

جامعة قاصدي مرباح- ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير
بعنوان:

**تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي.
دراسة حالة السوق المالي للإمارات العربية المتحدة (دبي، أبوظبي) و الجزائر
باستخدام نموذج متعدد العوامل**

2013-2001

عبد الغفور دادن

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2016/06/05

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الأستاذ الدكتور: إلياس بن ساسي (جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... رئيسا
الأستاذ الدكتور: إبراهيم بختي (جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... مقرا
الأستاذ الدكتور : محمد براق (المدرسة العليا للتجارة الجزائر)..... ممتحنا
الأستاذ الدكتور: محمد لحسن علاوي (جامعة قاصدي مرباح ورقلة)ممتحنا
الأستاذ الدكتور:برقي التجاني (جامعة فرحات عباس السطيف).....ممتحنا
الأستاذ الدكتور:الهواري سويسي (المركز الجامعي إليزي).....ممتحنا

السنة الجامعية: 2016/2015

الملخص:

نحاول من خلال هذا الأطروحة دراسة واختبار العلاقة الموجودة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي باعتبار السوق المالي أحد الأشكال الحديثة للتمويل. يتميز السوق المالي بوجود مجموعة من المؤشرات ولكن اخترنا منها فقط المتوقع أن يكون لها الأثر على مستوى النمو الاقتصادي للبلد، تتكون متغيرات الدراسة من متغيرات مستقلة تتمثل في : مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات المدرجة. ومتغير واحد تابع يتمثل في الدخل القومي المتاح المعبر عن النمو الاقتصادي، خلال الفترة 2001-2013. اعتمادا على نموذج متعدد العوامل الصفحة وتوصلنا إلى أن السوق المالي يساهم في النمو الاقتصادي من خلال حجم التداول وعدد الصفقات.

كما توصلت الدراسة إلى أن هناك انعكاس إيجابي للسوق المالي على النمو الاقتصادي للأمارات العربية المتحدة ومن خلال الدراسة التي قمنا بها على مستوى السوق المالي للجزائر استنتجنا بأن مساهمة السوق المالي في تحقيق النمو الاقتصادي تحتاج إلى تفعيل .

الكلمات المفتاح: سوق مالي، تمويل، نمو اقتصادي، الإستثمار، التدفقات.

Résumé:

Nous essayons à travers cette étude et les essais de la relation existant entre le marché financier et la croissance économique du marché financier a des formes modernes de financement thèse marché financier se caractérise par l'existence d'un ensemble d'indicateurs, mais seulement attendu d'eux, nous avons choisi d'avoir un impact sur la croissance économique de niveau national, composé de variables indépendantes des variables de l'étude sont: l'indice du marché, la capitalisation boursière, le volume des transactions, le nombre de transactions, le nombre de sociétés cotées. La seule variable est la disponibilité traversée continue de la croissance économique du revenu national, au cours de la période 2001-2013. sur un modèle multi-facteur, nous avons déterminé que le marché financier contribue à la croissance économique par le volume des transactions et le nombre de transactions.

L'étude a également constaté qu'il ya une réflexion positive du marché financier sur la croissance économique des Emirats Arabes Unis et à travers notre étude sur le niveau du marché financier en Algérie, nous avons conclu que la contribution du marché financier à la croissance on besoin d'activer.

Mots clés: marchés financiers, le financement, la croissance économique, l'investissement, flux.

المقدمة

- طرح إشكالية البحث:

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية موضوعا يحض باهتمام كبير من قبل الباحثين على مستوى المنطقة العربية، كما أن التمويل له أهمية كبيرة في دعم الاستثمار في المؤسسات مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي، في العقد الأخير من القرن العشرين اتجهت بعض الدول النامية بشكل متسارع إلى إنشاء مؤسسات المساهمة وشركات الاستثمار، وبدأت في تجسيد الأسواق للتداول بهدف دعم العلاقة بين القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي.

