف المؤسسات المرتبة الأولى ثم يليها السندات المصدرة من طرف المؤسسات المالية، و قد تضاعفت عملية إصدار السندات مقارنة بالناتج الداخلي الخام منذ 1995، كما ان ثقل حجم الإصدارات في الدول الناشئة ضمن الإصدارات الدولية يشهد تطور متزايد حيث انتقل من 4 % في سنة 1993 إلى 12 % في سنة 2011.(2)

و يعتبر التمويل عن طريق السندات أقل شأنًا من التمويل عن طريق الأسهم و القروض البنكية في الدول الناشئة، حيث تمثل التمويل عن طريق السندات 51 % من الناتج الداخلي الخام بينما التمويل عن طريق الأسهم و القروض البنكية فيمثل على التوالي 71 % و 69 % في سنة 2010، بينما في الدول المتقدمة تتصدر السندات أصناف التمويل الأخرى الأسهم و القروض البنكية)، حيث يمثل التمويل عن طريق السندات 256 % الناتج الداخلي الخام و هي نسبة أعلى من حجم التمويل بالأسهم و القروض البنكية التي تمثل على التوالي 98 % و 79 % من الناتج الداخلي الخام.(3)

المطلب الثالث: الأزمات المالية في الدول الناشئة

تعددت الأزمات المالية منذ بداية مسار العولمة المالية خصوصا خلال الثلاث عشريات الأخيرة، حيث مست هذه الأزمات الدول الناشئة التي انفتح اقتصارها على المالية الدولية في سنوات الثمانينات و التسعينات، و تتمثل هذه الأزمات فيما يلي:

3- أزمة الديون العمومية في أمريكا اللاتينية(4):

و تعبر هذه الأزمة عن الموجة الأولى لأزمة الديون العمومية للدول النامية التي ظهرت في سنوات الثمانينات في أمريكا اللاتينية، و يعود سبب حدوث هذه الأزمة إلى الارتفاع الشديد في أسعار المواد

¹ DUC khuong Nguyen, *op-cit*, 2008 , P 28.

² www.cahiervertdeconomie.fr, *op-cit*, P 17.

³ www.cahiervertdeconomie.fr, *op-cit*, P 18.

⁴ Christophe Destais, *Une brève histoire des crises financières dans les pays émergents*, Revue problème économique, Nov/2012, P 61.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الأولية في أعقاب الأزمة البترولية جعل الثروات تنتقل من الدول المستوردة إلى الدول المنتجة باستقاداتها من ريع المواد الأولية، بينما سبق لها و أن تبنت سياسات اقتصادية حمائية في سنوات الستينات والسبعينات - تأميم قطاعات الانتاج و الاستخراج - و مراقبة صارمة لحركة رؤوس الأموال، هيمنة القطاع العام على القطاع المالي و التجاري و تدفق هذه الثروات على الدول النامية حرض الطموح من جهة لدى قادة هذه الدول و الدائنين الغربيين الذين يبحثون عن بديل لأسواقهم الداخلية المتعثرة، مما سهل التطور السريع لقنوات التمويل الدولية بالعملة الصعبة (الدولار)، حيث قامت البنوك و الدول الغربية بإقراض الحكومات و الهيئات العمومية الصناعية و التجارية و المالية للدول النامية التي يخيل لها أنها دخلت في حركية اقتصادية مهمة، و مما شجع تنامي الأموال المقترضة هو ارتفاع السيولة العالمية بالدولار الناجمة عن السياسة النقدية المشجعة للولايات المتحدة الأمريكية، و انتقلت على إثر ذلك حجم الديون العمومية من 75 مليار دولار في سنة 1975 إلى 315 مليار دولار في سنة 1983 أي ما يعادل 50 % من الناتج الداخلي الخام للمنطقة (أمريكا اللاتينية)، و انتقلت معها خدمات الديون من 12 إلى 60 مليار دولار، و سمح تراكم هذه الديون بتمويل العجز الجاري deficits courants بالعجز التجاري و رصيد تحويل المداخل مما يعكس نقص الادخار الداخلي و اندلعت الأزمة على إثر إعلان المكسيك عن عجزها عن دفع أقساط خدمات الديون المتجمعة عليها في أوت 1982 و هي الشرارة الأولى اندلعت عل إثرها ازمة الديون العمومية و تسارعت معها هروب رؤوس الأموال من المكسيك إلى الولايات المتحدة الأمريكية و توقفت على إثر ذلك عمليات تمويل المكسيك و دول أمريكا اللاتينية من طرف البنوك الغربية.

4- الأزمات المالية في الدول الناشئة في سنوات التسعينات و مطلع الألفية الثالثة:

شهدت الفترة الممتدة بين بداية التسعينات و مطلع العشرية الموالية بروز ازمات مالية جديدة مرتبطة بالعولمة المالية، حيث ظهرت الأزمة الأولى في المكسيك في نهاية 1994 ثم بعدها ظهور الأزمة الآسيوية في صائفة 1997، ثم تلتها أزمات مالية ثانوية في أمريكا اللاتينية و روسيا و تركيا.

1-2) الأزمة المالية المكسيكية لسنة 1994⁽¹⁾:

ظهرت هذه الأزمة بفعل تفاقم عجز الميزانية حيث بلغ 7 % من الناتج الداخلي الخام و قد ارتبط هذا العجز بالانتخابات الرئاسية و تم تمويله بأدوات مالية مصدرة بالعملة المحلية و لكنها مؤشرة بالدولار، و بمجرد ظهور بوادر عدم الاستقرار في المحيط الاقتصادي بفعل الرشوة و عدم الاستقرار السياسي أقدم

¹ Christophe Destais, *op-cit*, 2012, P 61.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

المستثمرين الأجانب إلى التنازل عن الأدوات المالية التي بحوزتهم و الخروج من المكسيك، الشيء الذي أدى إلى انخفاض احتياطات الصرف و ظهور الأزمة، أين سارعت الخزينة العمومية للولايات المتحدة الأمريكية و صندوق النقد الدولي بضخ 50 مليار دولار من الخزينة الأمريكية و 20 مليار دولار من طرف صندوق النقد الدولي من أجل الإحاطة بالأزمة و السماح للبنوك الأمريكية من ضمان حقوقها التي تمتلك حصة الأسد من الأدوات المالية المكسيكية.

2-2) الأزمة المالية في دول آسيا⁽¹⁾:

تعود جذور الأزمة المالية في آسيا إلى إطلاق عنان العولمة المالية و الحركية غير المستقرة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، و بدأت هذه الأزمة في صائفة 1997 في تايلاندا ثم انتشرت إلى كل من اليابان و كوريا الجنوبية، هذه الأخيرة وجدت نفسها عاجزة عن تسديد التزاماتها في شهر ديسمبر 1997 مما دفعها إلى اللجوء إل صندوق النقد الدولي الذي منحها مساعدة عاجلة بـ 20 مليار دولار لمواجهة عجزها المتنامي، غير أن هذه المساعدة لا تكفي لمواجهة العجز الذي يتطلب تسخير ما يربو عن 100 مليار دولار من أجل إعادة هيكلة النظام المصرفي و المالي، بينما في اليابان أقدمت أكبر مؤسسة مالية للأصول المالية Yamaichi على إيداع ميزانيتها، هذا الإفلاس خلف هلعا في أوساط المدخرين مما استدعى تدخل البنك المركزي لرد الثقة لجمهور المدخرين و تواصلت إشاعات بخصوص الخسائر الوخيمة التي لحقت بالبنوك و المؤسسات المالية بعد انهيار بورصة اليابان.

بدأت الأزمة المالية الآسيوية في صائفة 1997 مع سقوط بورصة تايلاندا ثم امتدت إلى العديد من الدول التي تشكل نواة النمو الاقتصادي وهي أندونيسيا، الفلبين و ماليزيا.

و يعود ظهور هذه الأزمة إلى الظروف الاقتصادية التي طبعت هذه الدول خصوصا العجز المتراكم على مدار عدة سنوات سواء على الصعيد الداخلي أو الخارجي، فالعجز التجاري يعود إلى الصعوبات التي واجهت هذه الدول في الانتقال من التخصص المبني على اليد العاملة الرخيصة إلى التخصص المبني على كثافة رأس المال و التكنولوجيا، بالإضافة إلى فقدان حصص في السوق لاقتصاديات هذه الدول على المستوى الدولي مقابل الاقتصاديات الجديدة كالفيتنام و الصين اللتين حافظتا على بالتكلفة المنخفضة لليد العاملة فيها، كما أن ربط عملات هذه البلدان بالدولار الذي شهد ارتفاعا زاد من شدة الصعوبات التي واجهت الظروف الاقتصادية لهذه الدول.

¹ Hakim Benhamouda, *Crise global, un regard du sud*, Breal, paris, 2010, P 35 – 36.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وعليه وجدت هذه الدول نفسها أمام عجز كبير و عملات مقال فيها مقيمة بقيمة أكبر، كما أن هذه الدول كانت موضوع مضاربة قوية من طرف أكبر عدد من المضاربين و على رأسهم جورج سوريس الذي اتهمه الوزير الأول الماليزي بأنه المسبب الرئيسي لاندلاع الأزمة في هذه المنطقة.

و لم يتوقف مد هذه الأزمة في دول المنطقة فحسب بل انتشر إلى دول أخرى اعتبرت أكثر استقرارا كاليابان و كوريا الجنوبية و هونكونغ، اين انهارت كل من بورصة طوكيو و سيول، انخفاض حاد لأسعار الأصول المالية، و عرفت هذه الظاهرة بفقاعة الثلج و التي ساهمت فيها العديد من العوامل منها العوامل التقنية التي غدت الشكوك لدى المستثمرين الدوليين حول مستقبل النمو الاقتصادي لهذه الدول في المنطقة، بينما بالنسبة لليابان و كوريا الجنوبية التي توغلتا في المنطقة.

أما بالنسبة إلى انعكاسات الأزمة على الصين و الفيتنام و تايوان فالأمر يختلف من حيث حدة التأثير و يعود ذلك إلى القوانين السارية المفعول في هذه الدول و المتعلقة بحركة رؤوس الأموال الدولية، فالدول الأكثر انفتاحا على حركة رؤوس الأموال المستثمرة في المحافظ المالية هي الأكثر تضررا من الأزمة بسبب كون هذه الدول تبحث عن الربح السريع دون الاندماج في العملية الإنتاجية، فالمستثمرون يقدمون عل تحويل أموالهم من بلد لآخر بمجرد بروز فرص بديلة، بينما الصين و تايوان فقد اتخذت تدابير صارمة فيما يخص مراقبة دخول و خروج رؤوس الأموال الدولية و إعطاء الأولوية للاستثمارات الدولية المنتجة.

2-3) امتدادات الأزمة الآسيوية إلى أمريكا اللاتينية و روسيا:

امتدت آثار الأزمة الآسيوية إلى أنحاء العالم، فقد مست الاقتصاد الياباني في 1998 و روسيا في أوت 1998 و دول أمريكا اللاتينية في مطلع سنة 1999.

2-3-1) امتدادات الأزمة الآسيوية إلى روسيا⁽¹⁾:

عرفت الأزمة المالية التي بدأت في طليعة سنة 1997 في آسيا الجنوبية الشرفية مرحلة إضافية بتوسعها إلى روسيا في أوت 1998 غير أن الأزمة الفعلية قد مست روسيا قبل هذا التاريخ الذي اعتبر حوصلة لسنة صعبة و تسيير كارثي للسياسة الاقتصادية منذ الانتقال نحو اقتصاد السوق المباشر في سنة 1992 و قد تطورت الصعوبات التي يواجهها الاقتصاد الروسي منذ سنة 1992، فقد عرفت الحكومة الروسية في هذه السنة أزمة دفع و لم تعد قادرة على تسوية أجور الموظفين و لم يبقى أمام الحكومة هامش تصرف كبير، مما دفعها إلى تبني مخطط تقشف من أجل الحصول على مساعدة دولية

¹ Hakim Benhamouda, Op-Cit, 2010, p : 37 – 38.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ممنوحة من طرف صندوق النقد الدولي ، كما أن هذه الإجراءات لم تكن كافية لمعالجة الوضعية التي آل إليها الاقتصاد الروسي و بدأت معها عمليات مضاربة ضد العملة الروسية من طرف المستثمرين الأجانب، مما دفع البنك المركزي إلى رفع معدلات الفائدة الشيء الذي يدعم الركود الاقتصادي الداخلي دون أن يحد من نزيف رؤوس الأموال الدولية، و صمد الاقتصاد الروسي إلى غاية 17 أوت 1998 أين حدثت الأزمة و سجل الروبل الروسي انخفاضا حادا و كذلك السوق المالية، و خلقت هذه الوضعية حالة رعب و تخوف لدى الجمهور مما دفعهم إلى سحب أموالهم من البنوك محاولة منهم إعادة بيعها في السوق الموازية أو شراء الذهب، غير أن مواصلة انخفاض العملة زاد من حدة الوضعية خصوصا و أن أغلب السلع الاستهلاكية مستوردة بالإضافة إلى عدم الاستقرار السياسي الذي يطبع روسيا.

2-3-2 امتدادات الأزمة الآسيوية إلى أمريكا اللاتينية⁽¹⁾:

بعد روسيا انتقلت نسبة المستثمرين إلى أمريكا اللاتينية، و أول ضحية لهذه الأزمة البرازيل الذي عرف مديونية قصيرة أجل مرتفعة و عملة معال فيها *Surévaluée* و على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة و تبني تعديلا للميزانية و دعم صندوق النقد الدولي، فقد شهدت العملة البرازيلية معدل انخفاض حاد بـ 40 % مقارنة بالدولار، و أضحى معها معدل النمو الاقتصادي سالبا في كل من سنة 1998 و 1999، و قد تضرر كذلك العملاء التجاريين للبرازيل منها الأرجنتين التي تأتي في الصف الأول من جراء انخفاض قيمة العملة التي ساهمت في التأثير السلبي على القوة التنافسية.

ولم يستثنى من هذه الأزمة الشيلي الذي يتمتع بثقة المستثمرين بفعل التسيير الماكر واقتصادي الصارم، فقد شهدت صادراته التي تعتبر محركا للنمو الاقتصادي انخفاضا متتاليا تبعا لدخول الدول الآسيوية في حالة انكماش و انخفاض على إثر ذلك الناتج الداخلي الخام بـ 3 % بعد أن عرف نموا بلغ المتوسط 8 % بين سنتي 1991 و 1998 و تجاوز معدل البطالة 12%.

كما عرفت الأرجنتين مع مطلع سنوات الألفية الأزمة المالية الأعمق فالمصادقية الغير متنازع فيها سياسة سعر الصرف الثابت المنتهجة منذ 1991 المبنية على أساس كبح خلق النقود وفقا لآلية صندوق الإصدار ساهمت في اضمحلال السياسة النقدية و أصبح البنك المركزي مجرد مؤسسة إصدار و أن أصوله تتكون من احتياطات الصرف، بمعنى أن القدرة على خلق النقود تتغير حسب احتياطات الصرف، فعندما تتخفف احتياطات الصرف فإن عرض النقود ينخفض اتوماتيكيا، حيث أنه في ظل تداول ثابت

¹ Marc Monteuze et autres, Les bourses et les marchés financières, Breal, Paris, 5^{eme}ed., 2012, p : 82 – 83.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

يؤثر على الأسعار و يسمح بالاحتفاظ بالقدرة التنافسية الخارجية للبلد غير أن هذا النظام لسعر الصرف لا يستغل بكيفية جيدة إلا في ظل وجود علاقة بين تغيرات قيمة احتياطات الصرف و القدرة التنافسية وأن الأسعار مرشحة للانخفاض، فعندما تتراجع القدرة التنافسية يصبح الرصيد الجاري سالبا و تنخفض احتياطات الصرف و تنخفض بذلك الأسعار.

غير انه و بسبب تدهور وضعية الميزانية فقد كان الرصيد الجاري سالبا في النصف الثاني من سنوات التسعينات بدون حدوث الانعكاس على احتياطات الصرف و أن دخول رؤوس الأموال كان كافيا لتغطية العجز في الميزان الجاري السالب.

و اشتدت الأزمة في نهاية 2001 مع التخلي عن ثبات معدل الصرف و توالى الأزمات من أزمة نقدية إلى اقتصادية و سياسية و تم معالجة هذه الأزمة في أقل مما كان متوقعا بفضل ارتفاع أسعار المواد الأولية و أثر تخفيض العملة على القدرة التنافسية للمنتجات الأرجنتينية لا سيما في السوق المحلية (ارتفاع أسعار المواد المستوردة جعل المستهلكين يتجهون نحو المنتجات المحلية و منه زيادة الطلب الداخلي).

2-4) الأزمة التركية:

خرج الاقتصاد التركي من عشرية التسعينات بمعدل تضخم مرتع، مما دفع الحكومة بمعية صندوق النقد الدولي بوضع مخطط يهدف إلى تخفيض معدل التضخم، و يتضمن هذا المخطط سياسة ميزانية تشفوية، إصلاحات هيكلية و التعهد بالحفاظ على معادلة العملة التركية و تعزيز قدره البنك المركزي على خلق النقود حسب مستوى احتياطات الصرف، و ظهرت مع هذا المخطط النتائج الأولى مشجعة لتباطؤ معدل التضخم و تخفيض معدلات الفائدة الإسمية، فيما بعد وجدت البنوك التركية نفسها أمام أزمة سيولة خانقة غير قادرة على إيجاد العملات الصعبة التي هي بحاجة إليها لمواجهة استحقاقاتها الخاصة.

في فيفري 2001 تم إدراج معدل صرف مرن انجر عنه تخفيض في قيمة العملة التركية مما دفع صندوق النقد الدولي بتقديم دعم قدره 15 مليار دولار بهدف إعادة التوازنات الخارجية و من جهة أخرى ضخامة الخصوم بالعملية الصعبة لدى البنوك و تراجع ملاءمة المؤسسات و مشاكل تسيير البنوك لا سيما في القطاع العام تساهم في تحويل أعباء إضافية باتجاه الدولة زاد من متاعب ملائمتها و أصبحت تلجأ إلى البنوك لسد احتياجاتها التمويلية قصيرة الأجل التي تراجعت أيضا مداخلها بفعل الانكماش الاقتصادي و انتقل معدل الفائدة إلى مستويات عالية لجلب رؤوس الأموال الأجنبية من جهة و تبني تعديل ميزاني صارم للخروج من المأزق.

الفصل السادس: الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

المبحث الثالث: التحولات الاقتصادية في دول مجموعة بريك و أهمية الأسواق المالية فيها

يمكن تقسيم الدول الناشئة إلى دول ناشئة متقدمة و هي مجموعة بريك، ودول ناشئة ثانوية أو الجيل الثاني للدول الناشئة التي تشمل بقية الدول على غرار دول مجموعة بريك، و تحضى هذه الأخيرة باهتمام خاص من قبل الهيئات والمؤسسات المالية الدولية و المستثمرين الأجانب كما أنها تشهد نموا اقتصاديا متلاحقا و بمعدلات تبلغ أحيانا الرقمين أي تفوق 10% كمعدل سنوي، كما تشهد أسواقها المالية نموا سريعا و لتوضيح ذلك يتطرق هذا العنصر إلى ما يلي :

- مفهوم مصطلح دول مجموعة بريك و مميزاتها.
- أهم التحولات الاقتصادية في دول مجموعة بريك.
- أهمية الأسواق المالية في دول مجموعة بريك و دورها في تمويل اقتصادياتها.

المطلب الأول: مفهوم مصطلح دول مجموعة بريك ومميزاتها

4- مفهوم و نشأة مصطلح دول مجموعة بريك :

يعود أصل كلمة بريك "BRIC"⁽¹⁾ إلى الاقتصادي " Jim O'neill " الذي يشتغل في بنك الأعمال الأمريكي " Goldman Sachs " ، و تم إطلاق هذه التسمية بغرض توجيه استراتيجيات استثمارية جهوية ، و جاءت هذه التسمية في التقرير الذي كتبه هذا الاقتصادي، تحت عنوان " Building Better Global Economic BRIC " ، حيث يشير هذا التقرير إلى أنه ثمة مجموعة من الدول الناشئة و التي ينبغي متابعتها عن كثب و يتعلق الأمر بكل من البرازيل، روسيا، الهند و الصينو في سنة 2003 تم نشر تقريرا آخر من طرف البنك الأمريكي للاستثمار بعنوان " Dreading with BRIC:the path to 2050"، حيث يكرس هذا الأخير نجاح هذه المجموعة من الدول التي يتجه نحوها المستثمرين المتشائمين من العائد، و يشرح هذا التقرير أن دخل هذه المجموعة يمثل 15% من دخل ستة دول الأقوى في العالم، وأن هذا الدخل سوف يتجاوز دخل الدول الستة في أعقاب سنة 2050 و أن اقتصاديات هذه الدول تمثل اقتصاديات الغد⁽²⁾ .

و بدأت هذه التسمية تنتشر في الأوساط المالية و وكالات التصنيف الائتماني و مكاتب الخبرة العالمية، وبعد الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية لسنة 2008، أظهرت روسيا هشاشة مالية، و بدأت

¹ و هي الحروف الأولى لاربعة دول و المتمثل BRIC : Brésil, Russie, Inde ,Chine

² T Thomas Gomart ,Un BRIC pas comme les autres, Revue problèmes économiques, N°3041, avril 2012, France, P 28.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

تظهر تصنيفات جديدة للدول الناشئة الكبرى بدون الأخذ بعين الاعتبار روسيا . غير أن المؤسسات المالية ترى غير ذلك و تعتبر روسيا دولة قوية و تحمل وعود مستقبلية .

و من غير الممكن استثناءها من مجموعة دول بريك كما أن التصنيف الجديد لمجموعة الدول الناشئة الكبرى يأخذ بعين الاعتبار جنوب إفريقيا كدولة ناشئة قوية ضمن مجموعة " BRIC " لتصحيح التسمية " BRICS "، لكن صاحب فكرة مجموعة " BRIC " الاقتصادي "Jim O'neill" يرى عكس ذلك ولا يأخذ بها كدولة قوية ضمن مجموعة "BRIC"، و يعتبرها خارجة عن ذلك ، و تم إدماج جنوب إفريقيا إلى المجموعة في سنة 2011 بعد حضورها القمة التي تظم دول مجموعة بريك، و قد فرضت جنوب إفريقيا نفسها بالنظر إلى موقعها الجيوسياسي و العالمي الذي جعل حضورها وثيق الصلة بهذا التصنيف الجديد⁽¹⁾.

2- مميزات دول مجموعة بريك

من بين الأوراق الراجعة التي تتميز بها دول مجموعة بريك نجد مايلي:

2-1) تعداد سكاني هائل⁽²⁾:

من بين العناصر الأساسية التي دفعت صاحب فكرة بريك، إلى تجميع الأربع دول في تسمية واحدة، هو الثقل الجغرافي، فهذه الدول تتضمن حوالي 40% من سكان المعمورة، حيث تظم الصين وحدها 1,35 مليار نسمة و الهند 1,2 مليار نسمة و البرازيل 200 مليون نسمة و بتعداد أقل روسيا حوالي 127 مليون نسمة هذا في سنة 2008 .

فالتعداد السكاني العالمي يعد في نظر الاقتصاديين ورقة رابحة في صالح هذه الدول، حيث تلعب هذه الكتلة الديمغرافية دورا اقتصاديا حيويا.

فالتعداد السكاني الهائل يوفر يد عاملة بأسعار عمالة منخفضة و بالتالي تعطي ميزة تنافسية سعرية للمنتجات المصنعة في هذه الدول، كما أن هذه الميزة دفعت الكثير من المؤسسات المستوطنة في الدول المتقدمة إلى نقل استثماراتها إلى دول مجموعة بريك أو الدول الناشئة من الجيل الثاني.

كما أن الجالية المقيمة في الخارج للدول الناشئة ساهمت في إحداث عملية الإقلاع الاقتصادي لبلدانها ، فالجالية الصينية، المقيمة في الخارج و المقدر بـ 50 مليون عملت على إقدام الخبرة الفرنسية

¹ Sylvia Delanny, Géopolitique des pays émergents, presses universitaires de France, Paris, 2012, P 16

² Françoise Lemoine, L'émergence des BRIC, Cahiers Français N°357, Juillet/Août 2010, P 32.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

إلى بلدها بداية من سنوات الثمانينات، و نفس الشيء بالنسبة إلى الجالية الهندية التي تقدر بـ 20 مليون شخص فقد استثمرت ما يربو عن 45 مليار دولار إلى غاية، 2009 كما عمل الطلبة الهنديين على نقل التكنولوجيا المعلوماتية التي تعطي الآن للهند ميزة تنافسية عالمية.

كما تعتبر الكثافة السكانية العالمية لهذه الدول سوقا واسعا للاستهلاك، يعمل على جلب المستثمرين الأجانب ويحرض المؤسسات الاقتصادية على رفع الإنتاج و توسيع قاعدة الإنتاج بخلق استثمارات جديدة، فالعديد من المؤسسات الأجنبية المحولة إلى مجموعة بريك هدفها البحث عن أسواق جديدة خصوصا بعد الإقلاع الاقتصادي، أفرزت مجتمعات هذه الدول طبقة سكانية متوسطة الدخل تبحث عن الترفيه والسلع ذات الجودة العالمية.

و يمثل عنصر الشباب النسبة المعتبرة لتعداد السكان، الشيء الذي يعد مصدرا لحركية اقتصادية نشطة ولا يطرح مشكل تمويل صناديق التقاعد، كما هو الحال في الدول المتقدمة التي تجد صعوبة في تمويل صناديق التقاعد، وهو ما يوفر موارد مالية إضافية متاحة للادخار و التوظيف، و تعتبر صناديق التقاعد من الفواعل الأساسية في تنشيط الأسواق المالية .

2-2) ثروات طبيعية معتبرة⁽¹⁾

تحتل الدول الناشئة بريك مساحات واسعة تزخر بثروات باطنية و سطحية هائلة، فالبرازيل يتربع على مساحة 8,5 مليون كم غنية بثروات أولها الخشب 79 نوع من المعادن من بينها الحديد، الذي يجعل البرازيل المنتج الأول عالميا، بالإضافة إلى البترول و الموارد الفلاحية. وروسيا هي الأخرى استطاعت أن تجد مكانة لها ضمن مجموعة بريك بفضل ثرواتها الطبيعية، فقد حققت معدل نمو استثنائي في الفترة بين 2000 و 2008 من جراء ارتفاع أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية و خصوصا البترول والغاز، فتعد روسيا المنتج الأول للبترول و الغاز في العالم و تصدر المرتبة الأولى من حيث احتياجات الغازن بالإضافة إلى غنى أراضيها بثروات طبيعية عديدة. كما أن الهند و الصين تحتوي هي الأخرى على ثروات طبيعية متعددة غير أنها لا تستطيع تلبية حاجاتها بالنظر إلى الطلب المتزايد.

2-3) تبيينها استراتيجيات اقتصادية حرة⁽²⁾

الإقلاع الاقتصادي الذي حضيت به الدول الناشئة، في الغالب لا يعد نتاج لمسار الإصلاحات المفروضة من طرف الهيئات المالية الدولية المقررة على معظم الدول النامية في أعقاب أزمة المديونية

¹ Françoise Lemoine ,op-cit, 2010, P 34.

² IDEM, P 36.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

التي عانت منها مع مطلع سنوات الثمانينات، فقد تبنت دول بريك مسار خاص بها ينطوي على القيام بإصلاحات الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق الذي يقوم على الإنتاج الموجه للتصدير بأسعار تنافسية وتطوير سياسة التصنيع عن طريق إحلال الواردات.

فالصين مثلا أقدمت على تطبيق سياسات اقتصادية حرة على بعض المناطق الخاصة بدون أن تكون مفروضة من طرف الهيئات المالية الدولية، و هذا في سنة 1978. أما بالنسبة إلى الهند فقد انتهج سياسة التحول الاقتصادي منذ سنة 1984، و لكن بكيفية محتشمة من خلال تبني إصلاحات سياسية و اقتصادية ترمي إلى تحرير الاقتصاد و الابتعاد عن الاقتصاد المخطط، و فتح المجال إلى رؤوس الأموال الأجنبية للدخول إلى البلد و الاستثمار، و تم على إثرها تحرير القطاع المصرفي .

غير أن البرازيل خضعت إلى مسار واشنطن على أساس تبينها إصلاحات سريعة تهدف إلى تحرير اقتصادي، فقد قامت بخصوصية 83 % من مؤسساتها في الفترة ما بين 1982 و 1994. و أصبحت الدول الناشئة و على رأسها مجموعة بريك تمارس ضغوطات قوية على الدول المتقدمة من أجل إسقاط الحواجز الجمركية و نظام الحصص و تدعيم التصدير، فالبرازيل تبوأ هذه الدول من خلال مطالبته الولايات المتحدة الأمريكية و الاتحاد الأوروبي على التوقف على دعم القطاع الفلاحي المنصوص عليه في اتفاق الدوحة في سنة 2001.

(2-4) الدور الحمائي لدول مجموعة بريك⁽¹⁾

تلعب الدولة دورا رياديا في اقتصاديات دول بريك، و ذلك من خلال وضع كل الموارد المتاحة في خدمة الشركات الوطنية العامة و الخاصة لإنجاحها، فهذه المكانة تعد ثمرة ارث تاريخي.

ودول مجموعة بريك كانت تتبنى نظام اقتصادي مخطط مركزيا، و في خضم التطورات الاقتصادية التي شهدتها اقتصاديات هذه الدولة انتقل دور الدولة من المائل إلى الموجه بعد تدني ثقل القطاع العام في النشاط الاقتصادي و انتقاله إلى يد القطاع الخاص من خلال عمليات الخصخصة، مع تسجيل حضور دائم لمؤسسات القطاع العام أو شبه عام-مساهمة الدولة- فمثلا نجد في الصين الأربع بنوك الكبيرة تعتبر بنوك عمومية لكنها مستقلة تجاريا و تقوم بتمويل مشاريع عمومية. كما أن السلطات العمومية في الصين تعمل على كبح جماع الرأسمالية، كحشاء الأراضي، مراقبة عمليات الإقراض من طرق البنوك، و نفس المنوال منتهج من طرف الهند، لكن بأقل حدة من جارتها الصين، فالقطاع العام يمثل 20% من PIB و تحوز البنوك على 70% من الأصول البنكية و 75% من الودائع، و في البرازيل

¹ Sylvia Delaney , Op-cit,2012 , P 45

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

هناك مؤسسات إستراتيجية تابعة للقطاع العام كشركة الكترولبرا "Electrobras" وبيتروبرا "petrobras"، و تعد هذه الأخيرة طاقة الاقتصاد البرازيلي برقم أعمال يقارب 128 مليار دولار و 21 مليار كأرباح بعنوان سنة 2010، و هي مؤسسة تملك فيها الدولة 64% كحقوق التصويت، و هي مؤسسة مسجلة في البورصة الشيء الذي يعكس سيطرة الدولة على القطاعات الإستراتيجية⁽¹⁾

بينما روسيا حافظت على المؤسسات العمومية الإستراتيجية في حجرها بطريقة تسلطية، كما تم طرد العديد من المؤسسات الأجنبية من روسيا بالرغم من قيامها باستثمارات مكلفة جدا من أجل إخلاء مكانها لصالح المؤسسات العمومية و من بينها نجد شركة بريتش بتروليوم "B.P" البريطانية للبتروال التي اتهمت بالتهرب الجبائي في سنة 2008 و نفس المآل طال شركة شال "Shell" التي تشتغل في قطاع البترول و الغاز باتهامها بتدهور المحيط في سنة 2006. كما قامت الحكومة الروسية بشراء أسهم العديد من الشركات الأجنبية بالقوة و أصبحت تحوز على 50.1% من أسهم شركة "Gazprom" منذ 2005.

2-5) إطار قانوني و مالي موثوق فيه نسبيا⁽²⁾

استطاعت الدول الناشئة أن تندمج في الاقتصاد العالمي لأنها تملك إطار قانوني موثوق فيه، يطمئن المؤسسات الاقتصادية، و أنه هناك قوانين تحمي مصالحها الاقتصادية و التجارية. و عامل الثقة يسمح بخلق حركية مؤسساتية موجبة، كما أن مجهودات الدول الناشئة بريك في مجال سن القوانين و حماية المستثمرين تأخذ أبعاد دولية و تتسجم مع المعايير الدولي، كالملكية الفكرية و الاستثمارات و حماية المستهلكين و قوانين المنافسة، غير أن انتشار الرشوة و الفساد يتطلب أكثر فأكثر تعزيز ترسنتها القانونية لحماية المستثمرين من هذه الظواهر التي تتصف بمعدلات عالية لدول مجموعة بريك.

كما أن دول مجموعة بريك تتميز بنظام مالي موثوق فيه بشهادة وكالات التصنيف الائتماني والمؤسسات المالية الدولية و خصوصا بعد انفجار الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية لسنة 2008، و زيادة على الإطار القانوني و المالي الموثوق فيه فان دول مجموعة بريك تتمتع باستقرار سياسي و فعالية أنظمة الحكم.

غير أن ما يشوب مناخ الاستثمار في هذه الدول هو الرشوة و الفساد الذي يعمها على الرغم من محاولات الحد منها، فقد صنفت الهند في المرتبة 87 و روسيا في المرتبة 154 و الصين في المرتبة 78

¹ Thierry Ogier, *Petrobras, carburant de l'économie Brésilienne*, Revue des Echos, Nov- 2011, P 72.

² Sylvia Delaney, *Op - Cit*, 2012, P 48-491.

و البرازيل في المرتبة 69 و هذا في تصنيف أجرته منظمات غير حكومية " Transparency International"، انطلقا من مؤشر تحصيل الرشوة الذي أجري على 182 دولة في سنة 2010.

3- تقديم دول مجموعة بريك ⁽¹⁾

يعتبر البرازيل جمهورية فدرالية مقسمة إلى 26 مقاطعة و مقاطعة فدرالية. بينما روسيا تتكون من 89 مقاطعة منها 21 جمهورية و 68 إقليم وجهة مستقلة بما فيها مدينتين فدراليتين هما : موسكو وسان بيترسبورغ. و الهند يتكون من 28 دويلة و 7 أقاليم . أما الصين فهي دولة مركزية مقسمة إلى 23 مقاطعة منها 5 جهات مستقلة و مقاطعتين إداريتين خاصتين هما :كونغ و مكاو ، بالإضافة إلى أربع بلديات مستقلة.

وتتشارك الأربع دول في احتلالها لمساحات جغرافية واسعة تعد من بين الأكبر دول العالم مساحة، حيث تشكل الصين و روسيا خمس مساحة الكرة الأرضية بينما الهند تحتل المرتبة السابعة من حيث المساحة، و البرازيل المرتبة الخامسة. بالإضافة إلى التعداد السكاني الهائل الذي يميزهذه الدول ،و عليه تعتبر دول هذه المجموعة عمالقة من حيث المساحة و التعداد السكاني. كما تعرف هذه الدول أيضا نموا اقتصاديا و قويا ساهم في رفع مستوى معيشة السكان.

¹ Pascal Rigaud, Op - Cit , 2010, P 20-21.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (12): تقييم النمو الاقتصادي لدول مجموعة بريك مقارنة مع بعض

القوى الاقتصادية الأخرى

مليار دولار

| الناتج الداخلي الخام PIB بالأسعار الجارية لسنة *2010 | ترتيب الدول حسب PIB بمعادلة القوى الشرائية لسنة 2008 | الدول | ترتيب الدول حسب PIB بالأسعار الجارية لسنة 2008 | الدول |
|--|--|----------|---|------------------|
| 14527 | 13109 | و.م.أ. | 14196 | الولايات المتحدة |
| 5878 | 7263 | الصين | 4922 | اليابان |
| 5459 | 4022 | اليابان | 4268 | الصين |
| 4632 | 3132 | الهند | 3649 | ألمانيا |
| 3286 | 2685 | ألمانيا | 2857 | فرنسا |
| 1480 | 2081 | روسيا | 2674 | بريطانيا |
| 2250 | 2057 | بريطانيا | 2303 | إيطاليا |
| 2563 | 1962 | فرنسا | 1670 | روسيا |
| 2090 | 1819 | برازيل | 1604 | إسبانيا |
| 2055 | 1669 | إيطاليا | 1550 | برازيل |
| 1410 | 1290 | إسبانيا | 1504 | كندا |
| 1577 | 1203 | كندا | 1285 | الهند |

Source : Pascal Rigaud, Op-cit, 2010, p 23

المطلب الثاني : أهم التحولات الاقتصادية في دول بريك و مدى اندماجها في الاقتصاد العالمي

شهدت الدول الناشئة بريك تحولات اقتصادية هامة في العشرية الأخيرة، سمحت لها أن تفتك مكانة هامة في خريطة الاقتصاد العالمي .

5- أهم التحولات الاقتصادية في البرازيل

عرف الاقتصاد البرازيل وتيرة نمو متسارعة في السنوات الأخيرة، سمح لها بتوفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الهياكل القاعدية الضرورية لبعث التنمية الاقتصادية والاجتماعية من جهة و تطوير

*Alternatives internationales, Hors-série, N°10, janvier 2012, P 30

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

النشاط الاقتصادي بصفة عامة و النشاط الفلاحي بصفة خاصة من جهة أخرى، و الذي يساهم بشكل كبير في رفع قيمة الصادرات البرازيلية.

1-1) الأداء الاقتصادي و مستوى التنمية البشرية

1-1-1) تطور الناتج الداخلي الخام

منذ مطلع الألفية الثالثة سجل البرازيل معدل نمو جديدة بالملاحظة، و يعد البرازيل الاقتصاد الثالث ضمن مجموعة دول بريك و القوة الاقتصادية الرئيسية في أمريكا اللاتينية، حيث بلغ معدل نمو الناتج الداخلي الخام في المتوسط خلال العشرية الأخيرة حوالي 5% و هو نفسه معدل النمو التي تميزت به دول أوروبا خلال ما يعرف بالثلاثين سنة المجيدة، كما أن هذا المعدل المتميز للنمو الاقتصادي صاحبه تحكم في معدل التضخم الذي بلغ 5% سنويا حسب تقديرات منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية.

جدول رقم (13): تطور الناتج الداخلي الخام للبرازيل بين سنة 2000-2009

(مليار)

| السنوات البيان | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2004 | 2002 | 2000 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| الناتج الداخلي الخام بالأسعار الجارية بالريال | 3024.7 | 2889.7 | 2597.6 | 2369.8 | 1941.5 | 1477.8 | 1179.5 |
| الناتج الداخلي الخام بالأسعار الجارية بالدولار | 1481.5 | 1572.8 | 1333.5 | 1089.3 | 663.2 | 505.4 | 644.3 |
| الناتج الداخلي الخام بمعدلة القوة الشرائية بالدولار | 2002 | 1984.2 | 1849.2 | 1701.2 | 1494.7 | 1333.5 | 1238.8 |

Source :Pascal Rigaud, Op-cit, 2010, P28

و يلاحظ أن النمو الاقتصادي قد شهد تطورا متلاحقا، فبعد أن سجل 5.2% في 2008 و 3% سنة 2009 ، فقد سجل معدل قدره 7.1% في سنة 2010 و في حدود 5% بالنسبة إلى سنة 2011، بينما ينطوي الاقتصاد البرازيلي على معدل تضخم قدره 6.18%، و هو معدل مرتفع نسبيا مما يجعل معدلات الفائدة مرتفعة جدا تقارب 11%⁽¹⁾، كما سجل ارتفاع الناتج الداخلي الخام في سنة 2012 إلى مستوى 2493 مليار دولار⁽²⁾.

¹ Thierry Ogier, Le Brésil veut sauver sa croissance, Revue les Echos, janvier 2012, P 49

² Jaques Adda, Brésil :La Mondialisation En Panne, Alternatives Economiques, N° 317, Oct /2012, P 73.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و يتمتع البرازيل بسوق داخلية نشطة سمحت له بتخطي الأزمة المالية الاقتصادية و المالية لسنة 2008 و الحفاظ على المكاسب المحققة في السنوات السابقة لها فيما يخص نمو الناتج الداخلي الخام بالرغم من التراجع البسيط الذي سجل في أعقاب الأزمة سنة 2009 مقارنة بسنة 2008.

وقد سجل النمو الاقتصادي نموا قدره 5.2% في سنة 2008 و حوالي 3% في سنة 2009 و 7.5% في سنة 2010 ثم انخفض إلى 5% بالنسبة إلى سنة 2011 و ينطوي الاقتصاد البرازيلي على تهديدات تتعلق بارتفاعات معدلات الفائدة حيث بلغ معدل الفائدة في نوفمبر 2011 معدل 11% و هو معدل مرتفع جدا، و يعود ذلك إلى ارتفاع معدل التضخم الذي بلغ 6.58% بالنسبة إلى سنة 2011 على الرغم من محاولات الحكومة من أجل تخفيضه و قد دخل الاقتصاد البرازيلي في حالة ركود بداية من صائفة 2011 بعد أن حقق نموا اقتصاديا قدره 7.5% في سنة 2010. و في تقديرات البنك المركزي البرازيلي فإن معدل النمو لا يتجاوز 1.6% في سنة 2012 بالرغم من تبني مخطط إنعاش اقتصادي و اتخاذ تدابير بهدف تخفيض معدل الفائدة إلى 7% بعد أن كان 11%⁽¹⁾.

وقد حلت عشرية تميزت بازدهار اقتصادي ساهمت فيه ارتفاع أسعار المواد الأولية و ارتفاع إنتاج المحروقات في البرازيل و تضاعفت الصادرات خلال العشرية الماضية بـ 4 مرات.

1-1-2) تطور مؤشر التنمية البشرية في البرازيل⁽²⁾

شهد مؤشر التنمية البشرية في البرازيل تطورا ملحوظا خلال الفترة الممتدة بين 1980 و 2007، حيث انتقل من 0.685 في سنة 1980 إلى 0.813 في سنة 2007، بمعنى أن هذا المؤشر انتقل من المؤشر متوسط إلى مؤشر تنمية عال، و أصبح ترتيب البرازيل في الصف 75 من أصل 182 دولة تم دراستها من طرف برنامج الأمم المتحدة للتنمية، و يعد هذا المؤشر انعكاسا للتطور الحاصل في ميدان الصحة و انخفاض في وفيات الأطفال و تحسن ظروف معيشة السكان و ارتفاع توقع الحياة عند الولادة سنة 2007.

1-1-2) التحولات الهيكلية

1-2-1) تحرير الاقتصاد البرازيلي :

تسارعت و تيرة تحرير الاقتصاد البرازيلي مع مطلع الثمانينات من القرن الماضي بعد أن شهد مديونية خارجية خانقة مصحوبة بمعدلات فائدة مرتفعة منذ سنة 1979 و منذ ذلك الحين بدأ التفكير في تبني استراتيجية اقتصادية تسمح بتخفيض المديونية و البحث عن فوائض تجارية، و أفضت هذه الاستراتيجية إلى إصلاحات جبائية في صالح المؤسسات الاقتصادية و رؤوس الأموال الأجنبية و كذا الانفتاح الاقتصادي، بالإضافة إلى اعتماد تدابير لتدعيم القدرة التنافسية للمؤسسات البرازيلية منها الخصخصة التي مست العديد من القطاعات و أصبحت على إثرها بورصة ساو باولو "Sao Paulo"

¹ Thierry Ogier , *op-cit*, 2012, P 49.

² Pascal Riagaud , *op-cit*, 2010, P 30.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

تحتل المرتبة الخامسة عالمية بما يربو عن 11 مليون مساهم برازيلي. و على اثر هذه الإصلاحات تم الاعتراف بالديون البرازيلية كديون استثمار من طرف وكالات التصنيف الائتماني في سنة 2007، بمعنى أن سندات الخزينة البرازيلية تحمل خطر ضعيف جدا بالنسبة إلى المستثمرين .

و سمح انضمام البرازيل إلى المنظمة العالمية للتجارة أن تصبح رائدة في تحرير المنتجات الزراعية، كما تم تخفيف التدابير المتعلقة بعمليات الصرف العائم غير أن التحويل الكلي للريال البرازيلي لم يتم بعد.

1-2-2) التوزيع القطاعي للإنتاج و التشغيل :

يعتبر البرازيل المنتج الأول في العالم للعديد من المنتجات الزراعية كقصب السكر، البن والحمضيات... الخ. هذه الأهمية للمحاصيل الزراعية تترجم أهمية الصناعات الغذائية و الوقود ذو أصل نباتي، و يتم استغلال الأراضي الفلاحية من طرف مؤسسات ذات حجم كبير تتولى عملية الإنتاج والتصدير⁽¹⁾.

كما تحتوي الصناعة البرازيلية على صناعات أخرى كصناعة الميكانيك وصناعة السيارات والنسيج وصناعة الملاحة الجوية... الخ. و تساهم الصناعة البرازيلية بحوالي 27% في الناتج الداخلي الخام و 50% من الصادرات حيث تشمل منتجات مصنعة و نصف مصنعة و تضم 17% من اليد العاملة الشغيلة و تبلغ عدد المؤسسات العاملة في قطاع الصناعات التحويلية 445.684 مؤسسة⁽²⁾.

كما ساهم إعادة تقييم الريال البرازيلي في تنويع وزيادة تشكيلات الإنتاج في العديد من الصناعات وذلك من أجل المحافظة على صحة البرازيل في السوق العالمية، وتتمتع بعض الصناعات البرازيلية بقدرة تنافسية عالية في الأسواق العالمية من حيث السعر منها الخشب و الورق الصناعي المستخرج ، و تملك البرازيل شركة متعددة الجنسيات في مجال المحروقات بتروبرا و التي تعتبر وقود الاقتصاد البرازيلي خصوصا بعد الاكتشافات الأخيرة لاحتياطيات نفط عالية في المياه الإقليمية للبرازيل و يبلغ رقم أعمالها 128 مليار دولار في سنة 2010 و متواجدة في 30 دولة بـ 132 قاعدة إنتاج⁽³⁾.

ويعد قطاع الخدمات أيضا في البرازيل ذو أهمية بالغة باعتباره مصدرا للمداخيل و التشغيل، فهو يضم 65% من اليد العاملة المصرح بها، و حركية هذا القطاع تفسر بتطوير أنشطة جديدة كالوساطة المالية و خدمات الاتصالات التي تستقبل حصة معتبرة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة⁽⁴⁾.

1-2-3) تطور التجارة الخارجية في البرازيل :

بلغت الصادرات البرازيلية في سنة 2007 ما يزيد من 137.5 مليار دولار مقابل واردات بقيمة 91.4 مليار دولار، أي بفارق قدره 46.1 مليار دولار و هو أعلى فائض سجله الميزان التجاري للبرازيل

¹Pasca Rigaud, *op-cit*, 2010, P 29.

²IDEM, P 33.

³Hervey Thery, *Brésil*, Armand Colin, Paris, 6^{em} Ed, 2012, P 233.

⁴Theirry Ogier, *op-cit*, 2012, P 73.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

منذ سنة 1992، و قد توالى الفائض في الميزان التجاري منذ سنة 2003، كما تم تسجيل إحلال جزئي لصادرات المواد الأولية بالمنتجات المصنعة في سنة 2007 كمنتجات رئيسية في تشكيلة الصادرات، و بالرغم من مضاعفتها من حيث القيمة إلى أن نسبتها من مجموع الصادرات انتقلت من 51% في 2003 إلى 47 % في سنة 2007 وتشمل الصادرات من المنتجات المصنعة الآلات ووسائل النقل و صناعة السيارات ... الخ، و بفعل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008 فان الميزان التجاري البرازيلي فقد حقق عجزا قدره 18.8 مليار دولار في سنة 2009 أي ما يعادل 1.3% من الناتج الداخلي الخام⁽¹⁾.

بينما ميزان الخدمات يفضل عاجزا، حيث سجل سنة 2007 عجزا قدره 10مليار دولار، و ذلك لأن قطاع الخدمات لم يحض بالتحجير.

و قد ارتفعت الصادرات من المواد الأولية من 27% في سنة 1990 إلى 45% في سنة 2010، و سجلت صادرات المنتجات المصنعة تراجعا في القيمة بالنسبة إلى سنة 2012 مقارنة بما كانت عليه في سنة 2008⁽²⁾.

2- أهم التحولات الاقتصادية في روسيا:

انبثقت روسيا عن الاتحاد السوفياتي سابقا سنة 1991 و بنت نظام اقتصادي جديد على أساس أسلوب الصدمة في الانتقال إلى اقتصاد السوق، حيث أقدمت بين ليلة و أخرى على تحرير الأسعار وقابلية تحويل العملة، هذه الإجراءات المتخذة أدخلت الاقتصاد الروسي في تراجع و انكماش خطيرين خلال سنوات التسعينات، تم تلتها الأزمة الاقتصادية التي عصفت باقتصاديات الدول الناشئة سنة 1998، مما زاد في تأخير الإقلاع الاقتصادي.

و قد عرف النمو الاقتصادي في روسيا وتيرة متسارعة في السنوات الأخيرة خصوصا خلال الفترة الممتدة بين 1999 و 2008، بينما مؤشر التنمية البشرية عرف نموا بطيئا عكس بقية الدول الأخرى في مجموعة بريك بسبب سوء ظروف المعيشة التي سادت في سنوات التسعينات، كما أن الصناعة الروسية تبقى محدودة التنافسية و غير متنوعة و اعتماد صادراتها على المحروقات⁽³⁾.

¹ Pascal Rigaud, *op-cit*, P 30.

² Jacques ADDA, *op-cit*, P 73.

³ Pascal Rigaud, *op-cit*, 2010, P 39.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

1-2) النجاعة الاقتصادية و مستوى المعيشة في روسي

1-1-2) تطور الناتج الداخلي الخام.

بلغ تطور الناتج الداخلي الخام في روسيا في الفترة الممتدة بين سنة 2000 و 2009 معدل 4.63 %، حيث سجل الناتج الداخلي الخام سنة 2009 ما يقارب 1254 مليار دولار بما يعادل 41103 مليار روبل بالعملة الروسية، وبالرغم من الآثار السلبية للازمة الاقتصادية لسنة 2008 فقد حافظ الاقتصاد الروسي على نمو الناتج الداخلي الخام بمعدل نمو قدره 7 % بفعل المداخل البترولية، فهي تساهم بالربع في الناتج الداخلي الخام و نصف المداخل من العملة الصعبة و ثلثين من المداخل الجبائية في سنة 2011.⁽¹⁾

و بلغ الناتج الداخلي الخام لسنة 2012 أعلى قيمة له كما شهدتها قبل الأزمة الاقتصادية التي أوجرت الاقتصاد الروسي في انكماش عميق خصوصا في الثلاثي الأخير من سنة 2008 و الثلاثي الأول من سنة 2009، حيث انخفض الناتج الداخلي الخام على التوالي بـ 15 % و 20 % مقارنة بالسنوات السابقة.

و ما يلاحظ حاليا أن الاقتصاد الروسي ينمو بمعدل نمو بطيء على العكس من معدلات النمو المعهودة قبل الأزمة، ففي تقرير لصندوق النقد الدولي يتوقع معدل نمو سنوي بين 5.5 و 6 % في أعقاب الأزمة الاقتصادية، لكن ما حصل بالفعل لا يعكس هذا التوقع⁽²⁾، حيث سجل الاقتصاد الروسي معدل نمو قدره 3.4 % لسنة 2012 و يتوقع معدل 3.8 % سنة 2013.⁽³⁾

و يعود هذا الفارق إلى انخفاض الاستثمارات في روسيا، حيث بلغت حدود 22 % من الناتج الداخلي الخام، و هي نسبة اقل من تلك المسجلة في الدول النامية في المتوسط و المقدره بين 25 و 30 % من الناتج الداخلي الخام.

و تعتبر الفترة الممتدة بين 1998 و 2008 فترة ازدهار الاقتصاد الروسي حيث تواصل نمو الناتج الداخلي الخام بمعدلات نمو متزايدة.

¹ Yves Bourdillon, Le régime Russe voit son pouvoir conteste, Revue Les Echos, N° Spécial Janvier 2012, P 51

²SergyAleksashenko, Les Défis de l'économie Russe, Revue Problèmes économiques N°3041, Avril 2012, P 5.

³ Sabine Syfuss- Amaud, Prévision 2013, Revue challenges, N° 327, Janvier 2013 P 63.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدو رقم (13): تطور الناتج الداخلي الخام لروسيا

(مليار)

| 2009 | 2008 | 2007 | 2005 | 2003 | 2001 | السنوات |
|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---|
| 41103 | 41668.0 | 33111.4 | 21625.4 | 13243.2 | 8943.6 | الناتج الداخلي الخام بالسعر الجاري (مليار روبل) |
| 1254.7 | 1676.6 | 1294.4 | 764.3 | 431.4 | 306.6 | الناتج الداخلي الخام بالسعر الجاري (مليار دولار) |
| 8873.6 | 11806.9 | 9102.6 | 5325.8 | 2975.4 | 2095.6 | الناتج الداخلي الخام بمعادلة القوة الشرائية (مليار دولار) |
| 2126.4 | 2264.6 | 2099.7 | 1698.0 | 1407.8 | 1207.1 | الناتج الداخلي الخام لكل ساكن بالدولار دولار |

Source : Pascal Régaud, Op-Cit, 2010, P : 40

كما سجل الاقتصاد الروسي معدل تضخم بلغ 6.1% في سنة 2011 و 7% لسنة 2012 و هو معدل مرتفع نسبيا بالنظر إلى الاتجاهات الاقتصادية الحديثة، و يترجم هذا المعدل السياسة النقدية التي تنتهجها السلطات النقدية و على رأسها البنك المركزي الروسي، الذي يعتبر بمثابة صندوق للإصدار⁽¹⁾ معدل صرف عائم⁽²⁾.

2-1-2 التنمية البشرية في روسيا:

بلغ مؤشر التنمية البشرية لروسيا 0.817 في سنة 2007، و على أساس هذا المؤشر تصنف روسيا ضمن الدول ذات المؤشر المرتفع، أي اعلي من 0.8 بالرغم من أن الإحصائيات الروسية يعاب عليها بعدم الشفافية و شهد هذا المؤشر تباين في التطور فقد انخفض في الفترة الممتدة بين 1990 إلى 1995 حيث سجل في سنة 1990 0.821 ، ثم انخفض 0.77 سنة 1995 ، و يعود هذا الانخفاض

¹ صندوق الإصدار النقدي: هو عبارة عن نظام لتسيير إصدار العملة الوطنية من اجل دعم قيمة هذه الأخيرة مقابل قيمة عملة، أخرى تستعمل في عمليات الصرف و ابتداءا من سنة 2008 اختارت روسيا الإبقاء على صندوق الإصدار مع تغير طفيف في ربط العملة الوطنية بعملتين: 55% بالدولار و 45% بالارو، بعد ما كانت ترتبط فقط بالدولار، و ترتبط السياسات النقدية لروسيا بصادرات البترول، لان ارتفاع أسعار البترول تجلب رؤوس الأموال إلى الداخل خصوصا رؤوس الأموال المضاربة.

²SergyAleksashenko , op-cit ,2012,P 07.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

إلى الآثار السلبية على الجهة الاجتماعية التي لازمت مرحلة الانتقال التي شهدها الاقتصاد الروسي في بداية التسعينات، التي أثرت بشكل كبير على ظروف المعيشة.

وصنفت روسيا في سنة 2007 في المرتبة 71 فيما يخص مؤشر التنمية البشرية من أصل 182 دولة وهو تصنيف أحسن من التصنيف الذي أحرزته روسيا سنة 2006 و المتمثل في المرتبة 77، وبهذا التصنيف تكون روسيا قد تجاوزت البرازيل المصنف في المرتبة 75 سنة 2007⁽¹⁾.

2-2) التحولات الهيكلية في الاقتصاد الروسي:

2-2-1) تحرير الاقتصاد الروسي:

انتقل الاقتصاد الروسي في أواخر الثمانينات و بداية التسعينات من اقتصاد مدار إداريا و يعتمد على التخطيط المركزي إلى نظام اقتصاد السوق، باعتماد أسلوب الصدمة : تحرير الأسواق، خصوصة المؤسسات الاقتصادية العمومية المملوكة من طرف الدولة و الحزب الشيوعي. و ما يعاب على هذه العملية هو أنها تمت بدون مراقبة الهيئات القانونية و ممثلي الشعب، و استحوذت أقلية معينة على المؤسسات الخوصصة، مما انجر عنها ظهور أقلية احتكارية من الأغنياء الجدد و هم اغلبهم من رجال السياسة في الحزب الشيوعي سابقا و الموزعة بدورها إلى مجموعات جهوية كمجموعة موسكو و مجموعة جورجيا و مجموعة بتاسبورغ.....الخ

و قد وصف "Evgueni Primakov" وهو رجل سياسي روسي، عملية الانتقال إلى اقتصاد السوق من اقتصاد مخطط مركزيا، بالانتقال من الرأسمالية السلطوية إلى رأسمالية الدولة⁽²⁾.

كما يتميزا لاقتصاد الروسي بسيطرة الدولة على القطاعات الإستراتيجية منها قطاع الطاقة والمحروقات - شركة روزفلت التي تملك الدولة فيها 75%- و التسلح و التمويل المصرفي، و توجيه المبادرات الخاصة بفرض إطار اقتصادي حر، هذه الازدواجية في تسيير الاقتصاد الروسي وجدت ضالتها مع تشكيل الصناديق السيادية و اعتماد الدولة على السوق المالية في تمويل الميزانية العامة⁽³⁾.

2-2-2) التوزيع القطاعي للإنتاج و التشغيل في روسيا

تبلغ الفئة الشغيلة في روسيا 75.7 مليون فرد في سنة 2008 منهم 10% يشتغلون في قطاع الفلاحة الذي تبلغ قيمته المضافة حوالي 5%. و يمتص قطاع الصناعة نسبة معتبرة من اليد العاملة بنسبة تفوق 27% من اليد العاملة الشغيلة في سنة 2007، و يتميز قطاع الصناعة بعدم تنوعه

¹Pascal Régaud, *op-cit*, 2010, P 40.