ظهرت الأسواق المالية في إطار العولمة المالية، وبذلك يمكن للأزمات أن تنتقل بسهولة من بلد إلى آخر وكمثال عن ذلك الأزمة المالية لسنة 2007، و لتفادي هذه التقلبات المالية والاقتصادية يتعين على المستثمر الاستعانة بنماذج للتنبؤ بالوضعيات المستقبلية للسوق المالي.

النظام المالي ورأس المال الوطني والعالمي من شأنهما تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية وبالتالي زيادة معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ومنه تحقيق معدل النمو الاقتصادي بالمستوى المرغوب فيه. كما أن ضعف الاستثمار المحلي يمكن أن يكون له أثر سلبي على التدفقات المالية كما هو الحال بالنسبة لبعض الدول النامية، يتوقف تحقيق النمو الاقتصادي على تظافر عدة عوامل، و التمويل يعتبر إحدى تلك العوامل، الأمر يسمح بتوفير فرص عمل جيدة ومستوى دخل أفضل.

تعتبر الأسواق المالية إحدى الجوانب الأساسية والمستحدثة في النشاط المالي، إذ تمكن الأعوان الاقتصاديين (مؤسسات، حكومة، أفراد.. الخ) من ممارسة نشاطهم الاقتصادي؛ وتحقيق التدفقات المالية، التي تنتقل من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز بهدف تلبية احتياجات التمويل. شهد التمويل مراحل عبر التاريخ، حيث في نهاية الستينيات وبداية السبعينيات كان الواقع يتميز بوجود اقتصاديات الاستدانة أين كانت المفاضلة بين القروض قصيرة الأجل، قروض متوسطة وطويلة الأجل، وبعد ذلك انتقل الإشكال إلى المفاضلة بين التمويل عن طريق اقتصاديات الاستدانة أو عن طريق الأسواق المالية.

تتعلق ظاهرة الاستثمار في الأوراق المالية بعنصرين أساسيين: العائد المنتظر والمخاطرة، إذ يسعى المستثمر إلى تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطرة، أو تحقيق مستوى معين من العائد عند أقل مستوى من المخاطرة.

يتمثل هدف المستثمر من خلال توظيف أمواله الآنية دائما هو الحصول على تدفقات أكبر مستقبلا، فما عليه إلا أن يقوم بعملية شراء الأوراق المالية عند انخفاض أسعارها والقيام بعملية البيع عند ارتفاع أسعارها، وفي هذا الأثناء عرفت النظرية المالية تطورا هاما مع زيادة التحديات التي تواجه المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، كزيادة حدة المنافسة، ارتفاع معدلات التضخم، التقدم التكنولوجي، التكلفة العالية للمعلومات، زيادة التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي... الخ.

نسعى من خلال هذا الموضوع إلى اختبار العلاقة الموجودة بين الاستثمار في الأوراق المالية و النمو الاقتصادي.

إن الاستثمار في الأوراق المالية يتم بطريقة منظمة، إذ يقوم السوق المالي باحتواء العملية، نظرا لما يوفره من قواعد وشروط الدخول وتوفير كل ما تتطلبه عملية نجاح الاستثمار.

تتوقف عملية الاستثمار في الواقع على جانبين أساسيين: رأس المال والزمن، بحيث يضحى المستثمر بأموال آنية أملا في الحصول على تدفقات أو عوائد أكبر في المستقبل، ومادامت عملية الاستثمار مرتبطة برأس المال نجد بأن المستثمر بشكل عام وخاصة في مجال الأوراق المالية يعرضون رؤوس أموالهم للمخاطرة خاصة وأن الأسواق المالية تتميز بعدم الاستقرار في الأسعار ارتفاعا أو نزولا.

انطلاقا من هذه المعطيات تتضح معالم الإشكالية على النحو التالي :

كيف تساهم تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي لدولة الإمارات العربية المتحدة؟ وهل لهذه التدفقات علاقة بمستوى النمو الاقتصادي في الجزائر؟

2- الأسئلة الفرعية:

-هل تساهم تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية بشكل فعال في دعم النمو الاقتصادي لدولة الامارات العربية المتحدة؟

- من خلال ماذا تساهم تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي؟

- ماهي قيمة مساهمة السوق المالي الجزائري في دعم النمو الاقتصادي؟

-هل توجد مؤشرات أخرى مكتملة للنتائج المحلي الداخلي في إطار قياس النمو الاقتصادي؟

3- فرضيات البحث:

- تساهم تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية بشكل فعال في دعم النمو الاقتصادي على مستوى دولة الإمارات العربية المتحدة.
- تساهم تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي من خلال حجم التداول وعدد الصفقات.
- قيمة مساهمة السوق المالي الجزائري في النمو الاقتصادي لا تزال ضعيفة .
- في إطار قياس النمو الاقتصادي إضافة إلى الناتج الداخلي الخام توجد بعض المؤشرات مساعدة على ذلك منها مستوى الدخل.

4- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى :

- توضيح مدى مساهمة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تحقيق النمو الاقتصادي.
- إبراز الآليات والأساليب المساعدة على دعم القطاع المالي للقطاع الحقيقي.
- التحكم في التعامل بالأوراق المالية من جهة ومن جهة أخرى إرساء القواعد التي يعتمد عليها المستثمر.
- توضيح العلاقة بين النشاط المالي والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

5- أهمية الموضوع:

- يمكن إدراك أهمية هذا البحث من خلال الجوانب التالية:
- يستخدم الأدوات الكمية حتى يعطي للظاهرة المدروسة بعدا قياسيا .
- تحليل الاستثمار في الأسواق المالية وعلاقته بالنمو الاقتصادي.
- إدراك مدى استجابة النمو الاقتصادي للتدفقات المتولدة عن الاستثمار في الأوراق المالية.

6- حدود الدراسة:

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية، وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، مع التطرق إلى السوق المالي مشيرين بذلك للبورصة فقط، ذلك أن السوق المالي بوجه عام يشمل السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال، تجرى الدراسة سوق الإمارات العربية المتحدة للأوراق المالية والسوق المالي الجزائري وفقا لمعطيات سنوية، أما عن اختيار فترة الدراسة(2001-2013) فقد تم وفقا للمعطيات المتاحة.

7- مبررات اختيار الموضوع:

نظرا للأهمية المتزايدة للأسواق المالية، باعتبارها الأداة الفاعلة في تمويل العديد من المشاريع الاقتصادية، مما يسمح للأفراد بتعدد الفرص الاستثمارية التي تساهم في تحقيق مستويات أفضل للنمو الاقتصادي. وعليه ما دفعنا إلى اختيار هذا الموضوع :

-الإطلاع بشكل دقيق على سيناريوهات السوق المالي.

- التعرض إلى دور الأسواق المالية وعلاقتها بالإقتصاد الحقيقي.

-إبراز أهمية التمويل المباشر في دعم النمو بدلا عن الاعتماد على التمويل غير المباشر بالنسبة للاقتصاد الجزائري.

8-منهج الدراسة:

انطلاقا من الإشكال المطروح والأسئلة الفرعية، وبهدف الخروج بنتائج فإننا نستخدم المنهج العلمي المناسب للدراسات الاجتماعية والاقتصادية، وفي هذه الحالة يمكن استخدام المنهج الوصفي التحليلي لوصف أهم الآليات التي تتم في السوق المالي سواء كانت على مستوى السوق بحد ذاته أو على مستوى المستثمر المالي، ووصف طبيعة العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي واستعراض مختلف الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.

يمكننا أيضا استخدام أسلوب دراسة حالة لنمذجة العلاقة بين تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي اعتمادا على أدوات التحليل الاحصائي .

9-: الدراسات السابقة.