¹ رأسمالية الدولة: و هي نظام تتمتع فيه هياكل الدولة و النخبة الموالية لها بسيطرة و تأثير على النشاطات الاقتصادية داخل الإقليم: سواء الاستثمارات و حكومة المؤسسات و عمليات تحرير الاقتصاد

3 Pascal Rigaud, *op-cit*, 2012, P 04.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ومحدودية قدرته التنافسية، خصوصاً فيما يتعلق بالصناعات الميكانيكية و بناء السفن و تبلغ القيمة المضافة لقطاع الصناعة 31%، و قطاع البناء 6%، بينما قطاع الخدمات فيشغل نسبة معتبرة من اليد العاملة فقد بلغت 62.4% في سنة 2005، و يولد هذا القطاع 58% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2008، و يتضمن هذا القطاع أساساً الخدمات المالية التي تساهم بنسبة 15% في الناتج الداخلي الخام.⁽¹⁾

2-2-3 تطور التجارة الخارجية لروسيا:

تقوم روسيا أساساً بتصدير المنتجات الطاقوية - للغاز و البترول - و المواد الأولية، و تضاعف ثقلها في الصادرات العالمية للمنتجات الأولية منذ 1992 و بلغ 8%، مما يضفي صفة الاقتصاد الريعي على الاقتصاد الروسي أكثر منه اقتصاد ناشئ.⁽²⁾

كما تمثل ثلثين من الصادرات في ميزان العمليات الجارية، فقد بلغ فائض العمليات الجارية سنة 2009 45.7 مليار دولار، بينما بلغت صادرات روسيا من السلع في سنة 2007 مبلغ 352.4 مليار دولار، و قد تضاعفت هذه القيمة بثلاث مرات خلال سبع سنوات أي في الفترة الممتدة بين سنة 2000 و 2007 و تحتل روسيا المرتبة التاسعة عالمياً من حيث قيمة الصادرات.⁽³⁾

وبمقارنة الواردات والصادرات الروسية، نجد أن الميزان التجاري يسجل فائض تجاري باستمرار، و انتقل هذا الفائض من 23% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2000 إلى 10% في سنة 2011. بينما سجل الميزان التجاري خارج المحروقات عجزاً قدره 7.5% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2010 و 8% في سنة 2011.⁽⁴⁾

3- أهم التحولات الاقتصادية في الهند:

يتميز الهند بنمو ديموغرافي كبير ووتيرة نمو اقتصادي متسارعة خصوصاً في السنوات الأخيرة التي تلت الأزمة الاقتصادية لسنة 1991، التي أثرت سلباً على الاقتصاد الهندي. و يصنف الاقتصاد الهندي في المرتبة الثانية عشر، عالمياً و يعتبر من بين الاقتصاديات التي تتميز بمعدل نمو مستقر ومرتفع نسبياً، ساهم في تحسين ظروف معيشة السكان، غير أن الفقر يبقى الميزة الأساسية لغالبية

1 IDEM, P 45.

2 Françoise Lomoiné, *op-cit*, 2012, P 35.

3 Hervé Jammic, Vincent Neugille, *Russie, Les Capitaux fuirent*, Revue Capital, hors-série Déc/2008, P 104.

4 Sergy Aleksashenko , *Op-Cit* ,2012, P 40.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

السكان خصوصاً في الأرياف، و ذلك على العكس من المدن الكبرى التي تبقى على اتصال دائم بالعالم الخارجي و الحركية الاقتصادية الدؤوبة، التي الاقتصاد الهندي المبني على نظام تسيطر عليه العائلات المالكة فالرأسمالية الهندية هي قضية عائلية.

3-1) النجاعة الاقتصادية و تطور مستوى المعيشة في الهند

3-1-1) تطور الناتج الداخلي الخام

بلغ الناتج الداخلي الخام للهند في سنة 2009 ما يقارب 1.242.6 مليار دولار و قد تضاعف هذا المؤشر خلال العشرية الأخيرة بثلاث مرات خصوصاً خلال الفترة الممتدة بين 2003 و 2008، أين بلغت معدلات نمو الناتج الداخلي الخام بالأسعار الجارية رقمين سنويًا، حيث بلغ الناتج الداخلي الخام بمعادلة القدرة الشرائية 3528 مليار دولار في سنة 2009 مقابل 1523 مليار دولار في سنة 2000، أي بمعدل نمو بين سنة 2000 و 2008 يقدر بـ 131.7%⁽¹⁾، و قد ارتفعت قيمة الناتج الداخلي الخام في سنة 2010 إلى 1632 مليار دولار بالأسعار الجارية⁽²⁾، و بلغ معدل نمو الناتج الداخلي الخام لسنة 2011 معدل 9%⁽³⁾، بينما بلغ معدل النمو في سنة 2012 معدل 4.5 و يتوقع بلوغه 5.9% في سنة 2013⁽⁴⁾، و يعود هذا الانخفاض في معدل نمو الناتج الداخلي إلى مشاكل هيكلية تمس جميع نواحي الحياة الاقتصادية و الاجتماعية، حيث بلغ معدل التضخم في سنة 2011 10% مما استدعي إعادة النظر في معدلات الفائدة من طرف البنك المركزي⁽⁵⁾.

¹Pascal Rigaud, *op-cit*, 2010, P 48.

²Revue problèmes économique, N° 3038, Février, 2012, P 6.

³Patrick de jacquelot, *L'inde Encore Loin Derrière La Chine*, Revue Les Echos hors-série N°08, Janvier, 2012, P 52

⁴Sabrina Syfuss- Amaud, *op-cit*, 2013, P 52.

⁵IDEM, P 52.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (14): تطور الناتج الداخلي الخام للهند (2000-2009)

| السنوات | 2000 | 2002 | 2004 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| الناتج الداخلي الخام السعر الجاري (مليار روبي) | 20759.1 | 24062.5 | 30325.0 | 39662.8 | 45538.0 | 52525.3 | 57039 |
| الناتج الداخلي الخام (مليار دولار) | 461.9 | 495.0 | 669.4 | 875.4 | 1101.0 | 1206.7 | 1242.6 |
| الناتج الداخلي الخام بمعادلة القوة الشرائية (مليار دولار) | 441.2 | 457.3 | 599.0 | 759.9 | 941.6 | 1017.2 | 1032.7 |
| الناتج الداخلي الخام لكل ساكن | 1523.1 | 1719.2 | 2096.1 | 2673.6 | 3007.9 | 3297.8 | 3528.6 |

Source : Pascal Rigaud, Op-Cit ,2010,P :50

3-1-2 تطور التنمية البشرية في الهند

سجل مؤشر التنمية البشرية لسنة 2007 قيمة 0.612، و هو مؤشر متوسط، و انتقل هذا الأخير من مؤشر ضعيف (اقل من 0.5) خلال 20 سنة إلى مؤشر متوسط، و تعتبر هذه القفزة نوعية بالنظر إلى النمو الديمغرافي الذي يتميز به الهند و قد بلغ المعدل المتوسط السنوي لنمو مؤشر التنمية البشرية في الهند 1.3% بين 1980 و 2007 و بالرغم من التطور المنتظم لمؤشر التنمية البشرية في الهند، يظل الهند البلد الأسوأ في مجموعة الدول الناشئة بريك حسب تقرير برنامج الأمم المتحدة للتنمية، ويصنف البلد في هذا الإطار في المرتبة 132 من 179 دولة التي شملتها الدراسة⁽¹⁾.

و يعكس هذا المؤشر في الهند ضعف العناصر المكونة للمؤشر و المسجلة في الهند، و يعتبر مؤشر نصيب كل فرد من الناتج الداخلي الخام متقارب مع المؤشر المسجل في إفريقياي المتوسط، و المقدر بـ 2729 دولار في سنة 2007⁽²⁾، و بلغ 2400 دولار بمعادلة القدرة الشرائية في سنة 2008⁽³⁾. و يتميز الهند بنسبة عالية من السكان التي تعيش على اقل من 2 دولار في اليوم و تبلغ 76% في سنة 2007، و يصنف الهند في هذا الاطار في المرتبة 88 من أصل 135 دولة، و عليه فالنمو الاقتصادي الذي أحرزه الهند في العشرية الأخيرة لم يستند منه غالبية السكان بنفس الفرص، و يعتبر الهند

¹ Pascal Rigaud, op-cit, 2010, P 51

² IDEM, P 51

³ Françoise Lemoine, op-cit, 2012, P 32.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

اقل مساواة بين أفراده ضمن الدول الناشئة بريك حيث 10% من الأغنياء يملكون 30% من المداخل في الهند⁽¹⁾.

3-2) التحولات الهيكلية للاقتصاد الهندي

3-2-1) مسار تحرير الاقتصاد الهندي

ظل الاقتصاد الهندي إلى غاية سنة 1980 اقتصاد مغلق و محاصر بترسانة من القوانين، أين بدا بتطبيق بعض التدابير الخاصة بتحرير الاقتصاد كإعطاء رخصة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتخفيض الحقوق الجمركية، و لكن بطريقة حذرة، إلى غاية حدوث الأزمة المالية لسنة 1991، و هي أزمة الديون الخارجية الهندية التي دفعت الهند إلى تبني سياسة التصحيح الهيكلي المفروضة من طرف صندوق النقد الدولي في مقابل تقديم مساعدات مالية، و شملت سياسة التصحيح الهيكلي: تحرير الاقتصاد و الانفتاح على العالم الخارجي و خصوصية المؤسسات العمومية و الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة واستقبال رؤوس الأموال الأجنبية.

و ما يميز الاتجاه الجديد للتنمية الاقتصادية في الهند هو تنمية الشراكة بين القطاع العام و القطاع الخاص فيما يخص تمويل و تسيير الهياكل القاعدية من خلال إتاحة الفرصة أمام مبادرات القطاع الخاص و اعتماد إصلاحات جبائية لصالح المؤسسات الاقتصادية، لا سيما في المناطق الاقتصادية الخاصة، كما ظل تواجد الدولة كقوة اقتصادية قائم خصوصا فيما يخص تأطير النشاطات الفلاحية - أسعار مدعمة، إعانات،... الخ- و بعض القطاعات الصناعية، بينما قطاع الخدمات فقد شهد تحرير كلي.

3-2-2) التوزيع القطاعي للإنتاج و التشغيل

يعتبر الهند من الدول الرائدة في قطاع الخدمات خصوصا في ميدان الإعلام الآلي، و شهد الاقتصاد الهندي استقبال الاستثمارات الأجنبية في هذا المجال. كما لا يمكن إغفال قطاع الصناعة و خصوصا النشاطات الفلاحية باعتبار الهند بلد ريفي.

و يظل القطاع الأولي يستحوذ على النسبة المعتبرة من اليد العاملة بما يقارب 60% من الفئة الشغيلة و المقدرة بـ 520 مليون شخص في سنة 2008، و يساهم قطاع الفلاحة و الغابات نسبة 18 من الناتج الداخلي الخام في نفس السنة، و يتميز القطاع الفلاحي بتأخره من حيث التجهيزات و استخدام

¹ IDEM, P 32.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

التقنيات الحديثة و تضرره بفعل الظروف المناخية مما ينعكس على المردودية ،و يتم تصدير اغلب المحاصيل الزراعية.

و ينتج قطاع الصناعة اقل من ثلث القيمة المضافة و هو محاصر بعدة عوائق منها الخصوصية ورخص الإنتاج و الاحتكار من فئة معينة في المجتمع تتمثل في بعض العائلات الكبيرة كشركة تاتا و هي أول شركة هندية يبلغ رقم أعمالها 100 مليار دولار و تملك عدة فروع و عدة تخصصات و تشغل 450000 ألف عامل.⁽¹⁾

و تتميز بعض الصناعات في الهند بقدرة إنتاجية منها صناعة النسيج و التجهيزات الميكانيكية والمنتجات الكيماوية و الصناعات الغذائية بالرغم من منافسة المنتجات الصينية من حيث السعر ومنافسة منتجات الدول الصناعية من حيث الجودة.و يراهن الهند على قطاع الخدمات و الاندماج في الاقتصاد العالمي حيث يجلب هذا القطاع ما يعادل 53.4% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2008⁽²⁾.

3-2-3 التجارة الخارجية للهند

تتميز صادرات الهند بتطور متواضع في ميدان تصدير السلع، لكن ينفرد بالزيادة في تطوير خدمات الإعلام الآلي أين بلغ الصف الأول في العالم بـ17% من صادرات العالم لخدمات الإعلام الآلي في سنة 2006، و هو ينافس الدول المتقدمة في هذا المجال⁽³⁾.

و قد سجل ميزان العمليات التجارية في سنة 2009 عجز قدره 27.5 مليار دولار بما يعادل 2.2% من الناتج الداخلي الخام بعد أن سجل و لأربع سنوات متتالية فائضا ابتداء من سنة 2001.و يقوم الهند بتصدير المنتجات البترولية و منتجات النسيج و الأحجار الثمينة و بعض المنتجات الكيماوية، و تعتبر السوق الأمريكية الوجهة الأولى للمنتجات الهندية بنسبة تفوق 12% من الصادرات و الصين 9% ويستورد الهند البترول الخام و صناعة المعدات.

و بلغت صادرات الهند من الخدمات 85.5 مليار دولار في سنة 2007 بينما الواردات فقد قدرت 48.5 مليار دولار أي بفائض قدره 37 مليار دولار، و يترجم هذا الفائض بنوعية الخدمات الهندية المصدرة و اكتسابها قدرة تنافسية⁽⁴⁾.

¹ Heloise Bolle, *TATA s'en remet à un cousin de poids*, Revue Challenges N°327, Janvier 2013, P 67.

² Pascal Rigaud, *op-cit*, 2010, P 56.

³ Françoise Lemoine, *op-cit*, 2012, P 34.

⁴ Pascal Rigaud, *op-cit*, 2010, P 57.

4- أهم التطورات الاقتصادية في الصين:

شهد الاقتصاد الصيني نموا متسارعا ابتداء من بداية الربع الأخير من القرن الماضي، و يعتبر حاليا الصين من بين أهم القوى الاقتصادية في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية، ويملك إمكانيات مادية و بشرية و مالية كبيرة، و قد ساهم النمو الاقتصادي المحرز في تحسين ظروف معيشة السكان بالرغم من تنامي عدم المساواة في الداخل بين مختلف النواحي الجغرافية و التي يمكن أن تكون عثرة حجر أمام النجاح الاقتصادي للصين المبني على نموذج تصدير المنتجات الصناعية.

4-1) النجاعة الاقتصادية للصين و مستوى تطور معيشة السكان

4-1-1) مسار الإصلاحات الاقتصادية و تحرير الاقتصاد الصيني

تعود سياسة الإصلاح الاقتصادي و الانفتاح على الخارج إلى عام 1978 بعد التخلي عن إيديولوجية الثورة الثقافية، و قد مرت التحولات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد الصيني بمرحلتين متتاليتين:

- خلال المرحلة الأولى (1979-1992) كان الهدف الأساسي هو تحرير قوى السوق و تدعيم التدابير المحفزة للأعوان الاقتصاديين و حماية المصالح المحرزة بالاحتفاظ بالقطاع العام، و أقدمت السلطات الصينية على رفع المركزية تدريجيا فيما يخص القرارات ذات الطابع الاقتصادي في محاولة منها تقزيم الانعكاسات الاجتماعية السلبية للإصلاحات⁽¹⁾

- المرحلة الثانية ما بعد 1992 تبنى نظام اقتصاد سوق اشتراكي، انطوى على تحرير سريع للأسعار وإصلاح المؤسسات الاقتصادية العمومية. و بدخول الصين المنظمة العالمية للتجارة لسنة 2001، انفتح الاقتصاد الصيني على المنافسة الدولية بالرغم من التكلفة الاجتماعية المميزة، و قد استمرت المؤسسات العمومية في السيطرة على بعض القطاعات الاستراتيجية و أصبحت تساهم في الناتج الداخلي الخام بما يعادل 40%⁽²⁾، بعد أن كانت في سنوات الثمانينات تساهم بـ 86%⁽³⁾.

و على الرغم من احتفاظ الدولة بالقطاعات الاستراتيجية فان العديد من المؤسسات العمومية تم استبعادها من المنافسة الاقتصادية و تبني معايير تسيير شفافة و ضمان قواعد اللعبة عادلة مع القطاع

¹ Michel Aglietta , Yves Lanry, La chine vers la superpuissance , Economica ,Paris, 2007, P 23.

² Françoise Lemoine,Christian Bardot, La Chine ,Pearson Education,Paris,2010,P 46.

³ Michel Aglietta, Yves Lanry ,op-cit, 2007, P 23.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الخاص و منح السلطة أكثر فأكثر إلى مجلس إدارة المؤسسات العمومية و تدعيم وظيفة المساهمة من جانب المساهمين و ضمان معاملة عادلة⁽¹⁾.

و ساهمت الإصلاحات الاقتصادية في إنعاش القطاع الخاص و تم إحصاء 3.8 مليون مؤسسة خاصة في سنة 2004 بارتفاع قدره 26 % مقارنة مع 2003 أي بعد سنة واحدة، بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فانه من بين 500 مؤسسة فهناك 400 مؤسسة ذا أهمية للقطاع العام⁽²⁾.

4-1-2) تطور الناتج الداخلي العام:

شهد الاقتصاد الصيني نمو مطرد ا خصوصا خلال العشرية الأخيرة، حيث تطوّر الناتج الداخلي الخام بثلاث مرات، أين قفز من 1198.5 مليار دولار في سنة 2000 إلى 4757.7 مليار دولار في سنة 2009. و بمقارنة الناتج الداخلي الخام للصين بمعادلة القوة الشرائية مع دول العالم، نجد أن الصين يحتل المرتبة الثانية كقوة اقتصادية عالمية متقدما على اليابان ابتداء من سنة 2007، و يأتي بعد الولايات المتحدة الأمريكية التي يتوقع أن يتجاوزها الصين في سنة 2030⁽³⁾، و قد بلغ الناتج الداخل الخام 5878.6 مليار دولار في سنة 2010، و هي السنة التي عرف فيها معدل نمو الناتج الداخل الخام معدلا مرتقعا بعد أن سجل سنة 2009 معدل 9.2 و 10.4 % على التوالي، كما سجل معدل نمو الناتج الداخلي الخام في سنة 2012 معدل 7.5 % و يتوقع إحراز معدل نمو قدره 8.5 % لسنة 2013⁽⁴⁾.

¹ Etude Economique de l'OCDE, Chine 2010, op-cit, 2010, P 130.

² Michel Aglietta, Yves Lanry, op-cit, 2007, P :24

³ Pascal Rigaud, Op-Cit, 2010 ,P 60

⁴ Sabrina Syfuss- Arnaud, Op-Cit, 2012, P 15

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (15): تطور الناتج الداخلي الخام للصين من 2000 الى 2009

| 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2004 | 2002 | 2000 | السنوات |
|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--|
| 32528.9 | 30067 | 25730.6 | 21192.4 | 15987.8 | 12033.3 | 9921.5 | الناتج الداخلي الخام السعر الجاري (مليار ين) |
| 4757.7 | 4327.4 | 3382.4 | 2657.8 | 1931.6 | 1453.8 | 1198.5 | الناتج الداخلي الخام السعر الجاري (مليار دولار) |
| 3565.7 | 3259.5 | 2560.4 | 2022 | 1486 | 1131.8 | 945.6 | الناتج الداخلي الخام لكل ساكن السعر الجاري (الدولار) |
| 8734.7 | 7926.5 | 7119.4 | 6124.4 | 4697.9 | 3700.1 | 3013.2 | الناتج الداخلي الجاري (مليار دولار) |

Source : Pascal Rigaud , op-cit, 2010, P 60.

4-1-2) التنمية البشرية في الصين:

حسب برنامج الأمم المتحدة للتنمية بلغ مؤشر التنمية البشرية لسنة 2007 قيمة 0.772 ، و على هذا الأساس يعتبر الصين من بين الدول ذات تنمية بشرية متوسطة، و تصنف في المرتبة 92 من أصل 182 دولة، و يعتبر معدل نمو مؤشر التنمية البشرية في الصين من بين أهم المعدلات في العالم إلى جانب مصر منذ سنة 1980 ، سنة تأسيس هذا المؤشر .

و بلغ مؤشر الفقر في الصين 7.7% في سنة 2007، و يعكس هذا المؤشر تطور مستوى المعيشة في الصين بالرغم من وجود وضعية مأسوية فيما يخص الفقر، و يصنف الصين في هذا الإطار و الرتبة 36 من أصل 135 دولة شملتها الدراسة كما يعاني الصين من ظاهرة التمييز بين المناطق و هو التحدي الذي يواجهه الصين⁽¹⁾.

و يعود انخفاض نصيب كل فرد من الناتج الداخلي الخام في سنة 2009 إلى الإنعكاسات السلبية للأزمة الاقتصادية⁽²⁾.

¹ Sabrina Syfuss- Arnaud, Op-Cit, 2012 ,P 62

² Gabriel Grosillon, Les quatre vulnérables de l'économie chinoise, Revue les Echos hors série N° 08, Juillet 2012, P 45.

4-2) التحولات الهيكلية لاقتصاد الصين

4-2-1) تحرير الاقتصاد الصيني

شمل التحول في الاقتصاد الصيني منذ 1978 أربع ميادين رئيسية و هي: الصناعة، الفلاحة، الدفاع الوطني و العلوم و التكنولوجيا.

ومرت عمليات الإصلاح بعدة مراحل بتبني سياسة التحرير التدريجي للأنشطة الاقتصادية منذ سنة 1979 و تكوين مناطق اقتصادية خاصة في جنوب البلاد من أجل تشجيع بعض الفروع الصناعية الموجهة للتصدير المنتجات الصناعية.

و مع بداية سنة 1984 تم صياغة قانون جديد للأعمال و إرساء تسهيلات إدارية لإنشاء المؤسسات ذات المساهمة و إدراج إمكانية إفلاس المؤسسات العمومية في القانون التجاري، وتميزت المرحلة التالية للتحول في الاقتصاد الصيني التي تبدأ من سنة 2001 بانضمام الصين إلى المنظمة العالمية للتجارة يؤكد مسعى التنمية الاقتصادية المبنية على الانفتاح على العالم الخارجي و الإصلاح و شمل هذا المسعى عدة آليات أهمها:⁽¹⁾

- إنشاء المناطق الاقتصادية الخاصة
- الاستثمارات و الشركات الأجنبية
- المؤسسات المالية الأجنبية

و تجسيدا لهذه الآليات أقدمت السلطات الصينية على الخوصصة الكلية و الجزئية للمؤسسات العمومية، شملت عدة قطاعات منها البنوك، الشركات البترولية و غيرها بالإضافة إلى الإصلاحات المتعلقة بالمساهمة في المؤسسات و كيفية تسييرها مما سمح بزيادة الرسمة البورصية و إبراز أهمية الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات ، و شمل تحرير رؤوس الأموال أيضا الاقتصاد الريفي بتعويض الملكية العامة بملكية المجموعات و التعاونيات و تندرج هذه التحولات الجدية في رفع السيطرة المفردة للقطاع العام و تحرير المبادرة الفردية.

و شمل المخطط 205-2010 الإصلاحات الأخيرة للرأسمالية الصينية لاسيما إصلاح النظام المصرفي و توحيد نظام الإخضاع الجبائي لأرباح المؤسسات الوطنية الصينية و المؤسسات ذات المساهمة الأجنبية و إصلاح نظام الضمان الاجتماعي⁽²⁾.

3 محمد طاقة ، مأزق العولمة، دار المسيرة، عمان، 2007، ص 93.

² Pascal Rigaud, op-cit, 2010, P 64

4-2-2) التوزيع القطاعي للإنتاج و التشغيل:

تمثل مساهمة قطاع الصناعة أثقل نسبة في الناتج الداخلي الخام بمساهمة قدرها 48.6 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2008 و عرف هذا القطاع تطورات سريعة فيما يخص القيمة المضافة التي يجنيها و اليد العاملة التي يشغلها، و أعطيت الأولوية لقطاع الصناعة - الاستخراج و الإنتاج- سواء من جهة السلطات المحلية أو الشركات الأجنبية و أثمر ذلك بزيادة الإنتاج و إنتاجية العمل و الأجور.

وأصبحت الصين المنتج الأول للسلع الصناعية في العالم أمام الولايات المتحدة الأمريكية و المنتج الأكبر للسيارات بمقدار ضعف الإنتاج الياباني والضعف و النصف من الإنتاج الأمريكي، و بهذا يمثل الصين اكبر سوق عالمي للسيارات⁽¹⁾.

وزاد إقبال الشركات الأجنبية على الاستثمار في الصين للاستفادة من مزايا تكلفة اليد العاملة المنخفضة و انتقلت حصة المنتجات الصينية في السوق العالمي من 2 % إلى 8.3 % في سنة 2004، وأصبح الصين الممون الأول في العالم للمنسوجات و الألعاب و الأحذية و المنتجات الإلكترونية⁽²⁾. كما يحضى قطاع الفلاحة بأهمية بالغة خصوصا فيما يخص التشغيل حيث يشغل حوالي 43 من اليد العاملة في سنة 2008.

و يساهم قطاع الخدمات بحوالي 40 % في الناتج الداخلي الخام و يشغل هذا القطاع حوالي ثلث اليد العاملة المؤهلة للعمل، و يتكون هذا القطاع أساسا من نشاطات النقل و الأنشطة العقارية و التجارة. و بلغت اليد العاملة في الصين في سنة 2008 حوالي 807 مليون عامل، و تتميز الصين بمعدلات تشغيل مرتفعة بما يقارب ثلاثة أرباع الفئة المؤهلة للعمل⁽³⁾.

4-3) التجارة الخارجية للصين:

يتجاوز فائض العمليات الجارية 370 مليار دولار في سنة 2009 بما يعادل 8 % من الناتج الداخلي الخام، بعد أن كان فائض العمليات الجارية في سنة 2000 يمثل 20.5 مليار دولار بما يعادل 2 % من الناتج الداخلي الخام⁽⁴⁾.

¹BrayanGoud ,op-cit ,P 6

²NayanChanda , Mondialisation ou asiatisations, Revue problème économique, N°3038, Fév/2012, P 42

³ Pascal Rigaud, op-cit, 2010, P 65

⁴ Claire Gatinois et Alain Salles, Le Ralentissement de la croissance de l'économie Chinoise se confirme, le Monde Vendredi 19 Décembre 2012

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ويترجم الارتفاع المتنامي لرصيد العمليات الجارية للصين إلى النجاح التجارية للمؤسسات المصدرة.

و بلغ الفائض التجاري للصين 185 مليار دولار في سنة 2010 بعد أن بلغ 295 مليار دولار في سنة 2008، و في سنة 2009 بلغت حصة الصين في التجارة الدولية 10% بمساهمة قدرها 39.7% من الناتج الداخلي الخام.⁽¹⁾

المطلب الثالث: مكانة الأسواق المالية في تمويل اقتصاديات دول مجموعة بريك

1- تمويل الاقتصاد البرازيلي و أهمية السوق المالية :

1-1 مسار تمويل الاقتصاد البرازيلي و انفجار أزمة الديون الخارجية⁽²⁾

تزامن تطور احتياجات تمويل الاقتصاد البرازيلي مع تطور المديونية الخارجية باعتبارها مصدرا رئيسيا للتمويل، فقد قفزت من 4 مليار دولار إلى 12 مليار دولار بين 1964 و 1979 و تم توجيه هذه المديونية لتمويل الهياكل القاعدية و سياسة التصنيع المتبناة من طرف الدولة آنذاك، بالإضافة إلى تمويل عجز ميزان المدفوعات، وواصلت المديونية الخارجية زحفها في سنوات الثمانينات فقد بلغت حوالي 30% من الناتج الداخلي الخام في سنة 1986 كما تم أيضا دولة الديون الخاصة الخارجية التي تشكل ثلث مجموع الديون في سنة 1978 و 10% في أواخر الثمانينات.

و قد بلغت معدلات الفائدة الحقيقية 140% في سنة 1991 و هو رقم قياسي عالميا أملتته شروط صندوق النقد الدولي الخاصة بتحرير المبادلات و جلب رؤوس الأموال الأجنبية بشروط مكافأة و جذابة، و أضحت خدمات الديون الخارجية تمتص نصف المداخل العمومية، الشيء الذي مكن البرازيل من الاستفادة من مخطط برادي Brady في سنة 1994 من أجل إعادة التفاوض بشأن الديون هذا المخطط سمح بتعويض 55 مليار دولار كديون خارجية مقابل سندات جديدة بقيمة 43.51 مليار دولار.

و توجهت الدولة من جديد في سنة 1998 إلى صندوق النقد الدولي، لان الأزمة الأسيوية تسببت في هروب رؤوس الأموال من الدول النامية، و لمواجهة هذه الوضعية قام البنك المركزي برفع معدلات الفائدة إلى 49.75% في سنة 1998 من جهة و تثبيت قيمة الريال البرازيلي مقابل الدولار مما اضر كثيرا بالاستثمار و نشوب حالة الركود الاقتصادي و زادت مستويات المديونية الخارجية لتبلغ 18% من

¹ BrayanGould,Op-cit ,2012 ,P 06

² Melene Gaulard ,L'économie du Brésil, Breal , Paris, 2011,P 88-94.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الناتج الداخلي الخام في سنة 2002 على الرغم من الاستمرار في تعويض المديونية الخارجية بمديونية داخلية منذ سنة 1991، من خلال إصدار سندات عمومية، و على اثر ذلك أضحت المديونية الداخلية تشكل عبئا على التوازنات الميزانية.

و منذ سنة 2003 تم حل مشكل المديونية و لو جزئيا و انخفضت حجم الديون العمومية من 63 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2002 إلى اقل من 40 % في سنة 2008. كما أقدمت الدولة على التسديد المسبق للديون في سنة 2005 تجاه صندوق النقد الدولي و المقدرة بـ 15.5 مليار دولار .

غير أن هذا التحسن لم يصمد أمام الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و دفع من جديد بارتفاع حجم الديون لتبلغ 1770 مليار ريال في سنة 2010 من جهة و تعميق عجز الميزانية العمومية من جهة أخرى بفعل المساعدات التي قدمتها الدولة لإنقاذ النظام المصرفي.

(2-1) هيكل النظام المالي و دوره في تمويل الاقتصاد⁽¹⁾:

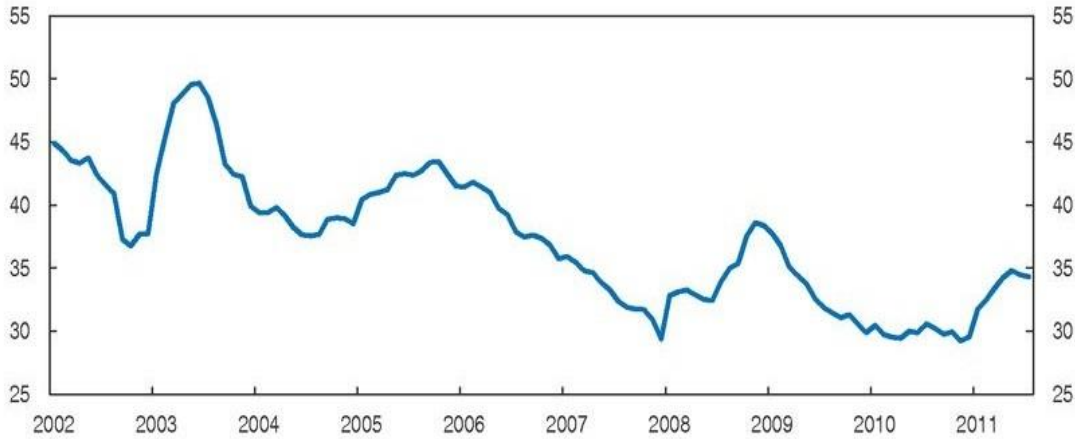
يرتكز النظام المالي في غالبيته على البنوك و يشهد تطورا ملحوظا على الرغم من أن تطور السوق المالية يبقى محدودا مقارنة بدول أمريكا اللاتينية، حيث تمثل قيمة السندات المصدرة من طرف الشركات ما يعادل 0.5 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2010 مقابل 3.4 % في المكسيك و 19.8 % في الولايات المتحدة الأمريكية.

و تعد القروض البنكية المصدر الأهم بالنسبة إلى تمويل المؤسسات البرازيلية، كما تتميز القروض البنكية بارتفاع هوامش الوساطة المالية مقارنة مع الدول الأخرى، حيث تتجاوز هوامش الفائدة الصافية معدل 70 % من المتوسط الملاحظ في دول أمريكا اللاتينية ، وأكبر بـ 5 مرات من هوامش الفائدة في دول مجموعة (OCDE)، و تعكس هذه الهوامش المرتفعة فشل النظام المالي البرازيلي الذي يخدم تمويل الاستثمارات قصيرة الأجل ذات المخاطرة العالية على حساب الاستثمارات طويلة الأجل و التي توافقت أكثر احتياجات البلد. ويعود ارتفاع هوامش الفائدة على القروض إلى عدة عوامل منها:

- ارتفاع معدل الفائدة، وهو المعدل المرجعي للنظام الخاص للحفظ و التسوية، الذي يعد مؤشر حقيقي لتكلفة تمويل البنوك، الشيء الذي يزيد في ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية و جعلها من أعلى المعدلات عالميا، حيث تدفع المؤسسات المقترضة معدل فائدة سنوي متوسط قدره 31% في سنة 2011، بينما معدل الفائدة الذي تدفعه العائلات يقدر بـ 45%.

¹ Etudes économiques de l'OCDE, Brésil 2011, Edition OCDE.

شكل رقم (15): تطور معدلات الفائدة الحقيقية (%)

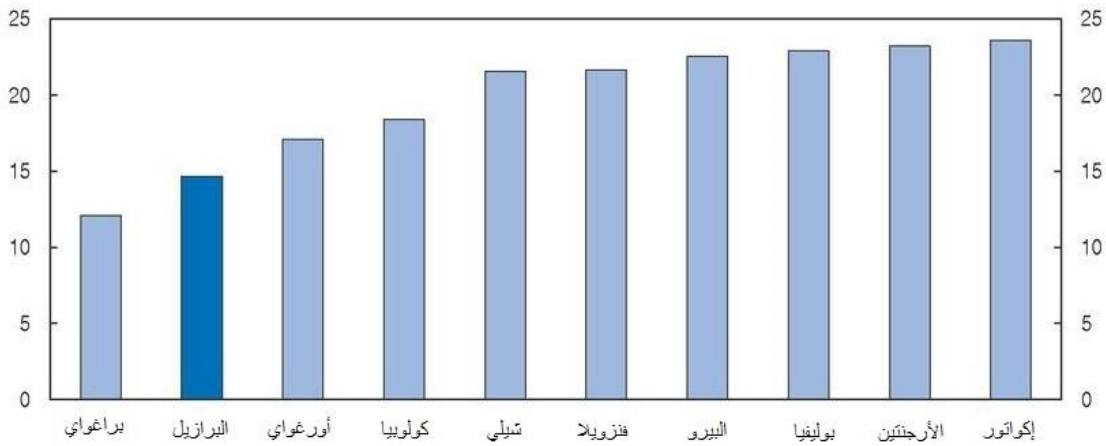


Source : OCDE (2011), synthèse études économiques, Brésil 2011, P 14.

- ضعف معدلات الادخار المحلية التي تشكل عائقا أمام الاستثمار، حيث يعتبر معدل الادخار المحلي اضعف معدل مقارنة مع دول أمريكا اللاتينية، و يشكل ادخار المؤسسات 90 % من الادخار الوطني.

شكل رقم (16): الادخار الوطني الخام في دول أمريكا اللاتينية

(%) من (PIB) لسنة 2009



Source : IDEM, P 14.

- ارتفاع الاحتياطات الإجبارية التي تزيد في تكلفة التمويل على أساس احتساب تكلفة الفرصة البديلة وتمثل معدلات الاحتياطات الإجبارية بالنسبة إلى الودائع تحت الطلب 43 % الشيء الذي يفسر محدودية نسبة القروض إلى الودائع (القروض/الودائع=0.8).

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

في حين تتجاوز هذه النسبة الواحد في المتوسط في دول أمريكا اللاتينية و 1.4 في دول منظمة التعاون الاقتصادي ويساهم ارتفاع معدل الاحتياطات الإجبارية في ارتفاع هوة الفائدة المحصلة من طرف البنوك و كذلك على حجم القروض المقدمة التي تبلغ 4 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2011.

- خضوع البنوك البرازيلية إلى اقتطاعات إجبارية تساهم في ارتفاع تكلفة الاقتراض، كالضرائب المرتفعة و المساهمة في تمويل صندوق التقاعد و الضمان الاجتماعي و الرسم على المعاملات المالية، بالإضافة إلى خضوع المؤسسات المالية إلى تطبيق معدل خاص بالمساهمة الاجتماعية على الربح الصافي يقدر بـ 15%.

- الارتفاع النسبي لتكاليف الاستغلال في البنوك البرازيلية حيث تتجاوز 40 % من المتوسط المسجل في دول أمريكا اللاتينية في سنة 2009، كما انه تعتبر اقل مردودية مقارنة مع دول أخرى حيث يقدر معدل المردودية 2.3 % في سنة 2009 مقابل 2.6 في دول منظمة التعاون الاقتصادي.

كما أن البنوك العمومية تهيمن على السوق المصرفي و تتميز بكونها غير فعالة.

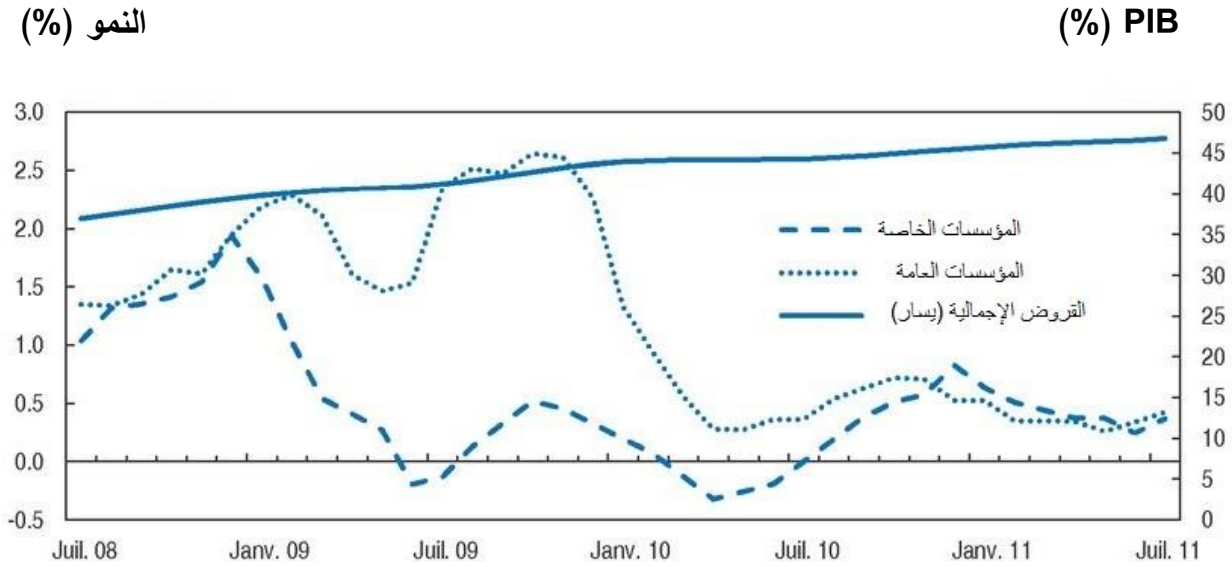
- الشروط المرتبطة بتوجيه القروض يحتم على البنوك منح قروض إلى القطاعات ذات الأولوية، لا سيما المناطق الريفية و قطاع السكن، و هي قطاعات تستفيد من سهولة الحصول على القروض بأقل تكلفة من القروض الممنوحة في إطار السوق الحر، و تبلغ حجم القروض المشروطة بـ 13% من حجم القروض الممنوحة بصفة مستقلة من طرف البنك الوطني للتنمية الاقتصادية و الاجتماعية في سنة 2010، و يمكن للبنوك التجارية بتعويض الأرباح الغير محققة من جراء منح القروض المشروطة برفع معدلات الفائدة على القروض غير المشروطة.

و يسيطر على النظام المصرفي البرازيلي القطاع العمومي الذي يعول عليه كثيرا في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية و الاجتماعية، ويعتبر البنك الوطني للتنمية الاقتصادية والاجتماعية أهم مؤسسة مصرفية في البرازيل، و هو البنك الذي يعنى بمنح القروض طويلة الأجل في حين القروض قصيرة الأجل تتولى البنوك الخاصة بمنحها على أساس معدلات فائدة سوقية على عكس القروض طويلة الأجل التي يمنحها البنك الوطني للتنمية الاقتصادية التي تمنح بمعدلات منخفضة، و يحصل هذا البنك على مصادره من صندوق دعم العمال بحوالي 40 % بالإضافة إلى التحويلات المباشرة من ميزانية الدولة و التي تعتبر قروض موجهة عن طريق البنك الوطني للتنمية الاقتصادية إلى المستثمرين لتمويل المشاريع طويلة الأجل تفوق قيمتها 10 مليون ريال و بمعدلات فائدة يتم تحديدها من طرف

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

مجلس النقد الوطني على أساس أهداف التضخم و علاوة المخاطرة و يبلغ هذا المعدل في سنة 2011 قيمة 6% بينما المعدل المرجعي يبلغ 12% و معدل الفائدة السوقي يقدر بـ 31%.

شكل رقم (17): القروض الممنوحة من طرف المؤسسات المالية الخاصة و العامة



Source :IDEM, P :99

و يتميز النظام المالي البرازيلي باستقرار و انخفاض مستوى الخطر النظامي، كما اظهر هذا النظام مقاومة في مواجهة الأزمة العالمية و حسب صندوق النقد الدولي ينبغي تدعيم القواعد المتعلقة بخطر السيولة التي يعاني منها النظام المالي ، و بدورها قامت وكالة ستاندار اند بور برفع التصنيف الائتماني بسبب قدرة النظام المالي على مقاومة تدهور الظروف الاقتصادية العالمية.⁽¹⁾

3-1 أهمية السوق المالية البرازيلية:

تم تأسيس أول بورصة في البرازيل في سنة 1890 و هي بورصة ساو باولو Bovespa⁽²⁾ و هي أهم مركز مالي برازيلي في الوقت الحاضر و منذ سنة 2000 أصبحت هذه الأخيرة فرع للشركة القابضة التي تضم كل البورصات البرازيلية الجهوية و بورصة ريودي جنرو التي تحتفظ باحتكار تداول سندات الدولة.

¹ Fil:///F:/Brésil,le FMI Salue la Bonne Santé du Système Financier-le Blog Finance htm. Consulté le 30/05/2013.

²Bovespa : Bolsa de Valores de Sao Paulo

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و يتم تداول في سوق المالية البرازيلية الأوراق المالية و المشتقات المالية، حيث يعتبر قسم المشتقات المالية السوق الثالث عالميا، كما أن السوق المالية مزودة بمؤشر¹ Brx50 و هو مؤشر مرجح بـ 50 مؤسسة تعد أهم المؤسسات المسجلة في بورصة ساو باولو و تم إنشاؤه في سنة 1997 و بلغت الرسملة البورصية في نهاية 2010 قيمة 74% من الناتج الداخلي الخام، كما بلغت قيمة الرسملة البورصية للمؤسسات العشرة الأولى مليار اورو في سنة 2008² و يتميز سوق السندات الخاصة بأنه غير متطور و ضعيف السيولة، حيث نجد البنوك و المؤسسات غير المالية صعوبة كبيرة في الحصول على مصادر التمويل اللازمة من خلال إصدار السندات طويلة الأجل و تكفي فقط بإصدار سندات قصيرة الأجل بسبب مشكل ضعف سيولة السوق.

و في سبيل تطوير سوق القروض طويلة الأجل اتخذت الحكومة تدابير تخص إلغاء القيود المفروضة على المؤسسات المالية المتعلقة بالبيع المباشر للجمهور للسندات طويلة الأجل في حدود 73 مليار ريال في افريل 2011 بعد أن كانت تسوق إلى مجموعة محددة من المستثمرين في حدود 31 مليار ريال ،و زيادة على هذا و من اجل تفعيل نشاط السوق المالية أقدم البنك الوطني للتنمية الاقتصادية على الدخول بصفته مستثمرا في السوق الأولية لسندات الشركات من اجل تشجيع اللجوء إلى سندات الشركات طويلة الأجل و خصوصا الغير مؤشرة- مرتبطة- بمعدلات الفائدة البين بنكية قصيرة الأجل. كما قامت الحكومة بإنشاء صندوق سيولة السندات طويلة الأجل الخاصة المصدرة من طرف الشركات و ذلك من اجل جعل هذه السندات ذات أهمية في أعين المستثمرين و يتم تغذية هذا الصندوق بتوجيه جزء من احتياطات البنوك الإجبارية لدى البنك المركزي و البرازيلي في حدود 3 نقاط و تبلغ احتياطات هذا الصندوق 2.2 مليار ريال في سنة 2011⁽³⁾ وبلغت الرسملة البورصية 74% من الناتج الداخلي الخام في نهاية سنة 2010⁽⁴⁾.

¹ Brx50 :Brazil Index 50

² Fil:/// F:/Bourse de Sao Paulo-Bourses Mondiales sur Trader Finance htm, consulté le : 30/05/2013

³ OCDE (2013) Etudes économiques Brésil ,2011Op-Cit, P 102.

⁴Russie-évolution des marchés d'actions et d'obligations, direction du trésor, France,

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

2- أهمية القطاع المصرفي و دور السوق المالية في تمويل الاقتصاد الروسي

1-2) أهمية القطاع المصرفي الروسي⁽¹⁾

يتجزأ القطاع المصرفي الروسي إلى 956 بنك في آخر إحصائيات و تهيمن عليه البنوك العمومية حيث تقدم الأربع مجموعات البنكية المهمة ما يعادل 63 % من حجم القروض الممنوحة في نهاية سنة 2012 مقابل 51.7 في سنة 2008.

و تشتغل في القطاع المصرفي 4 بنوك أجنبية: البنك الايطالي uni Crédit Bank الذي يعد البنك السابع من حيث الأصول، البنك الفرنسي Société Général - Rosbank وهو البنك الثامن من حيث الأصول، البنك النمساوي Raiffeisenbank والبنك الأمريكي Citebank الذي يصف في المرتبة 14 من حيث الأصول.

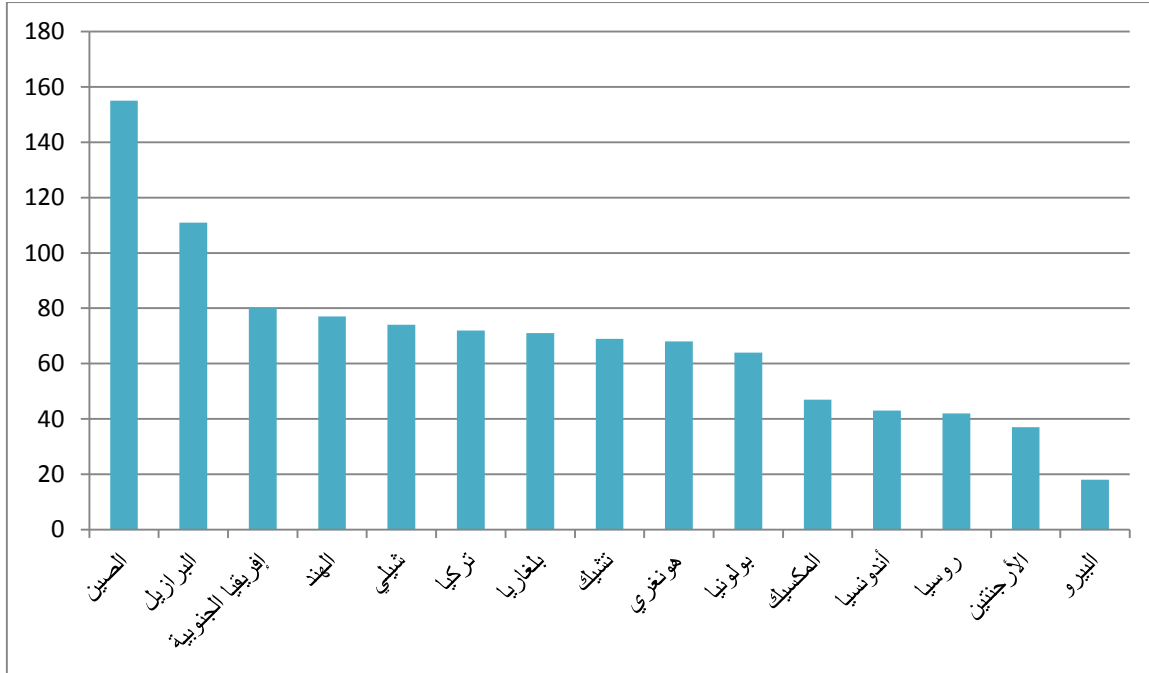
وتواجه هذه البنوك الأجنبية منافسة قوية من جانب البنوك العمومية التي لها الأفضلية في الحصول على الموارد المحلية بالروبل، الشيء الذي جعل العديد من البنوك الأجنبية تغادر سوق البنوك في روسيا. بينما مساهمة رأس المال الخاص الروسي في القطاع المصرفي فيقدر بحوالي 27 % مع نهاية 2012.

و على الرغم من الحركية التي يشهدها القطاع المصرفي إلا انه يعتبر ذو حجم ضيق مقارنة مع الاقتصاديات الناشئة الأخرى لا سيما فيما يخص نسبة القروض إلى الناتج الداخلي الخام التي لا تتعدى 42 % في نهاية 2012 مقابل 70 % في دول أوروبا الوسطى و الشرقية و 77 % في الهند و 111 % في البرازيل و 155 % في الصين و يعود ضيق هذا السوق إلى نقص الموارد طويلة الأجل و غياب مستثمرين مؤسستيين.

¹Etat des secteurs Bancaire Russe, Publication des services économiques, Direction des trésors , France,2013

شكل رقم (18): مقارنة حجم محافظ القروض دوليا في نهاية 2012

% (PIB)

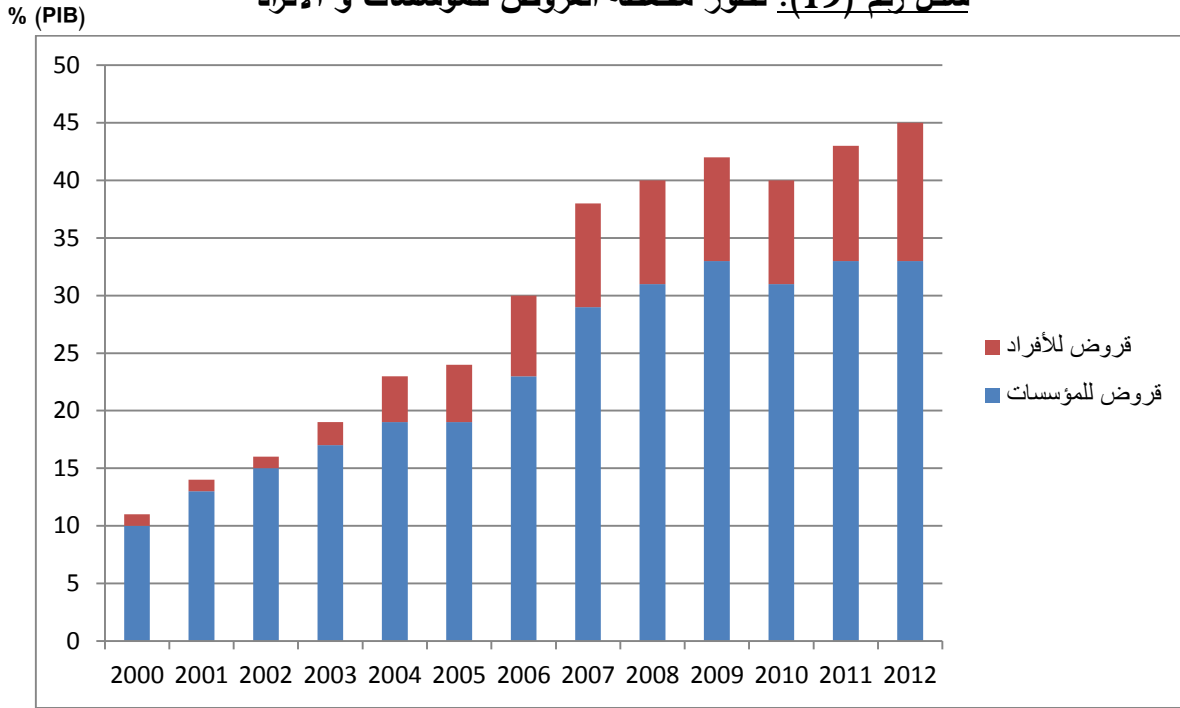


Source : Etat du secteur bancaire Russe, op-cit, 2013, P 03.

ويعود نقص الموارد طويلة الأجل إلى عزوف المجتمع الروسي عن الادخار من جهة و ارتفاع معدلات التضخم خلال السنوات الأخيرة من جهة أخرى و توجيه المدخرات نحو سوق العقار و تقدر حصة ودائع الأفراد في هيكل مصادر تمويل البنوك 28 % مقابل 59 % لودائع المؤسسات و 13 % كديون خارجية (20 % في سنة 2007).

و تمثل القروض الموجهة إلى المؤسسات ثلاثة أرباع من محفظة قروض القطاع المصرفي في نهاية 2012 و ذلك خارج القروض بين البنكية، أي ما يعادل 520 مليار أورو - 33% من الناتج الداخلي الخام -.

شكل رقم (19): تطور محفظة القروض للمؤسسات و الأفراد



Source : Etat du secteur bancaire Russe, op-cit, 2013, P 04.

وعلى الرغم من التطورات التي شهدتها القطاع المصرفي الروسي في السنوات الأخيرة إلا أن عرض التمويل البنكي يبقى محدودا من حيث الحجم و النضج -الاستحقاق- ، حيث أن 60% من القروض الموجهة للمؤسسات تعتبر قروض قصيرة الأجل- اقل من 3 سنوات - الشيء الذي يحد من فعالية القطاع المصرفي الروسي في تمويل الاقتصاد و يشجع المؤسسات إلى اللجوء إلى المديونية الخارجية التي تمثل 33% من مصادر قروض المؤسسات مقابل 60% من القروض البنكية .

و بخصوص الجانب التنظيمي فقد شهد التنظيم البنكي في روسيا تطورات هامة منذ بداية عملية الانتقال نحو اقتصاد السوق وقد تعززت بعد الأزمة المالية التي شهدتها الاقتصاد الروسي في سنة 1998 و من بين الإصلاحات المتبناة هو إجبار البنوك على تقديم وضعياتها المالية حسب المعايير الدولية للمعلومات المالية و إدخال علاوة التأمين على ودائع العائلات و تدعيم المراقبة الحذرة و إنشاء نظام مركزي للمخاطر.⁽¹⁾

¹OCDE 2013, étude économiques, Russie 2011,OCDE, P 4

2-2) دور السوق المالية في تمويل الاقتصاد الروسي:

كغيرها من المراكز المالية العالمية الأخرى ظلت السوق المالية الروسية مضطربة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 بالرغم من التطورات التي شهدتها، لا سيما إطارها التنظيمي و إزاحة العوائق أمام تطور السوق، و عرفت سوق الأسهم و السندات نموا سريعا منذ ما يقارب 10 سنوات و يتكون مؤشر بورصة موسكو من 30 مؤسسة مهمة في الاقتصاد الروسي.

2-2-1) سوق الأسهم⁽¹⁾

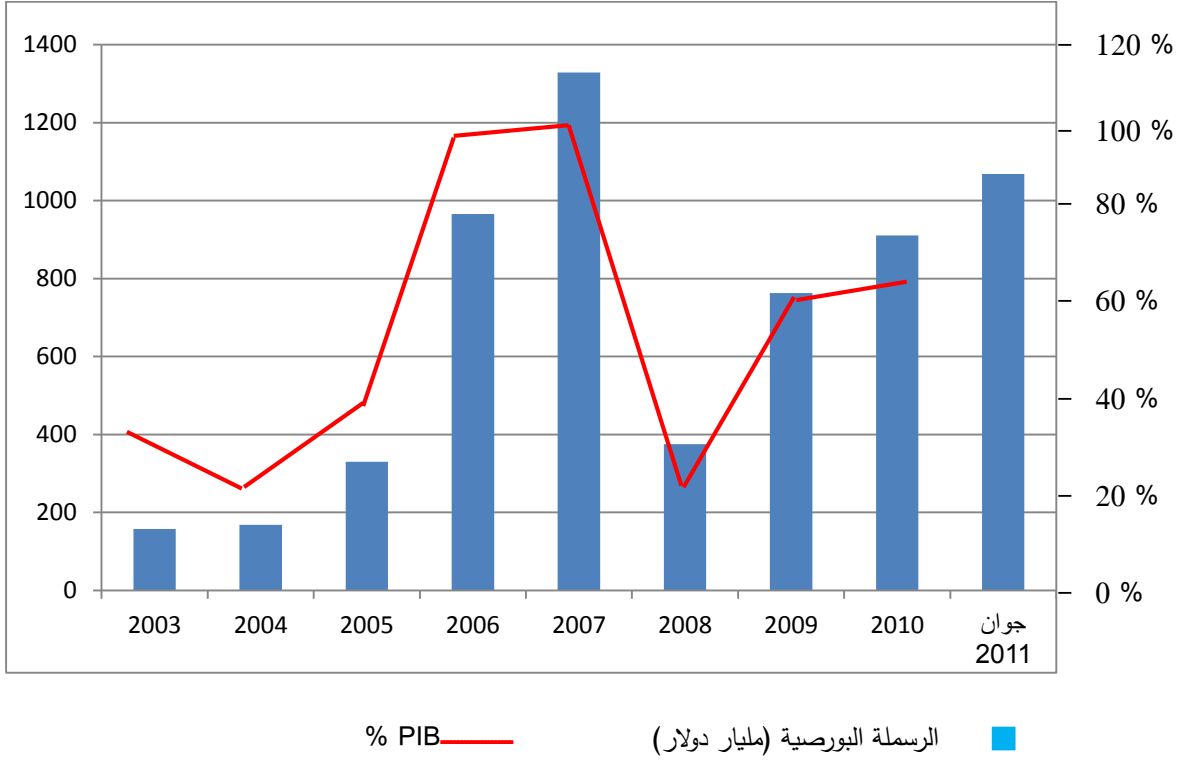
شهدت الرسملة البورصية للشركات الروسية المسجلة في البورصات الوطنية نموا مهما مقارنة مع البورصات العالمية، حيث تجاوز وزنها الضعف خلال خمس سنوات حيث انتقل من 0.8 % في سنة 2005 إلى 1.75 % في سنة 2010 و نفس الشيء بالنسبة إلى حصة الأسواق المالية الروسية في تداول الأسهم فقد قفز من 0.3 % في سنة 2005 إلى 0.9 % في سنة 2010 مقارنة مع الأسواق المالية العالمية.