يشمل بعض الأبحاث والدراسات ذات الصلة بالموضوع وسنقوم بترتيبها حسب الحدائة

أولا: دراسة أديب قاسم شندي، سوق رؤوس الأموال وأثرها في التنمية الاقتصادية، مقال منشور بمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، جامعة العراق ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية 2013 . تطرق الباحث إلى الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية حالة سوق العراق، بالرغم من الأهمية التي تشكلها الأسواق المالية في المجال الاقتصادي المتمثل في دعم التنمية والنمو الاقتصادي عن طريق تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي، والتخصيص الأمثل للموارد إلا أن الباحث لم يتضح له أثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي في العراق، بحيث هناك ضعفا في العلاقة بين سوق رؤوس الأموال والتنمية والنمو الاقتصادي بالنسبة للعراق.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

-انعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر،اعتمد الباحث في تحليله على العلاقة الموجودة بين الناتج المحلي الإجمالي ومتغيرات السوق(المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات، عدد الأسهم) على نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

-عدد الأسهم بمفرده يساهم بما نسبته 89.83% من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع. أما المتغير الذي نسبته 10.17% فهو يعود إلى عوامل أخرى منها المتغيرات المذكورة.

ولكن بالرغم من الجهود الذي قام به الباحث إلا أنه ركز في تفسيره على معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح مع اهمال بعض الاختبارات الاحصائية التي يمكن أن تعطي حكماً آخر على معالم النموذج.

ثانيا : دراسة

BENCHABANE Meriem

E'TUDE COMPARATIVE DES MARCHES

FINANCIERS MAGHREBINS

MAROC.ALGERIE.TUNISIE

2012

الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير، في العلوم الاقتصادية ، نقود، مالية وبنوك، جامعة مولود معمري تيزي وزو.

قامت الباحثة بدراسة مقارنة بين الأسواق المالية لدول المغرب العربي ممثلة في (المغرب، الجزائر، تونس) والتي تتمحور حول إعادة الهيكلة وتطوير القطاع المالي و تهدف من خلالها إلى تحديد فوراق

التطور المتواجد بين البورصات الثلاث خلال العشرية الأخيرة انطلاقاً من هندستها وبعض المؤشرات البورصية .

هذه الإصلاحات تم التطرق إليها انطلاقاً من مفهوم عالمي، يتميز بإدماج الأسواق المالية في ما بينها. وتعتبر الإصلاحات كخطوة من أجل انشاء أسواق مالية كبديل عن التمويل البنكي، تماشياً مع متطلبات العصرنة والمعايير الدولية.

توصلت الباحثة إلى أنه سجل تقدم ملحوظ لبورصة المغرب، تليها بورصة تونس وأما عن بورصة الجزائر في تراجع.

صحيح أن الباحثة قامت بمجهود ولكن كان من المفروض توضح أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على الأسواق المالية لأن هذه الأخيرة تؤثر وتتأثر بالنمو الاقتصادي.

ثالثاً: دراسة صلاح الدين شريط، بعنوان دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر(03)، 2011-2012.

تطرق الباحث من خلال هذا العمل إلى إبراز الدور الذي تمثله صناديق الاستثمار في الأوراق المالية، تناول الجوانب النظرية والفنية للادخار والاستثمار، كما تعرض إلى الجوانب النظرية والفنية في سوق الأوراق المالية وتوصل الباحث إلى جملة من النتائج نذكر البعض منها:

- يمكن لصناديق الاستثمار أن تقوم بدور رئيسي في دعم برنامج الخصخصة وأثبتت الدراسة بأن صناديق الاستثمار تخدم بدرجة أولى المدخر الصغير الذي يسعى تعظيم أرباحه بأقل المخاطر.

- تعتبر تجربة مصر الناجحة في تنفيذ برنامج الخصخصة وتطوير سوق المال عن طريق صناديق الاستثمار.

- ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة 2.2 بالمائة عام 2002 إلى 5.2 بالمائة عام 2007).

-انخفاض عجز الموازنة العامة للدولة من 4.8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي عام 2003/2002 إلى أقل من 1.2 بالمائة عام 2007/2006.

-انخفاض معدل التضخم من 8.7 بالمائة عام 2003/2002 إلى 5.7 بالمائة عام 2007/2006.

-زيادة حجم الاحتياطات من 20.18 مليار دولار عام 2002 إلى 25.22 مليار دولار عام 2007.

توصل الباحث إلى جملة من النتائج مهمة ، متمثلة في انعكاس صناديق الاستثمار في الأوراق المالية على المتغيرات الاقتصادية الكلية ولكن لو وضح مستوى هذا الانعكاس على الدخل لأن كل هذه الآليات المالية والاقتصادية في الأخير يجب أن يكون لها الأثر الإيجابي على الدخل الفردي وتحسين المستوى المعيشي.