و قد بلغت الرسملة البورصية 990 مليار دولار في نهاية سنة 2010 أي ما يعادل 68 % من الناتج الداخلي الخام وهو نفس المستوى الذي بلغته قبل الأزمة العالمية في سنة 2006، حيث انخفضت الرسملة البورصية بثلاثين خلال الأزمة العالمية .

¹ Russie, évolution des marchés des actions et obligations, publication des services économiques, direction du trésor, France, 2013, P 01-04.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

شكل رقم (20): تطور سوق الأسهم في روسيا



Source : Russie-évolution des marchés des actions et obligations, op-cit, 2013, P 01.

و تبقى المؤشرات المسجلة في السوق المالية الروسية اقل من المستوى الذي تعرفه المؤشرات المسجلة في الأسواق المالية لمجموعة بريك، حيث بلغت الرسملة البورصية للبرازيل 74% من الناتج الداخلي الخام، الصين 81% و الهند 105%.

جدول رقم (16): حصة الرسملة البورصية للمؤسسات المدرجة في البورصات الوطنية ضمن

الرسملة الإجمالية (%)

| السنة | 2010 | 2005 | |
|----------|------|------|--|
| البرازيل | 2.82 | 0.16 | |
| روسيا | 1.75 | 0.8 | |
| الهند | 2.97 | 1.35 | |
| الصين | 7.34 | 0.98 | |

Source : Russie-évolution des marchés des actions et obligations, op-cit, 2013, P 11.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ويتميز سوق الأسهم في روسيا بما يلي:

- هيمنة قطاع المحروقات و تركيز عالي، على الرغم من التراجع الذي شهده قطاع المحروقات في السنوات الأخيرة إلا أن ثقل هذا القطاع في السوق المالية الروسية يبقى ذو أهمية، حيث تمثل العشرة مؤسسات الأكبر رسملة حوالي 60% من الرسملة الإجمالية في نهاية سنة 2010 مقابل 78.5% في نهاية سنة 2006 و بفضل إدخال العديد من المؤسسات خارج قطاع المحروقات في السنوات الأخيرة سمحت بتخفيض وزن قطاع المحروقات ضمن الرسملة البورصية . و نفس الشيء بالنسبة إلى التركيز في التداول، فقد تراجع نوعا ما، فقد مثلت أسهم العشرة شركات الأكثر تداولاً حوالي 87% من الحجم الكلي للتداول مقابل 96% في نهاية سنة 2005.
- تباطؤ عملية إدخال المؤسسات إلى البورصة بعد الأزمة العالمية سنة 2008 ، بعد أن عرفت المؤسسات الروسية إقبالا واسعا على السوق المالية لرفع قدراتها التمويلية وتمويل نموها ، فقد تم إدخال 31 مؤسسة في سنة 2007 و تحصلت على 38 مليار دولار.
- تفضيل التسجيل في البورصات الأجنبية من طرف أهم المؤسسات الروسية ، فقد تم تسجيل 5 عمليات إدخال في نهاية سنة 2011.

جدول رقم (17) : تطور عدد الإدخالات في البورصات الروسية و الأجنبية

للمؤسسات الروسية بين سنة 2006 و سنة 2010

| القيمة (مليار دولار) | المجموع | البورصات الروسية و الأجنبية | البورصات الأجنبية فقط | البورصات الروسية | |
|-------------------------|---------|--------------------------------|--------------------------|---------------------|------|
| 18.3 | 26 | 4 | 15 | 7 | 2006 |
| 37.7 | 31 | 10 | 8 | 13 | 2007 |
| 2.2 | 5 | 0 | 1 | 4 | 2008 |
| 0.9 | 4 | 1 | 2 | 1 | 2009 |
| 5.4 | 13 | 1 | 5 | 7 | 2010 |

Source : Russie-évolution des marchés des actions et obligations, op-cit, 2013, P 02.

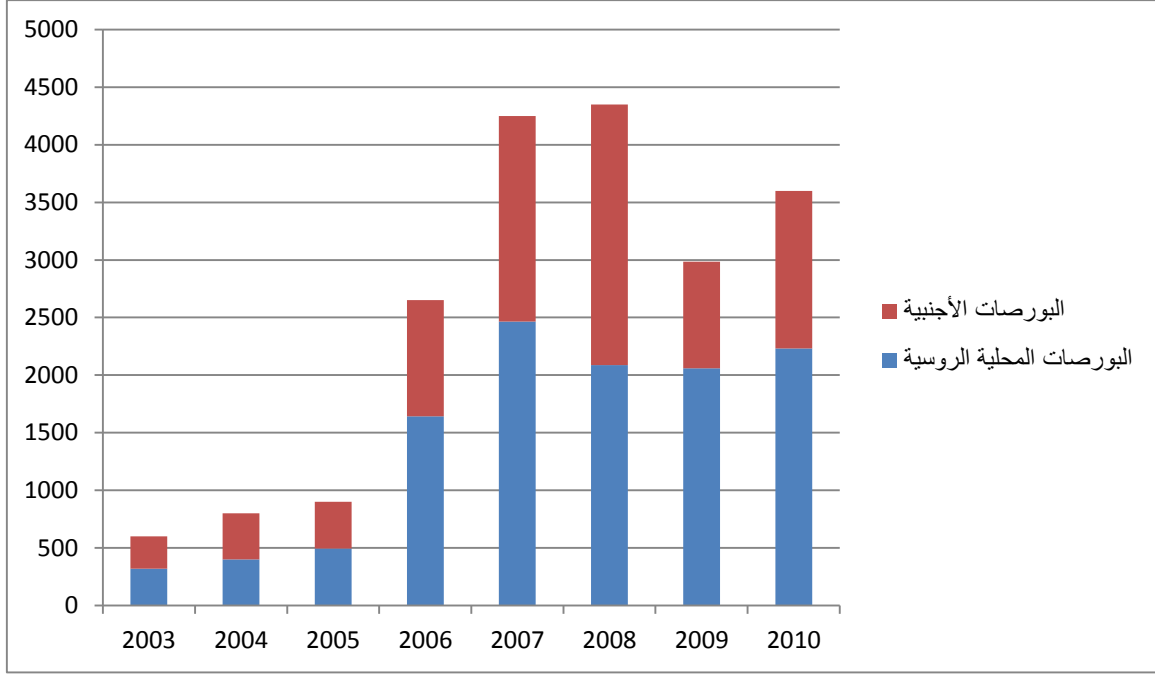
وتبلغ حجم الأصول الروسية المتداولة في البورصات الأجنبية ثلث الحجم الكلي للتداول، و ذلك بفضل السيولة التي تتمتع بها الأسواق الأجنبية، ناهيك عن وجود مستثمرين مؤسستين الشيء الغائب عن الأسواق المالية الروسية.

الفصل السادس: الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و قد بلغ حجم التداول في الأسواق الروسية 62% من الحجم الكلي للتداول - تداول الأسهم الروسية والأسواق المحلية و الأجنبية - في نهاية سنة 2010 مقابل 50% في نهاية سنة 2004.

شكل رقم (21) : حجم التداول اليومي المتوسط للأسهم

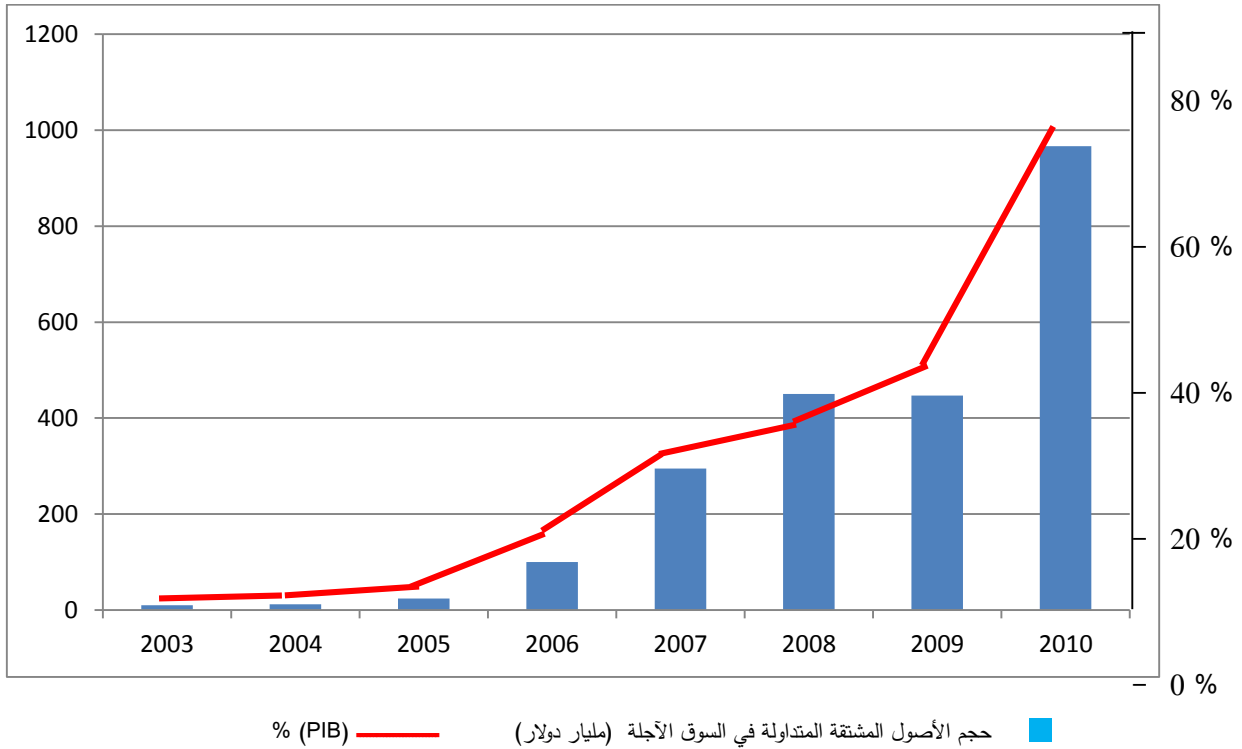


Source : Russie-évolution des marchés des actions et obligations, op-cit, 2013, P 03.

و شهدت السوق المالية الروسية عملية دمج السوقيين الماليين لموسكو ابتداء من فيفري 2011، و ذلك من اجل السماح للمستثمرين الاستفادة من رفع نسبة السيولة و توسيع عدد الأصول المالية المتاحة و تخفيض تكاليف العمليات، و بدوره شهدت سوق المشتقات المالية تطورا معتبرا مكن بورصة موسكو من تبوء المرتبة التاسعة عالميا في سنة 2009 فيما يخص حجم الأدوات المالية المشتقة المتداولة ، فقد بلغ حجم التداول 1000 مليون دولار.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

شكل رقم (22): تطور تداول الأصول المالية المشتقة في السوق الأجلة الروسية



Source : Russie-évolution des marchés des actions et obligations, op-cit, 2013, P 04.

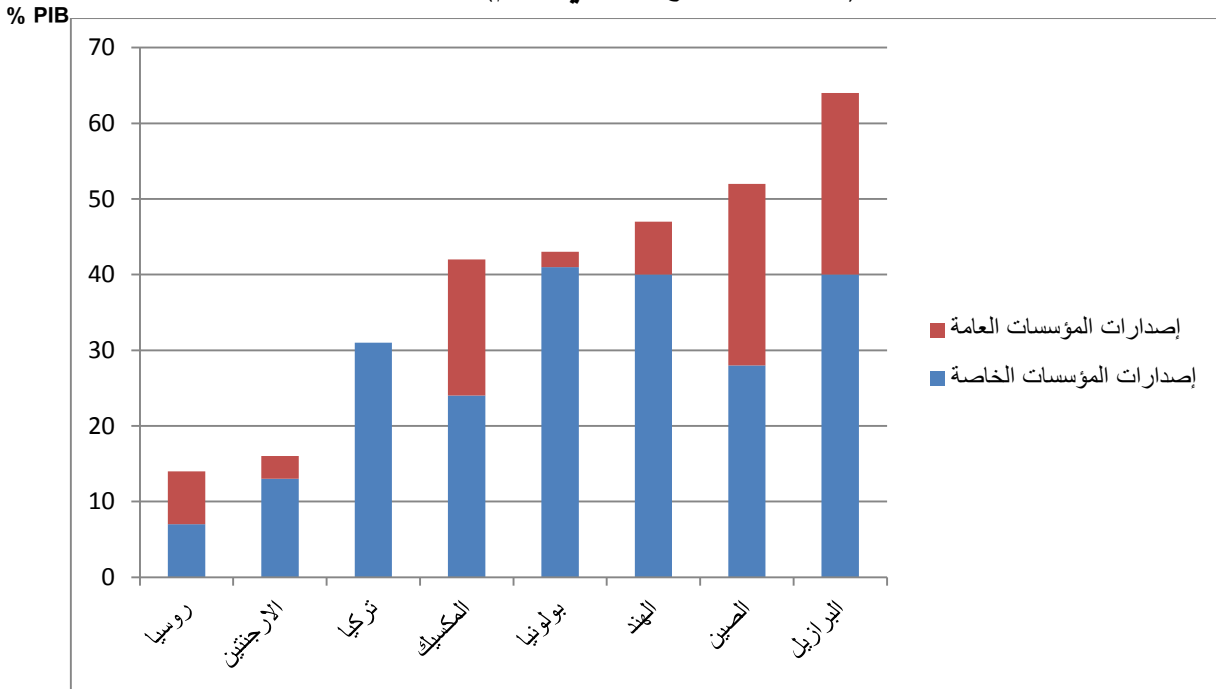
2-2-2 سوق السندات⁽¹⁾

يظل سوق السندات المحلي ضيقا بسبب ضعف الديون العمومية و يمثل حوالي 14% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2010 مقابل 46% بالنسبة للهند و 62% في الصين و 62% في البرازيل.

¹ Russie Evolution des marchés des actions et des obligations, op -cit, P 5-7

شكل رقم(23) : حجم سوق السندات في الدول الناشئة في نهاية 2010

(نسبة من الناتج الداخلي الخام)



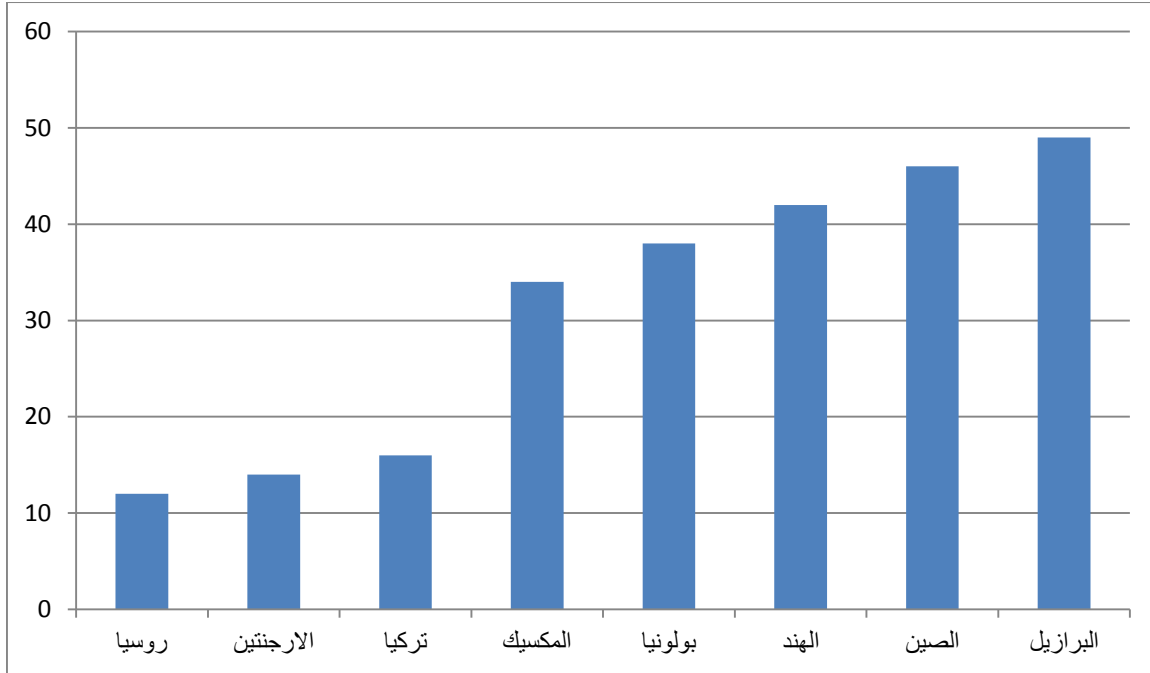
Source : Russie-évolution des marchés des actions et obligations, op-cit, 2013, P 06.

كما أن ضيق سوق السندات يعود إلى اعتماد المؤسسات الروسية على الموارد الخاصة في تمويلها في حدود 37% و التحويلات العمومية بنسبة 22% و القروض البنكية بنسبة 16%. بينما التمويل عن طريق السوق المالية - أسهم، سندات،- فلا يمثل إلا 1% من استثمارات المؤسسات.

و عرفت سوق السندات تطورا ملحوظا بين سنة 2002 و 2010 بفضل الحركية الاقتصادية التي يشهدها الاقتصاد الروسي، فقد قفزت حجم الإصدارات - عامة و خاصة- من 11 مليار دولار في سنة 2002 إلى 200 مليار دولار في سنة 2010 أي ما يعادل 2.3% من الناتج الداخلي الخام.

و على العكس من الدول الناشئة الأخرى فإن الإصدارات من طرف القطاع الخاص تمثل وزنا مهما نسبيا يبلغ 49% من مجموع الإصدارات في نهاية سنة 2010 أي بقيمة 98 مليار دولار و قد تم إدراج في سنة 2009 قوانين تهدف إلى الحد من اللجوء إلى الإصدار السندي من طرف المؤسسات، و تترجم هذه الوضعية بالفائض الميزاني الذي تتوفر عليه خزينة الدولة بفضل ريع المحروقات خصوصا خلال الفترة من 2000 إلى 2008، كما قامت الحكومة بتبني استراتيجية تهدف إلى تحسين سيولة سوق السندات.

شكل رقم (24): الوزن النسبي للقروض السندية للقطاع الخاص بالنسبة للقروض السندية المحلية



Source : Russie-évolution des marchés des actions et obligations, op-cit, 2013, P 08.

3- مكانة السوق المالية في تمويل الاقتصاد الهندي:

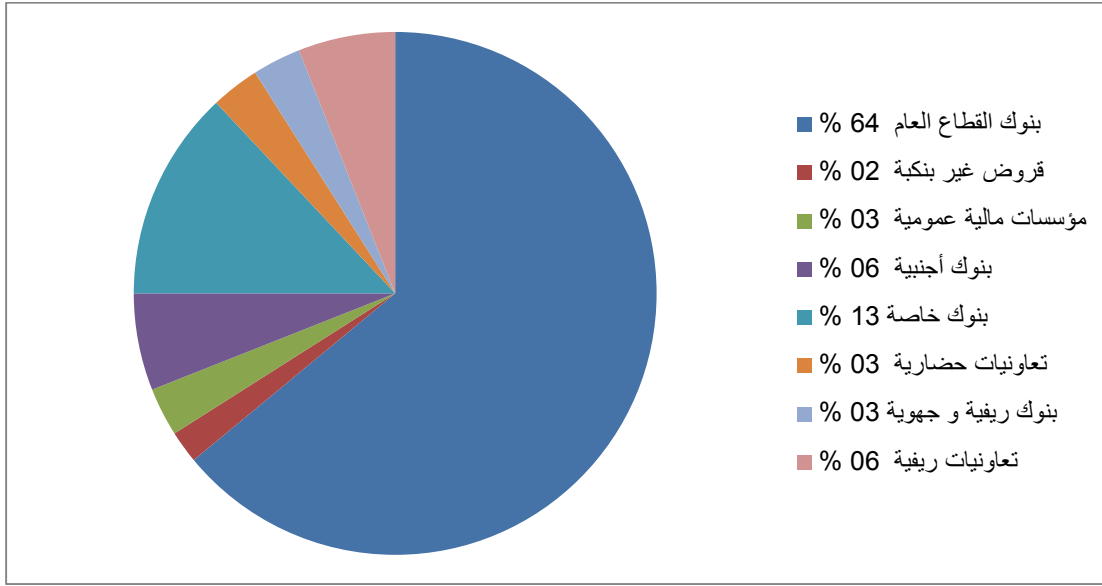
عرف النظام المالي الهندي تطورات ملحوظة منذ بداية الاصلاحات التي باشرتها السلطات العمومية في مطلع التسعينات وقد مست هذه الاصلاحات كل من القطاع المصرفي والسوق المالية.

3-1 هيكلة القطاع المصرفي ودوره في تمويل الاقتصاد:

يتشكل القطاع المصرفي من البنوك العمومية والبنوك الخاص والبنوك الاجنبية ومؤسسات اخرى تتمثل في البنوك الريفية والجهوية والأشكال المختلفة لتعاونيات المالية، بالإضافة الى مؤسسات مالية عمومية تقوم بمنح قروض سكنية وقروض للتصدير وقروض فلاحية⁽¹⁾.

¹ OCDE (2011), Études économiques de l'OCDE Inde 2011 édition OCDE p: 132.

شكل رقم (24): هيكل سوق القروض



Source: OCDE (2011), Inde, op-cit, 2011, P 135.

وسيطرت البنوك العمومية على النظام المصرفي الهندي لمدة طويلة الى غاية بداية التسعينات اين تم فتح هذا القطاع الى المناقشة وظهور البنوك الخاصة التي ساهمت في اعطاء حركية له، على الرغم من هيمنة البنوك العمومية التي تعرف تأخرا فيما يخص فاعليتها وسوء تسييرها.

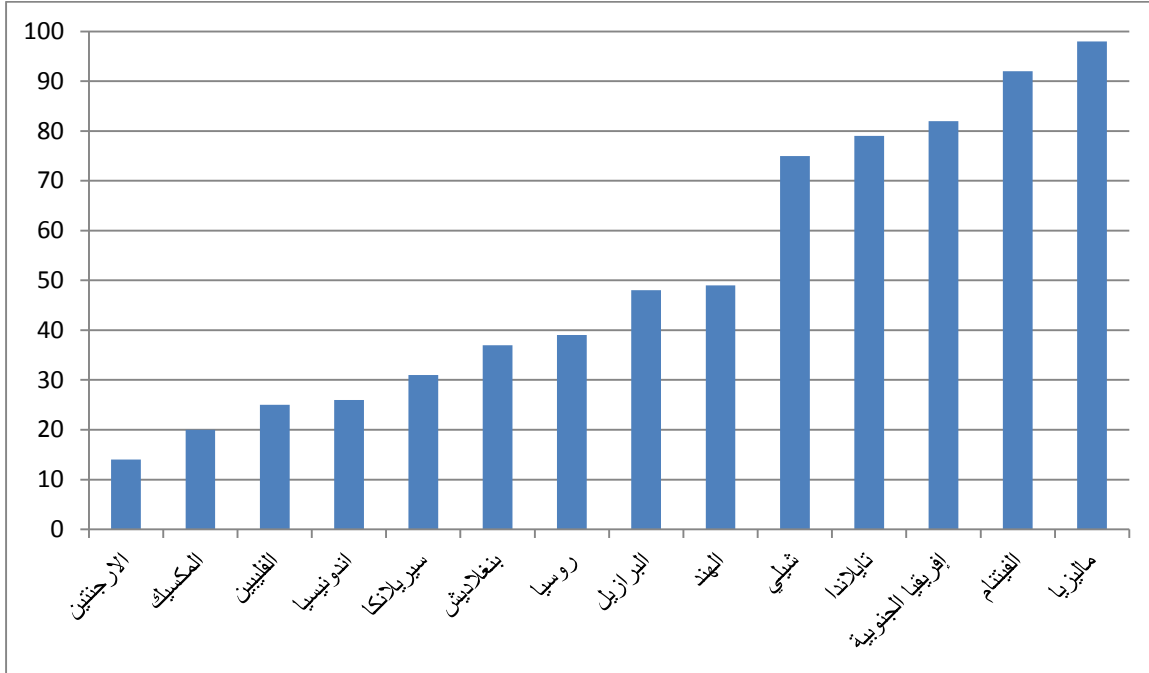
والى غاية نهاية الثمانينات كانت تستحوذ البنوك العمومية على ما يقارب 93 % من أموال القطاع وحوالي 90% من الوكالات والفروع ولكن بفضل التحولات التي مست القطاع سمحت للقطاع الخاص من احتلال مكانة مهمة تقارب 25 % من الاصول في سنة 2010.

ويخضع القطاع المصرفي الهندي الى قيود تحد من كفاءته تتمثل أساسا فيما يلي:

- بالنسبة الى تسيير المحفظة ينبغي على البنوك ايداع لدى البنك المركزي ما يعادل 6 % من أموالها وحيازة نسبة اضافية تقدر ب 23 % من اصولها في شكل سندات الدولة كما ينبغي توزيع 40 % من القروض الى القطاعات ذات الاولوية (سيستفيد قطاع الفلاحة من 45 % من القروض والباقي يوزع على القطاعات الاخرى كالمؤسسات الصغيرة) .

- بالنسبة الى القيود المادية فترتبط بتقديم مخططات النشاطات السنوية الى البنك المركزي بما فيها عدد الفروع والشبابيك والموزعات الالية والبنك المركزي هو الذي يقرر أماكن فتح الفروع والوكالات. وتشكل حصة القروض البنكية في تمويل القطاع الخاص اهمية بالغة تفوق العديد من الاقتصاديات الناشئة وتمثل حوالي 40 % من PIB.

شكل رقم (25): القروض المصرفية الموجهة للقطاع الخاص مقارنة دولية (% من PIB)



Source: OCDE (2011), Inde, op-cit, 2011, P 136.

ويساهم القطاع المصرفي الخاص بحوالي 20 % من حجم القروض والقطاع المصرفي الاجنبي ساهم ب 13 % في سنة 2011 وأصبحت العديد من البنوك العمومية مؤسسات ذات مساهمة وفتحت رأس مالها للجمهور.

ويبقى القطاع المصرفي الهندي عاجزا امام الاحتياجات الكبيرة لتمويل المؤسسات الاقتصادية التي تلجأ في بعض الاحيان الى التمويل الدولي كمجمع TATA¹.

3-2 دور السوق المالية الهندية في تمويل الاقتصاد :

عرفت السوق المالية الهندية تطورات لاستهان به خلال العشرينات الاخيرة وأصبحت مصدرا مهما لتمويل المؤسسات وارادات ادخار مهمة الافراد ويتكون السوق المالية الهندية من سوقين سوق بومباي الذي تم انشاؤه في سنة 1875 وأصبح يشتغل الكترونيا منذ سنة 2005 وتبلغ عدد المؤسسات المسجلة فيه حوالي 10.000 مؤسسه وسوق كالكيثا الذي تم انشاؤه في سنة 1998⁽²⁾.

¹Épargne et investissement dans le décollage de l'inde Revenue d'économe financière N° 107 CEP/ 2012 P : 27.

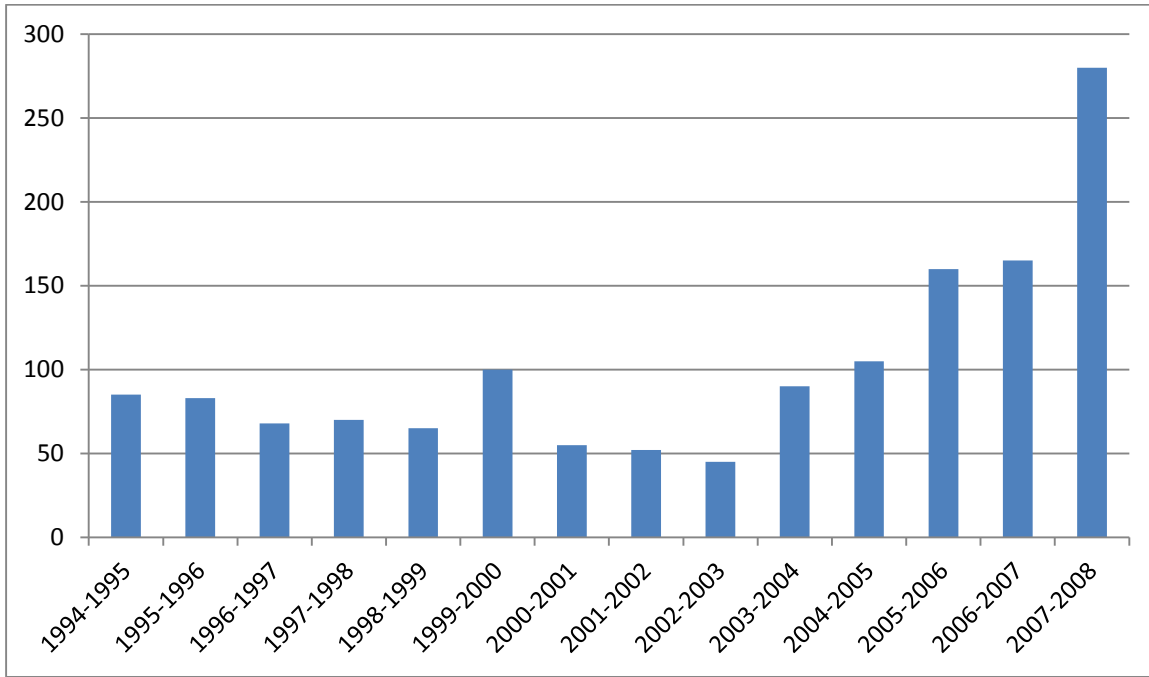
² Alain Borderie, Les places financières internationales, Revues banque, paris, 2^{eme}ed, 2009, P 50.

3-2-1 سوق الأسهم:

- عرفت سوق الاسهم الهندية اعتماد تغيرات جوهرية منذ سنة 1993 تتمثل أساسا فيما يلي:
- تبني نموذج جديد للحوكمة بالنسبة الى الهياكل المالية كالمؤتمن المركز ولالأوراق المالية وشركات المقاصة ويرتكز هذا النموذج على ثلاثة عناصر اساسية وهي المساهمين، هيئة الاشراف والمؤسسان المالية العضوية في الهياكل المعنية، وتعود التفرقة بين هذه العناصر الى تقادي تعارض المصالح ودفع المساهمين الى الرفع من سيولة السوق عوض تعظيم التوزيع.
 - اعتماد دفتر الاوامر الالكترونية فيما يخص التفاوض.
 - السماح لشركات الاموال الاجنبية لكي تصبح عضوة في الاسواق المالية مما يمكن المستثمرين الاجانب انجاز العمليات عن طريق وسطاء شركاتهم البورصية الاعتيادية.
 - الغاء شهادات الاسهم المادية بفضل اعتماد نظام التسوية الغير مادية على مستوى العديد من المؤتمنين المنافسين.
 - ادخال مشتقات مالية ترتبط بالأوراق المالية والمؤشرات البورصة والتفاوض عليها في البورصة.
 - القضاء على عدم تماثل المعلومات من خلال اعتماد المعايير المحاسبية وقواعد الإفصاح المالي.
 - التخفيف من شروط دخول المستثمرين المؤسسين الاجانب، الشيء الذي مكن من زيادة تدفق رؤوس الاموال الاجنبية⁽¹⁾.
- وقد عرفت الرسمة البورصة نمو متزايدا خصوصا بعد سنة 2000 ، وبفضل تدعيم رؤوس الاموال الاجنبية وإدخال احدث التقنيات والتجهيزات.

¹ OCDE Inde 2011, op-cit, P 157.

شكل رقم (26) : الرسملة البورصية (% من الناتج الداخلي الخام)

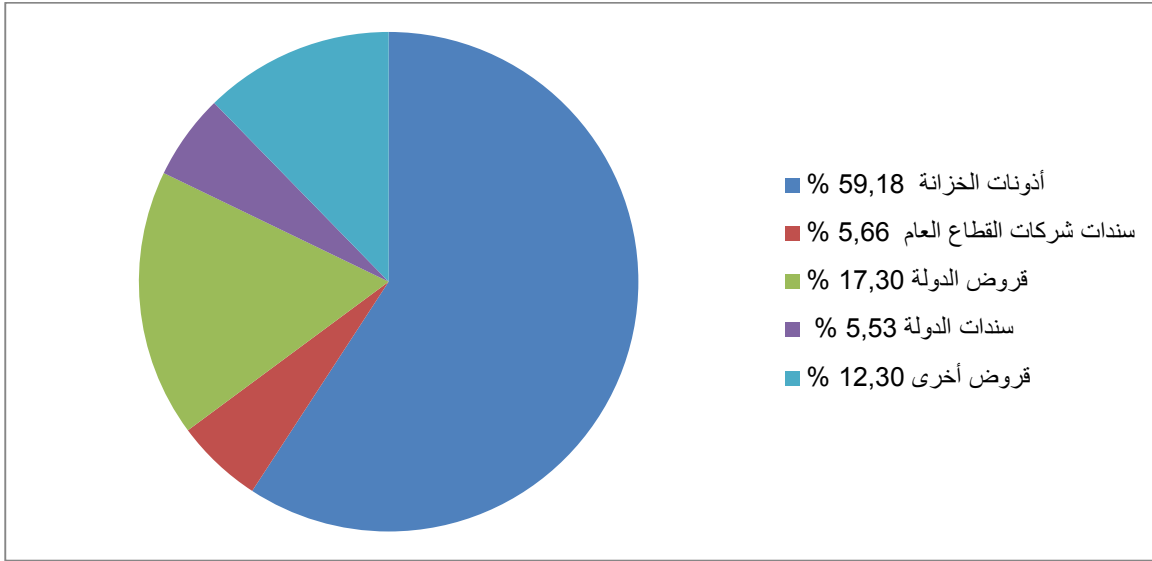


Source : Eswar S. Prasad et Raghuram G. Rajan, prochaine génération des reformes financières en Inde, Revue finance et développement sep/2008, p :24.

2-3 سوق السندات :

تتميز السوق المالية الهندية بأنها غير متوازية من حيث نمو سوق الاسهم الذي تعرف نموا مهما في حين سوق السندات يعتبر ضعيف النمو وتهيمن عليه اصدارات الدولة في سبيل تغطية العجز السنوي وتقارب ديون الدولة 70 % من الناتج الداخلي الخام. ويبقى سوق سندات المؤسسات غير متطور حيث بلغ البورصة للسندات 10 % من الناتج الداخلي الخام.

شكل رقم (27): الرسملة البورصية للسندات (سبتمبر 2011)



Source: Philippe Ferreira, déficits extérieurs et déclin de l'épargne intérieure sont des obstacles au financement des développements de l'inde, revue d'économie financier, N° 107, France, Sep 2012 p:132.

وقد بلغت قيمة السندات المتداولة بنسبة 3.3 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2010 مقابل 10 % من الناتج الداخلي الخام في الصين، ويتميز سوق السندات الهندية بأنه غير سائل⁽¹⁾. واتجاهات السوق الاولية تعكس عدم تطور سوق رؤوس الاموال الهندية بإصدارات المؤسسات العمومية يعتبر ضعيف جدا. وتعود حيازة سندات الشركات الى المسيرين والبنوك عن طريق نظام العمليات بالكتلة التي يقلل من عمليات التداول في السوق الثانوية وتجعل مسار تحديد الاسعار غير مناسب وغير فعال. ويهيمن القطاع المصرفي على عملية الإصدار بنسبة 34.5% من القروض السندية الخاصة في نهاية 2010 و في نفس الوقت تعتبر البنوك من أهم المستثمرين في سوق السندات بنسبة 67% في نهاية السداسي الأول من سنة 2010⁽²⁾.

¹Ocde Inde2011, op-cit, 2011, P 159.

²Philippe Ferreira, op-cit, 2012, P 132.

4- أهمية القطاع المصرفي و السوق المالية في تمويل الاقتصاد الصيني

4-1 أهمية القطاع المصرفي في الصين⁽¹⁾:

يتكون القطاع البنكي الصيني من 4 بنوك عمومية كبيرة الحجم و هي بنك الصين، البنك الصناعي و التجاري، بنك البناء و بنك الفلاحة، بالإضافة إلى العديد من البنوك ذات الطابع المحلي و البنوك الأجنبية زيادة على التعاونيات الحضرية و الريفية للقروض و يخضع القطاع البنكي إلى سيطرة الحكومة باستثناء البنوك الأجنبية و بنك خاص ، و تستحوذ الأربع بنوك عمومية على أكثر من نصف الأصول و القروض، غير أن هذه الوضعية تتجه نحو التقلص، و غياب البنوك الخاصة يعكس مدى نية السلطات في إمساك هذا القطاع بقبضة من حديد باعتباره قطاع حساس.

وبالنسبة إلى البنوك الأجنبية فقد تم الترخيص لها ابتداء من سنة 2002 أثناء دخول الصين إلى المنظمة العالمية للتجارة، إلا أن القيود تم إزالتها في سنة 2007، و يبقى تواجد البنوك الأجنبية ضئيلا جدا يمثل 1.5 % من الأصول في سنة 2003.

و يعتبر القطاع المصرفي في الصين في نفس الوقت قويا و هشاً، فهو يملك سيولة عالية مصدرها ادخار العائلات، لكن هذه البنوك هشة بسبب القروض التي تمنحها البنوك تبقى بدون تسديد أو مشكوك في تحصيلها، و قد خصصت الدولة بين سنة 1998 و 2005 ما يقارب 430 مليار دولار (30 % من الناتج الداخلي الخام) من أجل إعادة رسملة البنوك و تخفيف الديون المشكوك فيها و تتدرج هذه العملية في إطار الإصلاحات التي باشرتها السلطات من أجل معالجة الحقوق المشكوك فيها و تبني مجموعة من التدابير القانونية و التنظيمية التي تهدف إلى تحويل القطاع البنكي إلى مجموعة من البنوك التجارية المتنافسة في المهن المصرفية و منح استقلالية واسعة لأربعة بنوك عمومية من أجل جعلها بنوك تجارية كما تم إدراج معايير الحيطة و الحذر.

غير أن تجسيد هذا المسعى على أرض الواقع يواجه عدة صعوبات تتلخص في الإرث و الثقافة التقليدية في الممارسات السابقة خصوصا فيما يخص منح القروض منها المحاباة و الشعبوية و مأزق الحقوق المشكوك في تحصيلها و التي بلغت بالنسبة إلى الأربعة بنوك عمومية بالإضافة إلى 12 بنك تجاري آخر ، 1720 مليون ين في نهاية سنة 2004 أي ما يعادل 13,2 % من حجم القروض

¹ Thierry Sanjuan et autres, Dictionnaire de la chine contemporaine, Armand Colin, Paris, 2008, P 22.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الممنوحة من طرف مجموع البنوك، و تبلغ بالنسبة إلى الأربع بنوك العمومية لوحدها 15,4 % من الحجم الإجمالي للقروض.

جدول رقم (18): تطور الحقوق المشكوك فيها (% من حجم القروض في نهاية السنة)

| القروض | | الحقوق المشكوك فيها | | |
|--------|------|---------------------|------|-----------------------|
| 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | |
| 5,1 | 15,3 | 22,5 | 27,5 | البنك الصيني |
| 3,7 | 9,9 | 15,2 | 19,2 | بنك البناء |
| 19,1 | 20,7 | 25,7 | 29,8 | البنك الصناعي التجاري |
| 27 | 31 | 37 | 42 | بنك الفلاحة الصيني |

Source: Michel Aglietta, Yves, Landry, La Chine Vers La Superpuissance Economica, Paris, 2007, p : 81.

غير ان التدابير المتخذة سمحت بتقليص هذه الحقوق إلى مستويات أقل و أصبحت البنوك تشتغل في ظل الشروط التجارية خصوصا بعد سنة 2010.

و شهد معدل نمو القروض تطورا سنويا مهما بلغ 17,5 % سنويا في المتوسط خلال الفترة 2002 - 2004 في حين نمو الناتج الداخلي الخام بلغ في المتوسط 9 %، هذا التوسع في منح القروض جعل الصين البلد الأكثر مديونية في العالم بمعدل 140 %، و تبلغ هذه المديونية بالنسبة إلى المؤسسات ما يقارب 120 % من الناتج الداخلي الخام.

كما شهدت البنوك العمومية تطورا مذهلا سمح لها بأن تكون بنوك تجارية قادرة على استقبال المساهمة الأجنبية و رفع رأس مالها الخاص في الأسواق المالية الدولية، حيث استطاع البنك الصناعي والتجاري رفع رأس ماله في السوق المالية لهونغ كونغ بقيمة 22 مليار دولار، و قد استفادت البنوك الصينية من مساهمة البنوك الاجنبية و هي استراتيجية تهدف إلى تنويع المساهمين و تدعيم تسيير المؤسسات و تحسين توزيع المعلومات المالية، و قد تمت إدراج رأس المال الأجنبي عن طريق السوق المالية لهونغ كونغ أو بالتراضي مع البنوك الأجنبية كما استطاع بفضل إدخال رأس المال الأجنبي البنك الصناعي و التجاري أن ينخرط في نادي 10 بنوك الكبرى في العالم برسمة بورصية تصل إلى 130

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

مليار دولار في سنة 2005 و قد تم فتح رأس مال البنوك العمومية الصينية في حدود 20 % من رأس مالها⁽¹⁾.

وبناء على النتائج المحققة في سنة 2012 فإن وضعية البنوك الصينية الكبرى سجلت أرباحا مرتفعة وفي انخفاض معدل الحقوق المشكوك فيها و ملاءة على العموم أعلى من الحد الأدنى المرخص بها، وتستفيد البنوك الصينية من معدل ادخاري عالي بلغ 58 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2007 الذي يعتبر غير موجه بكيفية فعالة نحو الاستخدامات المثلى بسبب عدم تطور السوق المالية، و تقوم البنوك في الغالب بمنح القروض إلى مؤسسات الدولة و العائلات في شكل قروض استهلاك و قروض الرهن العقاري لكن لا يقدم إلى المؤسسات إلا في حدود ضيقة⁽²⁾.

كما صرح صندوق النقد الدولي بأن النظام الصيني سليم و حقق تقدما ملموسا و نموا سريعا و أصبح أكثر تنوعا⁽³⁾، ويرى أحد خبراء منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية أن النظام المالي برمته استطاع أن يحقق تطورا بفضل تطوير الاقتصاد الحقيقي و جاذبية الاستثمارات و توقع النمو في المستقبل كما استطاعت البنوك التخلص من جزء كبير من الديون غير مسددة⁽⁴⁾.

و بلغ الاقراض المصرفي مستوى 132 % من الناتج الداخلي الخام في نهاية سنة 2012 مقارنة مع 103 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2008 و علاوة على ذلك قامت المؤسسات غير المصرفية مثل تعاونيات الائتمان و القروض غير الرسمية بالقطاع الموازي و التي تعرف بالقطاع المصرفي غير المنتظم بمنح قروض في حدود 33 % من الناتج الداخلي الخام⁽⁵⁾.

و شهدت الصين زيادة سريعة في الائتمان خلال العقد الماضي من خلال البنوك التجارية و المؤسسات المالية الأخرى خارج النظام المصرفي، و اقر البنك المركزي بأن التوسع في الاقتراض بلغ مستويات مبالغ فيها و يمثل تهديدا للاستقرار المالي، و اتخذ البنك المركزي على إثر ذلك عدة إجراءات ترمي إلى

¹Michel Aglietta, Yves Landry, *Op-Cit*, 2008, P 81.

²*Les résultats des principales banques chinoises en 2012*, Publication des services économique de la direction du trésor France 2013, P 04.

³ File:///F:/الوفد-صندوق النقد الدولي النظام المالي الصين /, consulté le 20/08/2013.

⁴ Fill:///F :Sébastien Schich, économiste principale OCDE, *le système financier.chinoi-com.htm*

⁵ File:///F:/ QNB الصين /, consulté le 20/08/2013.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

تقليص السيولة و تشديد تشريعات الائتمان مما نتج عن ذلك ارتفاع في أسعار الفائدة و انخفاض الاقتراض للشركات الشيء الذي قد يؤدي إلى تباطؤ معدل للنمو الاقتصادي.

و قد عرفت القروض نموأ أسيا بسبب اتخاذ السلطات قرار برفع حصة القروض لمواجهة تباطؤ النشاط الاقتصادي و تضاعف حالات الإفلاس في العديد من القطاعات و تعتبر القروض عنصرا أساسيا في السياسة الاقتصادية الصينية، و قد ارتفعت القروض بنسبة 33 % في سنة 2009 و في سنة 2010 و بالرغم من تغير الإقراض إلا أن عملية الإقراض عرفت نموأ قويا تجاوز الحصة المرخص بها ب 16 % سنويا الشيء الذي جعل السلطات النقدية تقوم بمنع بعض البنوك من منح قروض جديدة¹.

4-2) تطور و أهمية السوق المالية في الصين:

تتوفر الصين على سوقين ماليين منذ سنة 1990 و هما: السوق المالية لشنغهاي التي تم تأسيسها في سنة 1990، و السوق المالية شانزhen المؤسسة في سنة 1992، بالإضافة إلى سوق هونكونغ الذي يتميز بانفتاحه الدولي الدائم و التي تتداول فيه اسهم من الفئة H المصدرة من طرف الشركات القابضة الصينية الخاضعة لقانون هونكونغ، و تقوم هذه الأسواق بتمويل الاقتصاد الصيني بالعملية الصعبة. كما تتوفر السوق المالية في الصين على ثلاثة أسواق آجلة ابتداءا من سنة 1998 و الموجودة في دالان، شنغهاي و شانزhen.

4-2-1) سوق الأسهم:

تعتبر السوق المالية الصينية كبيرة من حيث القيمة لكنها متواضعة من حيث مقارنتها مع الناتج الداخلي الخام.

¹ Constance Boubilil et Yves Zlotow, *Quelle sont les risque de l'économie chinois*, Revues problèmes économiques, N° 3037, Fev/2012, P 37 - 38.

جدول رقم (19): الرسملة البورصية لبعض الأسواق المالية الآسيوية (2007)

| النسبة من الناتج الداخلي الخام | مليار دولار | |
|--------------------------------|-------------|----------|
| 27 | 448 | الصين |
| 535 | 870 | هونكونغ |
| 77 | 3558 | اليابان |
| 58 | 390 | كوريا |
| 160 | 189 | ماليزيا |
| 71 | 115 | تايلاندا |
| 211 | 221 | سنغافورة |

Source : Michel Aglietta et Yves Landry, op-cit, 2008, p : 101.

و تقسم السوق المالية الصينية إلى عدة أقسام:

- قسم الأسهم ذات الفئة A و تصدر بالين و لا يمكن شراؤها و تداولها الأمن من طرف المقيمين الصينيين.
- قسم الأسهم ذات الفئة B تصدر بالدولار و مخصصة للمستثمرين الاجانب.
- قسم الأسهم ذات الفئة H و تصدر في السوق المالية لهونكونغ و تتداول في الأسواق المالية الدولية.

و يندرج هذا التقسيم في إطار مراقبة رؤوس الأموال و حماية المستثمرين المحليين من المضاربة الدولية. في بداية سنوات الألفين لم تكن مسجلة في البورصة الى عدد قليل من المؤسسات كون أن المؤسسات بالأسهم المنبثقة عن هيكله المؤسسات العمومية ذات حجم متوسط و أن مؤسسات القطاع الخاص غير مؤهلة للدخول إلى البورصة و الدخول إليها مخصص فقط إلى المؤسسات الكبيرة الحجم ذات الاداء الجيد⁽¹⁾.

¹Michel Aglietta et Yves Landry, op-cit, 2008, p : 99 - 101.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و منذ سنة 2005 أصبحت السوق المالية كأداة حقيقية في خدمة النمو و التنمية الاقتصادية، حيث تضاعف مؤشر البورصة بمرتين في سنة 2007 و استطاعت هذه السوق جلب الادخار عن طريق صناديق التوظيف الجماعي و تم إحصاء 60 مليون من صغار المدخرين¹.

جدول رقم (20): الرسملة البورصية للسوق المالية الصينية

| السوق | السنوات | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| هونكونغ | | 463.1 | 714.6 | 861.5 | 1055 | 17.5 |
| شنغهاي | | 306.4 | 360.1 | 314.3 | 286.2 | 917.5 |
| شانزن | | 156.6 | 152.9 | 133.4 | 115.7 | 227.9 |

Source : Joachim Dornbusch, Romain Zolla, Op-Cit, P : 73.

حيث تم تدعيم الأسس القانونية و الهيكلية للأسواق المالية و إزالة العراقيل منذ سنة 2005 و تم إصدار قوانين تتعلق بتسيير المؤسسات و إصدار الأوراق المالية و قانون صناديق التوظيف الجماعي، هذه القوانين استطاعت ان تعطي إطار مؤهل للسوق المالية و المستثمرين المؤسساتيين بعد أن كانت تسيير وفقا لقوانين معقدة و متعددة و غير كاملة في بعض الاحيان و متناقضة، كما أن القوانين المتبناة حديثا جعلت السوق المالية الصينية قريبة من التطبيقات التي تعرفها الأسواق المالية الدولية، و تم رفع حذر تداول الأوراق المالية التي بحوزة الدولة تدريجيا و التي تعتبر مرحلة مهمة في مسار تطوير السوق المالية الصينية.

وتم إنشاء قسم خاص بالمؤسسات الصغيرة في سوق شانزن و تضاعفت عمليات إدخال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة فيها بلغت 273 مؤسسة في منتصف 2009، كما تم أيضا إنشاء قسم خاص بالمؤسسات الصغيرة لتكنولوجيا ذات النمو القوي و تم تسجيل فيها 28 ورقة مالية للوهلة الأولى، بالإضافة إلى إنشاء في سنة 2009 سوق للأسهم بالتراضي⁽²⁾.

¹ Joachim Dornbusch, Romain Zolla, La Chine, Breal, Paris, 2008, P 71 – 72.

² OCDE, étude économique de l'OCDE, Chine 2011, P 90 – 93.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (21): تطور السوق المالية الصينية

| عدد المؤسسات المسجلة | 2000 | 20005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|------|-------|------|-------|------|-------|
| عدد الأسهم الداخلية A و B | 1086 | 1378 | 1421 | 1530 | 1604 | 1603 |
| أسهم B | 113 | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| أسهم H | 52 | 122 | 143 | 148 | 153 | 153 |
| التسجيل في سوق شنغهاي | 572 | 834 | 842 | 860 | 864 | 864 |
| التسجيل في سوق شانزن | 514 | 544 | 579 | 670 | 740 | 739 |
| بورصة شنغهاي | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| الرسملة الإجمالية (مليار ين) | 2693 | 2310 | 7161 | 26984 | 9725 | 15911 |
| رسملة الأسهم القابلة للتداول (مليار ين) | 848 | 675 | 1643 | 6453 | 3231 | 6524 |
| رسملة الأسهم القابلة للتداول (نسبة من الناتج الداخلي الخام) | 8.5 | 3.7 | 7.8 | 25.1 | 10.7 | 21.2 |

Source : OCDE, Etude économique de L'OCDE, 2011, p : 93.

3-2-2 سوق السندات:

بلغ إصدار السندات بما يعادل 45 % من الناتج الداخلي الخام في سنة 2009، و تسيطر على الإصدارات، السندات المصدرة من طرف الدولة و البنك المركزي و التي تخدم امتصاص ارتفاع الاحتياطات البنكية الناتجة عن فائض ميزان المدفوعات و تمثل حوالي 25 % من مبلغ الإصدار الكلي للسندات، كما ان البنوك التجارية تعتبر أكبر الحائزين للسندات، بينما المستثمرين الآخرين فيحتلون مكانة أقل أهمية مما هي عليه في دول OCDE أو بعض الدول الناشئة الأخرى، و تهيمن الإصدارات قصيرة الأجل أقل من 03 سنوات، و يضمن السوق بين بنكي السندات أكثر من 95 % من المعاملات في السوق الثانوية⁽¹⁾.

¹OCDE, Etude économique de l'OCDE, 2011, P : 93.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (22): تركيبة أصناف السندات في 2009

| نسبة من الناتج الداخلي الخام | مليار ين | |
|------------------------------|----------|--------------------------------|
| 16,1 | 5222 | سندات الخزنة |
| 12,4 | 4008 | سندات البنك المركزي |
| 12,2 | 3953 | سندات البنوك العمومية المتخصصة |
| 1,1 | 352 | سندات المؤسسات |
| % 44 | 13436 | |

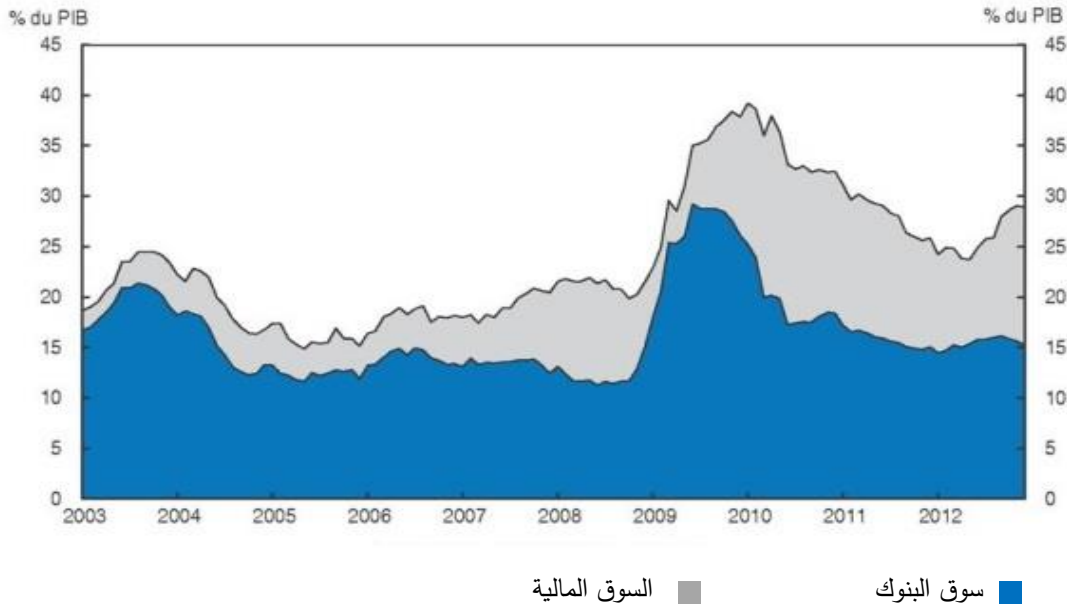
Source : OCDE, Etude économique de L'OCDE, 2011, p : 94.

و حصة المؤسسات في إصدار السندات تبقى محدودة جدا إذ تمثل حوالي 1,1 % من الناتج الداخلي الخام و هي أقل سوق إصدار للسندات في الدول الناشئة الآسيوية، و ذلك يعود إلى التعقيدات الإدارية و فرض معايير السياسة الاقتصادية على الإصدارات الأولية و انخفاض معدلات الفائدة المطبقة على هذه الإصدارات و عدم تسامح السلطات فيما يخص خطر الإفلاس و إلى تاريخ ليس ببعيد كان يفرض على المؤسسات الحصول على ضمان بنكي لعملية الإصدار و هي الشروط التي لا يمكن استيفاؤها إلا من طرف المؤسسات العمومية و وعيا من طرف السلطات بضرورة تطوير سوق السندات الخاصة من أجل تخفيض تركيز خطر القروض في النظام البنكي و توفير الأدوات المالية التي هي في حاجة إليها كل من شركات التأمين و صناديق التقاعد و ابتداءا من سنة 2007 تم اتخاذ تدابير تهدف إلى التخلي عن معايير السياسة الاقتصادية و اشتراط الضمان البنكي لعملية الإصدار¹. و شهدت سوق رؤوس الاموال الصينية تطورا كبيرا من حيث القيمة فيما يخص التدفق الإجمالي للتمويل الذي أخذ في الارتفاع من جديد بعد الأزمة الاقتصادية العالمية 2008 مسجلا في نهاية 2012 نموا قدره 42 % أي ما يعادل ضعف ما حققته السوق خلال الخمسة سنوات السابقة اللازمة².

¹IDEM

²OCDE, étude économique de l'OCDE, Chine 2011, P 90 – 94.

شكل رقم (28): تركيبة تدفقات التمويل



[file:///I:/OCDE \(2013\) Etudes Economiques de OCDE Chine OECD edition.htm](file:///I:/OCDE (2013) Etudes Economiques de OCDE Chine OECD edition.htm), p :39.

و تبقى البنوك العنصر الأساسي في النظام المالي الصيني، و فيما يخص الإشراف على أجزاء السوق المالية فإن البنك المركزي ينفرد بالإشراف على سوق السندات قصيرة الأجل بينما سوق طويلة الأجل فتشرف عليها اللجنة الوطنية للتطوير و الإصلاح. و الدخول إلى السوقين السابقين محصورا على المؤسسات التي هي تحت إشراف الدولة و تملك تصنيف ائتماني في مستوى A أو أكثر، و أبتقت لجنة تنظيم الأصول المالية- خط سوق ثالث - خط لأجل تطوير سوق سندات في كل من سوق شنغهاي و شانغنر لسماح للمؤسسات الصغيرة و التي لها تصنيف ائتماني أقل من A من إصدار السندات⁽¹⁾.

¹ IDEM, P 36 – 37.

تطرق هذا الفصل الى اقتصاديات الدول النامية و أهمية الأسواق المالية في تمويلها، و قسم إلى ثلاث مباحث، تعلق المبحث الأول بإعطاء نظرة عامة حول اقتصاديات الدول النامية من حيث مفهومها، و هي الدول الغير متحيزة التي بقيت خارج الكتلتين الاشتراكية و الرأسمالية و تتميز بعدم الاستغلال الأمثل لكل الموارد الاقتصادية و البشرية المتاحة و المعروفة بقصور التنمية الاقتصادية التي تقاس من خلال مؤشرات التنمية البشرية وفقا لثلاث مستويات: مستوى عالي، مستوى متوسط و مستوى ضعيف. و عرفت الدول النامية في العشرينات الأخيرة تصنيفات جديدة ضمن مجموعات متجانسة تتمثل في الدول الناشئة، الدول الصناعية الجديدة و الدول الأقل تقدما.

و تتطوي الدول النامية على سمات عامة تشمل الفقر، النمو الديمغرافي المتزايد، هيمنة النشاط الفلاحي و التأخر الصناعي، كما أنها تتميز بعدة خصائص هي: التبعية الاقتصادية للدول المتقدمة، نوعية أو هيكل الصادرات و طبيعة العلاقات الاقتصادية بين الدول النامية و الدول الصناعية. و قد شهد العالم في نهاية القرن الماضي العديد من التحولات الاقتصادية السريعة و المتلاحقة و العميقة في آثارها و توجهاتها المستقبلية، و نتج عن ذلك ظهور مفهوم جديد يتمثل في العولمة الذي يتحدد في نوعين رئيسيين هما: العولمة الإنتاجية و العولمة المالية، حيث تتبلور العولمة الإنتاجية في اتجاهين هما: عولمة التجارة الدولية و الاستثمار الأجنبي المباشر، بينما تتمثل العولمة المالية في الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي التي انجرت عنها آثار إيجابية و أخرى سلبية على فرص تمويل المؤسسات، و تتجلى العولمة من خلال السيطرة المتزايدة للشركات متعددة الجنسيات على التجارة الدولية، تزايد الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ظهور البنوك الشاملة، تقليص دور الوساطة المالية، إلغاء اللوائح و النظم المعيقة لنشاط الأسواق المالية و إلغاء الحدود الفاصلة ما بين أقسام السوق المالية الواحدة.

أما المبحث الثاني فقد خص تطور و أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة، و هي تلك الدول النامية التي تشهد في نفس الوقت نمو اقتصاديا مرتفعا و تطورا سريعا في أداء أسواقها المالية، و يتم تصنيف هذه الدول من خلال العديد من المعايير المتمثلة في: معيار النمو الاقتصادي، معيار طريقة تمويل الاقتصاد، معيار المؤسسة المالية الدولية، معيار وكالات التصنيف الائتماني و معيار استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة. و قد عرفت اقتصاديات هذه الدول في الآونة الأخيرة نمو اقتصاديا متميزا سمح لها بالمساهمة بشكل فعال في زيادة النمو الاقتصادي العالمي، و تصنف الدول الناشئة ضمن ستة

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

مجموعات هي: دول أمريكا اللاتينية، دول أوروبا الوسطى و الشرقية، دول إفريقيا الصحراوية، دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا و دول آسيا، و تساهم هذه الأخيرة بأكثر من نصف الناتج الداخلي الخام للدول الناشئة.

و قد لعب التحرير المالي دورا حيويا في التحول في طبيعة و هيكل تمويل الدول النامية من خلال تشجيع دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى هذه الدول، و المساهمة في الاستثمارات، و كانت للتحرير المالي آثار اقتصادية و مالية على اقتصاديات الدول النامية تجلت في انخفاض تكلفة التمويل و انعكاسها على التطاير البورصة و الكفاءة المعلوماتية و تطور الأسواق المالية و الرفع من النمو الاقتصادي، و تتميز الأسواق المالية في الدول الناشئة بحدائتها و صغر حجمها مقارنة مع الدول المتقدمة و عدم تجانسها و أنها ذات تطاير قوي و مردودية عالية و محفوفة بمخاطر عديدة: كمخاطر السيولة، و مخاطر الصرف و المخاطر السياسية، و شهدت الأسواق المالية الناشئة أداءا جيدا من خلال تطور سوق الأسهم و سوق السندات، بالرغم من تراجعها بفعل الأزمات المالية لتي شهدتها اقتصاديات هذه الدول منذ مطلع سنوات التسعينات.

بينما المبحث الثالث فتناول التحولات الاقتصادية في دول مجموعة بريك و أهمية الأسواق المالية فيها، حيث تعتبر هذه المجموعة نموذجا رائدا للدول الناشئة، و تشمل هذه المجموعة: البرازيل، روسيا، الهند و الصين، و تتميز هذه الدول بمزايا عديدة تتمثل في احتوائها على تعداد سكاني هائل و ثروات طبيعية معتبرة و تبنيها استراتيجية اقتصادية حرة و دورا حمائيا، بالإضافة إلى امتلاكها إطار قانوني و مالي موثوق فيه نسبيا. و قد شهدت اقتصاديات هذه الدول تحولات اقتصادية هامة مكنتها من إحراز معدلات نمو اقتصادي متميز و تحسن مؤشرات التنمية البشرية و تغير في هيكل التوزيع القطاعي للإنتاج و التشغيل و تطور التجارة الخارجية.

و تحتل الأسواق المالية في هذه الدول مكانة لا يستهان بها في تمويل اقتصاديات دول هذه المجموعة على الرغم من سيطرة التمويل المصرفي الذي يهيمن عليه القطاع العام، حيث استطاعت هذه الأسواق تكوين مؤشرات خاصة بها و إنشاء سوق مالية للعمليات الآجلة، و تتميز هذه الأسواق بضيقها و نقص السيولة و هيمنة إصدارات الدولة خصوصا سوق السندات، و أن هذه الأسواق لا تعكس حقيقة التطورات الاقتصادية و معدل النمو الاقتصادي الحاصل في دول هذه المجموعة.

الفصل السابع:

الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر

ومتطلبات تفعيلها

تحملت الدولة غداة الاستقلال عبء إنشاء وتوفير الاستثمارات اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق الاقتراض من الخارج وعائدات القطاع العام الذي ينحصر شبه كلياً في عائدات المحروقات و بعض المنتوجات الزراعية، غير أنه بعد عشرينات من الزمن تبين أن برامج التنمية ومخططاتها لم تبلغ ما كانت تصبو إليه في تحقيق التقدم و الرقي، بل ساهمت في تضخيم المشاكل الاقتصادية من خلال عبء المديونية الخارجية، و أصبح التحدي الأكبر ليس في توفير الاستثمارات بقدر ما هي كيفية سداد الديون الخارجية التي بلغ اجلها، الشيء الذي دفع بالسلطات العمومية إلى التفكير في وضع و تبني آليات اقتصادية جديدة تسمح لها بالخروج من المأزق الذي آل إليه مسار التنمية و إيجاد بدائل تمويلية جديدة خصوصاً في ظل تخلف القطاع المالي و اعتماد الحكومة على البنك المركزي كمصدر رئيسي للتمويل الحكومي و سد عجز الميزانية عن طريق الإصدار النقدي - ما يعرف بالتمويل التضخمي - الذي ساهم في ارتفاع الطلب الكلي بسبب إنفاق هذا الإصدار في أغراض غير استثمارية ومنه ارتفاع المستوى العام للأسعار الذي طبع الحياة الاقتصادية بداية من النصف الثاني لعشرية الثمانينات.

وأفضى هذا المخاض إلى تبني قواعد اقتصاد السوق والانبطاح أمام إملاءات المؤسسات المالية الدولية الخاصة ببرامج التصحيح الهيكلي و التحول في دور الدولة ضمن معادلة التنمية وتفكيك القطاع العام وتشجيع القطاع الخاص من خلال إنشاء المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، كما تم وضع آليات جديدة لتمويل الاقتصاد من خلال القيام بإصلاحات جبائية وتأسيس قانون النقد والقرض و محاولة تطوير النظام المصرفي و خلق سوق مالية - البورصة -، وعليه فإن هذا العنصر سوف يتطرق إلى النقاط الموالية:

- التحولات الهيكلية للاقتصاد الجزائري
- تمويل الاقتصاد الجزائري
- أداء بورصة الجزائر وأثر عدم تماثل المعلومات على التمويل بها و متطلبات تفعيلها.

المبحث الأول: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري

يتناول هذا المبحث العناصر التالية:

- طبيعة وخصائص الاقتصاد الجزائري
- تطور مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري

المطلب الأول: طبيعة وخصائص الاقتصاد الجزائري

11- تراجع القطاع الصناعي

تميز القطاع الصناعي الجزائري خلال الفترة الممتدة بين 1969 و 1989 بالارتقاء التدريجي في الانتاج من طرف الوحدات الصناعية و تحسين معدلات استغلال الطاقة الإنتاجية وفي تحول هيكل الفئة الشغيلة من حيث الكم و الكيف - التأهيل - حيث انتقل عدد العمال في الصناعة من 100000 إلى 500000 منصب شغل، كما سمح هذا القطاع بتحصيل خبرة تقنية و بشرية لا يستهان بها و شمل هذا القطاع العديد من الصناعات، فعلى غرار الصناعات المرتبطة بالمحروقات فقد مس أيضا صناعة الحديد و الصلب، التركيب الكهربائي و المعدني، الكيمياء، و بفضل تظافر الجهودات بدأ هذا القطاع في تطوير التقنيات الهندسية و الصيانة و الإنتاج المحلي للسلع، حيث تراوح معدل تغطية الإنتاج للاستهلاك في سنة 1980 بين 70 و 100 % من استهلاك العائلات و الإدارات باستثناء الدواء و السكر و السيارات، بينما بالنسبة إلى السلع الوسيطة و سلع التجهيز، فبلغ معدل التغطية من 60 % إلى 100% باستثناء المنتجات الكيماوية و الألمنيوم و المعادن الخاصة و شاحنات الأشغال العمومية و تبلغ التجهيزات الصناعية التي يتم استيرادها بشكل كلي تقريبا⁽¹⁾.

غير انه و بحلول عشرية التسعينات دخل هذا القطاع في تراجع مستمر أين انخفضت مستويات الإنتاج للعديد من المنتجات التي كانت تنتج محليا و سجل الإنتاج الصناعي تراجعا كبيرا خلال الفترة بين 1990 و 2001، فعلى سبيل المثال سجل انخفاض قدره 65% في المنتجات التامة، 45% في المنتجات الموجهة للعمل، 46% في إنتاج الجرارات و 55% في إنتاج الشاحنات⁽²⁾، و على إثر ذلك تراجع معدل النمو السنوي المتوسط للقيمة المضافة الصناعية من 6,3% في السبعينات إلى 4,5%

¹Abdelatif Benachenhou, L'industrialisation algérienne, Revue actualité de l'émigration, N°:spécial, Juillet 1987, P 40.

² Abdelatif Rabah, Economie Algérienne : le développement national contraire, INAS, Alger, 2011, P 289.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

في الثمانينات ثم إلى 4,1 % في التسعينات، كما انخفضت مناصب الشغل من 435000 في سنة 1990 إلى 123000 منصب في سنة 2005 و تراجع مساهمة قطاع الصناعة في الناتج الداخلي الخام من 22,5% في سنة 1984 إلى 5,3% سنة 2005.

بينما قطاع المحروقات والكهرباء سجل تطورا ملحوظا بارتفاع قدره 33,8% و 87,7 % على التوالي بين 1989 و 2002.

وتتميز قطاع الصناعة بالاستمرار في الجمود بمعدل نمو قدره 0,8 % في سنة 2007 بعد ان سجل تراجعا مستمرا لفترة طويلة.

و يرجع تأثر الصناعة الجزائرية إلى نقص الاستثمارات على أساس الاستثمارات العمومية قد تم تجميدها تقريبا منذ ثلاث عشريات، فالإنتاج كان سنة 2006 كما كان عليه قبل عشرين سنة 1984، كما ان مؤسسات القطاع العام تم حل و تصفية و خصصة العديد منها⁽¹⁾.

بينما القطاع الصناعي الخاص وفي ظل المؤشرات المتوفرة فقد سجل معدل نمو قدره 1,5 % في سنة 2003⁽²⁾.

و قد أظهر الإحصاء الأخير الذي قام به الديوان الوطني للإحصائيات (سنة 2012) أن قطاع الصناعة يتمثل في 10 % من النشاط الاقتصادي و بتعداد قدره 95445 وحدة صناعية⁽³⁾. كما أشار تقرير البنك المركزي إلى أنه تم الشروع في غلق 629 مؤسسة صناعية منذ سنة 2004⁽⁴⁾.

12- سيطرة القطاعات الغير إنتاجية على النشاط الاقتصادي⁽⁵⁾:

يبين توزيع الوحدات الاقتصادية على أساس القطاعات الاقتصادية هيمنة القطاع التجاري ب 511700 وحدة اقتصادية أي نسبة 55% من مجموع الوحدات الاقتصادية، منها 84% تمثل قطاع التجارة بالتجزئة و البقية توزع بين تجارة الجملة و تجارة السيارات و الدرجات، ثم يأتي في المرتبة الثانية قطاع الخدمات بتعداد قدره 317888 وحدة اقتصادية منها 26% تشتغل في قطاع النقل و 18% في مجال الإطعام و 14,5% في مجال خدمات الأشخاص و 10% في مجال الاتصالات،

¹Abdelatif Benachenhou, *op-cit*, 1987, P28.

²Rapport CNES sur la conjoncture économique et sociale du 1^{er} semestre 2003, P 19.

³Rapport du premier recensement économique, ONS, Alger, 2012, P 11.

⁴Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, banque d'Algérie, 2011, P 237.

⁵Rapport du premier recensement économique, ONS, *op-cit*, 2012, P 11.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

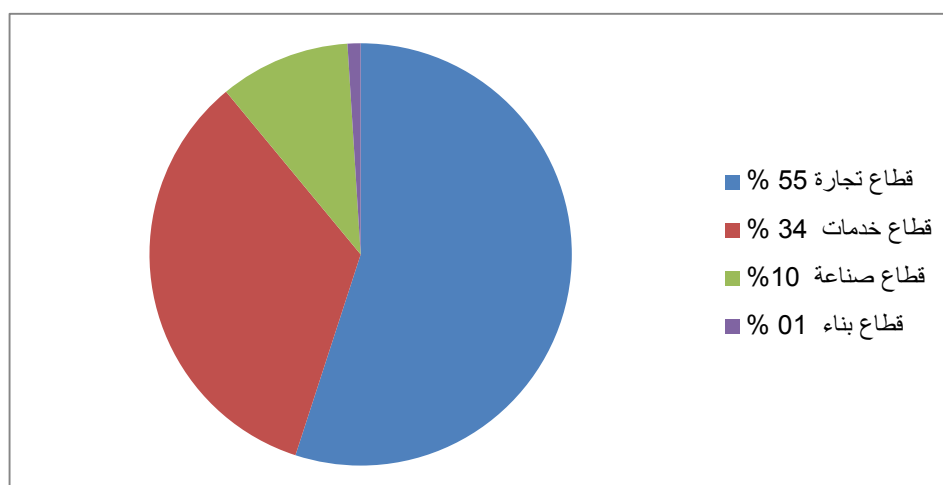
و5,3% في مجال القانون و المحاسبة و كذلك 5,3% في مجال الصحة، بينما قطاع البناء فيشمل 9117 وحدة اقتصادية بنسبة 1% من مجموع الوحدات الاقتصادية و بصفة إجمالية تبلغ عدد الوحدات العاملة في القطاع الغير انتاجي بـ 829688 وحدة اقتصادية من أجل 934250 وحدة أي بنسبة 89%، الشيء الذي يطبع صفة النشاط الغير إنتاجي على الاقتصاد الوطني.

جدول رقم (23): توزيع الوحدات الاقتصادية حسب القطاعات

| المجموع | النسبة | عدد الوحدات | قطاع النشاط | |
|---------|--------|-------------|-------------|---------------------|
| % 11 | % 10 | 95445 | الصناعة | النشاط الإنتاجي |
| | % 1 | 9117 | البناء | |
| % 89 | % 34 | 511700 | التجارة | النشاط الغير إنتاجي |
| | % 55 | 317988 | الخدمات | |
| % 100 | % 100 | 934250 | المجموع | |

Source : Rapport du premier recensement économique, ONS, op-cit, 2012, p : 11

شكل رقم (29): توزيع الوحدات الاقتصادية حسب القطاعات (%)



Source : IDEM, P11.

13- تنامي دور القطاع الخاص:

يسيطر القطاع الخاص على النسيج الاقتصادي الذي يشمل 915316 وحدة اقتصادية أي معدل 98 % من مجموع الوحدات الاقتصادية، تمارس نشاطا اقتصاديا مصرحا به، بينما حصة القطاع العام فتقدر بـ 1.8 % والوحدات الاقتصادية المختلطة تمثل 0.2 %، وترجع ضآلة القطاع العام إلى تجميد الاستثمارات العمومية وتقنيك العديد من الوحدات القائمة وكذلك حل وبيع نسبة معتبرة منها.

ويحتل النشاط التجاري ضمن القطاع الخاص المرتبة الأولى بـ 508638 وحدة اقتصادية أي بنسبة 55.6 %، ونشاط الخدمات يمثل 306213 وحدة اقتصادية، بينما النشاط الصناعي فيشمل 91149 وحدة اقتصادية بنسبة 10 % من المجموع.

14- تكاثر القطاع الموازي:

يشهد الاقتصاد الوطني تكاثر للنشاطات الاقتصادية الغير مصرح بها، و تقلت من أي مراقبة أو تسجيل، حيث تلتين من أنشطة تموين السوق الوطنية تخضع إلى القطاع الموازي، و يتم فيه تصريف 50 % من السلع بغض النظر عن مصدرها محلي أو أجنبي، و بفعل القطاع الموازي تتكبد الخزينة العمومية حوالي 3 مليار دولار سنويا من جراء عدم تحصيل الضرائب الواجبة الدفع و يفلت كتلة نقدية هامة من المرور عبر القنوات المصرفية مما يغذي نقص السيولة في بعض الأحيان لدى المؤسسات المالية و قطاع البريد⁽¹⁾.

كما ان القطاع الخاص لا يعاني من المنافسة المشروعة بقدر ما يعاني من القطاع الموازي و مشكل الفوترة و بخصوص اليد العاملة فإنه في سنة 2009 نصف اليد العاملة لم يكن مصرح بها لدى صندوق الضمان الاجتماعي⁽²⁾.

¹Abdelatif Rabah, op-cit, 2011, P 289.

²IDEM, P 289

15- التشغيل غير الكامل للنسيج الصناعي⁽¹⁾:

التحريات التي قام بها الديوان الوطني للإحصائيات و التي شملت 400 مؤسسة خاصة بينت أن 80% من هذه المؤسسات تستعمل أقل من 75% من طاقتها الإنتاجية و أكثر من 76% من هذه المؤسسات تستغل أقل من 50% من طاقتها الإنتاجية، و من بين 340 مؤسسة عمومية شملها الإحصاء 75% منها فقط تستعمل في حدود طاقتها الإنتاجية 75%، كما أظهرت التحريات ان قطاع الصناعة سجل تطور محسوس خلال السداسي الثاني لسنة 2008 مقارنة مع نفس الفترة في سنة 2007 بخصوص القطاع العام.

وعلى الصعيد المالي فإن 50% من المؤسسات العمومية خزيتها تتضمن موارد مالية كافية، بينما الصناعات الخاصة تعاني من نقص في التمويل مما يفسر لجوءها المتزايد للقروض البنكية، حيث 75% من المؤسسات الخاصة قد تقدمت إلى طلب قروض بنكية على العكس من المؤسسات العمومية فإن 25% منها فقط تقدمت إلى طلب قروض بنكية.

16- الطبيعة الغير إنتاجية للنشاط الاقتصادي⁽²⁾:

يمثل الإنتاج الصناعي في الجزائر في ظل خريطة النشاطات الاقتصادية حصة ضئيلة تقدر بـ 10,2% من مجموع الوحدات الاقتصادية بتعداد قدره 95445 وحدة اقتصادية من مجموع 934250 تم إحصاؤها تشتغل في نشاط الصناعات الغذائية و إنتاج الحليب و المشروبات و ذلك باستثناء قطاع المحروقات،

بينما الحصة الأكبر في النشاط الاقتصادي فتشمل القطاع الغير إنتاجي أي نشاط التجارة و الخدمات بنسبة 89%.

¹Stratigecabusness & finances, Revue bimestrielle d'information N° 50, BADR infos, Kalamlom, Mai-Juin 2009, P 38.

² Rapport du premier recensement économique, ONS,op-cit, 2012, P 14.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (24): توزيع الوحدات الاقتصادية حسب كل قطاع و سنة الإنشاء (%)

| 2011-2000 | 1999-1990 | 1990 - 1980 | 1980 | الفترة قطاع النشاط |
|-----------|-----------|-------------|------|-----------------------|
| 55 | 55,4 | 49,4 | 51,7 | التجارة |
| 33,9 | 33,8 | 37,7 | 31,9 | الخدمات |
| 10,2 | 9,6 | 11,4 | 13,7 | الصناعة |
| 0,9 | 1,2 | 1,5 | 1,7 | البناء |
| 100 | 100 | 100 | 100 | المجموع |

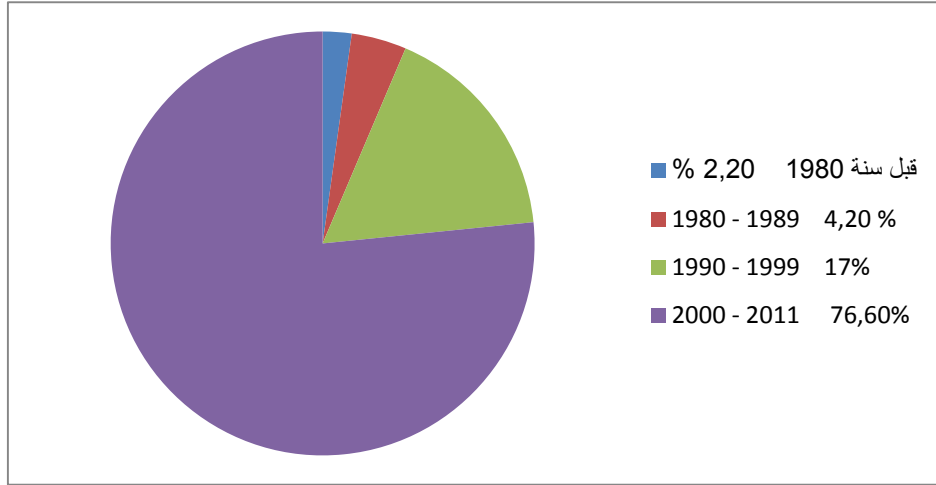
Source : Rapport du premier recensement économique, ONS, op-cit, 2012, P 14.

17- الانتشار الواسع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال العشرية الأخيرة

بالنسبة إلى قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لم تكن هناك استراتيجية صناعية لمثل هذه المؤسسات إلى غاية سنة 1992 و هي سنة إنشاء أول وزارة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، غير أنه و بفضل التدعيم الذي باشرته السلطات الجزائرية لتشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بفعل إنشاء العديد من الهياكل التي توطر عملية خلق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و توفير الدعم المالي والمرافقة التقنية، و تندرج هذه العملية في إطار تدعيم الاحتياجات الاقتصادية الحقيقية التي أملت سياسة التحول نحو اقتصاد السوق و الشروع في حل وخصوصة المؤسسات العمومية. ومن بين المحفزات التي لجأت الدولة إلى تبنيها نجد إنشاء عدة أطر لتأطير العملية منها عل سبيل المثال: الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر، الوكالة الوطنية لدعم و تشغيل الشباب، و كذلك منح مزايا جبائية و بنكية و منح قروض بدون فوائد، وعليه فإن حوالي 76 % من المؤسسات تم إنشاؤها خلال الفترة الممتدة بين سنة 2000-2011، و 17 % خلال الفترة 1990-1999، هذا ما يؤكد الدور الذي لعبته سياسة الدولة في خلق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالرغم من انها تعتبر فتية⁽¹⁾.

¹Rapport du premier recensement économique, ONS, op-cit, 2012, P 15.

شكل رقم (30): توزيع الوحدات الاقتصادية على أساس سنة الإنشاء (%)



Source :Rapport du premier recensement économique, ONS, op-cit, 2012, p 13.

18- هيمنة البنوك العمومية على النشاط المصرفي:

يمثل عنصر رأس المال المحرك الرئيسي لعملية التنمية الاقتصادية لما يلعبه من دور أساسي في تمويلها، و هي المهمة التي يعنى بها الجهاز المصرفي الذي يقوم بتكوين الموارد اللازمة لتمويل التنمية من خلال تعبئة المدخرات و الاستخدام الكفء لهذه الموارد في اوجه الاستثمارات المتاحة، ويتولى في الجزائر هذه المهمة بصفة غالبية القطاع المصرفي العمومي الذي يتميز بنقص الاحترافية ومردودية غير كافية و سيولة عالية⁽¹⁾.

وعلى الرغم من وجود قانون النقد و القرض الذي فتح المجال أمام القطاع المصرفي الخاص والأجنبي فإن تواجد هذا الأخير يبقى محدود من حيث المكان، طبيعة العمليات المتدخل فيها، فأغلب البنوك الأجنبية المتواجدة في الجزائر ترافق عمليات التجارة الخارجية و بعض الاستثمارات المباشرة.

و حتى نهاية سنة 2010 فإن النظام المصرفي للجزائر يتكون من 26 بنك و مؤسسة مالية منها⁽²⁾:

- 6 بنوك عمومية منتشرة عبر التراب الوطني من خلال 1077 وكالة
- 14 بنك خاص ذات رؤوس أموال أجنبية منها: بنك مختلط تتضمن 176 وكالة متواجدة في المدن الكبرى فقط.

¹Strategica, busness& finances, op-cit, 2009, P 29.

²Rapport annuel de l'ONS 2012, P 474

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- 3 مؤسسات مالية منها 2 تابعة للقطاع العام
- شركتي لإيجار خاصيتين
- صندوق التعاون الفلاحي

كما تبلغ حصة البنوك العمومية 89 % من مجموع الأصول، بينما حصة البنوك الخاصة هي 11%⁽¹⁾.

وفيما يخص تعبئة الموارد تحت الطلب والآجلة، فإن نصيب البنوك العمومية مقارنة مع البنوك الخاصة فيتمثل فيما يلي:

جدول رقم (25) توزيع الودائع على أساس القطاعات القانونية

(مليار دينار)

| 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنوات القطاعات |
|--------|--------|--------|--------|-----------------------|
| 5712,1 | 5146,4 | 5161,8 | 4517,3 | مجموع الموارد المجمعة |
| 89,6 | 90 | 92,2 | 6,9 | حصة القطاع الخاص % |
| 10,4 | 10 | 7,8 | 93,1 | حصة القطاع العام % |

Source :Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, banque d'Algérie, 2010, P 82.

ونفس الشيء بالنسبة للقروض الممنوحة حيث تصدرت البنوك العمومية المرتبة الأولى و هو ما يظهره الجدول أدناه.

¹ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2010, P 81.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم(26) "توزيع القروض الممنوحة حسب القطاع القانوني

(مليار دينار)

| 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | السنوات | القطاعات |
|---------|--------|--------|--------|---------|---|
| 32266,7 | 3085,1 | 2614,1 | 2203,7 | | مجموع القروض الممنوحة |
| % 86,8 | % 87,9 | % 87,5 | % 88,5 | | حصة القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي العام |
| % 13,2 | % 12,1 | % 12,5 | % 11,5 | | حصة القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي الخاص |

Source :Rapport du premier recensement économique, ONS, op-cit, 2012, P85.

ويلاحظ بأن نصيب القطاع المصرفي الخاص في منح القروض يشهد وثيرة متزايدة، فبعد أن سجل نسبة 11,5% في سنة 2007 فقد قفز إلى 13,2% في سنة 2010.

19- ارتباط الصادرات بالمحروقات:

تمثل صادرات قطاع المحروقات 98% من حجم الصادرات بالنسبة إلى سنة 2010 و هي نفسها في المتوسط بالنسبة إلى بقية السنوات السابقة، كما أن هذا المورد يمثل حوالي 75% إلى 80% من مداخل الميزانية العمومية⁽¹⁾.

ويعتبر هذا المورد من الموارد الزائلة على المدى المتوسط، ففي تقرير منظمة "OPEC" فإن احتياطي الجزائر يمثل 1% من الاحتياطي العالمي بالنسبة إلى البترول و مدة الاحتياط تقدر بـ 16,7 سنة و 2,4 من الاحتياطيات العالمية بالنسبة إلى الغاز و مدة استغلاله المتوقعة 52 سنة، كما يعطى مؤشر الاحتياطيات بالنسبة إلى الإنتاج الذي يقيس المدة المتوقعة للانضباب بـ 16,8 سنة بداية من سنة 2006، بعد أن كان هذا المؤشر يقدر بـ 33,2 سنة في سنة 1996، و يعود ذلك إلى وتيرة الإنتاج المكثفة في السنوات الأخيرة.

¹AbdelatifRabah, op-cit, 2011, P 334.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وحسب رأي الخبير العالمي في المحروقات Nicols Sarkis فإن الجزائر تعتبر البلد الذي يتميز بمعدل إنتاج واحتياطات ضعيفة في منظمة الدول المصدرة للبترول (1). ويفضل الاكتشافات الغير تعاقدية في أمريكا الشمالية يتوقع انهيار الأسعار وتقلص مدة العقود المبرمة فبعد أن كانت تبرم العقود لمدة 20 سنة أصبحت تبرم لمدة 10 أو 5 سنوات في الغالب. كما أن تنامي الاحتياجات الداخلية لمادتي الغاز و البترول سوف يقلص من حجم الصادرات المستقبلية، فبعد أن كان معدل الاستهلاك الداخلي في نهاية التسعينات يقدر بـ 26,6 % بالنسبة إلى الغاز و 14 % بالنسبة إلى البترول، فإن معدل التزايد السنوي بين 1997 و 2009 يقدر بـ 6 % سنويا، مما يتطلب إنتاج قدره 189,3 مليار م³ لتلبية الاحتياجات من الغاز خلال الفترة الممتدة بين 2006 و 2015 أي بما يعادل سنتين من الصادرات على أساس صادرات سنة 2005، الشيء الذي يتطلب تنويع الصادرات و استغلال المداخل الحالية و بعث عجلة التنمية و النهوض بالقطاعات التي تتوفر على طاقات كامنة و قدرة تنافسية(2).

وفي تقرير لمنظمة OCDE يخص سنة 2009/2008 الخاص بالظروف الاقتصادية في افريقيا فإن تراجع معدل النمو الاقتصادي في سنة 2009 و 2008 مرده إلى انهيار أسعار الخام في العالم مما أدى إلى تدني عائدات المحروقات بـ 2 مليار دولار، و هو ما يؤكد حساسية مداخل الجزائر للتقلبات و الأزمات الاقتصادية العالمية(3).

20- الترتيب السوي للاقتصاد الجزائري عالميا:

يتموقع الاقتصاد الجزائري في المراتب الأخيرة ضمن المؤشرات التي تعدها الهيئات الدولية، و التي تعتبر مؤشر يعتد عليه من طرف الشركات الأجنبية في إقامة مشاريعها في البلدان الأخرى، حيث احتلت الجزائر في سنة 2013 المرتبة 100 من مجموع 148 دولة موضوع الدراسة، و ذلك حسب التقرير الذي يعده المنتدى الاقتصادي العالمي بدافونس، وقد تقدمت الجزائر بعشر مراتب بالمقارنة مع السنة الماضية، و يعود هذا التحسن في وضعها إلى عدم تأثرها بالأزمة الاقتصادية

¹IDEM, P 335.

²IDEM, P 337 - 338.

³Strategica, busness& finances, op-cit, 2009, P 36

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

العالمية رغم أن العوامل المؤثرة على أداء الأعمال تظل حاضرة مثل انتشار الفساد و نظم العمل المقيدة لقطاع الاعمال و كذا التعقيدات الإدارية التي تبقى تسير و تؤثر على أداء الاقتصاد الجزائري. و من أهم العوامل المعيقة لممارسة النشاط الاقتصادي صعوبة الحصول على التمويل و الفساد إلى جانب ضعف التأهيل العلمي للقوى العاملة و قواعد صرف العملات الاجنبية و معدلات الضريبة المرتفعة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: تطور مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري

بعد سلسلة الاصلاحات التي مر بها الاقتصاد الجزائري وتبني قواعد اقتصاد السوق ومحاولة توفير الظروف الضرورية من أجل تحقيق تنويع أكبر في الاقتصاد الوطني، بدأت وتيرة التنمية في التسارع مع مطلع الألفية الجديدة التي تزامنت مع تحسن ملحوظ في مداخيل العملة الصعبة المتأتية من قطاع المحروقات واعتماد برامج الانعاش الاقتصادي التي كانت لها انعكاسات اقتصادية واجتماعية مهمة.

3- تطور المؤشرات الاقتصادية:

شهد الاقتصاد الجزائري بداية من الألفية الثالثة أداءً اقتصاديا وماليا جيدا، لاسيما فيما يخص تطور معدلات نمو الاقتصاد وتحسن وضعية المالية العمومية والسيولة البنكية والتي سمحت بإرساء الاستقرار المالي وتوفير الظروف المناسبة لبعث الاستثمار والنشاط الإنتاجي، كما أدت بدورها إلى تزايد معدلات التضخم من سنة إلى أخرى.

1-1 تطور معدل النمو الاقتصادي:

عرف النمو الاقتصادي خلال الفترة الممتدة 2000 و 2006 نموا سنويا قدره 4,8% خارج المحروقات ويعود الفضل في ذلك إلى قطاع البناء وقطاع الفلاحة⁽²⁾، وكذلك برنامج دعم الانعاش الاقتصادي، كما عرفت ذات الفترة نموا ايجابيا ومعتبر بالنسبة إلى قطاع نشاط الاستثمارات العمومية الخاصة بالماء والطاقة والمعادن وكذلك صناعات القطاع الخاص، بينما يشهد الانتاج الصناعي العمومي تراجع مستمر⁽³⁾. ونفس الشيء بالنسبة لسنة 2008 فقد سجل الناتج الداخلي الخام ارتفاعا

1.htm مركز الجزائر للدراسات و الإعلام - الجزائر في تقرير التنافسية العالمية لسنة 2013 : File///

2 Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2006, P 25.

3 OCDE 2006, Algérie dans perspective économique en Afrique, transformation structurelle et ressources naturelles, OCDE, 2006.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

يعود أساسا إلى ديناميكية قطاعات البناء والاشغال العمومية والصناعة والخدمات بالرغم من تراجع قطاع المحروقات الذي يشهد انخفاضا في القيمة المضافة للسنة الثالثة على التوالي، وسجل معدل النمو الاقتصادي 3% في سنة 2007 والذي كان مدعما ببرامج الاستثمارات العمومية المسطرة في البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي الذي رصدت له الدولة 150 مليار دولار، والممتدة على مدار الفترة 2005 - 2009،⁽¹⁾ بينما شهد معدل النمو الاقتصادي في سنة 2009 تراجعا حيث سجل نموا قدره 2,4%.⁽²⁾

وبفضل تطور الطلب الداخلي الذي ساهم في ارتفاع معدل النمو الداخلي الذي ساهم في ارتفاع معدل النمو للناتج الداخلي الخام خلال سنة 2010 الذي بلغ 3,4% سنة 2011 بتراجع قدره نقطة واحدة.⁽³⁾

وعرف الناتج الداخلي الخام خلال سنة 2012 تطورا بلغ 3,9% وهي نفس الوتيرة التي يعرفها نمو الناتج الداخلي الخام خلال سنة 2013 الذي يتوقع معدل نمو قدره 3,6%، ويقدر معدل النمو الداخلي الخام خارج المحروقات 5,8% مقابل 5,7% في سنة 2011، وبالنظر إلى الامكانيات الضخمة المتاحة أمام الاقتصاد الجزائري كان بإمكانه تحقيق معدلات نمو أعلى مما هو محقق خصوصا تلك المتعلقة بالاحتياطي الكبير من العملة الصعبة المتأتية من قطاع المحروقات.⁽⁴⁾ ويعزى النمو الاقتصادي المحقق في الجزائر إلى الاستثمارات العمومية المجسدة من خلال البرامج الحكومية التي تم تطبيقها ابتداء من سنة 2000 والتي مست جميع القطاعات، وتمول هذه المشاريع في غالبيتها من خلال الصندوق ضبط الابعادات الذي بدوره ممول من فارق السعر لصادرات المحروقات.⁵

¹ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2008, P 26.

² Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2009, P 36.

³ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2011, P 25.

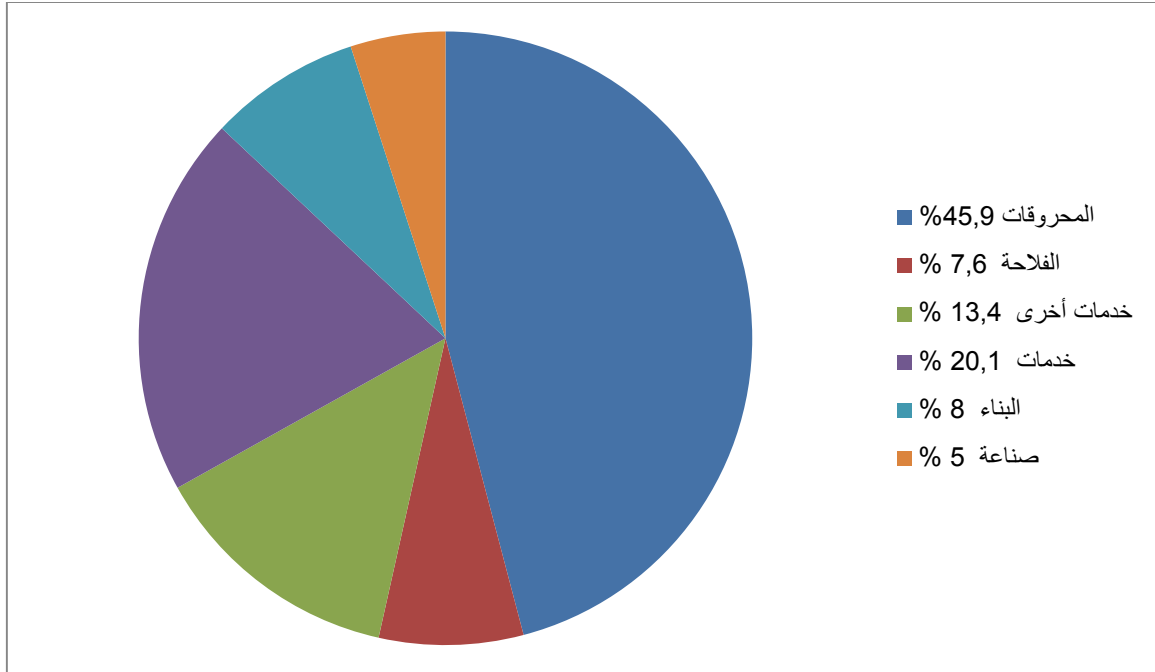
⁴ OCDE 2013, Algérie dans perspective économique en Afrique, op-cit, 2013.

⁵ غراس النهلة، تطور النظام البنكي وعلاقته بالنمو الاقتصادي في الجزائر للفترة 1971 - 2009، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، العدد رقم 2012/12، ص35.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

شكل رقم (31) : تطور معدل النمو الاقتصادي

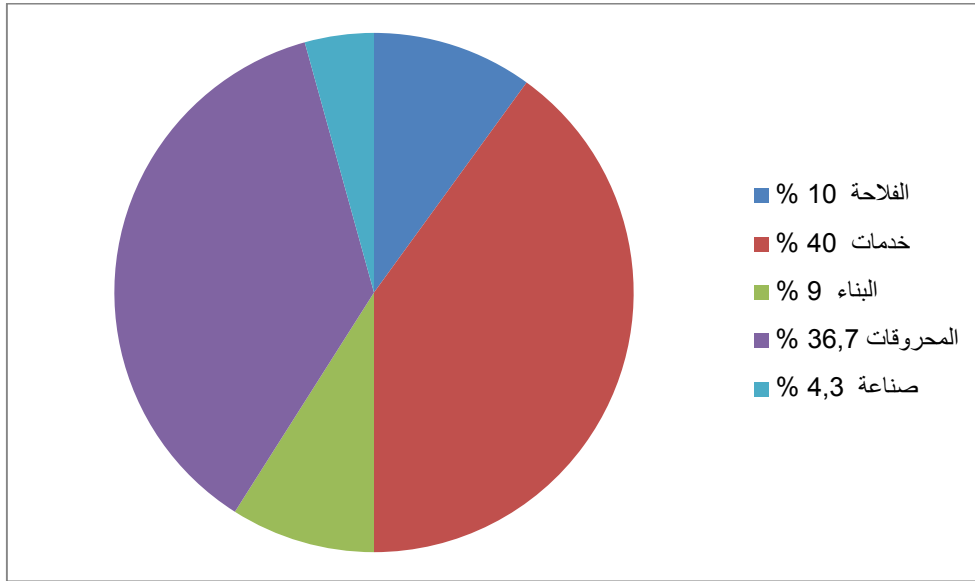
هيكل الناتج الداخلي الخام 2006



Source : Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2008,p133.

ويلاحظ أن قطاع الصناعة الأقل نسبة، ويعود ذلك إلى تراجع القطاع الصناعي العام بنسبة 80% منذ 1989 والملاحظ على أساس انخفاض الانتاج والطاقة الانتاجية هذا من جهة ومن جهة أخرى إلى انخفاض نسبة القطاع الصناعي الخاص.

شكل رقم (32): هيكل الناتج الداخلي الخام 2011



Source : OCDE 2013,Algerie dans perspective économique en Afrique, op-cit, 2013.

2-1) تطور المؤشرات النقدية:

بفضل الارتفاع المستمر لأسعار المحروقات في الأسواق العالمية شهدت معظم المؤشرات الاقتصادية الكلية تحسنا ملحوظا، وبدورها المؤشرات النقدية عرفت تطورا، لاسيما التراكم المستمر للسيولة النقدية من جراء ارتفاع إيرادات المحروقات، حيث خلال الفترة التي أعقبت سنة 2000 تمكن بنك الجزائر من تشكيل مستويات مرتفعة من الموجودات الخارجية والتي نتجت عن ارتفاع إيرادات المحروقات، ولكن هذه الموجودات للبنك من بين أهم المقابلات للكتلة النقدية والتي عرفت تغيرات هيكلية نتيجة التطور الملحوظ للموجودات مما أدى إلى حدوث تغيرات مقابلة فيما يتعلق بمكونات وحجم الكتلة النقدية والنتيجة في الأخير فوائض نقدية كبيرة، فقد تضاعفت حجم الموجودات الأجنبية الصافية كمقابل للكتلة النقدية أكثر من 12 مرة خلال الفترة الممتدة بين 2000 و 2009، فقد انتقلت من 775,9 مليار دج في سنة 2000 إلى 10246,9 مليار دج⁽¹⁾.

وحسب تقرير بنك الجزائر حول الوضعية النقدية، تجاوزت الموجودات الخارجية الصافية لدى بنك الجزائر كمصدر رئيسي للإصدار النقدي، خاصة بعد سنة 2005، ففي سنة 2000 مثلت

¹ فضيل رايس، تحولات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000 - 2009، مجلة الباحث، جامعة تبسة العدد 12/10، ص 76.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الموجودات الخارجية الصافية 38,6% من الكتلة النقدية وارتفعت إلى 85,5% في سنة 2004 لتتجاوز ابتداء من سنة 2005 نسبة 100%⁽¹⁾، ويعبر هذا الوضع عن وجود اختلالات هيكلية في الكتلة النقدية، حيث أن ارتفاع أسعار المحروقات أدى إلى تراكم احتياطات الصرف وانعكس ذلك في المساهمة الكبيرة لصافي الموجودات الأجنبية كمقابل للكتلة النقدية، ويساهم هذا التراكم للموارد النقدية في رفع سيولة النظام البنكي.

ومن ناحية أخرى يكشف هيكل الكتلة النقدية عن تحول كبير في حجم ونوع الودائع، فخلال الفترة 2009-2000 تضاعفت الودائع تحت الطلب باعتبارها أحد مكونات الكتلة النقدية بستة مرات، وذلك بانتقالها في مساهمتها في تشكيل الكتلة النقدية من 23,11% في سنة 2000 إلى 57,7% في سنة 2008، مما يدل على توفر سيولة لدى البنوك⁽²⁾.

نظرا لضعف الدور الذي تلعبه البنوك وبالأخص فيما يتعلق بالوساطة المالية التي لا تزال ضعيفة، فالبنوك تفضل توظيف فائضها من السيولة في السوق النقدية بدلا من تمويل مشاريع المؤسسات، ورغم أن العملة في التداول كمكون أساسي للكتلة النقدية لم تكن متذبذبة خلال الفترة 2000 - 2009 كما هو الحال بالنسبة إلى الودائع تحت الطلب، إلا أنها تعتبر مبالغ ضخمة وغير مستغلة كدليل على ضعف النظام المصرفي في استقطاب هذه الأموال وتحويلها إلى استثمارات منتجة.

ومن أجل احتواء فائض السيولة بالكامل والحد من الآثار السلبية و التضخم، كثف بنك الجزائر ابتداء من سنة 2000 من استعمال ثلاث وسائل للسياسة النقدية والتي تتمثل في سياسة استرجاع السيولة لفترة سبعة أيام وثلاث أشهر و التسهيلات الدائمة الخاصة بالوديعة المطلقة للفائدة ثم سياسة الاحتياط الإجمالي⁽³⁾، حيث انتقل معدل الاحتياطات الاجبارية من 9% إلى 11% ابتداء من ماي 2011.⁽⁴⁾ وتظل سياسة بنك الجزائر تتمحور حول مراقبة الكتلة النقدية التي تشهد توسعا متواليا، حيث ارتفعت بـ 11,47% في سنة 2012 مقابل 19,9% في سنة 2011 والناجمة عن نمو

¹ نفس المرجع السابق، ص 77.

² فضيل رايس، مرجع سابق، 2001، ص 78.

³ فضيل رايس، مرجع سابق، 2012، ص 77.

⁴ OCDE 2013, *Algerie dans perspective économique en Afrique*, op-cit, 2013.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

القروض الموجهة للاقتصاد و التغير الموجب للأرصدة الخارجية بفعل فائض ميزان المدفوعات، وبخصوص القروض الموجهة للاقتصاد فقد تطورت بنسبة 15,3% في سنة 2012 مقابل 14% في سنة 2011، ويندرج هذا التطور في إطار الدعم المالي للدولة لصالح المؤسسات العمومية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بهدف الرفع من إنتاج السلع والخدمات وخلق الشغل على المستوى المتوسط والطويل الأجل⁽¹⁾.

وعرف الاقتصاد الجزائري ارتفاعا حادا فيما يتعلق بمعدلات التضخم، أين سجل معدلا قدره 8,9% في سنة 2012 مقابل 4,5% في سنة 2011،⁽²⁾ بعد أن كان في سنة 2005 يمثل 1,9% و 4,6% في سنة 2004،⁽³⁾ وبلغ معدل 3,8 سنة 2007.⁽⁴⁾

وأسباب التضخم في الاقتصاد الجزائري ليست نقدية بالكامل، فالعوامل النقدية تعتبر هامشية، ويعود التضخم إلى سببين هما:

- تضخم أسعار الواردات الغذائية، وهو تضخم مستورد.
- الانفاق الحكومي الكبير، الناتج عن برامج الاستثمارات العمومية ورفع الأجور.

1-3) تطور الميزان التجاري:

سجل الميزان التجاري فائضا بلغ 27,18 مليار دولار بعنوان سنة 2012، كما يمثل الفائض الجاري حوالي 8,2% من الناتج الداخلي الخام، مما سمح بتطور احتياطات الصرف التي بلغت 190,7 مليار دولار في نهاية سنة 2012، أي ما يعادل 3 سنوات من استيراد السلع والخدمات وقد شكلت صادرات المحروقات 97% من إجمالي الصادرات، وتتمثل أهم الدول الموردة للجزائر في فرنسا، الصين، إيطاليا، إسبانيا وألمانيا بينما أم الزبائن فيتمثلون في الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 11,94 مليار دولار، إيطاليا ب 11,67 مليار دولار، إسبانيا ب 7,57 مليار دولار، و فرنسا ب 6,6 مليار دولار ثم كندا ب 5,48 مليار دولار⁽⁵⁾.

¹ OCDE 2013, Algérie dans perspective économique en Afrique, *op-cit*, 2013

² IDEM

³ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, *op-cit*, 2006, P 51.

⁴ OCDE 2008, Algérie dans perspective économique en Afrique, *op-cit*, 2008, P135.

⁵ OCDE 2013, Algérie dans perspective économique en Afrique, *op-cit*, 2013.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وبفضل التحسن المسجل في أسعار المحروقات في الأسواق العالمية، فقد شهد أيضا ميزان العمليات التجارية تبعا لذلك تطورا إيجابيا ساهم في تراكم احتياطات الصرف من سنة إلى أخرى، فقد بلغت صادرات الجزائر في سنة 2007 قيمة 4242,9 مليار دج بما يعادل 45,5% من الناتج الداخلي الخام مقابل 3976 مليار دج في سنة 2006 أي بارتفاع قدره 6,3%، وبلغت صادرات المحروقات لوحدها قيمة 4112 مليار دج أي ما يعادل 97% من الحجم الاجمالي للصادرات⁽¹⁾.

جدول رقم (27): تطور الميزان الجاري الجزائري

(نسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام)

| *2014 | *2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2004 | |
|-------|-------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| 11,8 | 12,8 | 14,1 | 14,5 | 11,2 | 5,6 | 16,7 | الميزان التجاري |
| 34,8 | 35,4 | 36,4 | 37,7 | 35 | 32,7 | 37,8 | صادرات السلع |
| 23 | 22,6 | 22,3 | 23,3 | 23,8 | 27 | 21 | واردات الخدمات |
| -4,3 | -5,3 | -6 | -4,8 | -5 | -6,3 | -2,3 | ميزان الخدمات |
| 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 2,9 | التحويلات الجارية |
| 7,5 | 7,5 | 8,2 | 9,9 | 7,6 | 0,3 | 1,3 | رصيد الحسابات الجارية |

Source : OCDE 2013,Algerie dans perspective économique en Afrique, op-cit,p73.

تطور المؤشرات الاجتماعية:

عرفت الجزائر بفضل ارتفاع أسعار المحروقات في الاسواق العالمية تطورا معتبرا في المداخيل وتطورات مهمة على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي، لا سيما فيما يخص نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام الذي انتقل من 1610 دولار في سنة 2000 إلى 4500 دولار في سنة 2012²، وبهذا فهي تحتل المرتبة الاولى في شمال افريقيا بعد ان كانت تحتل المرتبة الثانية بعد ليبيا التي يبلغ نصيب الفرد فيها من الناتج الداخلي الخام في سنة 2010 قيمة 11300 دولار مقابل 4400 دولار

¹ OCDE 2008 ,Algérie dans perspective économique en Afrique, op-cit, 2008, P135.

* البيانات المتعلقة بسنة 2013 و2014 عبارة عن تقديرات.

² OCDE 2013 ,Algérie dans perspective économique en Afrique, op-cit, 2013.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

بالنسبة الى الجزائر⁽¹⁾، لكن بسبب الظروف الامنية انخفض مؤشر نصيب الفرد الليبي من النتائج الداخل الخام الى مستويات دنيا.

غير ان مؤشر نصيب الفرد الجزائري من الناتج الداخلي الخام يعتبر ضعيف مقارنة بما هو عليه في الدول الناشئة، حيث بلغ نصيب الفرد في البرازيل من الناتج الداخلي الخام 11273 دولار في سنة 2010 بمعادلة القوة الشرائية وفي الارجننتين 15901 دولار و 14406 دولار في المكسيك و 8394 دولار في الصين و 16687 دولار في روسيا⁽²⁾.

كما عرفت الجزائر تطورات أخرى بالنسبة الى تطور مؤشر التنمية البشرية، فقد صنفت الجزائر في المرتبة 93 من مجموع 186 دولة، الشيء الذي يضع الجزائر ضمن الدول ذات التنمية البشرية المتوسطة بمعدل $IDH = 0,73$ وكذلك تراجع نسبة البطالة من 17 % من مجموع السكان في سنة 1990 إلى 0.5 % في سنة 2011، وحسب المعطيات الرسمية فإن معدل البطالة انتقل من 30 % في سنة 2001 الى 15.3 % في سنة 2005 وذلك ضمن اليد العاملة تم تواصل هذا المعدل في الانخفاض ليسجل معدل 13.8 % في سنة 2007 وهذا يعادل 1.24 مليون بطل³، كما سجل هذا المعدل نسبة ادنى تقدر ب 10 % في سنة 2011 من مجموع السكان النشيطين وبلغ معدل البطالة لدى فئة العمرية (15-24) نسبة 22 %.

المبحث الثاني: تمويل الاقتصاد الجزائري

يتطرق هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- تمويل الاقتصاد عن طريق النظام المصرفي
- تمويل الاقتصاد عن طريق الخزينة العمومية
- تمويل الاقتصاد عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر

¹ Revue Alternatives internationales Hors -Série N^o 10/jan 2012 P 72.

² IDEM, P 104.

³ OCDE 2008, Algeria dans perspective économique en Afrique, op-cit, 2008, P 144 .

المطلب الأول: تمويل الاقتصاد عن طريق النظام المصرفي

واكب النظام المصرفي الجزائري عملية تمويل التنمية منذ الاستقلال إلى يومنا هذا، حيث شهد خلال هذه الفترة تطورات هامة تخللتها العديد من الإصلاحات من أجل مساندة التحولات الهيكلية التي شهدتها الاقتصاد الجزائري، و عليه يتناول هذا العنصر النقاط التالية:

4-لمحة تاريخية عن تطور تنظيم النظام المصرفي و تمويل الاقتصاد الوطني:

1-1) واقع النظام المصرفي قبل صدور قانون النقد و القرض (قانون 10-90):

إلى غاية سنة 1966، كان النظام المصرفي الجزائري يقوم على أساس نظام لبرالي ، و يتكون أساسا من البنك المركزي الجزائري و المنشأ سنة 1962، الصندوق الجزائري للتنمية الذي تم تأسيسه سنة 1963 والذي عوض فيما بعد بالبنك الجزائري للتنمية "BAD" سنة 1972، و الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط الذي أنشأ سنة 1964، بالإضافة إلى المؤسسات المصرفية و المالية الأجنبية ذات الغالبية الفرنسية التي ظلت في الجزائر في أعقاب الاستقلال إلى غاية تأميمها.

أوكلت آنذاك إلى البنك المركزي الجزائري مهمة إعداد السياسة النقدية ومراقبة النظام المصرفي والمالي القائم وتسيير الاحتياطات من العملة الصعبة.

وبعد تبني التخطيط كآلية لتسيير الاقتصاد الوطني قامت السلطات الجزائرية بتأميم البنوك الأجنبية وإنشاء بنوك وطنية حتى تستجيب لمتطلبات التنمية الاقتصادية القائمة على القطاع العام. وتم وضع مخططات تنموية أولها كان بين سنة 1967 و 1969، و أخذت الدولة على عاتقها التمويل المباشر للاستثمارات المدرجة في هذا المخطط عن طريق الخزينة العمومية، و أصبحت مخططات تمويل المشاريع تخضع إلى التصديق من طرف البنك الجزائري للتنمية.

1-2) محاولة تكيف النظام المصرفي مع متطلبات السوق من خلال قانون 03-11 الصادر في

سنة 2003:

بالنظر إلى النقائص المسجلة بعد صدور قانون النقد و القرض رقم 90-10 في بعض الجوانب المتعلقة بالنشاط المصرفي من جهة و اتساع السوق المصرفية الجزائرية من جهة أخرى خصوصا بعد تكاثر عدد المتدخلين في السوق أصبح من الضروري إدخال تعديلات للتكيف مع المعطيات الاقتصادية الجديدة و تدارك النقائص التي أظهرتها التجارب و التطبيقات الميدانية السابقة، و هذا ما تم إقراره في قانون 03-11 الصادر في سنة 2003، و من أهم التعديلات المنصوص عليها في هذا

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

القانون هو رفع نسبة مساهمة تمويل البنوك إلى 70 % من المبلغ الإجمالي للاستثمار و تمديد مدة القروض و إعطاء الإمكانية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة الاستفادة من قروض الاستغلال الضرورية لدورة الإنتاج⁽¹⁾.