رابعا: دراسة

julio RAMOS-TALLADA

Liens entre les flux de capitaux et le développement financier

دراسة عبارة عن مقال منشور في مجلة البنوك الفرنسية، العدد 184، السداسي الثاني 2011 . تناول الموضوع العلاقة بين تدفقات رؤوس الأموال والنمو المالي إذ يشهد تطورا مستمرا ومتسارعا خلال السنوات الأخيرة ، يمكن تفسيرها بدرجة النمو المالي والمرتبط بالدول المتطورة والتي يمكن قياسها عن طريق قدرة المؤسسات على تخفيض عدم التماثل في المعلومات وتكلفة الصفقات، يمكن التطور المالي أن يساهم في تفسير محتويات المحفظة الاستثمارية بأصول خارجية لعدة دول بالإضافة إلى صعوبة قياس التطور المالي، نظريا يمكن قياسها ولكن صعوبتها تكمن في الجانب التطبيقي.

الدراسة ركزت على قياس درجة النمو المالي انطلاقا من قدرة المؤسسات على تخفيض تكلفة عدم التماثل في المعلومات وتكلفة الصفقات ولكن هناك مؤشرات أخرى لقياس النمو المالي منها ما هو

جزئي يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي وتخفيض تكلفة الاستدانة ، الرفع من معدل المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.... الخ ومنها ما هو كلي كمنح الاستثمار ، السياسة الجبائية ، السياسة المالية... الخ كل هذا يمكن يدخل في قياس درجة النمو المالي

كما كان على الباحث أن يقوم بالربط بين النظام المالي والاقتصادي الحقيقي حتى تتضح له الصورة أكثر حول النمو المالي. لأن الهدف الأخير من النمو المالي هو تمويل الاقتصاد الحقيقي.

خامسا : دراسة

DEMBELE Esaie

**MARCHE FINANCIER ET CROISSANCE ECONOMIQUE EN COTE
D'IVOIRUNE ANALYSE DE LA CAUSALITE AU SANS DE GRANGER**

JUILLET2010

الدراسة عبارة عن مذكرة مهنية بجامعة COCODY بكوت ديفوار

تناول الباحث موضوع التمويل الأمثل، أشار بأنه جانب طرح في العديد من الأبحاث الاقتصادية.

وفي إطار الدراسات التي اهتمت بموضوع التقييم النظري للعلاقة الموجودة بين تطور الأسواق المالية ونمو النشاط الاقتصادي وبهدف تحقيق هذه الأهداف قام الباحث بدراسة داخلية لمدى وجود تأثير مؤشرات نمو الأسواق المالية

والنشاط الاقتصادي باستخدام التحليل الكمي من خلال تقدير نماذج VAR وباستخدام سببية لاغرانج توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1-معدل النمو الداخلي للمتغيرات المالية المتمثلة في الحجم والعمق وكذلك الناتج الداخلي الخام الحقيقي هو مفضل في هذا المستوى الحالي.

2-معدل النمو الداخلي يأخذ كمقياس للنمو الاقتصادي ومعدل نمو الادخار الخام المفضل في نمو الأسواق المالية.

3- معدل نمو الأسواق المالية متأخر بستتين هو غير مفضل بالنسبة لمعدل نمو الادخار الخام .

4- معدل التضخم المرغوب فيه، معدل نمو الحجم وكذلك عمق السوق المالي.

5 -اختبار السببية يشير إلى مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، وجود علاقة سببية غير مباشرة للأسواق المالية مع النمو الاقتصادي. إضافة إلى أن عند مستوى الثقة 90% وجد أن هناك علاقة.

توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج منها وجود العلاقة السببية غير المباشرة مع النمو الاقتصادي ولكن قد تكون هذه السببية نسبية إذ تختلف العلاقة باختلاف وتعدد مجموعة الظروف الاقتصادية والاجتماعية والمالية التي لا تتميز بالثبات. وكذلك من الصعب اعتماد محددات معيارية لقياس حجم النمو الاقتصادي.