كما شمل هذا القانون الجوانب الأساسية التالية⁽²⁾:

- الفصل بين مهام مجلس إدارة بنك الجزائر ومهام مجلس النقد والقرض
- توسيع مهام مجلس النقد والقرض على حساب مهام محافظ بنك الجزائر وبخصوص مدة مهام محافظ البنك أصبحت غير محدودة وتتوقف على نوعية العلاقة بين السلطة النقدية والسلطات التنفيذية.
- مراجعة شروط منح اعتماد تأسيس البنوك والمؤسسات المالية
- منع البنوك من منح القروض للمسيرين أو المساهمين أو المؤسسات التي تمثل فروع لمجموعة بنكية وهذا من أجل تفادي الكوارث التي حدثت مع بنك الخليفة والبنك التجاري والصناعي الجزائري.
- تشكيل لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزير المالية مكلفة بتسيير الأرصدة والديون الخارجية، وتم إحداث هذه اللجنة من أجل السماح للحكومة من ممارسة حق الرقابة على تسيير الديون الخارجية و احتياطات الصرف بدون المشاركة في هذا الشكل من التسيير.
- إنشاء هيئة رقابة مكلفة بمتابعة نشاط بنك الجزائر.
- تدعيم دور اللجنة البنكية التي تمتد مدة مهام أعضائها لمدة خمسة سنوات.
- كما تم إحداث هيئات جديدة لمراقبة المتعاملين في عملياتهم الاستثمارية و من هذه الهيئات نجد صندوق ضمان الاستثمارات الذي خصص له 30 مليار دج و يقوم بتغطية مخاطر عدم الملاءمة المحتملة أو الإفلاس.
- إرساء علاقة بين البنوك و المؤسسات الاقتصادية تقوم على معيار الحيطة و الحذر، بالإضافة إلى الإسراع في وتيرة تحديث الإجراءات البنكية بإدخال نظام الإعلام الآلي للدفع و التحويل البنكي⁽³⁾.

¹ OCDE 2006,Algerie dans perspective économique en Afrique, *op-cit*, 2006, P 93.

²Mustapha Mekidech, *op-cit*, 2006, P105.

³OCDE 2006,Algerie dans perspective économique en Afrique, *op-cit*, 2006, P 93.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وعلى الصعيد العملي و بالرغم من المجهودات المبذولة من طرف الدولة خصوصا فيما يخص تطهير ورسملة البنوك العمومية وظهور بنوك خاصة في السوق البنكية الجزائرية، فإن النظام المصرفي الجزائري يظل ذو أداء ضعيف مقابل تطور محتشم وذلك بالنظر إلى النتائج المسجلة في أعقاب صدور قانون التكييف والموسومة بما يلي⁽¹⁾:

- ثلثين من تعهدات البنوك الجزائرية تعد تعهدات قصيرة الأجل و موجهة بنسبة 83 % إلى القطاع العام، و ذلك حسب تقدير صندوق النقد الدولي، بينما البنك العالمي فيقدر نسبة 11 % فقط من احتياجات تمويل رأس المال العامل تم تمويلها عن طريق القروض البنكية خلال الثلاث (03) سنوات التي تلت صدور قانون التكييف.
- ضآلة نسبة الجزائريين الذين يقبلون على التعامل مع القطاع المصرفي والمقدرة بـ 15 %.
- كثافة بنكية ضعيفة للقطاع المصرفي الخاص مقارنة مع القطاع المصرفي العام خصوصا خارج المدن الكبرى.
- الاستعمال المحدود لوسائل الدفع الحديثة كبطاقات الائتمان والشبكات.
- 20 % من الكتلة النقدية تظل خارج القطاع المصرفي وتستخدم في تمويل القطاع الموازي.

3-1) التعديل الذي جاء به قانون 10-04 المتعلق بالنقد والقرض:

و هو القانون الذي يشترط على البنوك و المؤسسات المالية الأجنبية المنشأة في الجزائر مشاركة المتعاملين الجزائريين و كذا احتفاظ الدولة بحق التدخل من خلال احتفاظها بسهم خاص، و قد انطوى هذا القانون على التدابير التالية⁽²⁾:

- تملك الدولة حق الشفقة أي الأولوية في الشراء لكل تنازل عن الأسهم أو الأصول المماثلة لأي بنك أو مؤسسة مالية.
- التنازل عن الأسهم أو الأصول المماثلة التي تتم في الخارج من طرف شركات تملك أسهم أو أصول مماثلة في شركات تابعة للقانون الجزائري والتي تتم وفق أحكام المرسوم 03-01 المتعلق بتطوير الاستثمارات تعتبر ملغاة وبدون أثر.

¹Mustapha Mekidech, *op-cit*, 2006, P 112.

²Guide des banques et des établissements financière en Algérie, KPMG Algérie, 2012, P 12.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- تحتفظ الدولة بسهم خاص في رأس مال البنوك والمؤسسات المالية ذات رأس مال خاص و تكون بموجب ذلك ممثلة في الهيئات الاجتماعية، و لكن بدون حق التصويت.
- لا يمكن ترخيص إنشاء البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية إلا في إطار شراكة يملك فيها المساهم الوطني المقيم أكثر من 51 % على الأقل من رأس المال وقد يكون المساهم شخص واحد أو عدة أشخاص - أعوان اقتصاديين -.
- كل تنازل عن أسهم أو أصول مماثلة لبنك أو مؤسسة مالية ان يكون مرخص مسبقا من طرف محافظ بنك الجزائر في إطار شروط محددة من خلال قرارات متخذة من طرف مجلس النقد و القرض.
- يقوم بنك الجزائر بتنظيم و تسيير هيئة خاصة بمخاطر المؤسسات و هيئة خاصة بمخاطر الحقوق الغير مدفوعة -المسددة- .
- بالإضافة إلى اعتماد العديد من التدابير تهدف إلى تدعيم الإطار المؤسستي و مراقبة البنوك و المؤسسات المالية و حماية الزبائن و تحسين نوعية الخدمات المقدمة لجمهور المتعاملين، لا سيما فتح حسابات للزبائن من طرف البنوك الأولية و كذلك السهر من طرف بنك الجزائر و اللجنة البنكية على احترام المطابقة للمعايير و المبادئ الشاملة للمهنة.

1-4) محاولات خصوصية بعض البنوك العمومية:

يهيمن القطاع المصرفي العام على النشاط المصرفي في الجزائر سيطرة شبه مطلقة من حيث الكثافة وحجم القروض المقدمة للأعوان الاقتصاديين، حيث 90 % من القروض الموجهة إلى المؤسسات الاقتصادية بمختلف أشكالها يتم منحها من طرف البنوك العمومية، و لى الرغم من ذلك يظل القطاع المصرفي العام يتميز بالتأخر من حيث النجاعة و المردودية. ومن اجل تحقيق فعالية أكثر في التسيير والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، عمدت السلطات النقدية إلى محاولة خصوصية بعض البنوك العمومية و ذلك بإيعاز من صندوق النقد الدولي و البنك العالمي و شملت هذه العملية البنوك التالية⁽¹⁾:

- فتح رأس مال بنك التنمية المحلية "BDL" إلى البنوك، و قد أسندت هذه العملية إلى مكتب دولي يسمى "coopers and Lybrand" بناء على طلب من البنك العالمي، و تهدف هذه

¹Abdelatif Rabah,op-cit, 2011, P 205.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

العملية إلى مساعدة الدولة على تحديث النظام المصرفي و قد أولى العديد من البنوك الدولية أهمية بالغة لهذه الخوصصة بإبداء استعدادها لحيازة أسهم بنك التنمية المحلية الممثلة بنسبة 33 % إلى 49 % من رأس مال البنك.

- خوصصة القرض الشعبي "CPA" كانت مبرمجة في سنة 2000 بالتنازل إلى صالح البنك الفرنسي سوسيتي جنرال، لكن العملية توقفت، و تم إعادة بعثها من جديد في سنة 2004 من خلال قيام مكتب خبرة دولي و هو بنك الأعمال Rothschild من إعداد دراسة لفتح رأس مال البنك و ذلك تحت إشراف البنك الدولي و قد حددت نسبة فتح رأس المال في حدود 51 % على أن تتم العملية في سنة 2008، و قد أبدت ستة بنوك استعدادها للدخول في رأس المال و هي: القرض الفلاحي الفرنسي، سوسيتي جنرال، BNP باري بايس، البنك الشعبي الفرنسي، سيتي بنك (الولايات المتحدة الأمريكية) و سانتاندر من (إسبانيا)، و يعود هذا الاهتمام من قبل البنوك السالفة الذكر إلى كون أن القرض الشعبي الجزائري يستحوذ على 15 % من السوق الجزائرية و كثافة بنكية تقدر بـ 130 وكالة موزعة عبر كامل التراب الوطني، و تهدف هذه العملية في إطار تحقيق النجاعة و تأهيل الممارسة البنكية في الجزائر.

وتعد عملية الخوصصة ضرورة لا مناص منها من أجل جعل نشاط البنوك ومنح القروض يتماشى مع توجهات اقتصاد السوق، كما تم برمجة خوصصة كل من شركة التأمين CAAR وبنك لصلاحية والتنمية الريفية لاحقاً.

غير أن الأزمة المالية والاقتصادية لسنة 2008، دفعت السلطات الجزائرية إلى توقيف العملية على أمل بعثها من جديد بمجرد توفر الشروط الضرورية لذلك.

5- هيكل الجهاز المصرفي الجزائري و مؤشرات نشاطه:

2-1) هيكل الجهاز المصرفي الجزائري:

يتكون الجهاز المصرفي الجزائري من البنك الجزائري والبنوك التجارية والمؤسسات المالية وبعض الفروع التابعة للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية ومكاتب التمثيل بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية المتخصصة خارج القانون المصرفي باعتبار أنها تقوم بعمليات مصرفية زيادة على الهيئات شبه بنكية.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

2-1-1) البنوك والمؤسسات المالية:

بلغ عدد البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة لدى بنك الجزائر في نهاية سنة 2011 إلى 27 بنك ومؤسسة مالية موزعة بين القطاع العام والقطاع الخاص.

2-1-1-2) البنوك والمؤسسات المالية العمومية¹:

تتكون شبكة البنوك والمؤسسات المالية العمومية من ستة (06) بنوك عمومية ومؤسستين ماليتين ويتميز الجهاز المصرفي العمومي بسيطرته على السوق المصرفية في الجزائر بامتلاكه شبكة مهمة من الوكالات موزعة عبر التراب الوطني بلغت 1077 وكالة في نهاية سنة 2010 من أصل 1367 وكالة يشملها الجهاز المصرفي الجزائري، وتبلغ نسبة التغطية في الجزائر حسب عدد السكان بوكالة بنكية لكل 26300 مواطن.

وتتمثل البنوك العمومية في البنك الوطني الجزائري، البنك الجزائري الخارجي، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية بالإضافة إلى الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

وتمثل البنوك العمومية 89 % من مجموع أصول القطاع المصرفي و 83 % من مجموع شبكة الوكالات المصرفية كما تحقق 70,5 % من الناتج الصافي المصرفي⁽²⁾.

2-1-1-2) البنوك و المؤسسات المالية الخاصة⁽³⁾:

يتكون الجهاز المصرفي الخاص في الجزائر من 14 بنك خاص ذات رؤوس أموال أجنبية منها بنك ذو رأس مال مختلط، مؤسسة مالية وشركتين للرهن العقاري وصندوق التعاون الفلاحي والمعتمد على أساس القيام بالعمليات المصرفية والذي أخذ الشكل القانوني لمؤسسة مالية في سنة 2009، ويتضمن القطاع المصرفي الخاص ما يربو عن 290 وكالة في نهاية سنة 2010 بعد أن كانت تقدر بـ 252 وكالة في سنة 2009 أي بزيادة قدرها 38 وكالة في سنة واحدة.

وتنتشر وكالات القطاع الخاص في أغلب المدن الكبرى ويبقى القطاع المصرفي الخاص محدود أمام القطاع المصرفي العام حيث يمثل 11 % من مجموع أصول القطاع المصرفي.

¹ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, *Op-cit*, 2010, P 79.

² Guide des banques et des établissements financière en Algérie, KPMG Algérie, 2012, P25.

³ Rapport de la banque d'Algérie 2010, *op-cit*, P 81.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وتتميز السوق المصرفية في الجزائر بضعف المنافسة بين القطاع العام القطاع الخاص.

2-1-2 مكاتب التمثيل (1) -

يخضع فتح مكتب لتمثيل بنك أو مؤسسة مالية في الجزائر إلى الحصول على الاعتماد من مجلس

القرض والنقد، وتتمثل هذه المكاتب التمثيلية فيما يلي:

- بنكو سبال Banco Saball (إسبانيا)

- البنك البريطاني العربي التجاري (بريطانيا)

- منت باشي دوسيان (إيطاليا)

- القرض الصناعي والتجاري (فرنسا)

- اتحاد البنوك العربية والفرنسية (فرنسا)

2-1-3 المؤسسات المالية المتخصصة خارج القانون المصرفي (2):

وهي مؤسسات غير معتمدة ولا تظهر ضمن قائمة البنوك و المؤسسات المالية، و تندرج في

إطار النظام المصرفي بحكم العمليات المصرفية التي تقوم بها و تشمل ثمانية مؤسسات و هي:

2-1-3-1 البنك الجزائري للتنمية BAD:

أنشأ هذا البنك في البداية من أجل تسيير خطوط القروض لحساب الدولة، و بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2009 أصبح هذا البنك يسمى الصندوق الوطني للاستثمار، و تكمن مهمته في المساعدة على تمويل الاستثمارات من أجل تحقيق أهداف التنمية الوطنية، و بعبارة أخرى تمويل التنمية الاقتصادية و كذلك ترقية الاستثمارات و الأجنبية المباشرة و يشمل ذلك كل المشاريع الاقتصادية التي تهدف إلى إحلال الواردات من السلع و الخدمات و ترقية الصادرات خارج المحروقات لا سيما التدخل بهدف المساهمة او التمويل المباشر او منح ضمانات و قد خصص لهذا الصندوق مبلغ 150 مليار دينار جزائري.

¹Guide des banques et des établissements financière en Algérie, op-cit, 2012, P20.

²IDEM, P20.

2-1-3-2) المصالح المالية لبريد الجزائر⁽¹⁾:

بعد إعادة هيكلة قطاع الاتصالات في الجزائر سنة 2001 أصبح البريد هيئة عمومية ذات طابع تجاري وصناعي ويحمل تسمية بريد الجزائر، وإلى جانب مهامه التقليدية المتعلقة بالبريد سير بريد الجزائر مصلحة الشيكات البريدية تتضمن اثنتي عشر مليون حساب، وبهذه المهمة أصبح بريد الجزائر يحمل القانون الأساسي لمؤسسة مالية بدون أن يخضع لقانون القرض والنقد.

2-1-3-3) صناديق الضمان⁽²⁾:

تعنى هذه الصناديق بمهنتين أساسيتين: منح التمويل المتخصص والمساهمة في مشاريع المؤسسات أو التعاون من أجل ضمان المخاطر، وهذا من أجل تسهيل مهام البنوك أكثر فأكثر في تمويل الاقتصاد والمؤسسات، ويتعلق بالأمر بالهيئات التالية:

- صندوق ضمان الصفقات العمومية
- صندوق ضمان قروض الاستثمار
- صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة: هذا الصندوق الذي استطاع في سنة 2009 أن يضمن 38 % من تمويل البنوك للمشاريع الاستثمارية الموجهة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و ذلك بتقديم ضمان في حدود 3,4 مليار دينار جزائري⁽³⁾.
- شركة ضمان القروض العقارية
- الشركة الجزائرية لتأمين و ضمان الصادرات.

2-2) مؤشرات نشاط القطاع المصرفي:

2-2-1) أهمية القطاع المصرفي في الجزائر⁽⁴⁾:

يتميز القطاع المصرفي الجزائري بانخفاض مستوى انتشار الوكالات المصرفية ومستوى سيولة عالية و ذو ثقل مهم ضمن القطاع المالي، و يتولى تمويل القطاع العمومي بنسبة معتبرة.

¹Guide des banques et des établissements financière en Algérie, *op-cit*, 2012, P20.

²IDEM, P 21.

³Stratégica, bimestriel d'information et d'analyse financière, KALAML0M, Mars/Avril , P 09.

⁴Guide des banques et des établissements financière en Algérie, *op-cit*, 2012, P 25.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وتبلغ حصة مساهمة القطاع المصرفي في الناتج الداخلي الخام 2,13 % في سنة 2009، وبلغت نسبة الودائع خارج المحروقات بالنسبة إلى الناتج الداخلي الخام 59,4 % سنة 2010 مقابل 63,3 % في سنة 2009 و يشير تقرير بنك الجزائر لسنة 2011 إلى ضعف معدل التغطية للوكالات مقارنة بعدد الأشخاص البالغين سن العمل، حيث بلغ معدل الانتشار للوكالات البنكية إلى وكالة مقابل 7900 شخص بلغ سن العمل في سنة 2010 و هو نفس المعدل مسجل في سنة 2009.

ويتميز القطاع المصرفي بصلابة مالية حيث تكتسب البنوك العمومية والخاصة مستوى أموال خاصة أعلى من الحد القانوني المطلوب، فحسب تقرير بنك الجزائر فإن معدل مطابقة الأموال الخاصة إلى المخاطر (مؤشر الملاءة) قد انتقل من 22,1 % سنة 2009 إلى 23,3 % في سنة 2010.

جدول رقم(28): تطور مؤشرات الوساطة المالية (%)

| 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | السنوات المؤشرات |
|------|------|------|-------|------|--|
| 2.5 | -- | 1.7 | -- | 0.98 | - مؤشر فتح الحسابات مقارنة بعدد الأفراد البالغين سن العمل |
| 66.6 | 65.5 | 66.3 | 70 | 61.4 | - مؤشر الأصول الإجمالية مقارنة بالناتج الداخلي الخام |
| 88.8 | 95.9 | 99.9 | 100.3 | 97 | - مؤشر الأصول الإجمالية خارج ودائع المحروقات بالنسبة للناتج الداخلي الخام خارج المحروقات |
| 47.5 | 47.6 | 51.7 | 56.7 | 59.2 | - مؤشر القروض المقدمة مقارنة بالناتج الداخلي الخام خارج المحروقات |
| 23.3 | -- | 16.5 | -- | 15.5 | - مؤشر الملاءة |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات البنك الجزائري

وتشير هذه المؤشرات في مجملها إلى التحسين التدريجي في مستوى الوساطة المالية من زاوية تطوير شبكة الوكالات و مستوى القروض المقدمة للاقتصاد الوطني، غير ان هذه النتائج تبقى دون المستوى المطلوب خاصة بمقارنتها مع دول الجوار، لا سيما في نوعية الخدمات المقدمة و تعبئة المدخرات و منح القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

6- دور الجهاز المصرفي في تعبئة الادخار و تمويل الاقتصاد الوطني:

3-1) دور البنوك في تعبئة الادخار و تمويل الاقتصاد الوطني:

باعتبار البنوك مؤسسات خاصة و عامة وسيطة تقبل الودائع بأشكالها المختلفة من الوحدات الاقتصادية (العائلات، المؤسسات... الخ)، و تقدم تسهيلات ائتمانية (قروض) إلى وحدات اقتصادية أخرى او ما يعرف بالوساطة المالية⁽¹⁾، فالوظيفة الأساسية للبنوك هي جمع المدخرات من أصحاب الفوائض و إعادة توجيهها في شكل قروض لذوي العجز من مؤسسات اقتصادية و أفراد... الخ.

3-1-1) تعبئة المدخرات:

سيطرت البنوك العمومية في الجزائر على تعبئة المدخرات سواء فيما يخص الودائع تحت الطلب أو الودائع لأجل، و يعود ذلك إلى كونها تملك شبكة واسعة من الوكالات منتشرة عبر التراب الوطني.

و تعود حصة الأسد في تعبئة المدخرات للبنوك العمومية بنسبة تفوق 90 % خلال سنوات 2003 – 2004 – 2005 – 2006 – 2007 – 2008 و 2009 بينما سنة 2010 فقد مثلت حصة البنوك العمومية 89,6 %، هذه الحصة في تناقص من سنة إلى أخرى و يعود ذلك إلى الارتفاع الطفيف في حصة البنوك الخاصة في سوق تعبئة الموارد حيث سجلت 7,1 % في سنة 2006 مقابل 6,7 في سنة 2005، و 7,8 % في سنة 2008 و 10,4 في سنة 2010، و يلاحظ أن هذه النسبة في تطور من سنة إلى أخرى، حيث قدر معدل نموها بين سنة 2006 و 2007 بـ 25,7 % و بين 2005 و 2004 بـ 12,5 %، و يعود ذلك إلى اعتماد بنوك جديدة من جهة و توسيع نشاط البنوك القائمة بفتح وكالات جديدة تساهم في اكتساح السوق رويدا رويدا.

كما أن الودائع المجمعة من طرف البنوك العمومية تعود بالأساس إلى الودائع المتأتية من القطاع العام، حيث 79,1 % من الودائع لدى البنوك العمومية في سنة 2005 تعود إلى القطاع العام مقابل 69,8 % في سنة 2005، و يعود ذلك إلى الارتفاع المعترف في ودائع مؤسسات قطاع المحروقات على العكس من البنوك الخاصة التي تعود ودائعها إلى المؤسسات الخاصة و العائلات

¹محمود محمد، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005، ص 47.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

فقط خصوصا قبل سنة 2008 أين كانت المؤسسات العمومية مجبرة على توطين عملياتها المصرفية لدى البنوك العمومية وذلك بموجب القانون المنشأ سنة 2004 و الذي يمنع على المؤسسات العمومية من وضع أموالها لدى بنوك خاصة، و إلغاء هذا القانون⁽¹⁾ سنة 2008 مكننا لبنوك الخاصة من تقاسم ودائع القطاع العام مع البنوك العمومية، كما سمح للمؤسسات العمومية من اختيار البنك الذي يسمح لها بتحقيق فعالية أكثر لعملياتها المالية من جهة و توفير موارد مالية للبنوك الخاصة تمكنها من مرافقة المشاريع الاستثمارية دون التستر وراء نقص الموارد.

وعلى العموم فإن تعبئة الادخار من طرف البنوك الجزائرية تتجه نحو التطور من سنة إلى أخرى سواء من طرف البنوك العمومية أو الخاصة، ويعود هذا الارتفاع في الغالب إلى ارتفاع مداخيل قطاع المحروقات بفعل ارتفاع اسعار المحروقات في الأسواق العالمية خصوصا في العشرية الأخيرة. وقد سجلت البنوك ارتفاع معتبر في تجميع الموارد في سنة 2006 بنسبة 18,9% مقارنة بسنة 2005 أين كان معدل نمو الموارد بـ 9,4 %، وما يطبع نشاط تجميع الموارد خلال هذه السنة على سبيل المثال هو ما يلي:

الأهمية النسبية للودائع المحصلة لدى المؤسسات الخاصة والعائلات، حيث قدرت بنسبة 53 % مقابل 57,7% في سنة 2005، بينما ودائع القطاع العام فقد سجلت ارتفاع محسوس بالانتقال من 42 % في سنة 2005 إلى 47 % في سنة 2006.

وبعنوان سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 فإن معدل ارتفاع الودائع سواء تحت الطلب أو الأجل فقد سجل ارتفاع قدره 14,3% في سنة 2008 مقابل 28,5 في سنة 2007.

وبمقارنة طبيعة الودائع نجد أن نسبة ارتفاع الودائع تحت الطلب في سنة 2008 يقدر بـ 15,1 % مقابل 46,3 % في سنة 2007 و 43 % في سنة 2006 مقابل ارتفاع طفيف في ودائع للأجل الذي سجل ارتفاع قدره 13,9 % في سنة 2008 و 6,7% في سنة 2007 و 15,1 % في سنة 2006، بينما نسبة الودائع تحت الطلب تشكل الحصة الأكبر في مجموع الودائع (ودائع تحت الطلب و ودائع لأجل)، ففي سنة 2008 مثلت 57% و في سنة 2009 بلغت 48,6 % مقابل 48 % في سنة 2010 من مجموع الودائع.

¹ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Banque d'Algérie 2006, PP 94-95.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

يلاحظ أن حصة ودائع العائلات ضمن مجموع ودائع القطاع الخاص تبقى معتبرة و في ارتفاع، حيث مثلت 68,9 % في سنة 2010 مقابل 67,2 في سنة 2009، كما ان الودائع لأجل تبقى ذات حصة كبيرة ضمن القيمة الكلية لودائع القطاع الخاص و العائلات سنة 68 % في 2010 مقابل 65,6 % في سنة 2009.

3-1-2 دور البنوك في تمويل الاقتصاد:

شهد تمويل الاقتصاد عن طريق القروض البنكية تطورا ملحوظا من سنة إلى أخرى، حيث أن نسبة معتبرة تفوق 90 % من حجم القروض المقدمة للاقتصاد تعود للبنوك العمومية بين سنة 2003 و 2006، كما شهدت حصة البنوك الخاصة في منح القروض تطورا تدريجيا بلغت حدود 10 % بين سنة 2003 و 2006، وفاقته نسبة 10 % بين سنة 2006 و 2010 أين بلغت أعلى نسبة سنة 2010 بـ 13,6 % (أي حصة البنوك الخاصة في تمويل الاقتصاد عن طريق القروض).

ويلاحظ أيضا ان تمويل القطاع العام بالقروض تستحوذ عليه البنوك العمومية إجماليا تقريبا، ناهيك عن حيازتها لحصة معتبرة في تمويل القطاع الخاص بلغت 83,3 % سنة 2006 مقابل 85,4 سنة 2005 غير أن هذه النسبة في انخفاض تدريجي، أين بلغت 76,1 % سنة 2010، و هذا راجع إلى تطور حصة البنوك الخاصة في تمويل المؤسسات الخاصة و العائلات.

وحسب وجهة نظر صندوق النقد الدولي فإن ثلثين من تعهدات البنوك الجزائرية تعتبر قصيرة الأجل وموجهة بنسبة 83 % نحو القطاع العالمي، كما يقدر البنك العالمي في سنة 2003 بأن 11 % فقط من احتياجات رأس المال العامل يتم تمويلها عن طريق القروض البنكية و أن التمويل البنكي يمثل 18 % من الاحتياجات التمويلية للمؤسسات و الباقي يعتبر تمويل ذاتي خلال الفترة 2000 - 2003⁽¹⁾.

وحسب تقرير لبنك الجزائر فإن توزيع القروض حسب القطاعات يظهر أن قطاع الصناعة قد استفاد من حصة معتبرة، و هي قروض موجهة للاستغلال ثم يأتي قطاع إنتاج و توزيع الطاقة - الكهرباء و الغاز - في المرتبة الثانية الذي استفاد من قروض متوسطة و طويلة الأجل أي قروض استثمار⁽²⁾.

¹Mustapha Mekideche, *op-cit*, 2006, P 112

² Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, *op-cit*, 2011, P 86.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

غير انه و ابتداءا من سنة 2006 أصبحت القروض المتوسطة و الطويلة الأجل تقوق القروض قصيرة الأجل من حيث القيمة وهو اتجاه جديد تخطته البنوك الجزائرية، لا سيما فيما يخص القروض طويلة الأجل الموجهة لتمويل الاستثمار في قطاع الطاقة و المياه، بالإضافة إلى تطور قروض الرهن العقاري و قروض تمويل بعض السلع المعمرة للعائلات قد ساهمت في هذا الاتجاه - تطور القروض المتوسطة و الطويلة الأجل - ، فبالنسبة إلى قروض الرهن العقاري فقد قفزت قيمتها من 109 مليار دج في نهاية سنة 2007 إلى 127 مليار دج في نهاية سنة 2008⁽¹⁾ أي بمعدل زيادة قدره 16,3% ثم تطورت في سنة 2009 إلى 149,4 مليار دج أي بمعدل زيادة قدره 19,5%⁽²⁾.

وبالنظر إلى حجم القروض المقدمة إلى الاقتصاد الوطني فإنها تعتبر غير كافية فعلى سبيل المثال بالنسبة إلى سنة 2003 تقدر حجم القروض بـ 1 379 474 مليار دينار جزائري. و في تقرير للبنك العالمي يرى بأن هذه القيمة تمثل فقط 18% من حجم تمويل المؤسسات و أن أكثر من 70% من احتياجات تمويل هذه المؤسسات مقصاة من التمويل البنكي على الرغم من أن البنوك العمومية تتوفر على سيولة نقدية هائلة بعد قيام الخزينة العمومية شراء الحقوق المشكوك فيها على عاتق المؤسسات العمومية و تشكل سندات طويلة الأجل بمعدل فائدة 6%⁽³⁾، و على هذا الأساس يرى الكثير بأن القيود التي تعيق الاقتصاد الجزائري تكمن في تخلف النظام النقدي و البنكي⁽⁴⁾.

فعلى الرغم من احتواء البنوك على سيولة عالية إلا أن نسبة تمويل الاقتصاد عن طريق البنوك تبقى ضعيفة، و من أجل امتصاص فائض السيولة لدى البنوك العمومية بالأخص فقد عزز بنك الجزائر تدخله من أجل استرداد هذه السيولة عن طريق السوق بين بنكية لامتنصاص 2500 مليار دج في نهاية 2003 و تلتها فيما بعد رفع الاحتياطي الإجباري⁽⁵⁾.

¹Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2008, P 87.

² Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2010, P 107.

³Mustapha Mekidech, op-cit, 2006, P 93.

⁴IDEM, P 93.

⁵ OCDE 2005, Algérie dans perspective économique en Afrique, OCDE, 2004/2005.

3-2) دور المؤسسات المالية في تمويل الاقتصاد:

تعتبر المؤسسات المالية حديثة النشأة و قليلة العدد في الجزائر فمنذ سنة 2006 لم يتم إنشاء أي مؤسسة إلى غاية 2011 ليصبح عدد المؤسسات 06 مؤسسات مالية من بينها ثلاثة مؤسسات ذات رأس مال عمومي و ثلاثة مؤسسات مالية ذات رأس مال أجنبي⁽¹⁾.

تتمثل موارد هذه المؤسسات المالية في الأموال الخاصة و التي بلغت 23,2 مليار دج في سنة 2010 إلى 3,8 مليار دج كاحتياطات و قروض سنديّة بقيمة 6,9 مليار دج و قروض أجنبية في حدود 0,7 مليار دج و قروض بنكية بقيمة 23,1 مليار دج⁽²⁾، و قد سجل هذا من البند الموارد انخفاض مقارنة سنة 2008 حيث كانت القروض في السوق النقدية (بين البنكية) تقدر بـ 34,4 مليار دج بالإضافة إلى تدعيم مالي من المؤسسات الأم بالنسبة إلى المؤسسات المالية ذات رأس مال اجنبي يقدر بـ 11,3 مليار دج، وبالنسبة إلى القروض المقدمة من طرف المؤسسات المالية إلى الاقتصاد (المؤسسات الاقتصادية و العائلات) فقدرت في نهاية 2010 بـ 58,3 مليار دج مقابل 603 مليار دج في سنة 2009 و 66,33 مليار دج في سنة 2008. و يعود هذا الانخفاض إلى محدودية مواردها المالية و صعوبة الحصول على مبالغ مالية معتبرة من السوق النقدية بين بنكية⁽³⁾. و حصة الأسد من هذه القروض استفاد منها الأفراد لحيازة السلع المعمرة - مساكن - بلغت 29 مليار دج سنة 2010، ثم تأتي في المرتبة الثانية المؤسسات الخاصة بمبلغ قدره 21,9 مليار دج منها 11 مليار دج في شكل قروض إيجارية⁽⁴⁾.

و على الرغم من الظروف المواتية فيما يخص زيادة العرض في قطاع السكن الذي يفسر الارتفاع الهائل في القروض الرهن العقاري المقدمة من طرف البنوك سنتي 2006 و 2010، غير ان هذا الارتفاع في قروض الرهن القاري لم تكن متنوعة بارتفاع في إعادة تمويلها لدى المؤسسات المالية المعنية بنسب الفائض و السيولة⁽⁵⁾.

¹Guide des banques et des établissements financière en Algérie, *Op-cit*, 2012, P 25.

² Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, *Op-cit*, 2011, P 90.

³Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, *Op-cit*, 2010, P 90.

⁴Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, *Op-cit*, 2008, P 121.

⁵Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, *Op-cit*, 2010, P 90.

المطلب الثاني: تمويل للاقتصاد عن طريق الخزينة العمومية

يسمح الاستثمار العمومي - نفقات التجهيز - بتحسين الظروف المحيطة بالمؤسسات الاقتصادية وخلق الشروط المناسبة لتأدية نشاطها في أحسن الظروف، وتساهم فيما بعد في خلق قيمة مضافة تسمح بتحقيق نمو اقتصاديا دائم يساهم بدوره في توليد ادخار الميزانية يمكن من تحقيق استثمارات عمومية تحرض على الطلب و خلق منافع أخرى تسمح بإنشاء مؤسسات جديدة و تطور المؤسسات القائمة، و يعتمد الاستثمار العمومي بدوره على مداخل الميزانية.

1) مساهمة الخزينة العمومية في تمويل الاقتصاد الوطني

عرفت المالية العامة باعتبارها عنصرا مهما في عمليات التمويل الداخلي تطورا ملحوظا منذ سنة 2003 أين تضاعف الرصيد الإجمالي للخزينة بمرتين و نصف، بانقاله من 438,5 مليار دينار جزائري في سنة 2003 إلى 1092,5 مليار دج سنة 2006 ممثلا نسبة 13 % من الناتج الداخلي الخام، يعود هذا التطور في رصيد الميزانية إلى الارتفاع في أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، و قد انعكست هذه الظروف الملائمة على ارتفاع نفقات الاستثمار بوتيرة ارتفاع المداخل الإجمالية، حيث بلغت 78,1 % من مداخل المحروقات⁽¹⁾.

وشهدت نفقات الميزانية الإجمالية تطورا ملحوظا بلغ معدل 56,6 % خلال الفترة الممتدة بين سنة 2003 و 2006، حيث بلغت 2428,5 مليار (دج) في نهاية سنة 2006 مقابل 1550,6 مليار (دج) في سنة 2002، و من ضمن هذه النفقات شهدت أيضا نفقات التجهيز تطورا بلغ معدل 72,6 % الشيء الذي يعكس المجهودات المبذولة في سبيل بعث النشاط الاقتصادي عن طريق تحريض الميزانية، من خلال العديد من البرامج: برنامج الانعاش الاقتصادي الذي شمل الفترة من سنة 2001 إلى 2004، برنامج التنمية الفلاحية، برنامج إعادة بناء الهياكل القاعدية المتضررة بسبب زلزال ماي 2003، البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009 و البرنامج الخاص التكميلي لتنمية ولايات الجنوب.

وبلغت نفقات الميزانية المتعلقة بالتجهيز 2115.8 مليار (دج) سنة 2006 بمعدل تطور قدره 23% مقابل معدل تطور قدره 25.9 % في سنة 2005، ومعدل تطور 12.9 % في سنة 2004.

¹ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2006, P83.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و لم يتم استهلاك كل الاعتمادات المقررة في ميزانية التجهيز إلا في حدود 46.9 % أيقيمة 992.2 مليار (دج)، و ذلك بسبب محدودية قدرة الامتصاص، و تمثل هذه النفقات 11.8% من الناتج الداخلي الخام مقابل 10.8 % سنة 2005.⁽¹⁾

في حين بلغت نفقات الميزانية 4175.7 في سنة 2008 مقابل 3108.5 مليار دج في سنة 2007 أي بمعدل تطور 34.3 % بالنسبة إلى سنة 2008 و 26.7 % بالنسبة إلى سنة 2007، و مقارنة مع سنة 2004 فإن نفقات الميزانية فقد تطورت بنسبة 14.7 %.

و سجلت نفقات الميزانية المتعلقة بالتجهيز نسبة قدرها 48.1 % من مجموع نفقات الميزانية، و انتقلت حصة نفقات التجهيز ضمن الناتج الداخلي الخام من 10.9 % سنة 2004 إلى 15.4 % سنة 2007 و 17.7 % سنة 2008، اي بتطور قدره 35.8 % في سنة 2008 مقابل 41.3 % في سنة 2007.

و تعتبر النفقات المتعلقة بالهياكل القاعدية الاقتصادية و الإدارية اهم بند ضمن نفقات التجهيز بالنسبة إلى سنة 2008.⁽²⁾

أما بالنسبة إلى سنتي 2009 و 2010، فقد بلغت نفقات الميزانية الإجمالية على التوالي 4246.3 مليار دج و 4512.8 مليار (دج)، أي بمعدل تطور قدره 6.3 % في سنة 2010، وبلغت نسبة نفقات التجهيز 41.5 % مقابل 58.5 % النفقات الجارية اما نسبة نفقات التجهيز مقارنة مع الناتج الداخلي الخام فقد انخفضت من 19.4 % في سنة 2009 إلى 15.2 % في سنة 2010، ويعزى ذلك إلى انخفاض حجم الناتج الداخلي الخام سنة 2009 بسبب الأزمة الخارجية، مما جعل نفقات التجهيز تتراجع من حيث القيمة بالنسبة إلى سنة 2009 و 2010 على التوالي 1.4 % و 6%.⁽³⁾

(2) القدرة التمويلية للخزينة:

بمقارنة المداخل بالنفقات المتعلقة بالميزانية، يلاحظ ان فائض الميزانية الإجمالي قد بلغ خلال سنة 2005 و 2006 على التوالي 896.4 مليار (دج) و 1092.5 مليار (دج)، الشيء الذي يسمح

¹ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2006, P 84 – 85.

² Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2008, P 92 – 93.

³ Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2010, P 68 – 69.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

بتدعيم القدرة التمويلية للخبزينة التي تترجم بارتفاع مستوى الادخار المالي الذي يغذي صندوق ضبط الإيرادات المتضمن أيضا الإيرادات المتأتية من فارق أسعار المحروقات مع السعر المرجعي المعتمد في قانون المالية، و بلغت التدفقات التي تغذي حسابات هذا الصندوق و المودعة لدى بنك الجزائر مبلغ 1140.3 مليار (دج) في سنة 2006، في حين المبلغ الإجمالي وصل إلى 3222.5 مليار (دج) في سنة 2006 مقابل 2082.2 مليار دج في سنة 2005⁽¹⁾، و يسمح هذا الصندوق بتجسيد أهداف التنمية المسطرة على المدى المتوسط و الطويل الأجل و كذا الحد من الآثار السلبية على الخبزينة العمومية الناجمة عن الأزمات الخارجية باعتبار ان نسبة معتبرة من الميزانية ترتبط بالأسواق الدولية - سوق المحروقات -

وقد شهدت سنة 2007 انخفاض في فائض الميزانية إلى 456,8 مليار (دج) ثم ارتفع إلى 835.9 مليار (دج) في سنة 2008، حيث مثل نسبة قدرها 7.6 % من الناتج الداخلي الخام مقابل 4.9 % في سنة 2007، و 13.5 % في سنة 2006⁽²⁾.

أما بالنسبة إلى سنتي 2009 و 2010 فقد سجلتا عجز في الميزانية قدره 7.1 % من الناتج الداخلي الخام سنة 2009 و 0.95 % سنة 2010⁽³⁾.

وبخصوص ادخار الميزانية الذي يمثل الفرق بين الإيرادات الإجمالية و نفقات التسيير فقد سجل على التوالي 2883.5 مليار (دج) سنة 2008 و 1695.8 مليار (دج) سنة 2009، و 1376 مليار (دج) سنة 2010، غير أن هذا الفائض - ادخار الميزانية - لم يسمح بتمويل نفقات الاستثمار العمومي الذي يسجل عجز قدره 133.2 مليار (دج) سنة 2001، في حين سمح الادخار الميزانية في تغطية كل نفقات التجهيز بالنسبة إلى سنة 2008 و أعطى رصيذا إيجابيا - ادخار عمومي - قدره 825.9 مليار (دج)⁽⁴⁾، و الذي وجه إلى صندوق ضبط النفقات الذي بلغت قيمته نهاية سنة 2008 مبلغ 4280 مليار (دج)⁽⁵⁾.

¹Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2006, P 86.

²Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2008, P 94.

³Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2010, P 72.

⁴Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2010, P 72.

⁵Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2008, P 94.

3) التطهير المالي للبنوك العمومية:

في سبيل تطهير الديون الملقاة على عاتق المؤسسات العمومية والسماح لها بالانطلاق في النشاط الاقتصادي بفعالية أكثر قامت الخزينة العمومية بشراء حقوق البنوك على المؤسسات العمومية، وتتعلق بتطهير الحقوق على المؤسسات الأم للمؤسسات العمومية المعاد هيكلتها في سنة 1983 والحقوق على المؤسسات المنحلة والحقوق على المؤسسات العمومية المعاد هيكلتها وفي حالة نشاط، وقد تمت هذه العمليات على عدة مراحل:

- بين سنتي 2000 و 2001 تعلقت عمليات الشراء بحقوق البنوك على المؤسسات المنحلة والمؤسسات المفككة في حالة نشاط، والحقوق الواجبة الدفع من طرف الدولة المعلقة بالشق الاجتماعي بقيمة 349.4 مليار (دج).
- في سنة 2001 قامت الخزينة العمومية بشراء حقوق صندوق التوفير والاحتياط على ديوان الترقية والتسيير العقاري بمبلغ 161 مليار (دج).
- في سنة 2002 تم شراء الحقوق الملقاة على عاتق قطاع الفلاحة بمبلغ 15 مليار (دج).
- بين سنتي 2005 و 2007 قامت الخزينة العمومية بشراء الحقوق على المؤسسات العمومية المنحلة أو المفككة بمبلغ 231.2 مليار (دج)، وقد بلغت القيمة الإجمالية لتطهير البنوك العمومية بـ 1240.6 مليار دج وتهدف هذه العملية إلى تحرير خزينة البنوك من آثار هذه الديون، حيث قامت بدفع مسبق إلى البنوك في حدود 281.2 مليار (دج) و الباقي تم بشأنه إصدار سندات ذات أجل 20 سنة مبدئياً⁽¹⁾.
- و خلال سنتي 2009 و 2010 قامت الخزينة العمومية بتقييم الوضعية المالية للمؤسسات العمومية و تم اختيار المؤسسات العمومية القادرة على الاستثمار في نشاطها من أجل تطهير ديونها، بالإضافة إلى الحقوق على قطاع الفلاحة الغير مسددة في آجال استحقاقها بسبب ضعف المحصول الزراعي لسنة 2008، و قد بلغت قيمة الحقوق المشتريات من طرف الخزينة العمومية 297.9 مليار دج بالنسبة إلى الحقوق على المؤسسات العمومية المتضررة ماليا

¹IDEM, P 110 – 111.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و35.812 مليار (دج) بالنسبة إلى الحقوق على المؤسسات العمومية المنحلة، و 36.17 مليار (دج) حقوق قطاع الفلاحة، و قد تم تحويل هذه الحقوق إلى سندات الخزينة.⁽¹⁾

جدول رقم(29): تطور نفقات التجهيز

| 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------------------------------------|
| 4512.2 | 4246.3 | 4175.7 | 3108.5 | 2428.5 | 2052 | 1891.8 | | نفقات الميزانية الإجمالية |
| %6.3 | | %34.3 | %26.7 | | | | | نسبة تطور نفقات الميزانية الإجمالية |
| 1873 | 1980 | 2008 | 1402 | 992.2 | 806.7 | 640.7 | 535.6 | نفقات التجهيز |
| 41.5 | | 48.1 | | | | | | نسبة نفقات التجهيز |
| %6 - | %1.4- | %35.8 | %41.3 | %23 | %25.9 | %12.9 | | معدل نمو نفقات التجهيز |
| %60.5 | %69.2 | %77.3 | %59.3 | %46.9 | | | | نسبة امتصاص نفقات التجهيز |
| %15.2 | %19.4 | %17.7 | %15.4 | %11.8 | %10.8 | %10.6 | %10.8 | نفقات التجهيز / PIB |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات تقارير بنك الجزائر

وقد تخطى الاستثمار العمومي حاجز 13 % من الناتج الداخلي الخام خلال الفترة 2000 - 2009 و هو أعلى معدل إذا ما قورن بالدول الناشئة أو الدول النامية و حتى المصدرة منها للبترو، حيث سجل هذا المعدل في دول افريقيا الوسطى معدل 8 % خلال الفترة 2004 - 2008⁽²⁾، و اعتبر آنذاك من طرف المؤسسات المالية الدولية هذا المعدل عاليا مقارنة بدول العالم الأخرى، الشيء الذي يعكس الدور الحيوي الذي يلعبه الاستثمار العمومي - نفقات التجهيز - في الجزائر في دفع عجلة التنمية و تحفيز النشاط الاقتصادي و تسجيل معدلات نمو مثالية سنويا.

¹Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2010, P : 90-91.

² تومي عبد الرحمن، الاقتصاد الجزائري، دار الخلدونية، الجزائر، 2011، ص 269.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

المطلب الثالث: تمويل الاقتصاد عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر

يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر إحدى الآليات التي يعتمد عليها في تمويل الاقتصاد، باعتبارها تتعلق باستقبال رؤوس أموال أجنبية، رأس مال نقدي، رأس مال بشري، رأس مال تقني وتكنولوجي، ويأخذ هذا النوع الاستثمار عدة أشكال كما تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة مؤشرا على مدى الاندماج في الاقتصاد العالمي بالنسبة إلى الدول المستقبلة لهذه الاستثمارات. و من أهم العوامل المحفزة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة توفير مناخ أعمال مناسب.

3- بيئة الأعمال في الجزائر:

تعتبر بيئة الأعمال أو مناخ الاستثمار من أهم المحددات الرئيسية لتوجيه تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بين الدول المستقبلة للاستثمارات الأجنبية بصفة عامة و الاستثمارات الأجنبية المباشرة بصفة خاصة.

و تندرج المجهودات المبذولة من طرف السلطات الجزائرية فيما يخص تحسين بيئة الأعمال إطار الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية خصوصا تلك التي باشرتها مع بداية تطبيق برنامج التعديل الهيكلي في بداية التسعينات إلى يومنا هذا، حيث شملت تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي و كذلك تدعيم وتحسين نوعية الخدمات بما فيها الخدمات المصرفية و المالية، بالإضافة إلى تعزيز الإطار القانوني للنشاط الاقتصادي، و بالرغم من الإصلاحات الاقتصادية المتبناة فإنه يعاب على بيئة الأعمال في الجزائر ثقل الاجراءات الإدارية و عدم تنوع الاقتصاد الجزائري بسبب سيطرة الربيع على المداخل الاقتصادية و كذلك تعشي ظاهرة الرشوة و الفساد⁽¹⁾.

ففي تقرير البنك العالمي يرى بأن موقع الجزائر يعتبر متأخر جدا، بالنظر إلى المرتبة التي تحرزها في إطار ترتيب الدول وفقا لمؤشر يتعلق ببيئة الأعمال يتم إعداده من طرف مكتب الخبرة Doing Business سنة 2011، المرتبة 148 عالميا من بين 183 دولة⁽²⁾.

كما تم تصنيف الجزائر من طرف منتدى دافونس الاقتصاد العالمي في المرتبة الاخيرة فيما يخص الأمن المصرفي⁽¹⁾، و بالنسبة إلى المخاطر المرتبطة بالدولة، فإن ترتيب الجزائر من طرف وكالات التصنيف الائتماني يعتبر مخاطرة عالية جدا و هو التصنيف "B".

¹OCDE 2005, Algérie dans perspective économique en Afrique, OCDE, 2004/2005, P91.

²Abdelatif Rabah, *op-cit*, 2011, P 110.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ونظرا للارتباط الوثيق بين مفهوم بيئة الاعمال وجلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتي تعتبر بدورها الممر الحتمي لفتح قنوات النمو الدائم خصوصا الاستثمار في القطاعات غير قطاع المحروقات فإنه يتعين تسويق صورة إيجابية على الجزائر وإظهار النواحي الإيجابية في مجال جلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وكذلك النتائج التي حققتها الشركات الأجنبية المقيمة في الجزائر.

4- مساهمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تمويل الاقتصاد الوطني:

تم تسجيل نتائج هزيلة فيما يخص استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة بعد أكثر من عشرين من الزمن منذ فتح المجال إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال توالي العديد من إصدار العديد من النصوص التشريعية ابتداء من قانون النقد والقرض ثم قانون ترقية الاستثمارات الصادر في سنة 2001.

خلال عشرية التسعينات سجلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة نمو سنوي متوسط بقيمة 282 مليون دولار، وهي قيمة هزيلة بالنظر للأهمية النسبية التي تتميز بها قطاع المحروقات ومدى جاذبيته لمثل هذه الاستثمارات، ويعود هذا الضعف في قيمة تدفق الاستثمارات إلى المحيط السياسي والاقتصادي غير المناسب الذي اتسمت به هذه العشرية.

أما بالنسبة إلى الفترة الممتدة بين 2001 - 2010 و على الرغم من التعديلات المجرأة على قانون الاستثمارات فإن حجم الاستثمارات المباشرة الوافدة إلى الجزائر تظل ضئيلة و تمس بعض القطاعات فقط، حيث لم يتجاوز مبلغ هذه الاستثمارات خارج المحروقات مبلغ 2 مليار دولار خلال عشرة سنوات، كما أن عوائد هذه الاستثمارات تم تحويلها إلى البلدان الأصلية، ففي تقرير بنك الجزائر لسنة 2005 يشير إلى أن الأرباح المحققة من طرف الشركات الأجنبية المقيمة في الجزائر قد ارتفع بنسبة 64.7 % بين 2001 و 2005 كما بلغت قيمة التحويلات بين سنة 2005 و 2007 مبلغ 15.7 مليار دولار أي ما يعادل 5 مليار دولار سنويا مقابل 1.5 مليار دولار خلال الفترة 2001 - 2004⁽²⁾.

وتمثل هذه الأرباح المحولة 80 % من عائدات عقود تقاسم الإنتاج المبرمة منذ سنة 1990 مع سوناطراك و البقية تمثل عائدات قطاع الاتصالات و البنوك و التأمين.

¹ IDEM, P 125.

² Abdelatif Rabah, *op-cit*, P126.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ويعتبر قطاع المحروقات القطاع الأكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر، فقد استقبل هذا القطاع خلال الفترة الممتدة بين سنة 2000 و 2008 ما يقارب 17 مليار دولار أي بمعدل سنوي قدره 2 مليار دولار⁽¹⁾. و في رأي بعض الاقتصاديين الجزائريين⁽²⁾ فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لم تظهر أي إصرار في نقل الخبرة و لم تتدرج في إطار منطق الاستثمارات الهيكلية و كذلك أقل مغامرة صناعية فيما يخص تحمل المخاطرة بالإضافة إلى أن هذه الاستثمارات لم تقدم إلا القليل للجزائر فيما يتعلق بالتنمية.

في سبيل تحقيق اندماج ناجح للاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر من خلال إشراك القطاع الوطني في عمليات الاستثمار و كتب التكنولوجيا و الخبرة و كذلك الإبقاء على عائدات الاستثمارات في الجزائر تم إدراج تعديلات جديدة بموجب قانون المالية لسنة 2009⁽³⁾، و تتعلق هذه الإجراءات الجديدة الخاصة بتأطير الاستثمارات الأجنبية المباشرة بما يلي⁽⁴⁾:

- لا يمكن إنجاز الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلا في إطار شراكة مع شريك وطني مقيم في الجزائر في حدود نسبية لا تقل عن 51 % من رأس المال الاجتماعي.
- إخضاع أي مشروع استثمار أجنبي إلى دراسة مسبقة من طرف المجلس الوطني للاستثمارات
- كما ينص هذا القانون أن النشاطات المتعلقة بالتجارة الخارجية لا يمكن ممارستها من طرف أشخاص طبيعيين أو معنويين أجنبى إلا في إطار شراكة مع شريك وطني مقيم لا تقل عن نسبة 30 % من رأس المال الاجتماعي.

¹IDEM, P 126.

²RedaHamiani, Ministre de la PMI.

³ Abdelatif Rabah, *op-cit*, P 127.

⁴Stratégica, bimestriel d'information et d'analyse financière, KALAMLOM, Mar/Avr 2010, P20.

المبحث الثالث: أداء بورصة الجزائر وأثر عدم تماثل المعلومات على التمويل بها

ومتطلبات تفعيلها

اعتمد تمويل الاقتصاد الجزائري لعقود من الزمن على مداخيل الميزانية المتأتية في الغالب من العائدات النفطية وكذلك النظام المصرفي العمومي الذي يعاب عليه العديد من النقائص بالإضافة إلى القروض الخارجية التي كانت السبب في دفع الجزائر إلى تبني مسار التعديل الهيكلي المفروض من طرف الهيئات المالية الدولية الذي أفضى إلى اعتماد قواعد اقتصاد السوق كآلية جديدة في تسيير الاقتصاد الوطني والتخلي عن التخطيط المركزي.

وفي إطار الإصلاحات الاقتصادية المنتهجة من طرف الجزائر، عمدت إلى تحرير القطاع المالي وفتحه أمام المنافسة الأجنبية وإنشاء سوق مالية من أجل تنويع مصادر التمويل أمام المؤسسات الاقتصادية، من جهة، وحشد المدخرات وتوجيهها نحو مختلف مجالات الاستثمار وتوفير التمويل المناسب للمشاريع الاقتصادية المختلفة.

وفي هذا الصدد تم إدراج بعض المؤسسات العمومية كتجربة أولى التي قامت بإصدار أسهم وسندات.

وعلى الرغم من الأداء الضعيف لهذه السوق المالية إلا أنها تظل قائمة، وتفعيل نشاطها يتطلب توفر الإرادة السياسية واتحاد قرارات وإجراءات تهدف إلى تطوير وتفعيل دورها كآلية للادخار والتمويل والاستثمار وعليه سيتناول هذا العنصر النقاط التالية:

- تنظيم بورصة الجزائر
- أداء بورصة الجزائر
- أثر عدم تماثل المعلومات على التمويل بالسوق المالية
- عوائق ومتطلبات تفعيل نشاط بورصة الجزائر

المطلب الأول: تنظيم بورصة الجزائر

تنظيم بورصة الجزائر يخضع إلى بنود المرسوم الصادر في سنة 1993 والمعدل المكمل في سنة 2003، وتظل بورصة الجزائر هيئة عمومية.

3- مراحل إنشاء بورصة الجزائر:

مر انشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل نوجزها فيما يلي⁽¹⁾:

- تم إنشاء شركة القيم المنقولة في سنة 1990 تحت صيغة شركة أسهم من طرف صناديق المساهمة الثمانية المنشأة بموجب القانون رقم 88-03 والمتعلق بصناديق المساهمة او كانت مهامها تتمثل في تنظيم تداول القيم المنقولة بين هذه الصناديق.

- تم إصدار ثلاثة مراسيم جديدة في سنة 1991، أعطت وجها جديدا لسوق البورصة، حيث أصبحت تسمى بورصة الأوراق المالية وتتعلق هذه المراسيم بما يلي:

❖ تنظيم تداول الأوراق المالية بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 1991/05/28.

❖ تشكيلة وصيغ الأوراق المالية وكذلك شروط إصدارها من طرف شركات رؤوس الأموال بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 01 - 170 المؤرخ في 1991/05/28.

❖ لجنة تنظيم البورصة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المؤرخ في 1991/05/28.

وفي سنة 1993 تم اعتماد القانون التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر وذلك بموجب المراسيم التشريعية الموالية⁽²⁾:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/05/23 المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات الأموال.

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المتداولة، مقرها الجزائر العاصمة.

- المرسوم التشريعي رقم 94-176 المؤرخ في 1994/07/13 الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء، و هم البنوك و شركات التأمين و صناديق المساهمة و التي حلت فيما بعد و عوضت بالشركات القابضة سنة 1995.

¹مصباح أحمد، الاستثمار المالي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير بالمدرسة العليا للتجارة، 2002، ص 214.

²الجودي سطوري، مرجع سابق، 2006، ص 150.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

و على الرغم من هذه المراسيم ، إلا أن نشاط البورصة لم ينطلق فعليا بسبب العديد من العراقيل منها⁽¹⁾:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع و المتميز بمعدل التضخم و أسعار فائدة مرتفعة.
 - الإطار القانوني الضيق و المتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية.
 - صعوبة طرح الأسهم العمومية للاكتتاب العام، حيث لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
 - الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية حيث تمنعها من الدخول إلى البورصة.
- و مع بداية سنة 1996 بدأت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ممارسة نشاطها الفعلي، كما تم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم المنقولة في ماي 1997.

4- الهيئات المنضمة لبورصة الجزائر:

يخضع تنظيم و تسيير بورصة الجزائر إلى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و كذلك شركة إدارة البورصة المنشأتين بموجب القانون رقم 03-4 الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003.

2-1 لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة:

تم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و هي عبارة عن هيئة تنظيم مستقلة تتمتع بشخصية معنوية و الاستقلالية المالية و تم تنصيبها فعليا في سنة 1996.

2-1-1 مهام و سلطات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة⁽²⁾:

تهتم هذه اللجنة بتنظيم و مراقبة سوق القيم المنقولة بالسهر على حماية الادخار أو أي منتج مالي آخر يتعلق بالإعلان العام للادخار المستثمر في القيم المنقولة، ضمان السير الحسن و الشفافية في سوق القيم المنقولة.

و من أجل تحقيق ذلك تملك هذه اللجنة السلطات التالية:

¹براق محمد، مرجع سابق، 1999، ص 370.

²Rapport Annuel, COSOB, 2011, P 25.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- إصدار القواعد التنظيمية و التعليمات المتعلقة بما يلي:
 - ❖ القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة و هيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية.
 - ❖ إلزامية نشر المعلومات من طرف مصدري القيم المنقولة من خلال الإعلان العمومي للادخار و الدخول إلى البورصة و العرض العمومي.
 - ❖ تسيير محفظة القيم المنقولة
 - ❖ قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و شركة المؤتمن المركزي للسندات.
 - ❖ القواعد المتعلقة بمسك حساب حفظ السندات.
 - ❖ القواعد المتعلقة بنظام تسوية و تسليم السندات
 - ❖ شروط التفاوض و المقاصة للقيم المنقولة المقيدة في البورصة.
- منح التأشيرة و الاعتماد و الرأي:
 - ❖ تسهر لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على حماية المستثمرين من خلال منح تأشيرة على المذكرات الاعلامية المنشورة من طرف الهيئات المدرجة في البورصة او الراغبة في الدخول إليها، و هذه التأشيرة تؤكد بأن محتوى هذه المذكرة كافي للسماح للمستثمرين اتخاذ القرارات المتعلقة بالاكتتاب أو حيازة قيم منقولة و لا تتضمن هذه التأشيرة تقييم نوعي للعملية المراد القيام بها من طرف المصدر.
 - ❖ منح الاعتماد للوسطاء في عمليات البورصة و تتضمن بأنهم يملكون الضمانات الكافية لا سيما فيما يتعلق بتركيبة مبلغ رأس المال الاجتماعي، و الوسائل المالية و التقنية التي يتوفرون عليها و كذلك خبرة المسيرين.
 - ❖ كما تمنح لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة الاعتماد لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير و الصناديق المشتركة للتوظيف.
 - ❖ كما ترسل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة إلى وزارة المالية رأيها حول رخصة الممارسة المقدمة من طرف شركات رأس مال الاستثمار.
- المراقبة و التحري: يكمن الهدف الأساسي للعملية المراقبة التي تقوم بها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في ضمان نزاهة و أمن سوق القيم المنقولة و تتعلق هذه المراقبة بأنشطة الوسطاء

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

في عمليات البورصة و حاملي حساب المحافظ للسندات، و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و المؤتمر المركزي للسندات و هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. و من أجل التنفيذ الجيد لمهامها المتعلقة بالمراقبة تقوم بعمليات التحري لدى الشركات أو المؤسسات المالية المعنية بعملية تتعلق بالقيمة المنقولة.

2-1-2) تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة:

تتكون هذه الهيئة من رئيس و ستة (06) أعضاء، يتم تعيين الرئيس بمرسوم رئاسي لمدة أربع سنوات بينما الأعضاء يتم تعيينهم بموجب قرار وزاري لوزير المالية باقتراح من الهيئات و الوزارات المعنية، و يتوزع هؤلاء الأعضاء كما يلي:

- قاضي يتم اقتراحه من طرف وزير العدل .
- عضو يتم اقتراحه من طرف وزير المالية.
- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي.
- عضو يتم اقتراحه من طرف محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين لأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضو مقترح من طرف نقابة الخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين.

2-1-3) غرفة التأديب و التحكيم:

تتوفر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على غرفة التأديب و التحكيم، و المكونة من الرئيس و عضوين منتخبين من بين أعضاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و قاضيين معينين من طرف وزير العدل.

و تتمثل صلاحيات هذه الغرفة في تأديب كل من يخالف الواجبات و عدم احترام القانون الداخلي للوسطاء في عمليات البورصة و كل مخالفة للإجراءات التنظيمية المطبقة على الوسطاء وعمليات البورصة.

كما تقوم هذه الغرفة بتسوية النزاعات التقنية الناجمة عن التجسيد الفعلي للقوانين واللوائح التنظيمية المسيرة لسوق البورصة و التي يمكن أن تنشأ بين الوسطاء في عمليات البورصة أو بين الوسطاء و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة أو بين الوسطاء و الشركات المصدرة للقيم المنقولة.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

2-2) شركة إدارة بورصة الأوراق المالية:

وهي عبارة عن شركة بالأسهم تم تشكيلها في 1997/05/25 بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، وتكون الإطار المنظم في خدمة الوسطاء باعتبارهم مهنيين و تسمح لهم بممارسة مهامهم طبقا للقوانين والأنظمة سارية المفعول، ورأس مالها عند الانطلاق كان مساويا إلى 24 مليون دج تم تحريره كليا عند تاريخ إنشائها و مقسم بالتساوي بين الاثني عشر عضوا المؤسسين و المتمثلين فيما يلي⁽¹⁾:

- البنوك الوطنية و تتمثل في: CNEP, BNA, BADR, BEA, BDL, CNMA
- شركات التأمين الوطنية: CAAT, SAR, CCR, CAAR
- و حليا يبلغ رأس مالها 475.1 مليار دج موزع على المساهمين بالتساوي، و تشمل قائمة المساهمين الأعضاء التاليين: CNEP, BNA, BADR, BEA, BDL, CPA و يرأسها مدير عام معزز بخليتين للاتصال و المعلومات الأخرى للإعلام الآلي⁽²⁾.
- و تتمثل المهام الموكلة لهذه الهيئة فيما يلي:
- التنظيم العملي للدخول إلى البورصة
- التنظيم المادي للمعاملات و جلسات البورصة
- تسجيل معاملات الوسطاء في عمليات البورصة
- تسيير نظام التداول والتسعير
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على الاوراق المالية
- نشر المعاملات المتعلقة بالمعاملات في البورصة ونشر جريدة رسمية للتسعير
- ومن جهة اخرى تمارس شركة إدارة البورصة مهامها تحت مراقبة لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة وهي مطالبة بالمساهمة في:
- تنظيم وتطوير كل ما يتعلق بموضوعها الاجتماعي
- دعمها لصندوق الضمان
- وبصفة عامة كل عمليات الدعم والتأطير والإعلام في السوق الثانوية.

¹ لبراق محمد، مرجع سابق، 2000، ص 379.

²Rapport annuel COSOB, 2011, P 34.

2-3) المؤتمن المركزي على السندات:

وهو شركة ذات أسهم تم تأسيسها سنة 2003 بموجب القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 2003/02/19، و يبلغ رأس مالها 75 مليون دج عند تأسيسها، ثم ارتفع إلى 240 مليون دج سنة 2010 موزع هذا المبلغ بين ثمانية مساهمين 17,8% CNEP، 17,8% BEA، 17,8% BNA، 17,8% BADR، 13,6% BDL، 8,59% EGH، 4,43% CPA، و2,34% لمجمع صيدال، ويمارس هذا المؤتمن مهامه تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ويقوم المؤتمن المركزي على السندات بمهمة الحفظ و التسوية و تسليم المعاملات على السندات بالإضافة إلى توليه للوظائف الرئيسية التالية⁽¹⁾:

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات بالسوق والمتمثلة في تنفيذ الأوامر و حركية الأسعار.

المطلب الثاني: أداء بورصة الجزائر

4- القروض السندية المتداولة في بورصة الجزائر:

عادة يتم تسجيل القروض السندية في بورصة الجزائر، القروض الموجهة إلى الجمهور العريض على العكس من القروض السندية الموجهة إلى البنوك والمستثمرين المؤسساتيين التي يتم تداولها خارج البورصة، و تتمثل القروض السندية المتداولة في البورصة فيما يلي:

1-1) القروض السندية المصدرة من طرق سونلغاز⁽²⁾:

قامت شركة سونلغاز بإصدار العديد من القروض السندية سواء المتداولة في بورصة الجزائر أو غير المتداولة، حيث بلغت قيمة القروض السندية المتداولة في بورصة الجزائر 45.9 مليار (دج)، و يتعلق الأمر بإصدار قرضين سنديين هما:

¹ تقرير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2011، ص 75.

² Rapport annuel COSOB, 2011, P 66.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- القرض السندي الأول تم إصداره في شهر ماي 2005 بمبلغ 15,9 مليار دينار و مدة حياة 06 سنوات، و بمعدلات فائدة متصاعدة تدريجيا من سنة إلى أخرى حيث يبلغ معدل الفائدة في السنة الأولى 3,5 %، و في السنة الثانية 4 %، في السنة الثالثة 4,25 %، و في السنة الرابعة 5 %، و 7 % في السنة السادسة.

- القرض السندي الثاني الموجه إلى الجمهور العريض تم إصداره في جوان 2008 بمبلغ 30 مليار دج و مدة حياة 6 سنوات، و بمعدلات فائدة تتراوح بين 4,5 % في السنة الأولى و 7 % في السنة الأخيرة.

1-2) القروض السنديّة المصدرة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية⁽¹⁾:

قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية بإدخال قرض سندي واحد إلى بورصة الجزائر في سنة 2004 في حين البقية من القروض السنديّة تم بيعها خارج البورصة إلى المستثمرين المؤسسيين و تبلغ قيمة القرض السندي المسجل في بورصة الجزائر 14,18 مليار دينار جزائري و هو عبارة عن الحصة الأولى من القرض السندي الثاني المصدر من طرف هذه الشركة، و تبلغ مدة حياته (06) سنوات و معدل فائدة متصاعد تدريجيا كل سنتين حيث يبلغ معدل الفائدة خلال السنتين الأوليتين 3 % ثم 3.75 % في السنتين الثالثة و الرابعة بعدها 06 %.

1-3) القرض السندي المصدر من طرف الجزائر للاتصالات⁽²⁾:

لجأت الجزائر للاتصالات إلى بورصة لتسجيل قرض سندي في سنة 2006 ذو قيمة 21,59 دج و امتدت فترة الاكتتاب من 17 إلى 31 أكتوبر 2006، و أحرزت عملية الاكتتاب على التوزيع التالي لفئات المكتتبين:

- 44% أشخاص طبيعيين
- 30% أعضاء النقابة المكلفين بضمان عملية الاكتتاب
- 24% أشخاص معنويين
- 2% مؤسسات مالية

¹Rapport annuel COSOB, 2011, P 66.

²IDEM, p : 66.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وتبلغ مدة حياة القرض السندي 5 سنوات ومعدل فائدة متصاعد تدريجيا كل سنتين ابتداء من 4,5% ثم 7,9% إذا تم إدخاله في التداول بتاريخ 2006/11/22.

1-4) القرض السندي دحلي (DAEWOO Algérie loisirs et immobilières DAHLI)

تحصلت مؤسسة دحلي على تأشيرة بورصة الجزائر في 11 نوفمبر 2008 تحت رقم 08 من اجل إصدار قرض سندي بقيمة ثمانية ملايين وثلاثة مائة دينار جزائري، ويعود إنشاء هذه المؤسسة إلى سنة 1988، حيث تم تأسيسها بين سافكس ومؤسسة دايو وتم تغيير قانونها الأساسي في سنة 1996 لتصبح شركة بالأسهم، و في سنة 2001 تم حيازتها من طرف الجزائرية للتأمينات "2A" و مساهمين آخرين، و أصبحت بذلك مؤسسة جزائرية ذات رأس مال خاص، و يندرج نشاطها في قطاع عقار الأعمال و كذلك التدخل في قطاع السياحة و يخصص القرض السندي لإنجاز مشروع الجزائر مدينة.

جدول رقم (30): بطاقة تقنية للقرض السندي دحلي

| المعلومات المتعلقة بالمؤسسات والإصدار | أهم العناصر |
|---------------------------------------|----------------------|
| ش م دحلي SPA DAHLI | الشركة المصدرة |
| 20 882 040 000 دج | رأس المال الاجتماعي |
| 8 300 000 000 دج | مبلغ القرض السندي |
| 830 000 | عدد السندات المصدرة |
| 10 000 دج | القيمة الإسمية للسند |
| 07 سنوات | مدة القرض السندي |
| 4% السنة الأولى | معدل الفائدة |
| 4.25% السنة الثاني | |
| 4.75% السنة الثالثة | |
| 5.25% السنة الرابعة | |
| 5.75% السنة الخامسة | |
| 6.25% السنة السادسة | |
| 6.75% السنة السابعة | |
| 2009/01/09 | تاريخ الإصدار |
| 2016/01/11 | تاريخ الاستحقاق |
| من 01/11 إلى 2009/02/26 | فترة الاكتتاب |
| سندات عادية | صنف السندات |
| 234 944 515 دج | تكاليف العملية |
| فندق الهلتون والبرج الإداري ABC | الضمان المقدم |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

5- القروض السندية المتداولة خارج بورصة الجزائر:

وهي عبارة عن قروض سندية صادرة من طرف المؤسسات الوطنية والموجهة إلى البنوك والمستثمرين المؤسساتيين و يتم تداولها بالتراضي أو المزايدة بالطريقة الهولندية.

2-1) القروض السندية المصدرة من طرف سونلغاز⁽¹⁾:

اعتادت هذه الشركة على اللجوء إلى إصدار القروض السندية سواء الموجهة إلى الجمهور العريض والمسجلة في البورصة أو تلك الموجهة إلى البنوك و المستثمرين المؤسساتيين و ذلك من أجل تنويع مصادر تمويل مشاريعها الاقتصادية المتعلقة بإنتاج و توزيع و نقل الكهرباء و الغاز، و تعد الشركة الأولى في إصدار قروض سندية تصل مدة حياتها إلى 11 سنة و تتمثل القروض السندية المصدرة في هذا الإطار فيما يلي:

- القرض السندي الأول المصدر في سنة 2004 بقيمة 20 مليار دج ومقسم إلى عدة حصص:
 - الحصة الأولى تبلغ قيمتها 06 مليار (دج) بمعدل فائدة 3 % ومدة حياة 5 سنوات.
 - الحصة الثانية تبلغ قيمتها 06 مليار (دج) بمعدل فائدة 3.25 % و مدة حياة 06 سنوات.
 - الحصة الثالثة تبلغ قيمتها 08 مليار (دج) بمعدل فائدة 3.75 و مدة حياة 07 سنوات.
- القرض السندي الثاني المصدر في سنة 2005 بقيمة 5.1 مليار (دج) موزع على حصتين:
 - الحصة الأولى تبلغ قيمتها 1.8 مليار (دج) و معدل فائدة 3.5 و مدة حياة 07 سنوات.
 - الحصة الثانية تبلغ قيمتها 3.3 مليار (دج) و معدل فائدة 4.2 و مدة حياة 11 سنة.
- القرض السندي الثالث المصدر في سنة 2006 و تبلغ قيمته 11.65 مليار (دج) و موزع على حصتين:
 - الحصة الأولى تبلغ قيمتها 06 مليار (دج) و معدل فائدة 4.65 % و مدة حياة 09 سنوات.
 - الحصة الثانية تبلغ قيمتها 5.65 مليار (دج) و معدل فائدة 4.85 و مدة حياة 11 سنة.
- القرض السندي الرابع و الذي حصلت الشركة بموجبه على تأشيرة بورصة الجزائر في سنة 2009 و تبلغ قيمته 20 مليار (دج) موزع على حصتين:
 - الحصة الأولى قيمتها 10 مليار و معدل فائدة 3.75 % و مدة حياة 9 سنوات.
 - الحصة الثانية تبلغ قيمتها 10 أو 15 مليار (دج) و معدل فائدة 4 % و مدة حياة 11 سنة.

¹Rapport annuel COSOB, 2011, P 66.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

2-2) القروض السنوية المصدرة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية:

تم إصدار القرض السنوي الموجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسساتيين في سنة 2004 بمبلغ 4.4 مليار دج و يتضمن حصتين:

- الحصة الأولى و هي عبارة عن سندات من صنف السندات المتسلسلة بمعدل فائدة 03 % و مدة حياة تتراوح بين سنة و 03 سنوات.

- الحصة الثانية و هي عبارة عن سندات بمعدل فائدة 3.75 % و مدة حياة 05 سنوات. القرض السنوي الثاني و يتعلق بالحصة الثانية من القرض السنوي المصدر في نوفمبر 2004 و الموجه إلى الجمهور و تبلغ قيمته 10.71 مليار دج و مدة حياة تتراوح بين 2 و 5 سنوات و معدل فائدة يتراوح بين 3 و 3.75 %.

2-3) القرض السنوي المصدر من طرف الجزائرية للاتصالات:

قامت هذه المؤسسة بإصدار قرض سنوي في سنة 2005 بمبلغ 6.5 مليار دج من أجل تمويل شبكة الهاتف النقال و مقسم إلى حصتين:

- الحصة الأولى مدة حياة القرض السنوي سنتين و معدل فائدة 2.75 %.

- الحصة الثانية مدة حياة القرض السنوي 03 سنوات و معدل الفائدة %.

2-4) القروض السنوية المصدرة من طرف الشركة العربية للإيجار المالي:

و هي المؤسسة المالية الأولى التابعة للقطاع الخاص التي تلجأ إلى الإصدار السنوي لتمويل عملياتها المتعلقة بالإيجار المالي، و تبلغ قيمة القرض السنوي الاول 3.65 مليار دج موزعة على حصتين:

- الحصة الأولى تبلغ قيمتها 2.55 مليار دج و معدل فائدة 3.85 % و مدة حياة 05 سنوات.

- الحصة الثانية تبلغ قيمتها 1.1 مليار دج و معدل فائدة 4 % و مدة حياة 06 سنوات.

و تبلغ عدد السندات المصدرة في هذا الصدد 365000 سند بقيمة إسمية قيمتها 10000 دج.

القرض السنوي الثاني تم إصداره في سنة 2007 بقيمة 3.3 مليار دج و مدة حياة 5 سنوات و ذو معدل 3.85 %، و تبلغ عدد السندات المصدرة بموجب هذه العملية 330000 سند بقيمة إسمية

10000 دج.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

2-5) القروض السندية المصدرة من طرف سوفيتال:

وهي أول مؤسسة تابعة للقطاع الخاص قامت بإصدار قرض سندي موجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسسين و تبلغ قيمة القرض 5 مليار دج.

2-6) القروض السندية المصدرة من طرف مؤسسة التعليم المهني عن بعد:

ويمثل هذا القرض السندي العملية الثانية التي قامت بها مؤسسة تابعة للقطاع الخاص بعد تلك العملية التي قامت بها مؤسسة سوفيتال، و تم عرض هذا القرض السندي حسب إجراء المزاد الهولندي وتبلغ قيمة القرض السندي 0.5 مليار دج مقسم إلى حصتين:

- الحصة الأولى تبلغ قيمتها 0.3 مليار دج و كويون 4.2 % و مدة حياة سنتين.
 - الحصة الثانية تبلغ قيمتها 0.2 مليار دج و كويون 4.8 % و مدة حياة 03 سنوات.
- و تم ضمان هذا القرض السندي برهن قطعة ارض مشيد عليها مباني.

2-7) القروض السندية المصدرة من طرف المؤسسة الوطنية لاستغلال الآبار:

تتمثل القروض السندية المصدرة من طرف هذه المؤسسة والموجهة إلى البنوك والمستثمرين المؤسساتيين فيما يلي:

- القرض السندي الأول بقيمة 05 مليار (دج) موزع على 500000 سند بقيمة إسمية لكل سند 10000 (دج) ومعدل فائدة 2.75 % و هي من صنف السندات العادية، و تبلغ تكلفة العملية 45.684 مليون (دج)، و تم إصدار هذا القرض السندي في سنة 2005 وحدة حياة 5 سنوات.

- القرض السندي الثاني الذي تم إصداره في سنة 2006 بمبلغ 8 مليار (دج) مقسم إلى حصتين:

- الحصة الأولى تبلغ قيمتها 4.45 مليار (دج) و معدل فائدة 3.3 % و مدة حياة 05 سنوات.
 - الحصة الثانية تبلغ قيمتها 3.55 مليار (دج) و معدل فائدة 3.5 % و مدة حياة 06 سنوات.
- القرض السندي الثالث مبلغه 4 مليار (دج) و معدل فائدة 3.85 % و مدة حياة 5 سنوات و تم إصداره في سنة 2007.

2-8) القروض السنوية المصدرة من طرف المؤسسة الوطنية لأشغال الحفر:

- القرض السنوي الأول المصدر من طرف هذه المؤسسة التابعة لشركة سوناطراك كان في سنة 2006 بمبلغ 8 مليار ح موزع على حصتين:
- الحصة الأولى مبلغها 4.08 مليار و معدل فائدة 3 % و مدة حياة 5 سنوات.
- الحصة الثانية مبلغها 3.98 مليار دج و معدل فائدة 3.6 % و مدة حياة 6 سنوات.
- القرض السنوي الثاني تم إصداره في سنة 2008 بمبلغ 6 مليار دج و كويون قيمته 3.75 % و مدة حياة 5 سنوات.

2-9) القرض السنوي لمؤسسة أشغال الطرق و الري و البناء حداد (ETRHB HADAD)

تنتمي هذه المؤسسة إلى القطاع الخاص و هي عبارة عن شركة بالأسهم و تبلغ قيمة القرض السنوي المصدر 06مليار(دج) بمعدل فائدة سنوية 4,1% و تاريخ استحقاق 14 جويلية 2014، و هو موجه إلى البنوك و المؤسسات المالية و المستثمرين المؤسساتيين و تمت عملية بيع السندات بطريقة المناقصة و قدمت المؤسسة كضمان قطعة أرض مشيد عليها مباني إدارية و خدماتية واقعة بالدار البيضاء ذات قيمة تقديرية، و يتم تداول هذا القرض السنوي بصيغة التراضي بين الوسطاء المخولين كما يمكن أن تكون هذه السندات موضوع طلب الدخول إلى البورصة و أوكلت مهمة ضمان الخدمات المالية (دفع القرض و تسديد أصل القرض إلى Algérie clearing).

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (31): بطاقة فنية للقرض السندي ETRHB

| المعلومات المتعلقة بالمؤسسة و الإصدار | أهم العناصر |
|---|----------------------|
| شركة أشغال الطرق و الري و البناء حداد ETRHB HADAD | الشركة المصدرة |
| شركة بالأسهم | الشكل القانوني |
| عائلة حداد | ملكية الشركة |
| أشغال الطرق و البناء و الري و صناعة الهياكل المعدنية | الموضوع الاجتماعي |
| 8 800 000 000 دج | رأس المال الاجتماعي |
| 6 000 000 000 دج | مبلغ القرض السندي |
| 05 سنوات | مدة القرض السندي |
| 600 000 | عدد السندات المصدرة |
| 10 000 دج | القيمة الإسمية للسند |
| 4.1 % | معدل الفائدة |
| 2009/12/14 | تاريخ الإصدار |
| 2014/07/14 | تاريخ الاستحقاق |
| سنداتعادية | صنف السندات |
| 54 106 105 دج | تكاليف العملية |
| قطعة أرض مشيد عليها مباني إدارية و خدماتية بالدار البيضاء الجزائر | الضمان المقدم |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

6- الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر:

3-1) سهم شركة أليانس للتأمينات

3-1-1) التعريف بالمؤسسة:

وهي عبارة عن شركة لتأمين كل الفروع، تم إنشاؤها في ديسمبر من عام 2004 في إطار المرسوم رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 المتعلق بفتح سوق التأمينات في الجزائر و تتكون هذه الشركة من 116 مركز إنتاج موزعة على سبعة وكالات رئيسية و 36 وكالة مباشرة و 38 عون عان و 26 ملحق موعين عبر 35 ولاية.

وتعتبر مؤسسة خاصة شكلها القانوني شركة بالاسهم يبلغ رأس مالها عند التأسيس 500 000 000 دج مقسم على 100 000 سهم بقيمة إسمية 5000 دج للسهم و موزع على المساهمين التاليين:

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم(32): توزيع رأس مال شركة آليانس للتأمينات على المساهمين المؤسسين

| النسبة المئوية % | عدد الأسهم | اسم المساهم |
|------------------|------------|---------------------|
| 25 | 25000 | Maghreb Truks Spa - |
| 15 | 15000 | خليفةاني محمد - |
| 10 | 10000 | بوجمان عبد الهادي - |
| 10 | 10000 | عيساني نحمد - |
| 10 | 10000 | رحمون محمد - |
| 10 | 10000 | خليفةاني رشيد - |
| 7 | 7000 | NADA LILABAT SARL - |
| 6 | 6000 | ETRABA SARL - |
| 5 | 5000 | خليفةاني حسان - |
| 2 | 2000 | EGETROBA SARL - |

Source : Notice d'importation ALLIANC Assurance, COSOB, 2010, p : 28

وقد شهد رأس مال الشركة تطورا من سنة إلى أخرى إلى أن بلغ قيمة 800 مليون دج قبل إدخالها إلى البورصة.

جدول رقم(33): تطور رأس مال الشركة

| عدد الأسهم | مبلغ رأس المال | رفع رأس مال | نتائج قيد التخصيص | إدماج لاحتياطات | السنوات |
|------------|----------------|-------------|-------------------|-----------------|---------|
| 100 000 | 500 000 000 | -- | -- | -- | 2005 |
| 160 000 | 800 000 000 | 30 000 000 | 24 000 000 | 60 000 000 | 2009 |
| 800 000 | 800 000 000 | -- | -- | -- | 2010 |
| 4 000 000 | 800 000 000 | -- | -- | -- | 2010 |

Source : notice d'importation ALLIANC Assurance, COSOB, 2010, P 22.

وتستوخذ الشركة على حوالي 4 % من سوق التأمينات في الجزائر، حيث سجلت تطورا ملحوظا بين سنة 2008 و 2009 على مستوى سوق الشركات المختلطة- الأضرار والتأمين على الحياة - بلغ 70 % في حين ان قطاع التأمينات لم يشهد إلا تطورا قدره 12 %.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

3-1-2) عملية رفع رأس مال الشركة عن طريق العرض العام للاذخار من خلال البورصة:

لجأت هذه الشركة إلى رفع رأس مالها عن طريق البورصة من أجل مطابقته لمتطلبات تدابير المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 والمتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين. وبموجب هذه العملية تم إصدار 1 804 511 سهم جديد بقيمة إسمية 200 (دج) لكل سهم مرقمة من 4 000 001 إلى 5 804 511 و بقيمة إصدار قدرها 830 دج لكل سهم، و تحمل هذه الأسهم الجديدة نفس الحقوق التي تحملها الأسهم المصدرة من قبل. كما تم رفع رأس مال الشركة مرة أخرى بعد غلق عملية رفع رأس مال الشركة عن طريق العرض العام للاذخار برسمة علاوة الإصدار لصالح كل المساهمين، أين بلغ رأس مال الشركة 2.2 مليار دج.

جدول رقم(34): بطاقة فنية لعملية رفع رأس مال الشركة

| | |
|------------------------------|--|
| أليانس للتأمينات | اسم الشركة |
| شركة مساهمة | الشكل القانوني |
| نشاط التأمينات | موضوع الشركة |
| 2010/06/21 | تاريخ الإعلان عن رفع رأس المال |
| 1 804 511 سهم | عدد الأسهم المصدرة |
| 200 دج | القيمة الإسمية لكل سهم |
| 830 دج | قيمة الإصدار لكل سهم |
| 630 دج | علاوة الإصدار لكل سهم |
| 2.2 مليار | رأس مال الشركة الجديد بعد إدماج علاوة الإصدار في رأس المال |
| 1 259 633 987 دج | قيمة مبلغ الإصدار |
| 174 153 983 دج | تكاليف عملية الإصدار |
| القرض الشعبي الجزائري | الوسيط في عمليات البورصة المكلف بالعملية |
| من 2010/11/02 إلى 2010/12/01 | فترة الإكتتاب |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والنشرة الإخبارية لشركة آليانس.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وقد تم تقسيم هذا العرض العام للادخار على خمسة مجموعات من المكتتبين:

- المجموعة الأولى: و تشمل الأشخاص الطبيعيين ذوي الجنسية الجزائرية و لها الحق في الحصول على 33.3% من قيمة الإصدار أي ما يعادل 600 000 سهم.
- المجموعة الثانية: وتشمل المستثمرين المؤسساتيين و تبلغ نسبة العرض الموجه لها 28.5 % أي ما يعادل 514 286 سهم.
- المجموعة الثالثة: و تشمل الأشخاص المعنويين الجزائريين و تبلغ نسبة العرض الموجهة لهم 33.6 % أي ما يعادل 604 511 سهم.
- المجموعة الرابعة: موجهة إلى الأعوان العامين لآليانس التأمينات بنسبة اكتتاب قدرها 2.4 % اي ما يعادل 42 857 سهم.
- المجموعة الخامسة: عمال شركة آليانس للتأمينات وتبلغ نسبة الاكتتاب المخصص لهم بـ 2.4% أي ما يعادل 42 857 سهم.

و تستفيد الأسهم المصدرة بموجب هذه العملية من الإعفاء من الأرباح الموزعة و فائض القيمة للتنازل عن أسهم شركة آليانس للتأمينات من إعفاء كلي للضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات إلى غاية 2013/12/31.

و تهدف عملية رفع رأس المال لشركة آليانس للتأمينات ليلبغ الحد الأدنى القانوني المقرر قانونا و تخصيص الأموال المحصلة من هذه العملية في تنفيذ العمليات التالية:

جدول رقم (35): تخصيص الأموال المحصلة

| التعيين | المبلغ (دج) | النسبة (%) | ملاحظات |
|-----------------------|---------------|------------|---|
| فرع التأمينات الحياة | 510 000 000 | 36.20 % | تبلغ نسبة مساهمة آليانس للتأمينات 51% من مليار دج أي 510 مليون (دج) |
| فرع الترقية العقارية | 450 000 000 | 31.3 % | تبلغ نسبة مساهمة آليانس للتأمينات 90 % من 500 مليون دج أي مبلغ 450000 (دج) |
| فرع رأس مال الاستثمار | 450 000 000 | 31.3 % | تبلغ نسبة مساهمة آليانس للتأمينات بـ 90 % من 500 مليون دج أي مبلغ 450 مليون (دج). |
| المجموع | 1 410 000 000 | 100 % | |

Source : Notice d'information ALLIANC Assurance, COSOB, 2010, P 22.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

3-1-3) نشاط الشركة و نتائجها:

شهد رقم أعمال الشركة تطورا متلاحقا خلال السنوات التي سبقت عملية الإصدار وبعدها وهو ما يبينه الجدول الموالي المتعلق بتطور رقم الأعمال حسب فروع التأمين الممارس من طرف شركة أليانس للتأمينات حيث يؤخذ رقم الأعمال على أساس العلاوات المصدرة الصافية من الإلغاء.

جدول رقم(36): تطور رقم الأعمال حسب فروع النشاط

الوحدة: ألف (دج)

| التعيين | 2006 | 2007 | % | 2008 | % | 2009 | % |
|---|--------|--------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | | | 07/06 | | 08/07 | | 09/08 |
| تأمين السيارات والتأمين البسيط | 155593 | 568937 | 271 | 1040144 | 83 | 1785127 | 72 |
| تأمين الكوارث الطبيعية | 6318 | 13163 | 109 | 23690 | 78 | 33759 | 34 |
| تأمين الحرائق والتأمينات الملحقة والتأمين الفلاحي | 57183 | 193108 | 108 | 270623 | 80 | 447462 | 43 |
| تأمين النقل | 66360 | 87143 | 238 | 175523 | 40 | 230038 | 65 |
| تأمين الأشخاص | 17383 | 70047 | 31 | 165951 | 101 | 355474 | 31 |
| المجموع السنوي | 302836 | 932397 | 303 | 1675932 | 137 | 2851861 | 114 |

Source : Notice d'information ALLIANC Assurance, COSOB, 2010, P 44.

ويلاحظ أن الشركة حققت أعلى نسبة تطور خلال سنة 2007 مقارنة بسنة 2006 حيث بلغت 30.6%، كما شهد رقم الأعمال تطورا مهما على مستوى الفروع خصوصا فرع تأمين السيارات وتأمين الأخطار البسيطة، حيث سجل تطورا مرتفعا خلال الفترة 2006 - 2009، حيث انتقل من حوالي 155,5 مليون دج إلى 1.8 مليار دج تقريبا.

هذا ويعود الارتفاع في رقم الأعمال المحقق إلى التزايد المستمر في محفظة الزبائن على مستوى كل الفروع تقريبا، حيث تؤخذ محفظة الزبائن على أساس عدد العقود المبرمة مع الزبائن في كل فرع نشاط.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

3-2) سهم مجمع صيدال:

3-2-1) التعريف بالمؤسسة:

تم إنشاء المجمع الصناعي صيدال بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال في سنة 1998 ويؤطر ثلاثة فروع للإنتاج ووحدتين للخدمات:

- فرع المضادات الحيوية
 - فرع الصيدلة
 - فرع بيتيك
 - الوحدة التجارية للوسط
 - وحدة البحث في الأدوية والتقنيات الصيدلانية
- وتجتمع هذه الفروع والوحدات في المقر الرئيسي الموجود في الدار البيضاء بالجزائر العاصمة، ويرتكز نشاط المجمع على نقاط القوة التي توهله ليكون رائدا في ميدان نشاطه وهي:
- قدرة إنتاجية مهمة في إنتاج المنتجات النهائية ومواد التغليف.
 - خبرة عالية في كل الأشكال الصيدلانية
 - أكثر من 30 سنة خبرة في الإنتاج الصيدلاني
 - تمتلك مخابر حديثة وطاقم مؤهل في ميدان البحث بالإضافة إلى إبرامها عقود شراكة مع العديد من المخابر ذات السمعة العالمية.
- ويعتبر مجمع صيدال شركة بالأسهم وأصبح يسمى المؤسسة العمومية الاقتصادية بعد تعديل قانونه الأساسي في 02 فيفري 1998.
- وقد شهد رأس مال المجمع تطورا خلال السنوات التي سبقت عملية الإدخال إلى البورصة، إلى أن أصبح 2500 مليون دج في سنة 1998.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم(38): تطور رأس المال الاجتماعي للمجمع

الوحدة: مليون (دج)

| عدد الأسهم | مبلغ رأس المال | إدماج الاحتياطات | تركيب الحقوق | رفع رأس المال | |
|------------|----------------|------------------|--------------|---------------|------|
| 6375 | 50 | -- | -- | -- | 1995 |
| 7500 | 600 | 90 | -- | 90 | 1996 |
| 19200 | 1536 | 936 | -- | 936 | 1997 |
| 10000000 | 2500 | -- | 964 | 964 | 1998 |

Source : notice d'information, groupe SAIDAL, COSOB, 1998, P11.

وقد تقرر من خلال الجمعية العامة الغير عادية المنعقدة في 25 جويلية 1998 تخفيض القيمة الإسمية للسهم من 80000 دج إلى 250 دج. وتعود ملكية رأس المال كلياً إلى الشركة العمومية القابضة كيميائ صيدلة ويعتبر المساهم الوحيد للمجتمع.

3-2-2) عملية إدخال المجمع إلى البورصة

طبقاً لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة المنعقد في 18 جوان 1998 وفي إطار مسار خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية المؤهلة لذلك، و بناء على اجتماع للجمعية الغير عادية لمجمع صيدال المنعقدة في 22 جوان 1998، تم تبني قرار فتح رأس المال الاجتماعي في حدود 20 % من رأس المال أي ما يعادل التنازل عن 2000000 سهم بسعر ثابت 800 دج، و تم بعث العملية في 15 فيفري 1999 على أن تغلق في 15 مارس 1999 و أوكلت عملية التقييم المالي للمؤسسة إلى مكتب دراسات فرنسي PGA تابع إلى Arthur Anderson

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (38): بطاقة فنية لعملية فتح رأس مال المجمع

| المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والإصدار | أهم العناصر |
|--|---------------------------------|
| المؤسسة العمومية الاقتصادية لمجمع صيدال | اسم الشركة |
| صناعة و تسويق الأدوية | موضوع الشركة |
| الدار البيضاء | مقرها |
| 2500 000 000 دج | رأس المال الاجتماعي |
| شركة بالأسهم | شكلها القانوني |
| فتح رأس مال المجمع عن طريق العرض العمومي للبيع | طبيعة عملية الإدخال إلى البورصة |
| 20% من رأس المال الاجتماعي | نسبة فتح رأس المال |
| 2 000 000 سهم | عدد الأسهم المعروضة للبيع |
| الشركة العمومية القابضة كيمياء - صيدلة نسبة 80 % | المساهم الرئيسي |
| 250 دج | القيمة الاسمية للسهم |
| 800 دج | قيمة الإصدار لكل سهم |
| 500 مليون دج | مبلغ العملية |
| من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999 | فترة القرض |
| 78 مليون دج | تكاليف العملية المقدره |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على المذكرة الإعلامية لمجمع صيدال.

وتكمن الغاية من هذه العملية في الخوصصة الجزئية للمجمع، كما تم تحديد سقف الحيازة لكل

فئة مستهدفة من المستثمرين المحتملين كما يلي:

- الأشخاص الطبيعيون - الأجراء في المجمع - 40 سهم.
- الأشخاص الطبيعيون - العاديين - 2000 سهم
- الأشخاص المعنويين:
- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة شركات التأمين وإعادة التأمين، المؤسسات المالية والبنوك والوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة (300000 سهم مع حد أدنى 4000 سهم).
- الأشخاص المعنويين الآخرين (30000 سهم مع حد أدنى 4000 سهم).

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

3-2-3 تطور نشاط مجمع صيدال:

يلاحظ أن رقم أعمال مجمع صيدال يتكون من عنصرين أساسيين هما شراء وإعادة تسويق المنتجات الصيدلانية و إنتاج و تسويق المنتجات الصيدلانية و كلا الفرعين شهد تطورا متتاميا خلال الثلاث سنوات التي سبقت عملية إدخال المؤسسة إلى البورصة و هو ما يوضحه الجدول أدناه.

جدول رقم(40): تطور رقم أعمال مجمع صيدال والنتيجة الصافية

الوحدة: مليون (دج)

| السنوات | 1995 | 1996 | 1997 | التعيين |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| مبيعات البضاعة | 11738 | 31161 | 503780 | |
| الإنتاج المباع | 2350165 | 2929353 | 3600172 | |
| رقم الأعمال | 2362 | 2961 | 3651 | |
| النتيجة الصافية | 661685 | 228882 | 397460 | |

Source : Notice d'information groupe SAIDAL, op-cit, 1998, P 25.

كما شهد نشاط مجمع صيدال تطورا معتبرا وذلك بالنظر إلى النتائج المحققة والتي نوضحها في الجدول الموالي:

جدول رقم (40): تطور رقم اعمال والنتيجة بعد عملية الإدخال

الوحدة: مليون (دج)

| 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|--------------------|
| 4666 | 4201 | 5264 | 5820 | 6003 | 6578 | 6720 | 7222 | 8022 | 9882 | 12190 | رقم الأعمال |
| 721 | 271 | 379 | 187 | 482 | 456 | 430 | 547 | 872 | 1346 | 2875 | النتيجة الصافية |
| 36 | 20 | 13.6 | 9 | 24 | 20 | 20 | 23 | 11 | 35 | 35 | التوزيعات الموزعة* |
| | | و 40 | | | | | | | | | |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

* بالنسبة إلى التوزيعات الوحدة هي (دج).

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

غير أن حصة كل سهم من التوزيعات تظل في حدود ضعيفة نسبيا مقارنة بالقيمة الحقيقية للسهم - قيمة الإصدار - حيث قيمة التوزيعات لا تتجاوز حدود 3 % و هي قيمة لا تغطي حتى معدل التضخم السنوي.

3-3) سهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

3-3-1) التعريف بالمؤسسة:

تم إصدار هذا السهم من طرف مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، وتعتبر هذه الأخيرة مؤسسة عمومية اقتصادية بالأسهم مصنفي في صنف خمسة نجوم، باشرت نشاطها سنة 1972، و يتمثل غرضها الاجتماعي في تقديم الخدمات المرتبطة بالإطعام و الإيواء بالإضافة إلى تنظيم الملتقيات والمناسبات والمحاضرات.

في 15 فيفري 1991 أصبح القانون الأساسي للفندق كمؤسسة عمومية اقتصادية كشركة الأسهم ذات رأس مال 40 مليون دج وتعود ملكيته إلى:

- 40 % صندوق مساهمة الخدمات

- 30 % صندوق مساهمة الصناعات المختلفة

- 30 % صندوق مساهمة البناء

وبموجب المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة، تم تحويل أسهم المؤسسة كليا إلى الشركة القابضة للخدمات.

3-3-2) عملية إدخال مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى البورصة:

تم إدخال مؤسسة تسيير فندق الأوراسي في إطار تنفيذ المرسوم التنفيذي رقم 22-95 المؤرخ في 26 اوت 1995 المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخصخصة المتبنى من طرف الحكومة، و بناء على الجمعية العامة الغير عادية المنعقدة بتاريخ 21/06/1998 تقرر إدخال جزء من رأس مال المؤسسة في البورصة في حدود 20 % من رأس المال و المتمثلة بـ 1200000 سهم بسعر بيع حدد بـ 400 دج للسهم و تم بعث العملية خلال الفترة الممتدة بين 15 جوان 1999 و 15 جويلية 1999.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم (41): بطاقة فنية لعملية إدخال سهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى البورصة.

| أهم العناصر | المعلومات المتعلقة بالمؤسسة و الإصدار |
|---------------------------------|---------------------------------------|
| اسم المؤسسة | مؤسسة تسيير فندق الأوراسي |
| الشكل القانوني | شركة بالاسهم، مؤسسة عمومية اقتصادية |
| موضوع الشركة | خدمات الإيواء و الإطعام |
| مقرها | الجزائر العاصمة |
| طبيعة عملية الإدخال إلى البورصة | عرض عمومي للبيع |
| عدد الأسهم المعروضة | 1200000 |
| سعر بيع السهم | 400 دج |
| السعر الاسمي | 250 دج |
| قيمة القرض المتوقعة | 480000000 دج |
| تكاليف العملية | 52.730 مليون دج (0.1% من قيمة القرض) |
| فترة العرض | من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999 |
| الوسيط المكلف بعملية الإدخال | مؤسسة الرشد المالي |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

3-3-3 تطور نشاط مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

يتم عرض نشاط المؤسسة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (42): نشاط المؤسسة

الوحدة: (دج)

| رقم الأعمال | 2000 | 2001 | 2002 | 2009 | 2010 |
|------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| النتيجة الصافية | 888725934 | 949559286 | 1134090204 | 1893577394 | 1159110003 |
| ربح السهم الواحد | 174032289 | 198813331 | 249881880 | 793767070 | 112752335 |
| | 20 | 22 | 25 | 50 | 15 |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

ويلاحظ أن رقم أعمال المؤسسة قد انخفض في سنة 2010 مقارنة بسنة 2005، و نفس

الشيء بالنسبة إلى النتيجة الصافية، و يعد نصيب كل سهم من التوزيعات المسجلة في سنة 2010 اقل قيمة مقارنة بالسنوات السابقة، و يتراوح عائد السهم بين 3 % و 11%.

المطلب الثالث: أثر عدم تماثل المعلومات على التمويل بالسوق المالية.

تشوب عملية التمويل بصفة عامة، نوعين من العوائق:الصنف الأول من هذه العوائق يعتبر خارجي ويتعلق بالقيود القانونية - Les contraintes légales- أو القيود المؤسسية - Les contraintes institutionnelles-، أما الصنف الثاني منهذه المعوقات فهو داخلي - Les contraintes endogènes - وينشأ عن حالة عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في أسواق رأس المال، فحسب-Baskin, 1988- فإن عدم تماثل المعلومات كان العائق الأكبر لتطور الأسواق المالية في بريطانيا العظمى و الولايات المتحدة الأمريكية إلى غاية بداية الحرب العالمية الثانية.¹ وتعود حالة عدم تماثل المعلومات إلى التمييز بين آليتين أساسيتين هما المخاطر المعنوية و الاختيار العكسي -Akerlof, 1970-، بالنسبة إلى المخاطر المعنوية فإنها تنشأ عن حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة و المستثمرين، أما الاختيار العكسي فينجر عن حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة و المستثمرين جهة و بين المستثمرين و بعضهم البعض من جهة أخرى. وتعتبر مشكلة المخاطر المعنوية و الاختيار العكسي من أهم الأسباب في انخفاض كفاءة الأسواق المالية -Thepot, 2007-²، ومن ثم سوء تخصيص الموارد المالية المتاحة، حيث تؤثر بشكل كبير على تحويل الموارد التمويلية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز التمويلي، وهي العملية التي تتم من خلال السوق الأولية، حيث أن هذه المشكلة تزيد من تكلفة الموارد المالية و التقليل من حجمها، كما تؤثر هذه المشكلة أيضا على عملية تداول الأصول المالية في السوق الثانوية

بينما مشكلة الاختيار العكسي التي تنشأ بين المستثمرين وبعضهم البعض وهنا يتعلق الأمر بتداول الأصول المالية عن الطريق السوق الثانوية وتولد هذه المخاطر من عدة عوامل منها عدم الإفصاح الجيد واستعمال طرق محاسبية غير مناسبة...الخ.

¹Laurent Augier et Mahdi Mokran, Asymétrie d'information, marchés financier et pays émergents d'Asie du sud-est, Revue économique, volume 49,N° 1, 1998, p 181.

²Brino Biais et Thierry Foucault, Asymétrie d'information et marchés financiers, une synthèse.

وتظل مشكلة عدم تماثل المعلومات في الدول الناشئة بصفة خاصة مهمة وبعيدة عن الحل، وهذا لعدة عوامل منها: اعتماد محاسبة تقريبية وعدم الإفصاح الجيد، غياب أو طول مدة الحصول على المعلومات المتعلقة بتداول الأصول المالية، ضبابية الخطر السياسي تراخي هيئات حماية المستثمرين ضد الجرائم والتلاعبات، بالإضافة إلى التقشي الكبير لبعض الظواهر الاقتصادية، كالقطاع الموازي، الرشوة و الفساد.¹

وعلى هذا الأساس سوف يتطرق هذا العنصر إلى مدى تأثير عدم تماثل المعلومات على التمويل بالسوق المالية ، من خلال دراسة أثر كل من الإفصاح المالي وفقا لنظام معايير المحاسبة الدولية و نوعية الضمانات القانونية و كذا حجم القطاع الموازي على الرسملة البورصية، باعتبار هذه المتغيرات كمحددات لعدم تماثل المعلومات.

وبهدف اختبار إحصائيا العلاقة الموجودة بين عدم تماثل المعلومات و السوق المالية نستخدم نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع والمتمثل في نسبة الرسملة البورصية إلى الناتج الداخلي الخام من جهة، و درجة تأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع من جهة أخرى، وتتمثل المتغيرات المستقلة في (مؤشرات) محددات عدم تماثل المعلومات و المتمثلة في سيولة السوق المالية، نوعية الضمانات القانونية لحماية المستثمرين و حجم الاقتصاد الموازي.

وسوف يتم الإعتماد على البيانات المنشورة من طرف البنك الدولي، وبالنسبة إلى البيانات المتعلقة بتقدير الاقتصاد الموازي سوف نعتمد على الدراسة المنجزة من طرف - Shneider, Buehn et montenegro , 2010.²

وسيقسم هذا العنصر إلى جزئين: يعني الجزء الأول بالإطار النظري للدراسة بينما الجزء الثاني فيتعلق بمنهجية الدراسة المتضمنة الفرضيات، النموذج الإحصائي و المتغيرات و قاعدة المعطيات المستعملة و النتائج المتوصل إليها.

¹Laurant Augier et Mahdi Mokran, op-cit,p183.

²Abdelkader Gliz Asymétrie d'information et financement en Algérie, Revue du financier ;n :212- vol-37 ;mars/avril 2015.

*Gaelle lenormand et lionel touchais, les IFRS Améliorent elle la qualité de l'information financière www.cairn.info/revue-comptabilité-contrôle-audit,2009-2_page,145.htm ,p148

* جودة المعلومات فقد عرفها (Jonas et Blanchet 2000) بأنه تكون المعلومات محاسبية مفيدة للمستعمل لاتخاذ قراراته إذ كانت تتوفر فيما ثلاثة معايير: الأهمية PERTINENCE وهي المعلومة التي يمكن استعمالها في الوقت المناسب لاتخاذ القرار-الثقة Fiabilité خالية من الأخطار و حيادية و قابلية للمقارنة في الزمان و المكان.

1- الإطار النظري للدراسة:

1-1- الإفصاح المالي وفقا لمعايير المحاسبة الدولية و الأسواق المالية:

تكتسي المعلومات المالية والمحاسبية مكانة خاصة في قرارات المستثمرين، وترتبط جودة مية المعلومات بنظام إنتاجها والتمثل في نظام المحاسبة المتبع في دولة ما. ومع تنامي ظاهرة العولمة المالية وإنفتاح الأسواق المالية دفع بالعديد من المؤسسات والدول إلى تكييف تطبيقاتها المحاسبية وإخضاعها إلى معايير المحاسبة الدولية، تعتبر معايير المحاسبة الدولية كمعايير لإعداد التقارير المالية بشكل جيد-Ball, 2003- وإعطاء معلومات مالية ذات نوعية جيدة.

وقد أظهرت العديد من الدراسات - Ashbaugh 1997 - أن معايير المحاسبة الدولية تسمح بالرفع من إنتاج معلومات جيدة من حيث الجودة* و الكمية مقارنة مع المعايير المحلية¹ كما أن المعايير المحاسبة الدولية تعمل على تحسين طرق الحساب و تسمح بتوليد معلومات مالية أكبر أهمية و مفيدة و ذات فحوى معلوماتي أكثر - Alfond 1993 -² ، مما يصحبه تنامي ثقة المستثمرين في الأسواق المالية ، الشيء الذي يترجم بتحسن في سيولة الأسواق المالية و انخفاض تكلفة رأس المال وتحقيق سعر عادل للأوراق المالية - Levitt,1998 - .

وفي دراسة Lez et verrecchia, 2000 -- بينت أن المؤسسات الألمانية التي تعتمد على المعايير الدولية تكون الفروقات بين أسعار العرض و الطلب لأوراقها المالية ذات نطاق تغير ضعيف-Fourchette de prix- و دوران مرتفع-Rotation- الشيء الذي يبين أن هذه المعايير تؤدي إلى تقليص فجوة عدم تماثل المعلومات مقارنة مع النظام المحاسبي الألماني.³ كما أظهرت بعض الدراسات التجريبية-Empiriques- أن زيادة جودة و كمية الإفصاح المالي و المحاسبي تتولد عنه منافع اقتصادية مهمة أبرزها تخفيض فجوة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين و المساهمين و تدنية تكلفة رأس المال و الدقة في تقديرات المحللين الماليين - Lev, 1992, Healy et palepu, 2001-⁴.

كما بين Daske, 2006 - - أن معايير المحاسبة الدولية تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال و تعمل على نشر أكبر للمعلومات المالية و نفس النتيجة توصل إليها Dumontier et

¹Saidatou Dicko et Hamen Khemkhem, l'impact attendu de l'adoption des IAS/IFRS sur le marché financier français.

²IDEM.

³Gaëlle lenormand et Lionel Touchais, op-cit, p149.

⁴Saidatou Dicko et Hamen Khemkhem, op-cit, p02.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

Maghraoui 2006 في دراسة أجريت على المؤسسات السويسرية التي تعتمد على نظام المحاسبة الدولية.¹

وحسب - Amihud et Mendelson, 1986 - فإن تقديم تقارير مالية أكثر شفافية لتقليل من تناظر المعلومات يزيد في سيولة الأسهم المصدرة من طرف الشركات من جهة و تقلل من تكلفة الوكالة الواجبة الدفع من طرف المستثمرين - Coûts du surveillance - ومن تم التخفيض في تكلفة رأس المال، كما بين - Diamond dverrechia, 1991- أن شفافية عرض التقارير المالية يقلص من فجوة عدم تماثل المعلومات ويدفع بالمستثمرين إلى طلب عدد أكبر من الأصول المالية و تخفيض تكلفة تمويل الشركات و الرفع من الرسملة البورصية.²

و قد بين - Lang et Maffet, 2011 - أن شفافية الاتصال المالي يقلل من خطر السيولة المستقبلية - تحول المستثمر من وضعية إلى أخرى بالتنازل عن أصل مالي- بالتقليل من عدم التأكد بخصوص القيمة الحقيقية للمؤسسة، و المستثمرين يعوضون هذا الانخفاض في الخطر عن طريق طلبهم مكافئة أقل - عائد أقل- حيث أنه هناك العديد من الدراسات التجريبية تبين أن العائد المطلوب من طرف المستثمرين للاستثمار في أصل مالي يرتفع مع ارتفاع نقص سيولة هذا الأصل المالي.³ وعلى هذا الأساس فإن تبني معايير المحاسبة الدولية يؤدي إلى التقليل من عدم تماثل المعلومات الذي ينعكس على رفع من سيولة الأوراق المالية في السوق المالية.

وتمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولة السوق و بشكل محدد - Muranaga and shimezu, 2000.⁴ وقد ربط الباحثان Mayers and Majluf, 1984 - بين الإفصاح الكافي و السعر السوقي للأوراق المالية فقد أشار إلى أنه إذا تطابقت كمية المعلومات التي بحوزة الإدارة مع المعلومات التي بحوزة جمهور المتعاملين في السوق المالية فإنه ستقترب القيم السوقية للأوراق المالية من قيمتها الحقيقية، وتبرز أهمية الإفصاح المالي بالكمية و الجودة العالية حسب معايير المحاسبة الدولية في مواجهة مسألة عدم تماثل المعلومات في السوق المالية بصفة خاصة و سوق رأس المال بصفة عامة.

¹Gaëlle lenormand et lionel touchais, op-cit, p150.

²Luc Paugam et autre, risque d'estimation, coûts du capital et communications FCS , revues.otg/1260.

³Thurry Foucault, liquidité coûts du capital et organisations de la négociation des valeurs mobilières.

⁴إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية، المجلد 7، العدد23، 2011، جامعة تكريت، ص 120.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

وقد أكد العديد من الباحثين أهمية الإفصاح المالي الكافي وارتباطه بأسعار الأسهم، فقد أشار Singhui and Deasi, 1971- إلى أن الإفصاح الكافي يزيد من ثقة المستثمرين في الشركة وإدارتها و يؤدي إلى تحسين قبول الأسهم في السوق، مؤكداً أن الإفصاح المناسب يقلل من تذبذب غير المنطقي في أسعار الأسهم.¹

1-2 - الضمانات القانونية لحماية المستثمرين و الأسواق المالية

لا يقتصر دور النظام المالي على مقابلة أصحاب الفائض و أصحاب العجز المالي لرؤوس الأموال فحسب، بل يمتد دوره إلى وظيفة التحكم في حوكمة الشركات²، و تستند هذه الوظيفة إلى التعارض القائم بين مصالح أطراف العملية التمويلية بسبب عدم تماثل المعلومات، وعليه فإنه من الوظائف الأساسية لأي نظام مالي هو توفير حلول لمثل هذه المشاكل، الشيء الذي يتحقق من خلال توفير إطار قانوني يضمن حماية المستثمرين - المساهمين و الدائنين- عن طريق قواعد تضمن الجودة و النشر السليم للمعلومات عن طريق توفير هيئات السوق التي تضمن تحقيق تبادل عادل بعيداً عن التلاعب و الغش، وكذلك من خلال توفير هيئات قادرة على إنتاج المعلومات و مقارنة المشاريع و القرارات و التصريحات.

وحتى تقوم السوق المالية بوظيفتها الأساسية ينبغي أن يملك المستثمر ضمانات تتعلق بالشفافية و الحوكمة الجيدة - La bonne gouvernance - للمؤسسات و حماية صغار المستثمرين و إمكانية فض النزاعات - Arbitres les conflits -، فنوعية الضمانات القانونية تلعب دوراً مهماً في إنجاز العمليات المالية و احترام مصالح المستثمرين و في هذا الإطار فإن الدراسة التي قام بها- La porta et al 2002 تشير إلى أن نوعية المعلومات التي تنشرها الشركات المصدرة و سبل الطعن المتاحة للمستثمرين في حالة عدم كفاية المعلومات أو تضليلها هي التي تفسر الرسمة البورصية و مستوى الإصدارات الجديدة و إمكانية لجوء المؤسسات الصغيرة للأسواق المالية.

فالحماية الجيدة للمساهمين الصغار تسمح بتحقيق تشتت أكبر لرأس المال مما ينجر عنه وجود سوق مالية نشطة وسائلة، وهو ما يعكس القاعدة المعبر عنها بصيغة القانون و التمويل Law and finance and المجسدة في أعمال shleifer et al 1998 ; la porta lopez- de- silvanes,

¹ محمد عبد الله المهدي و وليد زكريا صيام، أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 2، ص 263، 2007.

² Pierre jacquet et jean paul pollin, systèmes financiers et croissance finance et croissance 2007 cercle des économistes Descartes

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

vishny, 1997 و التي تدرس العلاقة بين القانون و التمويل من خلال إيضاح الارتباط بين درجة الحماية القانونية للمستثمرين من جهة و مستوى تطور هياكل السوق من جهة أخرى.¹ وتؤكد الأبحاث التجريبية أن مدى توفر الحماية القانونية للمستثمرين يعد من العوامل الهامة لتطور الأسواق المالية، فعندما تكون قوانين حماية المستثمرين معرزة و مطبقة، فإن المستثمرين يكونون على استعداد لتمويل المؤسسات ومن تم توسع الأسواق المالية، وبالمقابل في ظل عدم توفر حماية جيدة للمستثمرين فإن الأسواق المالية تتميز بتأخر ملحوظ، فاختلف مستوى التنمية المالية بين الدول يعود منشؤه إلى الاختلاف في بنية القوانين و تطبيقها - Porta al 1998 - و في دراسة أجراها -Porta al,2002- على 539 مؤسسة في 27 دولة على أساس بناء نموذج، لاحظ أن قيمة المؤسسة تكون كبيرة في الدول التي تتوفر على أحسن حماية لصغار المساهمين.² فالمستثمرين عندما تتوفر لديهم الحماية القانونية الكافية فإنهم يكونون على استعداد لدفع المزيد من أجل الحصول على أصول مالية، لأنهم يدركون في ظل الحماية القانونية فإنهم سيحصلون على عائد عادل في شكل أرباح موزعة، وهو ما يترتب عنه الرفع في الرسملة البورصية، لأنه في ظل توفر الحماية القانونية يدفع بالمسيرين إلى الإفصاح الجيد و الابتعاد عن كل أشكال الغش و التدليس وهو الدور الذي تلعبه الحماية القانونية في تقليص عدد تماثل المعلومات بين الإدارة و المساهمين - Porta al 2002-.³

و لا يتوقف دور الحماية القانونية على تطوير الأسواق المالية فقط بل يتعد ذلك إلى التأثير على هيكل ملكية المؤسسات - Claessens Djankov and Lang, 2000 - و سياسة التوزيعات - porta al 2002 - و حجم المؤسسات - kuman rajan et zingales 2000 - و النمو الاقتصادي - Rajan et Domirguc kurt et maksimouic 1998- و الكفاءة في تخصيص الاستثمارات - Rajan et zingales 1998.

3-1 - الاقتصاد الموازي و الأسواق المالية:

يمكن تعريف الاقتصاد الموازي - الخفي - بأنه سوق لتبادل السلع و الخدمات، بمعنى أنه يوجد عرض وطلب للسلع و الخدمات و عملية التوازن بين العرض و الطلب يكون على أساس

¹Bertrand chopard et eric langlais, default de paiement strategique et loi sur les difaillance d'entreprises 2009 <http://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/14366/>

²Porta al, Investor protection and corporate valuation, the journal of finance, vol VII, N° 3 juin 2002.

³Porta al 2002, op-cit.

السعر، لكن عند الأخذ بعين الاعتبار الخصائص المتعلقة بهذا السوق أو الاقتصاد يجعله عرضة إلى مخاطر الاختبار العكسي و المخاطر المعنوية التي يمكن أن تساهم في القضاء عليه¹، و تتمثل خصائص الاقتصاد الموازي في المنافسة، تنوع المنتجات من حيث طبيعتها - *hétérogénéité* - عدم تماثل المعلومات الذي يرتبط باختلاف طبيعة السلع و الخدمات المعروضة، كما يعرف الاقتصاد الموازي بأنه إنتاج السلع و الخدمات القانونية و الغير قانونية - شرعية و غير شرعية - التي تباع و تشتري بصفة غير قانونية.²

وقد اهتمت العديد من الدراسات بدراسة العوامل التي تشجع المستثمرين لتوظيف الأموال الخاصة في شكل استثمارات غير رسمية ورأس المال المخاطر و المتمثلة في نظريات اختيار الاستثمارات و نظريات تحديد القرض - *théories des rationnement du crédit* -، حيث أن تمويل الاستثمارات الثابتة يعتمد إلى حد كبير على التمويل الذاتي و لا تعد هذه المسألة قضية اختيار بمعنى أنها معروضة على المؤسسات خصوصا في ظل تحديد القروض، فهذا التحديد للقروض يمكن أن يكون عاملا لتشجيع المؤسسات للجوء إلى الاستثمارات الخفية.

وتعود أسباب انتشار هذه الظاهرة إلى عدة عوامل منها ثقل العبء الضريبي و شدة تنظيم

العمل، وقد بينت العديد من الدراسات مدى إيجابية تأثير العبء الضريبي على اقتصاد الظل - الموازي - Johnson kanfmann , schneider ; 2004, 2005, 2007، بينما الدراسة التي أجراها schneider 2010 فقد ركزت على أربعة عوامل تتمثل في التهرب من دفع الضرائب، التهرب من دفع اشتراكات الضمان الاجتماعي، التهرب من التقيد ببعض معايير التي تفرضها سوق العمل كالحدا الأدنى للأجر، - الحجم الساعي القانوني - تقادي الالتزام ببعض الإجراءات الإدارية كملئ الاستثمارات و تكوين الملفات الإدارية و التصريحات.³ ويقدر حجم الاقتصاد الموازي على سبيل المثال في الاتحاد الأوروبي ب 18.4 % من PIB في سنة 2012، ولهذا تسعى كل الدول إلى الحد من هذه الظاهرة نظرا لتأثيرها السلبي على الاقتصاد ككل و التقليل من الاقتصاد الموازي يضمن حماية جيدة للمستهلكين و المؤسسات الشرعية و العمال ويدعم الكفاءة و التخصيص للموارد الاقتصادية الشيء الذي يحرض الإنتاجية و النمو على المدى الطويل. و عليه فإن الاقتصاد الموازي

¹Jean Bernard boyabé; *Marché informel, une lecture critique du model d'Akerlof*, Revue tiers monde, vol10, n° 157, janvier- mars1999, p 169.

²Pierre Lemieux, *l'économie souterraine*, les cahiers de recherche de l'institut économique de Montréal, novembre 2007, Québec, p7.

³Schneider friedrich and al; *Shadaw economies all over the world*, the world bank and Europe and central Asia regio, july , 2010.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

يلعب دورا سلبيا في تحقيق التنمية الاقتصادية ككل و لهذا يتوقع أن يلعب أيضا دورا سلبيا على الأسواق المالية ومن تم الرسملة البورصية.

2- الفروض والمنهجية المتبعة :

سيتم تقديم الفروض التي تبنى عليها هذه الدراسة ومن ثم عرض النموذج الإحصائي وتحليل العلاقة بين المتغيرات ، وكذلك النتائج المتوصل إليها.

1-2- فروض الدراسة

يتم صياغة الفرضية الرئيسية والفرضيات الجزئية كما يلي:

الفرضية الرئيسية:

H_0 - : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات والسوق المالية

الفرضيات الفرعية:

H_{01} - : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاقتصاد الموازي والرسملة البورصية

منسوبة إلى الناتج الداخلي الخام.

H_{02} - : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نوعية الضمانات القانونية لحماية المستثمرين

والرسملة البورصية منسوبة إلى الناتج الداخلي الخام.

H_{03} - : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة السيولة والرسملة البورصية منسوبة إلى

الناتج الداخلي الخام.

2-2- عرض النموذج:

أستخدم في التحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغير التابع المعبر

عنه بالرسملة البورصية والمتغيرات المستقلة المتمثلة في الاقتصاد الموازي نوعية الضمانات القانونية

لحماية المستثمرين ودرجة السيولة، وذلك باعتبار هذه المتغيرات محددات لعدم تماثل المعلومات.

وسيتم صياغة النموذج من خلال العلاقة التالية:

$$CAP/PIB_i = B_{0i} + B_{1i} SOUT_i + B_{2i} GARJUR_i + B_{3i} LIQUID_i + \varepsilon_i$$

حيث يرمز المؤشر i إلى الدولة ($i=1,2,3,\dots$).

CAP/PIB_i - : تمثل نسبة الرسملة البورصية إلى الناتج الداخلي الخام للدولة i ، وتعطى

كنسبة مئوية .

$SOUT_i$ - : تمثل نسبة حجم الاقتصاد الموازي إلى الناتج الداخلي الخام للدولة i ، وتعطى

كنسبة مئوية .

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- GARJUR_i: تمثل نوعية الضمانات القانونية لحماية المستثمرين في السوق المالية للدولة i ، وهو عبارة عن مؤشر يمثل متوسط لعدة مؤشرات هي: مؤشر الإفصاح عن المعلومات، مؤشر يقيس مسؤولية المسيرين، مؤشر سهولة المتابعة القضائية من طرف المساهمين، مؤشر صراع المصالح، مؤشر حقوق المساهمين، مؤشر شفافية المؤسسات ومؤشر الحكومة، ويأخذ القيم من 0 إلى 1، ويتم إعداده من طرف البنك الدولي.

LIQUID_i: يمثل درجة السيولة للدولة i ، ويؤخذ كمؤشر لقياس درجة السيولة معدل الدوران

المحسوب من خلال نسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى الرسملة البورصية كنسبة مئوية B_0 .

B_{0i} : المعامل الثابت لنموذج الانحدار.

B_{1i} : معامل مؤشر القطاع الموازي.

B_{2i} : معامل مؤشر نوعية الضمانات القانونية لحماية المستثمرين في السوق المالية.

B_{3i} : معامل مؤشر درجة السيولة.

ε_i : الخطأ العشوائي، ويعود وجود هذا الخطأ إلى عدة أسباب: إهمال بعض المتغيرات

المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج، حدوث خطأ في البيانات أو الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج.

2-3 - البيانات:

تم الاعتماد على البيانات المنشورة من طرف البنك الدولي، وهذا بأخذ بيانات الدول التي تتوفر على جميع بيانات المتغيرات المستعملة في الدراسة، وبذلك تم حذف بعض الدول التي لا تتوفر بشأنها بعض البيانات المتعلقة ببعض المتغيرات الأربعة الموجودة في النموذج، وعلى هذا الأساس تم أخذ بيانات 105 دولة، وذلك بأخذ متوسط البيانات للفترة الممتدة من 1999 إلى 2012 لكل دولة بالنسبة للمتغيرين: نسبة الرسملة البورصية إلى الناتج الداخلي الخام ودرجة السيولة، ومتوسط بيانات الفترة الممتدة بين 1999 و 2007⁽¹⁾ بالنسبة للمتغير الاقتصاد الموازي وأخيراً متوسط بيانات الفترة الممتدة بين 2004 و 2012 بالنسبة لمتغير نوعية الضمانات القانونية وهذا بالنسبة لكل دولة. ونظراً لعدم توفر بيانات الجزائر في قاعدة بيانات البنك الدولي بالنسبة للمتغيرين: الرسملة البورصية ودرجة السيولة فقد تم أخذها من تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة الجزائر

2-4) النتائج وتفسيرها:

سنهتم في هذه الدراسة بمدى تأثير عدم تماثل المعلومات على السوق المالية، وعلى هذا الأساس يتم التركيز على الأثر الذي يمكن أن تمارسه المتغيرات المعبرة عن عدم تماثل المعلومات

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

على الرسملة البورصية منسوبة إلى الناتج الداخلي الخام. وفيما يلي عرض النتائج المتوصل إليها عن طريق الجداول التالية:

جدول رقم(43): بعض خصائص قيم المتغيرات المستعملة في الدراسة

| المتغيرات | المتوسط العالمي | الجزائر | المغرب | تونس |
|---------------|-----------------|---------|--------|--------|
| CAP/PIB (%) | 51,078 | 3 | 11,378 | 20,021 |
| SOUT (%) | 28,731 | 32,54 | 34,867 | 37,222 |
| GARJUR (10-0) | 5.509 | 5 | 2.987 | 4.514 |
| LIQUID (%) | 46,378 | 0,3 | 18,571 | 14,664 |

المصدر: بيانات البنك العالمي

يلاحظ أن قيمة نسبة الرسملة البورصية إلى الناتج الداخلي الخام في الجزائر ضعيفة جدا مقارنة مع المتوسط العالمي وهي نفس الملاحظة يمكن إستدالها على السيولة، حيث أن سيولة بورصة الجزائر تكاد تكون معدومة.

بعد إجراء تقدير أولي للنموذج، أظهرت النتائج أن البواقي الخاصة بكل من جنوب إفريقيا، سويسرا وزمبابوي تأخذ قيم تتجاوز ثلاثة مرات الانحراف المعياري مقارنة مع المتوسط، وعلى هذا الأساس سيتم إبعاد هذه الدول الثلاث وإعادة تقدير النموذج من جديد، وتم الحصول على النتائج التالية:

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

جدول رقم(44): نتائج تقدير النموذج بعد إبعاد الدول الثلاث وفقا لبرنامج stata11

| المتغيرات المستقلة والاختبارات | المعامل | إحصائية ستودنت t | درجة المعنوية |
|--------------------------------|---------|------------------|---------------|
| عدد الدول | 102 | - | |
| إحصائية فيشر F | 19.98 | | |
| درجة معنوية النموذج | *** | | |
| معامل التحديد R ² | 0.38 | | |
| الثابت | 65.85 | 3.91 | *** |
| SOUT | 1.59 - | 5.90 - | *** |
| GARJUR | 4.04 | 1.72 | ** |
| LIQUID | 0.107 | 1.64 | * |

درجة المعنوية: *** درجة معنوية أقل من 1%، ** درجة معنوية أقل من 5% و * درجة معنوية أقل من 10%.

بناء على إحصائية فيشر فإن النموذج المقدر مقبول لأن قيمة فيشر المحسوبة تساوي 19.98 أكبر من قيمة إحصائية فيشر الحرجة المقدرة ب 3.98 بدرجة حرية (3، 98) و ذلك بنسبة معنوية أقل من 1% ، وبالتالي فالنموذج يفسر جيدا العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وعليه يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة ، بمعنى أن عدم تماثل المعلومات يؤثر على الرسملة البورصية. كما يلاحظ أن معامل التحديد يساوي 0.38 بمعنى أن 38% من التغير في قيمة المتغير التابع تعود إلى المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج.

وبالنسبة إلى علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع ودرجة تأثيرها عليه ، يلاحظ أن هناك علاقة طردية - معاملات موجبة - بين كل من نوعية الضمانات القانونية و درجة السيولة من جهة والرسملة البورصية من جهة أخرى ، وذات دلالة إحصائية بدرجة حرية أقل من 5% بالنسبة للمتغير نوعية الضمانات القانونية لحماية المستثمرين وذات دلالة إحصائية بدرجة حرية أقل من 10% بالنسبة للمتغير درجة السيولة، وبالتالي تحسين نوعية الضمانات القانونية لحماية المستثمرين تزيد في ثقة المستثمرين وتوفر لهم مناخ استثماري مناسب، وكذلك ارتفاع درجة السيولة تعكس الإفصاح الجيد للمعلومات المالية من طرف الإدارة وفقا لمعايير تمكن المستعملين لهذه المعلومات من تكوين قاعدة معطيات والقيام بتحليلات تسمح للمستثمرين من تحديد سعر عادل واتخاذ قرار سليم ، وهو ما يعكس الدور الإيجابي الذي يلعبه كل من تحسن الضمانات القانونية لحماية المستثمرين و ارتفاع درجة سيولة

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

السوق المالية في تقليص فجوة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين من جهة والمستثمرين وبعضهم البعض. كما يلاحظ أنه هناك علاقة عكسية - معامل سالب - بين الاقتصاد الموازي ورسوملة البورصية وذات دلالة إحصائية بدرجة حرية أقل من 1% ، وذلك لأن الاقتصاد الموازي يزيد في ضبابية المحيط الاقتصادي وتوفير فرص استثمار بديلة لا تخضع لضوابط قانونية والتزامات جبائية وتقلت من كل أشكال المراقبة، وبالتالي توسع حجم الاقتصاد الموازي يزيد في توسيع فجوة عدم تماثل المعلومات بين أطراف عملية التداول في السوق المالية ومن ثم التأثير سلبا على قرارات المستثمرين الذي ينعكس بدوره سلبا على الرسوملة البورصية بصفة خاصة و الاقتصاد ككل بصفة عامة.

جدول رقم(45): الفرق بين القيمة المقدرة والقيمة المشاهدة للمتغير التابع

| قيم المتغير التابع | الجزائر | المغرب | تونس |
|----------------------------|----------|--------|----------|
| CAP/PIB القيمة الحقيقية | 3 | 52.555 | 14.112 |
| CAP/PIB القيمة المقدرة | 37.295 | 31.119 | 31.993 |
| الفرق | - 34.295 | 21.434 | - 17.880 |

يلاحظ بالنسبة إلى الجزائر أن الفرق بين القيمة المشاهدة والقيمة المقدرة للمتغير التابع CAP/PIB يساوي إلى $\varepsilon = -34.295$ وهو سالب الإشارة مما يعكس أن القيمة المقدرة أعلى من القيمة المشاهدة التي تساوي 3% وهي قيمة أقل من المتوسط العالمي الذي يساوي 51.078 . كما أن قيمة الخطأ تنتمي إلى المجال $[E(\varepsilon) - 3\sigma ; E(\varepsilon) + 3\sigma] = [-113.2; +113.2]$ ، وبالتالي يمكن إسقاط نتائج تقدير النموذج المقدر أعلاه لتفسير ضعف التمويل بالسوق المالية في الجزائر، بعد التأكد تجريبيا من الأثر الذي تحدثه فجوة عدم تماثل المعلومات على الرسوملة البورصية من خلال الاثر الذي تمارسه محددات عدم تماثل المعلومات و المتمثلة في المتغيرات المستقلة المعتمدة في النموذج على الرسوملة البورصية، فإن ضعف نسبة الرسوملة البورصية إلى الناتج الداخلي الخام في الجزائر التي تساوي إلى 3% في حين أن المتوسط العالمي يساوي إلى 45% ، يمكن تفسيره بما يلي:

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- حجم انتشار الاقتصاد الموازي، حيث أن متوسط حجم الاقتصاد الموازي في الجزائر يفوق المتوسط العالمي، وبالتالي فإن هذا النشاط يوفر بيئة ملائمة تساهم في توسيع فجوة عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين الاقتصاديين.

- الضعف الكبير لدرجة السيولة في بورصة الجزائر التي تساوي 0.3% مقارنة مع المتوسط العالمي الذي يساوي 46.378% يفسر جانب منه بضعف الإفصاح المالي والمحاسبي خصوصا وأن الجزائر لم تتبنى معايير المحاسبة الدولية إلا في سنة 2013

المطلب الرابع: عوائق بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيل نشاطها

يتناول هذا المطلب العناصر التالية:

- عوائق البورصة.

- متطلبات تفعيل نشاط بورصة الجزائر.

3- عوائق بورصة الجزائر:

اللجوء الى التمويل عن طريق البورصة يعتبر محدود جدا على الرغم من مرور ستة عشر من انشائها، و يظل التمويل المباشر يمثل نسبة ضئيلة جدا مقارنة مع التمويل الغير مباشر-التمويل البنكي- حيث بلغت الرسملة البورصية 13.3 مليار (د ج) ونسبة 0.1% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2012⁽¹⁾ ويعود ضعف أداء بورصة الجزائر الى العوائق التالية:

- وجود سوق نقدية نشيطة حاضرة، بمعنى توفير التمويل اللازم للمؤسسات، وكذلك حيابة البنوك لسيولة نقدية عالية وهو ما يفسر الدور الهامشي للبورصة في تمويل الاقتصاد، حيث يقدر منتدى رؤساء المؤسسات بأن السوق البنكية والنقدية متنوعة جدا وتهيمن على البورصة وعلى هذا الاساس يقرر هذا المنتدب بأنه لا يمكن التوجه إلى التمويل عن طريق البورصة مدام السوق النقدية نشيطة⁽²⁾.

- وقد شهدت السيولة البنكية ارتفاع متتالي منذ سنة 2002 الى 2008 بينما سنة 2009 سجلت انخفاض محسوس مقارنة بنسبة 2008. ثم عادت الى التوسع في سنة 2010 نسبة تطور قدرها 4.18% وهو ما يفسر الطبيعة الهيكلية لفائض السيولة في السوق النقدية. وقد ساهم في هذا الارتفاع في السيولة الأرصدية الخارجية المتراكمة⁽³⁾.

¹Bourse: www.cosob.org.com.dz, La disponibilité des financements entrave son émancipation, Consulté Le 30/04/2013.

²IDEM

³Rapport évolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit, 2010, P 150.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- توفير بدائل تمويل أخرى كالقروض الايجاري الذي دخل السوق الجزائرية ويوفر مزايا عديدة لتمويل المؤسسات.
- توفر السوق النقدية على سيولة نقدية عالية وعدم جاذبية بيئة الاعمال.
- هيكله هيئات جديدة في الجزائر كالصندوق الوطني للاستثمار وصندوق ضمان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR) حيث تكفل هذا الاخير بضمان تمويل بنكي ما يقارب 38 % من مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتعلق بالإنشاء والتوزيع أو تجديد التجهيزات وذلك بمبلغ 3.4 مليار (دج) منذ إنشائه في سنة 2004⁽¹⁾.
- تتوفر المؤسسات العمومية التي يعول عليها كثيرا في تنشيط السوق المالية على موارد مالية كافية لتمويل احتياجاتها الاستثمارية سواء تعلق الامر بالأموال الخاصة أو بالقروض الممنوحة من طرف البنوك بمعدلات فائدة مخفضة والمساعدات المقدمة من طرف الدولة في اطار التطهير المالي وتأهيل المؤسسات العمومية حيث قامت الحكومة في 2010 بمباشرة تنفيذ عملية عصرنه أكثر من 200 مؤسسة عمومية بكلفة مالية قدرت ب 600 مليار د ج كان مصدرها القروض البنكية بنسب مخفضة⁽²⁾ وحتى بالنسبة للشركات التأمين العمومية فإنها تتوفر على سيولة كافية لمواجهة احتياجاتها التمويلية وهو التصريح الذي أعلنه رئيس الاتحاد الجزائري لشركات التأمين وإعادة التأمين بأن شركات التأمين ليست في حاجة الى التمويل عن طريق البورصة في حين أنها استفادت من اعادة الرسملة من طرف خزينة الدولة⁽³⁾.
- انشاء هياكل بديلة لتعبئة الادخار كالتعاونيات الخاصة بالادخار والقروض والتي تم انشاؤها بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2009، وتكمن اهميتها في تطوير القرض المنتج من خلال اليات اخرى بديلة⁴ تهتم بتعبئة الادخار في شكل تعاوني بين الافراد والاستفادة من قروض مناسبة في حدود الادخار المجمع. وعليه عوض توجيه الادخار نحو الاستثمار في الاوراق المالية هذه الهيئات تتيح بديل منافس لتوظيف الادخار الفردي وخصوصا العمال.

¹Strategica, PME, Les banque on financer 38% des projets FGAR, Strategica, N°55, Alger,Mars/Avril 2010, P 09.

²تقرير نشاط لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010 www.cosob.org.com.dz.

³www.cosob.org.dz, La bourse: la disponibilité des financements entrave son émancipation, Consulte le 30.04.2013.

⁴ Saïd Did, des coopératives Depagne et de crédit et le crédit productif STRATEGICA N° 51, juillet/ sont 2009. P 17.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

بالإضافة الى صندوق دعم الاستثمار والتشغيل الذي يهتم بتعبئة الادخار ووضعه في خدمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁾.

- صغر حجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لا يتطلب موارد ضخمة للتمويل من جهة والحركية النشيطة التي تعرفها السوق النقدية تقلل حظوظ التقارب بين المؤسسات والبورصة.²
- الدخول الى البورصة يحتم على المؤسسات اعتماد الشفافية في التسيير و الحكومة الجيدة، وهي الخاصية التي تفتقد اليها اغلب المؤسسات الجزائرية، بالإضافة الى اللجوء الى الطرق الملتوية في عمليات البيع كالبيع بدون فاتورة أو الشراء بدون فاتورة وكذلك تفشي ظاهرة الرشوة والمحاسبات في منح المشاريع والحصول على القروض.
- الشكل القانوني لبعض المؤسسات الاقتصادية يقف عائقا أمام دخولها الى البورصة فالدخول الى هذه الأخيرة يتطلب أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة مساهمة في حين أغلب المؤسسات الخاصة تنطوي تحت صيغة شركات ذات المسؤولية المحدودة.
- الشروط الواجب توفرها في المؤسسات التي تريد اقتحام البورصة تقف عائقا أما المؤسسات، خصوصا وأن أغلب المؤسسات الجزائرية هي مؤسسات صغيرة الحجم، وبالتالي لا يمكنها اللجوء الى البورصة كبديل للتمويل، و على الرغم من إنشاء قسم خاص بهذه الفئة من المؤسسات في سنة 2012 إلا أن الفكرة لم تتبلور على ارض الواقع الى يومنا هذا.
- هيمنة الطابع العائلي على المؤسسات الجزائرية.
- التشريع الجزائري متنطس-كثير التفاصيل- ويضع عوائق كثيرة أمام المستثمرين الخواص وكذلك هيمنة القطاع الموازي الذي يعمل في الضبابية، بيد أن الدخول الى البورصة يتطلب الشفافية.⁽³⁾
- نقص الاتصال والحملات التوعوية و التحسيسية لدى المؤسسات الاقتصادية وهي وجهة نظر الاتحاد الوطني للمؤسسات العمومية الذي يتساءل عن عدم لجوء المؤسسات العمومية الى البورصة الذي يمكن أن يعود الى نقص الاتصال وعدم تحسنيهم من طرف البورصة.
- نقص الثقافة البورصية لدى المستثمرين من جهة ولدى الأفراد من جهة أخرى.

¹ Mohamed Sennoune directeur général du fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi. www.cosob.org.com.dz. Consultai 30/04/2013.

² La taille des PME Algérienne ne les prédispose pas à faire appel au marché, www.cosob.org.com.dz, consulte le 30/04/2013.

³ Déclaration d'un responsable de CEVITAL, www.cosob.org.com.dz, consulté le, 30/04/2013.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- المزايا التي يمنحها قانون الاستثمار الجزائري يوفر للمؤسسات اشكال تمويل مختلفة كالإعفاءات الجبائية للأرباح المعاد استثمارها في حدود 50 % من معدل الضريبة بالإضافة الى عدم التسديد في السنوات الاولى للاستثمار ناهيك عن الاعفاء من الرسم على القيمة المضافة، الرسوم الجمركية التي من جهتها تخفض تكلفة الاستثمار. وبالتالي قيمة التمويل بالإضافة الى معدلات الفائدة المخفضة.
- تتحمل الخزينة العمومية تمويل المشاريع العمومية بدل تمويلها عن طريق طرح سندات للاكتتاب أو اسهام المؤسسات الاقتصادية في تمويلها.
- قيام الخزينة العمومية شراء الديون المشكوك فيها لدى البنوك تجاه المؤسسات العمومية، مما يتيح الفرصة أمامها من جديد في الحصول على قروض بنكية أخرى، حيث أقدمت الخزينة العمومية على عصره أكثر من 200 مؤسسة عمومية بتكفله مالية قاربت 600 مليار دج كان مصدرها القروض البنكية بنسب فوائد مخفضة.⁽¹⁾
- مساهمة الصندوق الوطني للاستثمار في تمويل المشاريع الاستراتيجية من خلال القروض وشروط مناسبة وهي الشروط التي لا توفرها البورصة بشكلها الحالي. وقد استفادت المجموعة الاقتصادية صيدال والمسعرة في البورصة من قرض من الصندوق الوطني للاستثمار بقدرة 16.5 مليار دج بنسبة فائدة مخفضة للتمويل تأهيلها وتأهيل برنامج تطويرها.⁽²⁾
- عدم جاذبية بيئة الاعمال في الجزائر يعيق جلب الاستثمارات الاجنبية المباشرة.
- ارتفاع معدلات التضخم يزيد في تخفيض التكاليف المالية حيث أن التضخم في الجزائر في كثير من الاحيان يتجاوز معدلات الفائدة وهي التكلفة الحقيقية للقروض. مما يشجع على اللجوء الى الاقراض فقد يقع مثلا معدل التضخم لسنة 2010 نسبة 5.41 % مقابل 5.74 في سنة 2009.
- تراجع القدرة الشرائية للعائلات بفعل التضخم وارتفاع الاسعار للسلع ذات الاستهلاك الواسع يجعل معدلات الادخار ضعيفة نسبيا كما أن نسبة معتبرة من هذه المدخرات تظل خارج النظام المصرفي بالإضافة الى عامل الخوف من المخاطرة الذي يحجم الافراد والعائلات من توجيه مدخراتها باتجاه البورصة⁽³⁾.

¹ تقرير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010 . ص 13.

² نفس المرجع، ص 14.

³ بورزامة جيلالي، مستقبل أسواق راس المال العربية في ظل العولمة العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية جامعة الجزائر 03 2012. ص: 398.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- عدم لجوء الدولة الى خوصصة المؤسسات الاقتصادية عن طريق البورصة، باستثناء الخوصصة الجزئية لفندق الأوراسي ومجمع صيدال وتبنت صيغة التراضي أو التنازل عن طريق المناقصات الوطنية والدولية على العكس من المغرب الذي عمد الى خوصصة أزيد من 20 شركة عن طريق البورصة منذ سنة 1993⁽¹⁾.

- قصور الاطار التشريعي والتنظيمي لبورصة الجزائر وما يفسره هو توالي اصدارات من القوانين والتشريعات منذ انشاء بورصة الجزائر وذلك من أجل محاولة تدارك النقائص وتوفير المحيط الملائم لبعث بورصة الجزائر قانون 97-04 الصادرة في 1997/25 و قانون رقم 03-04 الصادر في 2003/06/17. والتعديل الخاص بإدراج احكام جديدة تتعلق بهيئات التوظيف الجماعي والقيم المنقولة والأحكام الجديدة الصادرة في سنة 2012⁽²⁾... الخ.

2- متطلبات تفعيل نشاط بورصة الجزائر:

من أجل تفعيل دور البورصة في تمويل الاقتصاد وتحسين وتنشيط أدائها، يتطلب بعث نشاط السوق الاولية من خلال إدراج العديد من المؤسسات الاقتصادية سواء الخاصة أو العامة وكذلك السوق الثانوية بالإضافة إلى توفير بيئة أعمال مناسبة وجذابة.

2-1- متطلبات تفعيل نشاط السوق الأولية:

تشكل السوق الأولية مصدرا مهما في تمويل النشاط الاقتصادي و ضمان نموه وتطويره، فهي السوق التي تنشأ فيها العلاقة المباشرة بين مصدر الأوراق المالية والمكتبتين فيها، حيث عن طريق هذه السوق يتم تعبئة المدخرات وتحويلها الى استثمارات مقابل اصدار سندات ملكية أو سندات دين-سندات-، وتتعلق هذه الاستثمارات إما بإنشاء مشاريع جديدة أو توسيع مشاريع قائمة لزيادة طاقتها الانتاجية وتحسين نوعية المنتجات. وبالتالي فإن نجاح السوق الأولية في صب المدخرات في قنوات الاستثمار المجدي سيساهم في بعث عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال.

وتبرز أهمية دور السوق الأولية من خلال قدرتها على تحريك المدخرات و الفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات وتحويلها من حالة الاكتناز الى مجال الاستثمار المنتج، وتوفير الاموال اللازمة للعملية الانتاجية من مصادرها المختلفة وخاصة قطاع العائلات والمؤسسات الصغيرة التي تهدف السوق

¹نفس المرجع، ص، 396 .

²Rapport annuel cosob2011, p 6 et 21.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

المالية الى تعظيم مشاركتهم في عملياتها⁽¹⁾. وتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية عن طريق السوق المالية يتوقف على حجم السوق الأولية، أي عدد الشركات المدرجة فيها وتنوع الأدوات المالية التي تطرحها ومدى توافقها مع رغبات وأهداف المستثمرين، ومن أجل تحقيق ذلك من طرف بورصة الجزائر يتطلب بعث نشاطها من خلال اعتماد مجموعة من التدابير والإجراءات أهمها ما يلي:

- إنشاء هيكل جديد داخل البورصة يعني بالاستجابة الى الاحتياجات التمويلية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا وأن هذه الفئة من المؤسسات تهيمن على النسيج الاقتصادي الجزائري، كما هو معمول به مثلا في بورصة تونس وفرنسا، حيث أن هذا الاجراء يمكن المؤسسات التي هي في طور الانجاز من الاستفادة من التمويل عن طريق البورصة من جهة ويسهل من جهة أخرى اندماج الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد الجزائري ويساعدها على التكيف وتوفير الوقت والجهد في البحث عن شريك وطني، كما هو مقرر في تدابير قانون المالية لسنة 2009 و 2010.
- انشاء هيكل لضبط نشاط البورصة وتوفير الحماية ضد المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرض لها المدخرين أو المؤسسات المدرجة في البورصة كإنشاء صندوق ضمان الزبائن وصندوق ضمان السوق. كما هو معمول به في تونس مثلا⁽²⁾.
- اعتماد إطار قانوني وتنظيمي مناسب بدون تعقيد في منأى عن كل أشكال البيروقراطية وطول الاجراءات الادارية وتعقدها، لا سيما فيما يخص إنشاء شركات الاستثمار من أجل تشجيع الادخار الجماعي من خلالها.
- تنويع الاصدارات من الأوراق المالية بالكمية والقيمة والنوعية التي تتناسب مع تطلعات المستثمر الجزائري، آخذة بعين الاعتبار القدرة الشرائية للعائلات والانتماء الحضاري للمجتمع الجزائري.
- توفير مناخ ملائم للاستثمار بصفة عامة والاستثمار الاجنبي المباشر بصفة خاصة، لما يلعبه من دور مهم في تنشيط السوق الاولية والثانوية على حد سواء من جهة، ومن جهة أخرى

¹ اسيار فخري عبد اللطيف، دور اسواق الاوراق المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية السنة الرابعة، العدد 32 ، الأردن، سنة 2007، ص 302 .

²Intervention de monsieur SALAH ESSAYEL, président de conseil du marché financier de Tunisie, l'expérience tunisienne en matière de marche financier, séminaire, Alger 25/4/2013.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- جلب رؤوس الاموال ونقل التكنولوجيا الانتاجية واكتسابها والمهارات الادارية ولتحسين ميزان المدفوعات وزيادة الانتاج والرفع من الناتج الداخلى الخام.
- تعزيز التدابير الجبائية المحرصة - المحفزة - على التمويل المباشر من خلال البورصة كما هو معمول به مثلا في تونس، حيث تستفيد المؤسسات المدرجة في البورصة من تخفيض معدل الضريبة على ارباح الشركات من 35% الى 20% لمدة خمسة سنوات متتالية للمؤسسات التي تفتح رأس مالها في حدود 30% ، بالإضافة إلى إعفاء فائض القيمة لرأس مال الشركات في إطار عمليات إعادة الهيكلة بعد الدخول في البورصة⁽¹⁾.
 - التركيز على الجانب التوعوي ولفت انتباه المؤسسات الاقتصادية الى أهمية التمويل عن طريق البورصة والمزايا التي يوفرها، وهذا من خلال تكثيف الحملات التوعوية والملتقيات والانتقال الى المؤسسات وتوفير متخصصين لدى البنوك وهيئات الاستثمار، كالوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات.
 - تجهيز البورصة بكافة الأدوات التقنية والعلمية الكفيلة بتوفير الشروط الضرورية لتحقيق توظيف سهل ومؤمن وتكييفها مع متطلبات المعايير الدولية.
 - من جانب المؤسسات يتطلب عليها بناء ثقة قوية مع المستثمرين من خلال تطبيق أسس الحكومة والشفافية في التسيير.
 - بعث نشاط صناديق التوظيف الجماعي لأن عرض الأوراق المالية ليس فقط عن طريق إدراج المؤسسات الاقتصادية ولكن يمكن تحقيقه من خلال طرح الأوراق المالية من طرف صناديق التوظيف الجماعي التي تستثمر بدورها في البورصة أو في المساهمة في مشاريع أخرى خارج البورصة.
 - خصوصية بعض البنوك العمومية جزئيا عن طريق البورصة سيؤدي من جهة الى زيادة عرض الأوراق المالية والمضي في اتجاه تحسين كفاءة التسيير من جهة أخرى وهو الخيار الذي انتهجته العديد من الدول الناشئة والدول النامية كأندونيسيا التي خصصت 15 بنك عمومي تستحوذ على 70% من السوق البنكية والصين قامت بإدخال الاربع بنوك الكبرى والبورصة في 2005 و 2006. بنسبة تتراوح بين 10% و 20% فيما يخص فتح رأس مالها⁽²⁾.

¹IDEM.

²HAMID A. TAMMAR, *la transition de l'économie émergente*, OPU, Alger, 2011, P 146.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- تعزيز الاطار القانوني لحماية حقوق المستثمرين كإنشاء صندوق ضمان الزبائن لحمايتهم من الأخطار غير التجارية المرتبطة بإفلاس الشركات المدرجة.
- إقرار مزايا جبائية للمستثمرين والمدخرين والبورصة كتخفيض الأموال المستثمرة في البورصة من وعاء احتساب الضريبة على الدخل الاجمالي. كما هو معمول به مثلا في تونس حيث تخفض قيمة المدخرات والأسهم من وعاء احتساب الضريبة على الدخل⁽¹⁾.
- تطوير التعليمات والأنظمة المتعلقة بالتداول بما يتماشى مع التطورات الحاصلة في الأسواق المالية الدولية من أجل زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة اتفاقية والسوق كالتداول الالكتروني وعمليات البيع والشراء الفوري.

1-2 متطلبات تفعيل السوق الثانوية:

في حين أن السوق الدولية تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني فإن السوق الثانوية تضمن سيولة السوق، أي تسيير الأموال التي بحوزة المدخرين أو إعادة تكوين محافظهم المالية بحسب الظروف الاقتصادية المحيطة، كما تسمح السوق الثانوية بالنمو الخارجي للمؤسسات عن طريق حيازة أسهم لمؤسسات أخرى في سبيل المشاركة في تسييرها أو الاستحواذ عليها أو الاندماج، وعليه أداء السوق الثانوية يتوقف على مدى قدرتها على ضمان سيولة الأوراق المالية والشفافية في التعاملات من أجل تحقيق استثمار عادل، ومن أجل تطوير نشاط بورصة الجزائر ينبغي تبني مجموعة من التدابير تهدف الى بعث الحركية في التداول على الأوراق المالية وبشكل عادل وشفاف وفوري، وكذلك زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء، وتتمثل هذه التدابير فيما يلي:

- توسيع قاعدة الشركات المدرجة في البورصة وتنويع الأدوات المالية المصدرة من شأنه يزيد في حركة التداول في البورصة كما أن تنويع أدوات الاستثمار من شأنه أن يحرك رغبات المستثمرين وأهدافهم ويستقطب شريحة أكثر من المستثمرين.
- ينبغي على الشركات أن تركز على العائد الموزع على المساهمين لأنه المبتغى الاساسي في أي عملية استثمارية هو تحقيق العائد والتوقي من المخاطرة، وهو العامل المحفز على دخول مستثمرين جدد.
- تحسين أداء المؤسسات المسجلة في البورصة خصوصا فيما يتعلق برفع رقم أعمالها والأرباح المحققة سنويا، الشيء الذي يزيد في التوزيعات ومن تم استدراج مستثمرين جدد وزيادة حركية

¹Salah Essayel،op-cit،2013، P: 5.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- التداول في البورصة والسماح للمستثمرين من تحقيق عوائد رأسمالية بالإضافة الى عائد التوزيعات.
- تحسين صورة المؤسسات المدرجة لدى جمهور المستثمرين من خلال الرفع من أدائها وتحقيق الشفافية في التسيير وتطبيق أسس الحكومة وبناء الثقة مع المستثمرين.
 - توفير المعلومات في نفس الوقت وبكلفة ضئيلة جدا من اجل الرفع من الكفاءة المعلوماتية للسوق و ترشيد قرارات الاستثمار.
 - تكوين شبكة من المستشارين المتخصصين في الاستثمار في البورصة يقومون بتوجيه وتقديم النصح لدوي حسابات الادخار والحسابات الجارية والبنوك من أجل توجيههم الى الاستثمار في البورصة، كما ينبغي على الوسطاء في عمليات البورصة أن يكتفون من مجهوداتهم في توفير آليات الاتصال التي تمكنهم من استقطاب مزيد من الأفراد ومؤسسات الاستثمار في البورصة وتوظيف مدخراتهم.
 - لفت انتباه المستثمرين من خلال حملات الدعاية والتقرب من فئات المجتمع والمؤسسات التي يمكن أن تكون دائرة المستثمرين المحتملين.
 - توفير بيئة اقتصادية مناسبة وتحسين مناخ الاعمال والاستثمار في الجزائر، خصوصا وأن بعض الهيئات الدولية تصنف الجزائر في دائرة الدول التي لا تتمتع بمناخ استثماري و بيئة أعمال غير جذابة.
 - تشجيع الاستثمار الاجنبي في المحفظة من خلال اتخاذ تدابير تمكن الاجانب من تحويل رؤوس أموالهم والعوائد المحققة الى بلدانهم الاصلية عند الحاجة.
 - تنشيط دور صناديق التقاعد وهيئات التامين من خلال توظيف فوائضها المالية في البورصة.
 - اعادة توجيه الودائع الغير مستغلة لدى البنوك الى الاستثمارات في البورصة، وبالتالي الحد من السيولة المفرطة التي تطبع وضعية البنوك العمومية.
 - استقرار التشريعات المتعلقة بالاستثمار لأنه عدم استقرارها يضيف الضبابية على الرؤية المستقبلية للاستثمار في الجزائر و حجم الاستثمارات الاجنبية المباشرة ، التي تمكن أن تزيد في قاعدة الشركات المدرجة في البورصة بالإضافة الى المزايا الأخرى.

خلاصة:

تعرض هذا الفصل الى التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها، وقد قسم الى ثلاثة مباحث تتمثل في: التحولات الهيكلية للاقتصاد الجزائري، تمويل الاقتصاد الجزائري في ظل التحولات الاقتصادية وأخيرا المبحث الثالث المتعلق بأداء بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها.

وتناول المبحث الاول، طبيعة وخصائص الاقتصاد الجزائري وتطور مؤشرات أدائه وبخصوص طبيعة وخصائص الاقتصاد الجزائري فقد عرف الاقتصاد الجزائري تراجعاً فيما يخص القطاع الصناعي خلال العشريتين الأخيرتين، وهذا بعد أن عرف غداته الاستقلال تطوراً تدريجياً والى غاية نهاية الثمانينات من حيث الإنتاج وتشغيل اليد العاملة وتحسن الطاقة الانتاجية وتطوير التقنيات الهندسية والصيانة والإنتاج المحلي للسلع كما يتميز الاقتصاد الجزائري في الآونة الأخيرة سيطرة القطاعات غير الانتاجية على النشاط الاقتصادي والمتمثلة في التجارة بالتجزئة والجملة وقطاع الخدمات المرتبطة بالنقل والإطعام كما شهد الاقتصاد الجزائري يتراجع القطاع العام في النشاط الاقتصادي وبدأ تنامي القطاع الخاص الذي يعتبر فنياً خصوصاً بعد تجميد الاستثمارات العمومية وتفكيك العديد من الوحدات الاقتصادية العمومية.

ويتميز القطاع الصناعي القائم في الجزائر بالتشغيل الغير كامل لطاقته الانتاجية والانتشار الواسع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وهي الاستراتيجية التي اعتمدها السلطات العمومية من أجل امتصاص البطالة واحلال وحدات القطاع العام المفككة وهذا من خلال دعمها وتأييدها مالي وتقني بفضل العديد من الهياكل المؤطرة.

بالإضافة الى تميز السوق الجزائرية بتنامي القطاع الموازي الغير مصرح به سواء على مستوى فروع الانتاج او التسويق بينما لقطاع المالي فتسيطر عليه البنوك العمومية على الرغم من وجود بعض البنوك الاجنبية التي بدأت تزحف في السوق المصرفية خصوصاً في الانتشار الجغرافي ومنح القروض. ويتصف الاقتصاد الجزائري بضعف تنافسية العالمية.

ويعرف الاقتصاد الجزائري اداء اقتصادياً متواضعاً بالنظر الى الامكانيات الضخمة التي يزر بها، كما يعاب عليه بانه اقتصاداً ريعياً، حيث يرتبط بمداخل قطاع المحروقات الذي يساهم ب 97% من الموارد الاجمالية للصادرات. ويشهد قطاع المحروقات تراجعاً اتجاهياً في الانتاج من حيث الحجم. وما يميز الاقتصاد الجزائري حالياً هو توفره على موارد مالية فائضة ومعطلة وعدم تنوعه وانخفاض

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

في الاستثمارات الانتاجية بالإطاحة الى عدم انسجام السياسة النقدية مع بقية السياسات الاقتصادية الاخرى.

ويشهد الاقتصاد الجزائري تحسنا من حيث المؤشرات الاجتماعية المجسدة في تحسن نصيب كل فرد من الناتج الداخلي الخام وتحسن مؤشرات التنمية البشرية الذي بموقع الجزائر ضمن الدول المتوسطة.

بينما المبحث الثاني فقد تطرق على تمويل الاقتصاد الجزائري من خلال تناول تمويل الاقتصاد عن طريق القطاع المصرفي وعن طريق الخزينة ودور الاستثمارات الاجنبية في تمويل الاقتصاد الجزائري.

بالنسبة الى عنصر تمويل الاقتصاد عن طريق القطاع البنكي فقد تضمن لمحة تاريخية عن تطور النظام البنكي الجزائري وذلك من خلال سلسلة الاصلاحات التي خضع لها والمجسدة في سلسلة القوانين المصدرة والمتمثلة في قانون النقد والقرض المصدر في سنة 1990 وقانون تكييف النظام البنكي مع متطلبات السوق المصدر في سنة 2003 تم قانون رقم 10-4 الذي ينص على ضرورة امتلاك الطرف الجزائري لنسبة 51 % من راس مال البنوك الاجنبية العاملة في الجزائر وحق الشفعة للدولة الجزائرية.

ويتكون هيكل الجهاز المصرفي الجزائري من 27 بنك منها 6 بنوك عمومية ومؤسساتين مائتين، بالإضافة الى المؤسسات المالية المتخصصة خارج القانون المصرفي ويتميز القطاع المصرفي الجزائري بانخفاض مستوى انتشاره ومستوى سيولة عالمية واداء ضعيف،

وتهيمن البنوك العمومية على عمليات تعبئة المدخرات بفضل انتشارها الواسع على مستوى التراب الوطني على العكس من البنوك الاجنبية المتواجدة في المدن الكبرى فقط. وتلعب البنوك دورا مهما في تمويل الاقتصاد الوطني بالرغم من ان حجم التمويل المقدم لا يكفي ويعتبر غير كافي خصوصا في تمويل المؤسسات الخاصة. وتحتل البنوك العمومية الصدارة في حجم القروض المقدمة للاقتصاد مقارنة بالصيغ التمويلية الاخرى او البنوك الاجنبية التي تقتصر قروضها على تمويل القطاع الخاص وخصوصا تمويل العمليات التجارية المتعلقة بالاستيراد.

بينما المؤسسات المالية تعد حديثة النشأة وقليلة العدد وتعد مساهمتها في تمويل الاقتصاد الوطني محدودة بسبب محدودية مواردها وصعوبة الحصول على الموارد المالية.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وتلعب الخزينة العمومية بفضل المداخل المحققة دورا مهما في تمويل الاقتصاد من خلال تمويل الاستثمارات العمومية -نفقات التجهيز -وتوفير الدعم المالي على اساس تطهير الديون المشكوك فيها لدى البنوك والمرتبطة بتمويل المؤسسات العمومية وكذلك دفع فارق سعر الفائدة المقررة في اطار دعم الاستثمار والتشغيل، كما يتجسد دور الخزينة العمومية في تمويل الاقتصاد من خلال برنامج الانعاش الاقتصادي المعتمدة منذ سنة 2000.

وبدورها الاستثمارات الاجنبية المباشرة ساهمت في تمويل الاقتصاد الوطني ولو بالقليل وترتكز هذه الاستثمارات في قطاع المحروقات وفي هذا الاطار تعد الجزائر من بين الدول التي لم تحظى بإقبال واسع للاستثمارات الاجنبية المباشرة سواء على المستوى الاقليمي او العالمي ويعزى ذلك الى العديد من الاسباب اهمها ضعف بيئة الاعمال وأخيرا تناول المبحث الثالث اداء بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيل نشاطها وقد قسم هذا العنصر الى ثلاثة مطالب تناول المطلب الاول تنظيم بورصة الجزائر والمطلب الثاني عالج اداء بورصة الجزائر من حيث عدد الاوراق المالية المسجلة فيها والموجهة الى الجمهور العريض والأوراق المالية الموجهة الى المستثمرين المؤسستين.

بخصوص الصنف الاول فان السندات المتداولة في بورصة الجزائر تتمثل في القروض السندية المصدرة من طرف سونلغاز والقروض السندية المصدرة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية، القروض السندية للجزائرية للاتصالات وأخيرا القروض السندية لمؤسسة دحلي.

بينما السندات المتداولة خارج بورصة الجزائر فتمثل في القروض السندية المصدرة من طرف سونلغاز، القروض السندية المصدرة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية، القروض السندية المصدرة من طرف الجزائرية للاتصالات ، القروض السندية المصدرة من طرف سوفيتال، القروض السندية المصدرة من طرف مؤسسة التعليم المهني عن بعد، القروض السندية المصدرة من طرف المؤسسة الوطنية للأشغال الابار، القروض السندية للمؤسسة الوطنية للأشغال الحفر واخيرا القرض السندي المصدر من طرف المؤسسة الخاصة حداد. وبخصوص الاسهم المتداولة في البورصة الجزائر فتمثل في سهم صيدال وسهم مؤسسة تسيير فندق الاوراس وسهم شركة أليانس للتأمينات. وأظهرت نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد أن كل من محددة عدم تماثل المعلومات المتمثلة في حجم الاقتصاد الموازي، نوعية الضمانات القانونية ودرجة السيولة تؤثر بشكل كبير على الرسملة البورصية ومن ثم على التمويل بالسوق المالية في الجزائر، وأخيرا تناول المطلب الرابع عوائق بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها.

الفصل السابع: التحولات الهيكلية في الاقتصاد الجزائري ونشاط بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيلها

الخطامة

الخاتمة العامة:

يرتبط مفهوم تمويل الاقتصاد في أي دولة بالمؤسسات التي تقوم بعملية تمويل الاحتياجات المالية سواء في شكل مشاريع استثمارية بالنسبة إلى المؤسسات الاقتصادية أو تمويل الاستهلاك بالنسبة إلى العائلات والأفراد أو تمويل العجز والاستثمارات العمومية بالنسبة إلى الإدارات العمومية والحكومات، وتتم عملية التمويل هذه من خلال نظام مالي يعمل على التوفيق بين القدرات التمويلية منها الداخلية والخارجية والاحتياجات التمويلية في إطار منظم يخضع للقوانين والتشريعات والآليات والتقنيات المختلفة والمندرجة في إطار نظام اقتصادي معين، والتي توطر عملية التبادل بين ذوي الفوائض المالية سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات أو إدارات من جهة و الأعوان الاقتصاديين من جهة أخرى الذين لا يملكون الأموال الكافية لتمويل مشاريعهم الاستثمارية واحتياجاتهم الاستغلالية والاستهلاكية.

وتمويل الاقتصاد يمكن أن يمر عن طريق الوساطة المالية من خلال المؤسسات المالية البنكية وغير البنكية، حيث تقوم بتجميع المدخرات ووضعها في متناول أصحاب العجز التمويلي في شكل قروض أو مساهمات، وتتحمل بذلك المخاطرة عوض ذوي الفوائض المالية، كما يمكن أن تتم عملية تمويل الاقتصاد عن طريق السوق المالية التي توفر مجموعة من الصيغ والأدوات المالية المختلفة تسمح بالالتقاء المباشر بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز أو الحاجة إليها، ويتحمل بذلك أصحاب الفوائض المالية المخاطر المرتبطة بهذه العملية. وبفضل الابتكارات المالية أصبحت السوق المالية تقدم أدوات لتأمين هذه المخاطر تتجسد في السوق الآجلة أو علاوة التأمين... الخ. كما يمكن أن يتم تمويل الاقتصاد من خلال صيغ أخرى كالاستثمار الأجنبي المباشر و التمويل الذاتي.

والتمويل عن طريق الوساطة المالية يساهم في خلق النقود على أساس قيام البنوك بتقديم حجم قروض يفوق المدخرات المتوفرة عليها، وذلك بفضل تطور تقنيات ووسائل الدفع، وستغذي هذه العملية نمو معدلات التضخم في حالة تمويل مشاريع بدون مردودية ولا تساهم في خلق الثروة والرفع من معدلات النمو الاقتصادي.

وعلى العكس من ذلك فالتمويل عن طريق السوق المالية التي تتقابل من خلالها مباشرة الوحدات الاقتصادية على أساس إصدار أدوات مالية يتم تداولها في السوق، غير أن حياة هذه الأدوات قد يكون بدافع الاستثمار أو بدافع المضاربة التي قد تؤدي إلى إحداث اختلالات في السوق تقضي إلى وقوع أزمات بورصية كبيرة.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

ولقد لعبت الأسواق المالية في الدول المتقدمة دورا حيويا في تمويل اقتصاداتها، كما أن اعتماد هذه الدول على هذه الآلية اقترن بمفهوم وطبيعة النظام الاقتصادي المنتهج فيها، ويعود إلى عقود من الزمن، غير أن انشائها وبعث نشاطها في الدول النامية لم يتحقق إلا بعد مطلع الثمانينات، بعد أن عرفت بعض الدول النامية أزمة ديون خارجية خانقة أجبرها على تبني مسار التعديل الهيكلي المملى من طرف الهيئات المالية الدولية والذي أقضي إلى اعتماد قواعد اقتصاد السوق كآلية لتسيير النشاط الاقتصادي والمندرجة في إطار تجسيد مسار العولمة الاقتصادية والمالية ، وذلك من خلال تحرير أسواق الدول النامية بما فيها أسواق رأس المال.

وتحرير أسواق راس المال من طرف الدول النامية قد أملت الظروف الملحة لإيجاد مصادر وصيغ تمويل بديلة وبناء قطاع مالي قوي يمكنها من احلال التمويل عن طريق المديونية التي رهنت اقتصاداتها وهذا على أساس تعبئة المدخرات المحلية والاجنبية خصوصا في ظل ضعف معدلات الادخار المحلي.

وقد استطاعت الأسواق المالية في الدول المتقدمة أن تحقق أداءا جيدا واحراز تطورات هائلة من حيث تنظيمها وارتفاع سيولتها وكفاءتها وتوفيرها لأدوات مالية متنوعة وكافية وتوفر الثقة والأمان للمستثمر بفضل توفير المعلومات والتحوط تجاه المخاطر وتحقيق سعر عادل للأوراق المالية. هذه التطورات التي أحرزتها هذه الأسواق مكنتها من أن تكون أداة فعالة في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستخدامات المثلى وتبويتها مكانة مرموقة في تمويل الاقتصاد مقارنة بالبدائل التمويلية الأخرى ووضحت مؤشرا يعكس صحة وسلامة الاقتصاد ككل.

وعليه، إن كان هذا حال الأسواق المالية في الدول المتقدمة فهل يمكن أن تكون كذلك في الدول النامية؟

وعلى هذا الأساس فقد تم صياغة إشكالية هذه الدراسة على النحو الموالي، هل يمكن أن تكون السوق المالية جهاز تمويل فعال لاقتصاديات الدول النامية؟.

وقد طالت الجزائر نفس الظروف التي مست مثيلاتها من الدول النامية وأفرزت معها تحولات هيكلية للاقتصاد الجزائري، ودفعت إلى إنشاء هيئات ومؤسسات جديدة توطر الحياة الاقتصادية وتكيفها مع متطلبات المرحلة الجديدة.

ومن بين المؤسسات التي أقرتها الإصلاحات الاقتصادية، إنشاء سوق مالية بهدف مصاحبة التحولات الهيكلية خصوصا تلك المتعلقة بخصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية، لكن هل إنشاء هذه السوق في مرحلة مبكرة للإصلاحات الاقتصادية ستمكنها من تحقيق دورها الأساسي والمساهمة في تمويل الاقتصاد؟

وانطلاقا من هذه الاشكالية وبالاعتماد على الفرضيات المرافقة لها، تم تناول الموضوع من خلال تقسيمه إلى ثلاث أبواب.

تطرق الباب الأول إلى طرق تمويل الاقتصاد، وتم تقسيمه إلى ثلاث فصول.

تناول الفصل الأول التمويل عن طريق السوق المالية، تتم فيه دراسة أسلوب التمويل المباشر الذي يتم فيه المقابلة المباشرة بين الطالبين و العارضين للأموال من خلال إصدار أدوات مالية طويلة الأجل وطرحها للاكتتاب وتأخذ هذه الأدوات أشكالاً مختلفة، منها ما يعطي لحاملها الحق في ملكية المؤسسة، وتتمثل في الأسهم العادية والاتجاهات الحديثة في الاسهم العادية، ومنها ما يعطي لحاملها حق الدين وهي السندات بمختلف أشكالها والتي تسمح لحاملها بالحصول على عائدا سنويا على مدار مدة حياة السند مع استرجاع فيه السند عند تاريخ الاستحقاق دون المشاركة في تسير المؤسسة، ومنها ما يعطي لحاملها الحقين معا وهي الأوراق المالية الهجينة والمتمثلة في الأسهم الممتازة و أنواعها وهي عبارة عن أوراق مالية تحمل سمات الأسهم العادية إلا أنها تتميز عنها بكونها تحمل إضافة إلى ذلك بعض سمات السندات.

بينما الفصل الثاني فيهتم بدراسة بدائل التمويل الأخرى للتمويل عن طريق السوق المالية، وتتمثل هذه البدائل في:

1- التمويل الذاتي الذي تشكله المؤسسة بفضل مواردها الخاصة المتأتية من الأرباح غير الموزعة ومخصصات المؤنات ومخصصات الاهتلاكات والتنازل عن بعض عناصر الأصول، ويشكل التمويل الذاتي مصدر لتمويل باقل تكلفة للمؤسسة ولا ينجر عنه أي أعباء تعاقدية الفوائد ويزيد في القدرة التمويلية للمؤسسة وعدم فقد السيطرة على تسير المؤسسة مقارنة بالبدائل الأخرى.

2- التمويل عن طريق الوساطة المالية التي تلعب فيه المؤسسات المالية البنكية وغير البنكية دور الوسيط بين المدخرين والمستثمرين، وعلى غرار تحويل الادخار المعبأ إلى الأعوان الذين هم في حاجة إلى التمويل، تقوم الوساطة المالية بتغيير في أجل الودائع وتاريخ الاستحقاق والخطر المرتبطة بعملية التمويل، وتسمح الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة بالنسبة إلى أطراف عملية التمويل سواء بالنسبة إلى أصحاب الفائض في توفير الضمان، الرفع من السيولة، تخفيض التكلفة، أو بالنسبة إلى أصحاب العجز المالي، التي تمكنهم من ربح الوقت و توفير التمويل اللازم بأقل تكلفة نسبيا، أو بالنسبة إلى الوساطة المالية في حد ذاتها، ذلك من خلال الاستفادة من العوائد واستخدام الموارد غير المكلفة وإمكانية خلق النقود.

3- التمويل عن طريق القرض الإيجاري الذي يتلخص في توفير الاستثمار العيني في صيغة الإيجار مقابل تسديد أقساط سنوية، ويمكن التمييز بين عدة أنواع للقرض الإيجاري في الأخذ بعين الاعتبار عدة معايير تتمثل هذه الأنواع في : القرض التشغيلي، القرض الإيجاري المنقول، القرض الإيجاري غير المنقول، القرض الإيجاري الدولي والقرض الإيجاري المحلي.

وأخيرا تطرق هذا الفصل إلى الاستثمار الأجنبي المباشر كصيغة من صيغ تمويل الاقتصاد على أساس جلب رؤوس أموال أجنبية بإقامة مشاريع استثمارية أو المشاركة في مشاريع استثمارية

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

قائمة، أو تلعب الاستثمارات الأجنبية المباشرة دوراً مهماً في الرفع من الناتج الداخلي الخام وجلب التكنولوجيا، وأساليب التسيير الحديثة، وتأهيل اليد العاملة والحد من البطالة.

وعملية التمويل داخل المؤسسة لا تقتصر فقط على معرفة مختلف مصادر التمويل المتاحة والمزايا والمخاطر التي ترتبط بكل مصدر، بل يتعين تكوين هيكل أمثل لتمويل المؤسسة وهو موضوع الفصل الثالث الذي تناول العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل وتكلفة الأموال وقراءات اختيار هيكل التمويل ومدخل تحليل أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود ضرائب أو عدمه وكذلك في ظل وجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقد خلصت هذه النظريات إلى نتائج متباينة حسب كل حالة فالنظرية التقليدية توصلت إلى أنه هناك نسبة مثالية للاقتراض تنخفض معها التكاليف إلى حدها الأدنى وترفع قيمة المؤسسة إلى حدها الأعلى، وبالتالي هناك أثر للاقتراض على قيمة المؤسسة، وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها النظرية الحديثة في حالة وجود ضرائب بسبب الأثر الإيجابي للوفرات الضريبية وعلى العكس من ذلك في حالة عدم وجود ضرائب فلا يوجد تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة.

كما أن وجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يؤدي على تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل التمويل للمؤسسة، وذلك بسبب زيادة العائد الذي يطلبونه المقرضين لتعويض خطر الإفلاس، وتكلفة الوكالة المعرضون لهم غير أن الأخذ بعين الاعتبار التأثير الإيجابي للوفرات الضريبية من جهة والتأثير السلبي لكل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة بعد تعادل القيمة الحالية للوفرات الضريبية والقيمة الحالية لكل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وهي الحالة التي تناولتها نظرية العلاقة التوازنية.

الباب الثاني الذي كان عنوانه الإطار النظري للأسواق المالية، فقد تم تقسيمه إلى فصلين هما: الفصل الرابع والفصل الخامس.

تناول الفصل الرابع أساسيات الأسواق المالية بالتطرق إلى الأسواق المالية من حيث المفاهيم وأقسامها و وفقاً لعدة معايير، وتتكون السوق المالية من سوق ثانوية و سوق أولية وهي سوق الإصدار التي تلجأ إليها المؤسسات للحصول على التمويل طويل الأجل، وبدورها السوق الثانوية تنقرع إلى سوق منظمة و هي البورصة وسوق غير منظمة كما تناول هذا الفصل وظائف و كفاءة الأسواق المالية ومزايا الدخول إليها، و بالنسبة إلى كفاءة الأسواق المالية فإنها تتعلق أساساً بالكفاءة التخصيصية والكفاءة التشغيلية والكفاءة المعلوماتية، بالإضافة إلى مؤشرات السوق المالية والمتمثلة في المؤشرات البورصية التي تعكس حركة اتجاه الأسعار ومؤشرات قياس درجة تطور السوق وهي مؤشرات حجم السوق، مؤشرات عدم استقرار السوق و مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية.

أما الفصل الخامس فقد تناول الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية من خلال التطرق إلى إدارة السوق المالية وأطراف عملية التداول والمؤسسات المالية ووكالات التصنيف الائتماني.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

بالنسبة إلى إدارة السوق فهي تتشكل من الهيئات الإدارية المتمثلة والهيئات المهنية، أما أطراف عملية التداول المتمثلة في عناصر السوق المالية فتشمل مصدر الأوراق المالية، المستثمرون والوسطاء الماليون.

أما بخصوص المؤسسات المالية فقد تم دراسة كل من البنك المركزي والمؤسسات المالية البنكية وغير البنكية المتمثلة في البنوك التجارية والبنوك الشاملة والمؤسسات التعاقدية بما فيها شركات التأمين وصناديق التقاعد، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار.

وأخيرا تناول هذا الفصل وكالات التصنيف الائتماني التي تتدخل في السوق المالية بطريقة غير مباشرة من خلال إصدار تصنيفات ائتمانية للمصدرين والاصول المالية، وتلعب دورا كبيرا في توجيه قرارات المستثمرين وتحديد الأسعار، وتسيطر على هذا النشاط ثلاثة وكالات رئيسية في العالم هي موديس وستاند أند يورز و فيتيش.

وبعد الإحاطة بالجانب النظري المتعلق بالعملية التمويلية من خلال البابين السابقين تم تقسيم الباب الثالث إلى فصلين هما الفصل السادس والفصل السابع.

وبعد أن فرغنا من مختلف فصول هذه الدراسة التي حاولت الاجابة على الاشكالية المطروحة سابقا، سمحت لنا باستخلاص مجموعة من النتائج يتم سردها فيما يلي:

- يعتمد تمويل الاقتصاد على صيغ وآليات عديدة تتمثل في اللجوء إلى السوق المالية أو التمويل عن طريق الوساطة المالية أو الاعتماد على التمويل الذاتي، بالإضافة إلى التمويل عن طريق القرض الايجاري والاستثمار الأجنبي المباشر، وتختلف درجة أهمية هذه الآليات من دولة إلى أخرى، حيث تعكس هذه الأهمية درجة الفهم الاقتصادي، وتعتبر آلية التمويل عن طريق السوق المالية من بين الآليات التي تحضي باهتمام بالغ في الدول المتقدمة لما توفره من مزايا عديدة من جهة وتنوع الأدوات التي توفرها للمدخر وتمكن المستثمر من الحصول على الأموال اللازمة من جهة أخرى.

- يندرج التمويل عن طريق السوق المالية في إطار التمويل المباشر الذي يمكن بوضع أو إقامة علاقة مباشرة بين الأعوان الاقتصاديين الذين هم في حاجة إلى تمويل والأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية. وفي ظل هذه العلاقة تقوم مؤسسة بإصدار أوراق مالية تمكنها من جمع الموارد الضرورية لتغطية احتياجاتها الاستثمارية، هذه الأوراق المالية تتم حيازتها من طرف أعوان اقتصاديين آخرين لديهم فائض مالي ويرغبون في توظيفه. فالأسواق المالية تعمل على المقابلة المباشرة بين عرض الوحدات الاقتصادية ذات القدرة التمويلية وطلب الأعوان الذين هم في حاجة للتمويل، ويعتبر هذا الشكل من التمويل طويل الأجل.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- تنقسم الأدوات المالية المصدرة من طرف الوحدات الاقتصادية بغية تعبئة المدخرات إلى ثلاث أنواع رئيسية، يتم اللجوء إليها من طرف المؤسسات بحسب حاجاتها التمويلية وأهدافها التسييرية وهيكل رأسمالها وتتمثل هذه الأنواع في الأسهم، السندات والأوراق المالية الهجينة.

تعتبر الأسهم سندات ملكية تلجأ إليها المؤسسات في حالة قيامها بفتح رأس مالها أو رفعه، فهي تعطي لحاملها الحق في العديد من المزايا والمرتبطة بحق المساهمة في رأس مال المؤسسة وبالمقابل لا يحق للمساهم الرجوع إلى المؤسسة للمطالبة بقيمة مساهمته المجسدة بعدد الأسهم التي بحوزته وإنما عليه التوجه إلى السوق المالية للتخلص منها ببيعها، كما لا يحق له المطالبة بتوزيعات سنوية سواء حققت المؤسسة أرباحاً أم لا، مما يعطي للأسهم صيغة مصادر تمويل طويلة الأجل ومستقرة.

بينما السندات فهي تعبر عن حق دين تمكن المؤسسات من الحصول على تمويل طويل الأجل وتسمح لحاملها بالحصول على عائداً سنوياً مع استرداد المبلغ الموافق لقيمة السندات في نهاية مدة حياة السند، وعليه فالسندات تعتبر ديناً على المؤسسة ينبغي استرداده، و في حالة تعذر ذلك قد يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس كما تحصل من خلالها المؤسسات على وفرة ضريبية، الشيء الذي لا تتوفر عليه الأسهم.

وهناك نوع ثالث يعرف بالأوراق المالية الهجينة التي تحمل في نفس الوقت بعض صفات الأسهم وبعض صفات السندات وتتمثل في الأسهم الممتازة ومشتقاتها. وتوفر هذه الأنواع المختلفة للأوراق المالية والمتعددة البدائل تمويلية عديدة للمؤسسات تمكنها من المفاضلة بينها بما يتناسب مع إمكانياتها واحتياجاتها وظروفها وأهدافها والحصول على ما تحتاجه من تمويل مناسب.

وعلى غرار التمويل عن طريق السوق المالية توجد صيغ أخرى بديلة، تتمثل في التمويل عن طريق التمويل الذاتي، التمويل عن طريق الوساطة المالية والتمويل بالقرض الإيجاري والتمويل عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر.

يعتبر التمويل الذاتي مصدراً داخلياً تعتمد عليه المؤسسة في تمويل نشاطها وتوسيعها ويتكون من الأرباح غير الموزعة و مخصصات المؤونات ومخصصات الاهتلاكات والتنازل عن بعض أصول المؤسسة وسيشكل هذا النوع من التمويل مصدراً مهماً وبدون تكلفة فعلية وبدون تاريخ استحقاق.

في ظل التمويل عن طريق الوساطة المالية التوفيق بين الاحتياجات والقدرة التمويلية يتم بتدخل طرف ثالث يعرف بالوسيط المالي الذي يتولى تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وتحويلها فيما بعد إلى ذوي الحاجة إليها في شكل قروض، يتمثل الوسيط المالي في البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة وهيئات التوظيف الجماعي وشركات التأمين. ويتميز هذا التمويل مقارنة بالتمويل عن طريق السوق المالية في كونه يوفر التمويل قصير الأجل والطويل والمتوسط

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

الأجل و كذلك يساهم في خلق النقود التي قد تؤدي إلى إحداث ضغوطات تضخمية في الاقتصاد، ولا تكفي الوساطة المالية بتحويل المدخرات إلى ذوي الحاجات التمويلية، لكنها تقوم بتغيير خصائص هذه المدخرات لتلبية الحاجات المختلفة، فنشاط الوساطة يسمح بتحويل مدة وتاريخ الاستحقاق وخطر التمويل وهذا بالاعتماد على حجم مؤسسات الوساطة المالية الذي يسمح لها بالاستفادة من اقتصاديات الحجم وامكانياتها المالية والتعاونية فيما يخص المخاطر.

ويشكل التمويل عن طريق القرض الإيجاري آلية مهمة يمكن أن تلجأ إليها المؤسسات لتمويل استثماراتها من خلال الحصول على رأس مال عيني في شكل آلات أو معدات والاستفادة من خدماتها بدون حيازتها، وتأخذ هذه الآلية عدة صيغ بالنظر إلى العلاقة بين الأطراف المتدخلة تتمثل في الإيجار المباشر الذي يمكن المؤسسة من الحصول على منافع أصل لا تملكه والإيجار الممول الذي يتدخل فيه ثلاثة أطراف: المؤجر، المستأجر والممول وأخيرا البيع تم إعادة الاستئجار، ويوفر القرض الإيجاري مزايا عديدة أهمها: التأمين ضد الخطر التكنولوجي والحصول على استثمارات ضخمة بأقساط شهرية.

وبالإضافة إلى الصيغ السابقة، فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يعد آلية تمويلية تساهم في تمويل الاقتصاد من خلال إقامة مشاريع جديدة أو المساهمة في مشاريع قائمة ويسمح بنقل التكنولوجيا وتأهيل اليد العاملة و جلب وتطبيق طرق التسيير الحديثة.

- تتوقف عملية تمويل المؤسسات على معرفة كل المصادر المتاحة في اقتصادها والمزايا التي يوفرها كل مصدر والمخاطر المرتبطة به و تكوين مزيج من هذه المصادر المتاحة يتناسب مع حجم وطبيعة نشاط المؤسسة وأهدافها، الشيء الذي يستدعي معرفة العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل وتكلفة مصادر التمويل والعوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال والتحكم في أدوات التحليل التي توفرها النظرية المالية من أجل الخروج بقرار ملائم.

- تعتبر تكلفة الأموال الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه أي مشروع استثماري، كما أن هذه التكلفة ترتبط بطبيعة المزيج الذي يتكون منه هيكل التمويل ونسبة ترجيح كل عنصر فيه.

- يتم المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة من طرف المؤسسة بناء على عنصر العائد الذي يتوقع الحصول عليه حملة الأسهم العادية والمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد.

- يعرف هيكل التمويل الأمثل بالطريقة المناسبة التي يتم عن طريقها تمويل المؤسسة وتشكيل المزيج التمويلي الملائم الذي يمكن من تعظيم قيمة المؤسسة، وتحديد الهيكل الأمثل للمؤسسة يعني تحديد نسبة الديون إلى حقوق الملكية فيها.

وقد تناولت هذه المسألة عدة نظريات هي: النظرية التقليدية، والنظرية الحديثة، حيث خلصت النظرية التقليدية بأنه هناك أثر للاقتراض على قيمة المؤسسة وبالتالي هناك نسبة معينة للاقتراض ينبغي تحديدها داخل مزيج هيكل التمويل، بينما النظرية الحديثة فتميز بين حالتين: في حالة عدم

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

وجود ضرائب لا يوجد هيكل تمويل أمثل وبالتالي لا يوجد تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة وأن قيمة هذه الأخيرة تتوقف على الأرباح الناتجة عن تشغيل الأصول بغض النظر عن هيكل تمويلها، أما في حالة وجود ضرائب فإن قيمة المؤسسة تتأثر بعملية الاقتراض بسبب الوفرة الضريبية التي تستفيد منها المؤسسة وتتحدد نسبة الاقتراض عندما تكون تكلفة الأموال عند أدنى مستوى لها بمعنى تحديد نسبة الاقتراض التي تراها المؤسسة غير مجدي تجاوزها. لا تجلب للمؤسسة انخفاض في تكلفة رأس المال ذو أثر، غير أنه عند الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة المنجرتين عن عملية الاقتراض فإن قيمة المؤسسة تتحدد على أساس العلاقة التوازنية بين محصلة الأثر الإيجابي للوفرات الضريبية والأثر السلبي لتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة، وتؤدي إلى تغيير هيكل التمويل عما هو عليه في حالة عدم الأخذ بعين الاعتبار كل من تكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة.

- السوق المالية عبارة عن إطار منظم يلتقي فيها العرض والطلب على رؤوس الأموال من خلال تداول أوراق مالية وتتكون من سوقين مكملين لبعضهما البعض ويرتبطان ارتباطاً وثيقاً بينهما هما: السوق الأولية التي تعتبر همزة وصل بين المدخرين والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية، فهي تتيح للأعوان الاقتصاديين فرصاً لتوظيف مدخراتهم كما تتيح للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية مصادر متنوعة للحصول على ما تحتاجه من أموال لتمويل عملياتها الاستثمارية، وبالتالي فهي سوق للإصدار. بينما السوق الثانوية فهي سوق للتداول ما تم إصداره في السوق الأولية، وعلى هذا الأساس فالسوق الثانوية تهدف إلى تسهيل السوق الأولية، ومنه لا يمكن تطوير سوق أولية وجعلها نشيطة بدون تطوير سوق ثانوية في نفس الوقت والعكس صحيح، وتتفرع بدورها السوق الثانوية إلى سوق منظمة والمعروفة بالبورصة وسوق غير منظمة. وتعمل السوق المالية على المقابلة المباشرة بين الوحدات الاقتصادية لتعبئة المدخرات وتوفير التمويل اللازم طويل الأجل، و يقدر تعدد وتنوع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة بقدر ما يزيد في دور السوق المالية و توفير التمويل اللازم للمؤسسات وبلوغ أكبر عدد من المدخرين بمختلف مستوياتهم وقدراتهم وتقاسم المخاطر المرتبطة بعملية التمويل.

- يستدعي قيام السوق المالية في دولة ما توفر مجموعة من المتطلبات الضرورية والمتطلبات الكاملة تتمثل في توفر الاستقرار السياسي، تشجيع القطاع الخاص، وجود جهاز مصرفي متكامل، وجود عدد كاف من المؤسسات الكفؤة والقادرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات منتجة، تنوع الأدوات المالية وانظمة التداول وأنظمة المقاصة والتسوية.

- تساهم الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد، ضمان حركية سيولة الادخار، توفير المعلومات ومراقبة تسيير المؤسسات، كما أنها تعد إطاراً لإعادة هيكلة المؤسسات وفضاء لتسيير الخطر، بالإضافة إلى مساهمتهما في تحقيق النمو الاقتصادي.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- تتحقق كفاءة السوق المالية من خلال تحقيق الكفاءة التخصيصية والكفاءة التشغيلية والكفاءة المعلوماتية، ففي ظل السوق الكفؤة تتحقق القيمة السوقية العادلة للأوراق المالية وتعكس تماما قيمتها الحقيقية التي تعبر عن كافة المعلومات الواردة إلى السوق.
 - توفر السوق المالية مزايا عديدة للمؤسسات الاقتصادية تمكنها من تنويع مصادر تمويلها، إعادة تامين ذمتها المالية، الرفع من قدراتها الاقتراضية، وتحقق لها الشهرة وضمان استمراريته وتحفز الأجراء من خلال اشراكهم في ملكية المؤسسة عن طريق منحهم أسهما.
 - تعتبر كل من إدارة السوق المالية المتمثلة في الهيئات الادارية والهيئات المهنية و الأطراف المتدخلة في عملية السوق المالية بالإضافة إلى المؤسسات المالية ووكالات التصنيف الائتماني من الفواعل المتدخلة في نشاط السوق المالية بصفة مباشرة وغير مباشرة، حيث تعمل هذه الفواعل على تنظيم وتسيير السوق المالية وتسهيل عمليات التداول وتحقيق العدالة والشفافية وتساهم في اتخاذ القرار المناسب من طرف المستثمرين.
 - تعتبر وكالات التصنيف الائتماني من بين أهم المتدخلين في السوق المالية خصوصا في العشرينات الاخيرة، بالنظر إلى الدور المهم الذي يقوم به في تقييم المخاطر المرتبطة بالمصدر والأصول المالية، خصوصا وأما قرارات المستثمرين تبنى على أساس العائد والمخاطرة، ويتم التصنيف الائتماني من طرف وكالات التصنيف على أساس عدة معايير منها ما يرتبط بالوضع المالية للمؤسسة والنشاط الذي تمارسه المؤسسة ومعلومات أخرى تتصف بالسرية، وهذا بمنح تصنيف يأخذ صيغة حروف أبجدية، وتستحوذ على سوق التصنيف في العالم ثلاثة وكالات عالمية هي: وكالة فيتش و ستاند أند بورز و موديز.
- اقتربنا مفهوم الدول النامية بتلك الدول التي تعرف اقتصاداتها تأخرا نسبيا من حيث مؤشرات الدخل - الناتج الداخلي الخام- وضعف الانتاج الصناعي وسيطرت النشاط الفلاحي وعدم تطوره وهيمنة صادرات المواد الأولية على ميزانها التجاري و انخفاض نصيب الفرد من الدخل الوطني، بالإضافة إلى تميزها بمعدل نمو ديموغرافي كبير وعدم توافقه مع معدل نموها الاقتصادي الشيء الذي أثار على مؤشرات التنمية البشرية فيها في هذه الدولة. غير أن هذا المفهوم أخذ منحى آخر خصوصا مع مطلع سنوات الثمانينات بعد أزمة المديونية المعقدة التي شكلت منعطفا أعادت ترتيب الاولويات في هذه الدول وخضعت العديد من هذه الدول إلى برامج التصحيح الهيكلي المملى من طرف الهيئات المالية الدولية والتي كانت تصب في إطار تغيير آلية تسيير الاقتصاد واعتماد قواعد اقتصاد السوق وهي عمليات تندرج في إطار تجسيد مسعى العولمة.
- وعرفت على إثر ذلك هذه الدول انفتاحا متباينا بداية من التحرير المالي وتحرير المبادلات التجارية وغيرها، وأنجر عن ذلك التباين بين مزايا وخصائص الدول النامية - التي كانت قائمة على

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

أساس مسلمة الخصائص المشتركة لمجموعة من البلدان بسبب الفوارق الجديدة التي أضفتها عمليات التصنيع والتطور الحاصل في الأسواق المالية لهذه الدول النامية.

هذه التحولات أفرزت بزوغ ترتيب جديد في خريطة الدول النامية، عرفت البعض منها بالدول الصناعية الجديدة الدول ذات الدخل المتوسط الذي دعمته نمو الصادرات الدول الناشئة، واضحى العالم في وقتنا المعاصر يعرف بروز قوى اقتصادية وتنموية جديدة ومنها نماذج رائدة على المستوى التنموي - دول مجموعة بريك - على الرغم من أن هذه التحولات الشاملة لم ترقى بعد بمستويات التنمية البشرية.

- تحول اقتصاديات الدول النامية إلى اقتصاديات تعتمد على آليات السوق في مجال التجارة وتحرير أسواق رؤوس الأموال ساهم في الرفع من معدلات نمو اقتصاداتها وتطوير مؤسساتها وتدعيم تنافسيتها محليا وخارجيا. كما أن التحرير المالي كان أداة قوية لرفع مستوى المنافسة داخل لقطاع المصرفي وتقدم الأسواق المالية من حيث إطارها التشريعي والتنظيمي وتنوع وتعدد الأدوات المالية المتداولة فيها واندماجها في الأسواق المالية العالمية.

ورغم ما تشهده الأسواق المالية الناشئة من تطورات وإصلاحات فإنها مازالت تتسم ببعض السمات المشتركة التي تجعلها في حاجة إلى المزيد من التطوير وقد أثر ذلك بشكل سلبي على أدائها العام، وتتمثل هذه السمات في التطاير القوي، العائد المرتفع، نقص السيولة، تركيز عمليات التداول، ضعف التنوع في الأوراق المالية وعدم تجانسها.

- إن عملية تحرير أسواق رأس المال بصفة عامة و الأسواق المالية بصفة خاصة أظهرت مزايا عديدة، تتمثل في:

تخفيض تكلفة الأموال وتنويع المخاطر وجلب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية وإحلالها محل المدخرات المحلية ذات التكلفة المرتفعة ووضعها في خدمة التنمية المحلية خصوصا تلك الدول التي تعرف معدلات ادخار منخفضة نسبيا، وساهم ذلك في الرفع من كفاءة وتخصيص موارد الادخار والرفع من معدلات الاستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

غير أن ارتباط عملية التحرير بتفاعل وتأثير سوقين هي السوق المالية وسوق الصرف واللتين تتصفا بعدم الاستقرار وعدم تماثل المعلومات من شأنه إحداث آثار سلبية لعملية التحرير المالي، تجسدت في حدوث أزمات مالية عرفت اقتصاديات الدول الناشئة.

ترمز كلمة بريك للحروف الأولى لأربع دول هي البرازيل، روسيا، الهند والصين، وقد أطلقت هذه التسمية من طرف موظف لدى بنك غولدمان ساكس لأول مرة في عام 2001، وهي تلك الدول التي تشهد اقتصاداتها تطورات كبيرة بوتيرة مستمرة حيث عرفت معدلات نموها الاقتصادي في بعض الأحيان الرقمين وهي تحصيل حاصل، فمعدلات نموها تعكس حقيقة التفاعلات والتطورات الاقتصادية الجارية على المستوى المحلي والاقليمي، حيث أصبحت اقتصاديات هذه الدول بفضل المقومات التي

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

تتوفر عليها وتطبيق قواعد اقتصاد السوق ونشوء قوة شرائية محلية للمستهلكين من جراء ارتفاع نصيب الفرد من الدخل وتعدد اختصاصات فروع النشاطات الاقتصادية وارتباطاتها الاقتصادية البنينة واندماجها في الاقتصاد العالمي، واتساع وتطور نشاطاتها المالية لاسيما أسواقها المالية من أكبر الدول نمواً من حيث معدلات نموها الاقتصادي وجاذبيتها للاستثمارات المحلية والأجنبية، وساهم كل هذا في نقل اقتصاداتها إلى مرحلة جديدة من التوسع والاندماج و التكامل ضمن الاقتصاد الجهوي والعالمي.

يتميز القطاع المالي لدول مجموعة بريك بهيمنة القطاع العمومي الذي يشهد تطوراً ملحوظاً، من حيث مساهمته في تمويل اقتصاديات هذه الدول وتحقيق أداءً جيداً وتحسين مستوى الخدمات التي يقدمها إلى زبائنه وانفتاحاً على القطاع الخاص المحلي وعلى أسواق المال العالمية، كما أن هذا القطاع يبقى مكبلاً بالعديد من العراقيل التي تعتبر إرثاً عن الماضي خصوصاً فيما يخص حجم الديون المشكوك فيها وأساليب التسيير لاسيما في الصين، كما يتميز القطاع المالي لهذه المجموعة بحضور متميز للمؤسسات المالية الأجنبية باستثناء روسيا التي واجهت فيها هذه الأخيرة منافسة قوية أجبر العديد منها على مغادرة السوق الروسية، تطور الأسواق المالية الناشئة قام أساساً على تطور تدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة بداية من سنوات الثمانينات.

وبدورها عرفت الأسواق المالية لهذه المجموعة قفزة نوعية من حيث إطارها التنظيمي وإزالة العوائق التي تحول دون تمكينها من التطور وإدخال التقنيات الحديثة التي تعمل بنظام التجارة الإلكترونية، فيما يخص إصدار الأوامر وتداول الأوراق المالية وإحراز تطورات نوعية فيما يتعلق بالإفصاح المالي واعتماد المعايير لدولية وعلى صعيد النشاط الحقيقي فقد عرفت الأسواق المالية لهذه الدول تطورات نوعية من حيث الرسلة البورصية وعدد الأوراق المالية المتداولة وتوسع نشاطها ليشمل المشتقات المالية وتحسين مؤشرات أدائها، غير أنها تظل ضعيفة النشاط مقارنة مع الأسواق المالية في الدول المتقدمة خصوصاً من حيث مقارنتها بالنتائج الداخلي الخام، بالإضافة إلى اتسامها بسمات الأسواق المالية الناشئة الأخرى ناهيك عن مساهمتها المحدودة جداً في تمويل الاقتصاد مقارنة مع البدائل الأخرى خصوصاً الوساطة المالية.

- تطور الأسواق المالية في أي اقتصاد يرتبط بالتطور الشامل للنظام المالي الذي يوفر المعلومات ويسهل الدخول إليه، فالمعلومات تسمح بتخفيض التكاليف وتحسين تخصيص الموارد وتحريض النمو الاقتصادي، فالنظام المالي الجيد يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي وتحسين مؤشرات الأسواق المالية المتعلقة بالحجم والسيولة وإمكانية الدخول إليها ومن ثم تحقيق الاستقرار والكفاءة.

- وتتميز الأسواق المالية في الدول النامية بالمحدودية و عدم العمق و ضيق نطاقها و عدم انسجام القوانين و التشريعات الخاصة بالمعايير المالية مع المعايير الدولية وانتشار نظم الرقابة

على الصرف المقديدة لتحويلات رؤوس الأموال لبعض الدول، كما أنه ترتبط في الغالب تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الدول الناشئة باستراتيجية الانتقال السريع و الضخم في فترات معينة و هي بطبيعتها غير مستقرة لأنها ترتبط بالتدفقات البين بنكية و المحفظة المالية، مما يشكل ضغطا كبيرا على سوق الصرف و ظهور خطر تكون الفقاعات على أسعار الأصول، خصوصا و أن انتقال رؤوس الأموال باتجاه هذه الدول ناجما عن البحث عن العائد المرتفع و تدني المخاطرة، و هي السمة التي تطبع الأسواق المالية في الدول الناشئة

- تشكل صادرات الجزائر من المحروقات حوالي 97% من إجمالي الصادرات مما يعكس عدم تنوع الاقتصاد الجزائري ومدى هشاشته في مواجهة الصدمات الخارجية المرتبطة بالسوق العالمية للطاقة، وعلى الرغم من ذلك وبفضل ارتفاع الأسعار في الأسواق العالمية، سمح هذا القطاع بتراكم موارد مالية كبيرة مكنت الحد من الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية وتحسين البنى التحتية ودعم ومصاحبة الاستثمارات المنتجة وتحسين ظروف معيشة السكان وتأمين الواردات من السلع والخدمات على المدى القصير وتوفير احتياطي صرف معتبر.
- استمرار الضعف الهيكلي للصادرات خارج المحروقات على الرغم من محاولات تنويع الاقتصاد الجزائري ومن تم تنويع الصادرات، غير أنها لم تبلغ أهدافها المرجوة بسبب ضعف تنافسية الاقتصاد الجزائري عموما وتنافسية السلع والخدمات وتراجع الإنتاج الصناعي.
- هيمنة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما أن نسبة كبيرة من هذه المؤسسات ترتبط بنشاط التجارة والخدمات المتعلقة بالنقل والمهن الحرة.
- هيمنة البنوك العمومية على القطاع المصرفي الذي يتسم بتحسن مستمر في مؤشراتته المالية وفائض في السيولة على مستوى السوق النقدية وارتفاع معدلات التضخم وارتفاع مستوى الادخار المحلي، و الانتشار الواسع على المستوى الوضع على العكس من القطاع الخاص الذي يقتصر وجوه في المدن الكبرى.
- يشكل التمويل الذاتي حصة الأسد في تمويل المؤسسات الاقتصادية بسبب عدم الثقة بين المتعاملين وضعف المنظومة التشريعية وتعقدها من جهة وهيمنة المؤسسات ذات الطابع العائلي على تركيزه على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- يعود إنشاء بورصة الجزائر وانطلاق نشاطها إلى حوالي عشرين سنة، إلا أنها تبقى قابعة في المرحلة الجنينية، وهي المرحلة الأولى في مراحل تطور الأسواق المالية في الدول النامية بم فيها الدول الناشئة.
- تواجه بورصة الجزائر عدة عراقيل منها ما يتعلق بالبورصة في حد ذاتها، ومنها ما يتعلق بمحيطها:

4- بالنسبة إلى العراق التي تعمل على كبح تطور بورصة الجزائر وخروجها من مرحلتها الجنينية هو ضعف الإطار التشريعي و التنظيمي وتعدد وعدم استقراره عموما وأنه يبني على تجارب و واقع غير الواقع الجزائري بالإضافة إلى محدودية عدد الأوراق المالية المتداولة واقتصارها على نوعين من الأوراق المالية فقط وهو الأسهم العادية والسندات العادية، وغياب نظام معلوماتي فعال يسمح بإعطاء صورة واضحة وأنية عن نشاط البورصة وتداول الأوراق المالية والتقارير الدورية المتعلقة بنشاط المؤسسات المسجلة فيها والتحليل الاقتصادية والمالية التي تمكن من اتخاذ قرار استثماري مناسب وسعر عادل.

وبخصوص العراق المرتبطة بالمحيط والتي تحول دون توفير المقومات الأساسية والداعمة الواجب توفرها لإنشاء سوق مالية والمساعدة على نضوجه وتطورها، فتمثل في كون أن المؤسسات القطاع الخاص تعتبر مؤسسات صغيرة الحجم وذات صبغة عائلية أو ذات قانوني لا يسمح لها بالولوج إلى البورصة. أما مؤسسات القطاع العام فزيادة عن كونها ذات أداء مالي ضعيف ومثقلة بالديون وسوء التسيير فإن قرار دخولها إلى السوق المالية يخضع إلى القرار السياسي أكثر من القرار الاقتصادي كما أن تحسن المؤشرات الاقتصادية فتح لها آفاق التمويل لدى السوق النقدية بسهولة خصوصا في ظل فائض السيولة التي تتوفر عليه هذه الأخيرة.

يعتبر العائد من أهم المحددات الرئيسية لقرار الاستثمار في الأوراق المالية وهو في نفس الوقت يعتبر مكافئ الادخار هذا المكافئ ضئيل جدا، ولا يكفي حتى لتغطية التضخم المسجل سنويا، مما يعرض مدخرات الأعوان الاقتصاديين إلى التآكل المستمر ومن ثم لا يحفزهم على الإقبال على مثل هذا النوع من التوظيفات.

هيمنة التمويل المصرفي على التمويل الخارجي للمؤسسات خصوصا في ظل حجم السيولة الكبير الذي تتوفر عليه البنوك، بالإضافة إلى المزايا التي يتوفر عليها هذا الشكل من التمويل منها تخفيضات في معدلات الفائدة المدعمة والمزايا المصاحبة لعميات الاستثمار مثل الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات وغيرها والتي تعتبر بمثابة تخفيض في تكلفة مصادر التمويل.

نقص الاعلام والدعاية وتنظيم أبواب مفتوحة في أوساط المتعاملين والمهتمين بمجال الاستثمار في البورصة لاستقطاب الأطراف الفاعلة سواء في جانب الطلب أو جانب العرض.

غياب المتعاملين الأجانب في البورصة سواء من حيث جانب العرض أو الطلب، على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العالمية مواتية بالنظر إلى توالي الأزمات المالية خصوصا أزمة منطقة الأورو التي تتصف فيها معدلات الفائدة بالانخفاض من جهة و صعوبة حصول المؤسسات على القروض خصوصا المؤسسات الصغيرة، وبالنظر إلى هذه المتراجحات يمكن أن تكون بورصة الجزائر ملاذا مناسباً لها، خصوصا في ظل توفر احتياطي صرف معتبر.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

على الرغم من أن قانون الاستثمار الجزائري يفرض على المستثمر الأجنبي وجود شريك جزائري تفوق حصته 51% إلا أنه لم تسجل بورصة الجزائر أية عملية إدخال تدرج في هذا الإطار.

و بناء النتائج المتوصل إليها، يتم تقديم الاقتراحات و التوصيات الضرورية، و منها ما يلي:

- بناء نموذج تنموي يقوم على رؤية مشتركة بين القطاع الخاص و العام على أسس سليمة، تحقق الإقلاع الاقتصادي و الانفتاح على العالم الخارجي و تحقيق العدالة في توزيع الدخل الوطني، و يساهم في تنويع الاقتصاد الجزائري من خلال تجسيد المزيد من المشاريع الاستثمارية و تحسين إنتاجية المشاريع القائمة و استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة مما يزيد في عمق و حجم القطاعات الاستثمارية، و تساهم في المستقبل في رفع كفاءة القطاع المالي بما فيه البورصة، فالتوسع في التنمية الاقتصادية يؤدي إلى خلق طلب جديد على رؤوس الأموال من جهة و الخدمات المالية من جهة أخرى.

- تحسين مناخ الاستثمار والرفع من تنافسية الاقتصاد الجزائري من خلال محاربة الرشوة والفساد و نظم العمل المقيدة لقطاع الأعمال و طول و تعقد الإجراءات الإدارية.

- تشجيع القطاع الخاص المنتج وتوفير المراقبة التقنية والمالية و التكوين و الرفع من التأهيل العلمي للقوى العاملة، و توفير الأرضية المناسبة لدعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

- تكييف النظام الجبائي مع متطلبات مرحلة الإقلاع الاقتصادي مما يسمح بنقل الاقتصاد الجزائري إلى مرحلة جديدة من التطور وفتح الآفاق أمامه للاندماج و التكامل ضمن الاقتصاد العالمي.

- تطبيق سياسة نقدية ملائمة تؤدي إلى تحقيق الاستقرار النقدي و الحد من التضخم، و تساهم في تجميع المدخرات و الموازنة بين ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك وانخفاض الميل الحدي للادخار.

- تطوير و رفع مستويات التنمية البشرية خصوصا في مجال التعليم و الحد من الفقر.

- المزيد من الإصلاحات لتعزيز الاستقرار المالي و تحفيز النمو الاقتصادي القوي و المتوازن بين مختلف القطاعات و معالجة نقاط الضعف منها سوء تخصيص رأس المال و تكون الفقاعات - قطاع العقارات -.

- تعزيز قدرة للقطاع والمالي على المنافسة و تطويره من خلال تعزيز الإصلاحات و استخدام التكنولوجيا و تنويع الخدمات.

- تكييف هيكل البورصة و آليات تشغيلها و إطارها القانوني بما يناسب المحيط الاقتصادي الجزائري و تزويدها بوسائل الاتصال الضرورية التي تساهم في ربط عموم المتدخلين في السوق و تنفيذ الصفقات في الوقت المناسب و بأقل تكلفة.

- توسيع قاعدة العرض من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية ذات الأداء الجيد عن طريق البورصة، الشيء الي يسمح بإعطاء صورة حسنة لدى المتعاملين عن البورصة، و يزيد في ثقتهم من جهة و تفعيل نشاط البورصة من جهة أخرى.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- حيث المؤسسات المختلطة و المؤسسات التي تقوم على أساس عقود شراكة مع مؤسسات أجنبية المرور عن طريق البورصة فيما يخص تجسيد قانون الاستثمار المتعلق بضرورة اشراك المتعامل الجزائري في الاستثمارات الأجنبية بالجزائر.
- تنوع الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الاقتصادية وفقا لصيغ و أحجام تتناسب مع دخل الأفراد و انتمائهم الحضاري لجلب أكبر عدد ممكن من المدخرين و الرفع من الطلب.
- الاهتمام بالجانب الترويجي لنشاط البورصة و التفتح على المحيط من خلال الملتقيات و الأبواب المفتوحة من أجل تحسيس المدخرين و نشر الثقافة البورصية و رفع الوعي المالي لدى الأفراد و المؤسسات و التركيز على جانب التكوين المستمر للقوى العاملة ذات العلاقة بالجانب المالي في البنوك و المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة.
- الاعتماد على المعايير الدولية في مجال الإفصاح المالي و إعداد القوائم المالية و نشرها.
- إعطاء الأولوية للشركات المدرجة في البورصة في الحصول على الصفقات العمومية من أجل تدعيمها في رفع رقم أعمالها و زيادة أرباحها و من ثم ارتفاع التوزيعات.
- إدماج الهيئات العمومية كصناديق الضمان الاجتماعي و صناديق التقاعد في التعامل في البورصة، من خلال شراء الأوراق المالية في حالة توفر لديها فوائض مالية.
- الترويج للاستثمار في البورصة في الخارج و خاصة في وسط المغتربين و تسهيل تحويل أرصدتهم و مدخراتهم نحو الوطن.
- ربط و دمج الأسواق المالية المغربية و حتى العربية فيما بينها و خلق فضاء أوسع لطرح الأوراق المالية و الاستثمار فيها.
- تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر لتنمية جانب العرض و الطلب في السوق المالية على حد سواء.

المراجع

1- قائمة الكتب

1-1 قائمة الكتب بالعربية:

- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، اليازوري، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية و التطبيقية، دار وائل، الأردن، 2010.
- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، مدخل تحليلي ونظري ، دار وائل، الأردن، ط. الأولى، 2005.
- أوحين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الجزء الثاني، دار المريح، 2009.
- ايمن الشنطي، عامر سقر، الادارة و التحليل المالي، دار البداية ،عمان، 2005 .
- أيمن الشنطي عامر سقر، الادارة و التحليل المالي، دار البداية ، الأردن، 2005.
- برايان كوبل، ترجمة، قسم الترجمة بدار الفاروق، نظرة عامة على الاسواق، دار الفاروق، الطبعة الثانية 2009.
- تومي عبد الرحمن، الاقتصاد الجزائري، دار الخلدونية، الجزائر، 2011
- حسن سمير عشيش، التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض و التوسع النقدي في البنوك، مكتبة المجتمع العربي، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
- حسن علي خربوش، عبد المعفى رضا أوشيد، الأسواق المالية: مفاهيم و تطبيقات، زهران، عمان، 1998.
- حنفي عبد الغفار و قرباص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- خيرى علي الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، مكتبة عين شمس، مصر، 2001.
- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة، 2009.
- سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الاشعار، الاسكندرية 1997.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
- السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الاولى، دار الفكر، 2010.
- طلعت أسعد عبد الحميد، إدارة خدمات البنوك التجارية، مكتبة شمسي ، القاهرة، 1994 .

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل و الادارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية 2006.
- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الاعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- عبد العزيز نجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، أساسيات التمويل و الادارة المالية ، الدار الجامعية، مصر 2004.
- عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد ، التمويل وإدارة المؤسسات المالية ، الطبعة الأولى، الحامد، الأردن، 2007.
- عمر صخري ، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 1991.
- فليح حسن خلق، الاسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2005.
- مايكل بكت، ترجمة جورج خوري، كيف تستثمر أموالك في الأسهم و السندات، سلسلة المرشد، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت لبنان، الطبعة الثانية، 1999.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، دار الجامعية، مصر، ط2، 1997.
- محمد صالح الحناوي، الادارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية 1998.
- محمد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.
- محمد طاقة ،مأزق العولمة، دار المسيرة، عمان، 2007.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات، مؤسسة الوراق، الأردن، 1990.
- محمد مطر، مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات، مجلة البنوك، الاردن، 1998.
- محمود محمد، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005.
- مصطفى رشدي شيحة و زينب حسن عوض الله ، الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية ، المطبعة الحديثة القاهرة، الطبعة الثانية، 1993.
- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- المنذري سليمان، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المعهد العربي للدراسات المالية و المصرفية، مصر، 1993.
- منى قاسم، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي. الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر 2000.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- هيل عجمي جميل الجنابي و آخرون، النقود و المصارف و النظرية النقدية: دار وائل، الاردن، الطبيعية الاول 2009.
- وجدي مخامرة، الجديد في أسواق رأس المال الدولية، مجلة الاقتصاد الأردنية، عدد 37، 15 أوت 1998.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 1999.

2-1 قائمة المراجع باللغات الأجنبية:

- Abdelatif Rabah, Economie Algérienne : le développement national contrarié, INAS, Alger, 2011.
- André Farber et autres, Finance, Pearson , Paris , 2^{ème}ed, 2002.
- Angelos Sngelopoules, Le tiers monde face aux pays riches, Presses universitaire de France, 1973.
- B. Armand, Le grand marché européen, Imprimerie des presses universitaires, paris, 3^{ème} édition, 1991.
- B. Laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris ,1990.
- Bernard Conte, le tiers-mondialisation de la planète, Presse universitaire de Bordeaux, Paris 2009.
- Boukhezar Omar, La comptabilité des provisions, OPU, 1992.
- Broquet & autres, Gestion de portefeuille, Bruxelles, 3^{ème} édition, 1998.

- C.D Echauder Maison, Dictionnaire d'économie et de science sociales Nathan, France , 4^{ème} Ed, 1998
- Christophe Degryse, L'économie d'actualité, De Boeck, Belgique, 4^{ème} éd, 2011.
- Daniel Arnoud, La bourse et les produits boursiers, ellipses, Paris, 2004.
- Eric Bosserelle, Les courantes économiques et leurs enjeux, Top édition, Paris 2001.
- Eric paget –Blanc et Nicolas Painvin, La notation, Dunod , Paris 2007.
- F. Le bihan & M .Combes, Pratique de la bourse et jeu d'entraînement aux mécanismes boursiers Eyrolles, Paris ,3^{ème} édition, 1991.
- F. Le Bihan, Obligations et titres divers, Gyrolles, Paris, 1999.
- F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, volume 2, Dunod, Paris, 1993.
- F.Rasi, G.Marcir & G.Herouard, Marché et gestion obligataire, ESKA France, 1999.
- Françoise Lemoine, Christian Bardot, La Chine ,Pearson Education,Paris,2010.
- Gerard Charreaux, Gestion Financière ,Litec , Paris,6^{ème} Ed ,2000.
- Hakim Benhamouda, crise global, un regard du sud, bred, paris, 2010.
- Hamid Tammar, La transition de l'économie émergente, OPU, Alger, 2011.
- Hervey Thery, Brésil, Armand Colin, Paris, 6^{èm} Ed, 2012.
- Hibert de la Bruslerie ,Analyse Financière ,information financière et diagnostic, Dunod ,Paris,3^{ème} Ed,2006.
- J. Antoine et M.Copiauhuart, Titres et bourse, Tome1: Valeurs moubilières, Deboeck, Bruxelles, 2^{ème} édition,1997.

- J.S. Geours, Les Marchés Financiers, Domino, France, 2^{ème} Editions, 1996.
- Jacques Mistral, le G20 et la nouvelle gouvernance économique mondiale, Pub, Paris 2012.
- Jean Barreau Jacqueline Delahaye ,Gestion Financière: Manuel et Application,Dunod ,Paris ,12^{ème} Ed,2003.
- Jean-Lous Amelon , Gestion financière, Maxima, Paris, 4^{ème} Ed ,2004 .
- Joachim Dornbusch, Romain Zolla, La Chine, Breal, Paris, 2008.
- Joseph Antoine, Marie-Claire CapiouHuart, Dictionnaire de marches financières, De boeck 2^{ème} éd, 2008.
- Marc Monteuse et autres, Les bourses et les marchés financiers, Breal, Paris, 5^{eme} ed, 2012.
- Marc Montoussé et autres, La bourse et les marches financières, Bréal, paris, 5^{ème} édition, 2012.
- Maurice Durousset, La Mondialisation de l'économie, Elipses,Paris,2005.
- Maurice Gabillet, Economie , Nathan, Paris, 2008.
- Melene Gaulard ,L'économie du Brésil, Breal , Paris, 2011.
- Michel Aglietta , Yves Lanry, La chine vers la superpuissance, Economica ,Paris, 2007.
- Mokhtar Lakhal, l'économie contemporaine, Eyrolle, Paris, 2011.
- Monier Philipe, Les Marchés Boursiers, Verneuil, paris, 3^{ème} ed, 2007.
- P. Lamy, Les Bourses De Valeurs, Economica, Paris, 1995.
- P. Monnier, Les marches boursiers, Verneuil, Paris, 3eme ed, 1997.
- Pascal Rigaud, Les BRIC, Breal, paris, 2010.

- Philippe Gillet, L'efficience des marchés financiers, Economica, Paris, 1999.
- Pierre Olivier Perl, Economie général, Bordas, Paris, 2002.
- Pierre Dallene, Alain Nonjon, Cédric Tellenne, de l'internationalisation à la globalisation : les mutations de l'économie mondiale de 1880 à nos jours, ellipses, paris, 2007.
- Pierre Dallenne et autres, De L'internationalisation à la globalisation, , Economica, paris, 2007.
- R .Ferrandiers & V.Koun, Marches des capitaux et technique financiers, Economica, Paris 2^{eme} Edition, 1991.
- R. Ferrandier & V. Koen, Marchés des capitaux et Technique Financiers, Economica, Paris, 2eme édition, 1991.
- Renand Chautoire, sophie loiseau, L'économie, vathan, paris 2011.
- Robert Maeso et autres, Comptabilité Général, Dunod, Paris ,8^{eme} ED,2003
- Sylvia Delanny , Géopolitique des pays émergents, presses universitaires de France, Paris, 2012
- Thierry Sanjuan et autres, dictionnaire de la chine contemporaine, Armand Colin, Paris, 2008.
- Y. Simon, Encyclopédie des marchés financiers, Tome1, Economica , Paris , 1997.

2- أطروحات ورسائل:

2-1 اطروحات ورسائل بالعربية:

- الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق راس المال على الاستثمار في الاوراق المالية ،دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، المدرسة العليا لتجارة،2006
- بوكساني رشيد، معوقات اسواق الاوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية جامعة الجزائر 2006.
- براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في التنمية الاقتصادية،، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية جامعة الجزائر،1999.
- بورزامة جيلالي، مستقبل أسواق راس المال العربية في ظل العولمة العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية جامعة الجزائر 03 2012.
- وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر، 1997.

2-2 أطروحات ورسائل باللغات الأجنبية

- Jihène Bousih, L'adoption de la politique de ciblage de l'inflation dans les marchés émergents, Appel théorique et validation empirique, thèse de doctorat, université de Rênes 1, 2011
- Rime Mohamed , Les investissements directes étrangers dans les pays arabes, Thèse de doctorat de sciences économiques ,Université de Toulon,2009.

3- المجلات و الجرائد:

3-1 المجلات و الجرائد بالعربية:

- اسيا فخري عبد اللطيف، دور اسواق الاوراق المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية السنة الرابعة، العدد 32 ، الأردن، سنة 2007

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- غراس النهلة، تطور النظام البنكي وعلاقته بالنمو الاقتصادي في الجزائر للفترة 1971-2009، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، العدد رقم 2012/12.
- فضيل رايس، تحولات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000 - 2009، مجلة الباحث، جامعة تبسة العدد 12/10.
- مسعود مجيطة، العولمة الاقتصادية و انعكاساتها على البلدان النامية، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و التجارة، العدد 2008/18، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر
- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي العدد 58، 1999

2-3 المجلات و الجرائد باللغات الأجنبية:

- Abdelatif Benachenhou, L'industrialisation Algérienne, Revue actualité de l'émigration, N°:spécial, Juillet 1987.
- Alain Borderie, les places financières internationales Revues banque, paris, 2^{eme} ed, 2009.
Alec Klein , "Smoothing the Way for Way debt Markets, Washington post 23.11.2004
- Christophe Boucher, Les fonds d'investissement, Revue Cahiers français, N°361, mars-avril 2011.
- Christophe Destais, Une brève histoire des crises financières dans les pays émergents, Revue problème économique, Nov/2012.
- Claire Gatinois et Alain Salles ,Le Ralentissement de la croissance de l'économie chinoise se confirme, le Monde Vendredi 19 Décembre 2012.
- Constance Boulil et Yves Zlotow, quelle sont les risque de l'économie chinois, Revues problèmes économiques, N° 3037, Fev/2012.

- Daniel Goyeau, Amine Tarazi, Marchés, produits et acteurs, Revue Cahiers français N 361, Mars – Avril 2011.
- Françoise Lemoine, l'émergence des BRIC, Cahiers Français n°357, Juillet/Août 2010.
- Françoise Nicolas, Traitement de faveur pour les PED les plus pauvres, Cahiers français sep/oct 2002.
- Gabriel Grosillon, les quatre vulnérables de l'économie chinoise, Revue les Echos hors série N° 08, Juillet 2012.
- Gilles Jacoud, Finance et économie réelle, à quoi sert les marchés financiers, Cahiers Français N° 361, mars – avril 2011.
- Guillermo Larrain, L'intégration aux marchés financiers, Revue économie financière internationaux et lissage de la consommation N° 107, 2012, Paris, 2012.
- Gunther Capelle – Blancard et autre, Les agences de notation: nouveaux acteurs, nouveau enjeux, Cahiers français N° 331, avril 2006.
- Heloise Bolle, TATA s'en remet à un cousin de poids, Revue Challenges N°327, Janvier 2013.
- Hervé Jammic, Vincent Neugille, Russie, Les Capitaux fuient, Revue Capital, hors-série Déc/2008.
- Jaques Adda, Brésil :La Mondialisation En Panne, Alternatives Economiques, N° 317, Oct /2012.
- Ivan Zelewko, Innovations financières pour les pays, émergences, Revue économie financier, N° 96, 2009
- Nayan Chanda : Mondialisation ou aseptisation, Revue problème économique, N°3038, Fév/2012.

- Pascal Lamy, l'OMC à les normes internationales, Revue problèmes économiques, N° 305, 2012.
- Norbert Gaillard, Quelles réformes pour les agences de notations, Cahiers français, N° 361, Mars – Avril 2011
- Patrick de jacquelot, l'inde encore loin derrière la chine, Revue Les Echos hors-série N°08 Janvier 2012.
- Revue Alternatives internationales Hors -Série N° 10/jan 2012.
- Revue problèmes économique N° 3038 février 2012
- Sabrina Syfuss- Amaud, Prévision 2013 ,Revue chalenges ,N° 327,Janvier 2013.
- Saïd Did, des coopératives Depagne et de crédit et le crédit productif STRATEGICA N° 51, juillet/ sont 2009.
- Sandra Moatti, pourquoi la mondialisation est réversible, Revue problèmes économiques, N 3038 du 29/02/2012, la documentation française, Paris, 2012
- Sandre Rigot, Marchés efficients ou intrinsèquement instable, Cahiers Français, N° 361, Mars – Avril 2011
- Stratégica, bimestriel d'information et d'analyse financière,N°55, Kalamlom, Mars/Avril ,2010
- Strategica, PME, Les banque on financer 38% des projets FGAR, bimestriel d'information et d'analyse financière, N°55, Kalamlom, Alger, Mars/Avril 2010.
- Stratigeca busness & finances, Revue bimestrielle d'information N° 50, , Kalamlom, Mai-Juin 2009
- Sergy Aleksashenko, Les Défis de l'économie Russe, Revue Problèmes économies N° 3041, Avril 2012,

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- Thomas Gomart ,Un BRIC pas comme les autres, Revue problèmes économiques, n° 3041, avril 2012, France
- Thami Kabbaj, Les traders, maitres du front office, Revue problèmes économiques, N°2956, Oct 2008.
- Thierry Ogier, Le Brésil veut sauver sa croissance, Revue les Echos, janvier 2012.
- Thierry Ogier, Petrobras, carburant de l'économie Brésilienne, Revue les Echos, Nov/2011 .
- Yves Bourdillon, Le régime Russe voit son pouvoir conteste, Revue Les Echos, N° Spécial Janvier 2012

5- ملتقيات:

5-1 ملتقيات بالعربية:

- المقدم مصطفى، التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، المؤتمر العلمي الرابع، كلية العلوم المالية و الإدارية عمان، 2005/03/15.

كودري احمد، واقع وأفاق سوق المال الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم

-التجارية، جامعة بومرداس، يوم 2012/03/06

5-2 ملتقيات باللغات الأجنبية:

- Intervention de monsieur SALAH ESSAYEL, président de conseil du marché financier de Tunisie, l'expérience Tunisienne en matière de marche financier, séminaire, Alger 25/4/2013.

6- التقارير:

6-1 التقارير بالعربية:

- تقرير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لسنة 2010.
- تقرير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2011.

2-6 التقارير باللغات الأجنبية:

- OCDE 2005, Algérie dans perspective économique en Afrique, OCDE, 2004/2005.
-5
- OCDE 2006, Algérie dans perspective économique en Afrique, transformation structurelle et ressources naturelles, OCDE, 2006.
-6
- OCDE 2006, Algérie dans perspective économique en Afrique, transformation structurelle et ressources naturelles, OCDE, 2013.
-7
- OCDE 2011 ,Etudes économiques de l'OCDE, Brésil 2011, Edition OCDE
-8
- OCDE 2013, étude économiques de l'OCDE, Russie 2011, édition OCDE
-9
- OCDE 2011, Etudes économiques de l'OCDE, Inde 2011, édition OCDE.
- OCDE2013, étude économique de l'OCDE, Chine 2011, édition OCDE.
- Rapport annuel COSOB 2010.
- Rapport annuel COSOB, 2011.
- Rapport annuel COSOB, 2012.
- Rapport annuel de l'ONS 2012.
- Rapport CNES sur la conjoncture économique et sociale du 1^{er} semestre 2003.
- Rapport du premier recensement économique, ONS, Alger, 2012.
- Rapports évolution économique et monétaire en Algérie, banque d'Algérie, 2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012.

7- مطبوعات باللغات الأجنبية:

- Etat des secteurs Bancaire Russe, Publication des services économiques, Direction des trésors , France,2013
- Russie, évolution des marchés des actions et obligations, publication des services économiques, direction du tesor, France, 2013.
- Les résultats des principales banques chinoises en 2012, publication des services économique de la direction du trésor France 2013.

8- نصوص تشريعية :

- الامر رقم 96 - 09 المؤرخ في 10/01/1996 المتعلق للاعتماد الإجاري، الجريدة الرسمية، العدد3، 1996، المادة 8.
- Article 104 de l'ordonnance N° 03-11 du 26 Aout 2003.
- Article 106 de l'ordonnance N° 03-11 du 26 Aout 2003.
- Article 128 de l'ordonnance N° 03-11 du 26 Aout 2003.
- Article 26 de l'ordonnance N° 03-11 du 26 Aout 2003.

9- مواقع الأنترنت:

- Bource, La disponibilité des financements entrave son émancipation, www.cosob.org.com.dz, Consulté Le 30/04/2013.
- Déclaration d'un responsable de CEVITAL www.cosob.org.com.dz, consulté le, 30/04/2013.
- La taille des PME algérienne ne les prédispose pas à faire appel au marché www.cosob.org.com.dz, consulte le 30. 04. 2013.
- Mohamed sennoune directeur général du fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi. WWW. cosob. Org. Com. Dz. Consultai 30. 04. 2013.
- File:/// F:/Bourse de Sao Paulo-Bourses Mondiales sur Trader Finance htm, consulté le : 30/05/2013.
- File:///F:/Brésil,le FMI Salue la Bonne Santé du Système Financier-le Blog Finance htm. Consulté le 30/05/2013.

الباب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

- File///F:/ الوفد-صندوق النقد الدولي النظام المالي الصين , consulté le 20/08/2013.
- File///F:/ QNB تقلص الإئتمان يهدد النمو الاقتصادي في الصين , consulté le 20/08/2013.
- File///F:/revue-regards-croisés-sur-L-economie 2008, consulté : 25/05/2013.
- File///F : Sébastien Schich, économiste principale OCDE, le système financier.chinoi-com.htm