سادسا:دراسة

HAKIMI Abdelaziz – KHAZRI Bilel- DJELASSI Mouldi

Quelle relation entre banques, marchés financiers et croissance économique dans la région MENA ?

دار النقاش حول العلاقة بين مجال النشاط المالي والاقتصاد الحقيقي هذه العلاقة تميزت بالغموض. ولكن بعض الدراسات أكدت العلاقة الإيجابية بين المجالين، بينما بعض الدراسات بينت العكس ، بناء على قاعدة المعطيات المرتبطة بـ 11 دولة MENA (دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا)

والملاحظة خلال الفترة 1995-2010 باستخدام طريقة: GMM Dynamique Panel

وقد أوضحت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين التطور البنكي والتطور المالي والنمو الاقتصادي، هذه العلاقة هي أكثر انتظار لدور التطور البنكي وهو يعكس الجهود التطوري وتحديث الأنظمة المالية في هذه الدول.

توصل الباحثون إلى جملة من النتائج منها :

- أن الاحصائيات الوصفية تشير إلى أن النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي حسب السكان بلغ 4.45 بالمائة والحد الأقصى 17.5 بالمائة وكحد أدنى - 6.6 بالمائة وهذا يعود إلى قوة السوق المالي، كما بلغ متوسط الرسملة البورصة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي حسب السكان 56.46 بالمائة.

- قيمة متوسط القروض المصرفية الممولة للقطاع الخاص بلغت 70.25 هذه الأخيرة تدل على أهمية القروض الممولة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، تم إنشاء هذه القيمة عن طريق الوساطة المالية بالمقارنة مع التمويل المباشر 56.43

الدراسة من جهة أبرزت قوة السوق المالي في ما يخص مساهمته في النمو الاقتصادي ولكن توصلت إلى أن هذه المساهمة أقل بالمقارنة مع المساهمة البنكية (الوساطة المالية) .

سابعا : دراسة عبد الكريم يحياوي وعاطف رحمان.

Développement financier et Croissance économique

Rôle de la qualité des institutions. 2009

الدراسة عبارة عن مقال قدم في المنتدى الدولي، التمويل والتطور بتونس.

يهدف هذا المقال إلى توضيح الأهمية التي تكتسيها المؤسسات الاستشفائية في العلاقات المالية المتطورة وفي هذا المسعى قام الباحث بتقديم الأدبيات النظرية المتعلقة بالموضوع ثم في الجانب التطبيقي قام الباحثان بإجراء العديد من الاختبارات الاحصائية على نموذج النمو السريع والمتطور من خلال رأس المال البشري وعلاقته بالتطور المالي، المنشآت وكذلك الاقتصاد المتطور.

الاحتمالات المختلفة تمت معالجتها بطريقة Panel data (برنامج احصائي). خلال الفترة 1990-2006 لـ 22 دولة متطورة . انطلاقا مما سبق توصل الباحثان إلى أن:

نوعية المؤسسات عبارة عن عامل مهم لا يتم إهماله في الدراسات التي تبحث في العلاقة الموجودة بين النشاط المالي والنشاط الحقيقي.

توصل الباحثان إلى نتيجة مهمة جدا وهو نوعية المؤسسات انطلاقا من العنصر البشري ولكن العنصر البشري غير كافي لوحده بل تتظافر معه الإمكانيات المالية والمادية حتى تتحقق نوعية المؤسسات.

ثامنا :دراسة إبراهيم موسى.

مقال بعنوان أثر قياس وتحليل أثر التدفقات المالية الدولية في التنمية الاقتصادية، في بلدان نامية مختارة خلال 1990، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية جامعة بغداد، العدد التاسع عشر 2009.

جاء هذا البحث معتمدا على المعطيات القياسية والاحصائية وتحليل أثر تلك التدفقات المالية في بعض المتغيرات الاقتصادية التي تعبر عن النمو الاقتصادي .

اختار الباحث قطرا عربيا (مصر) نظرا لاعتمادها الكبير على التدفقات المالية في عملية التنمية الاقتصادية، هذه التدفقات متعددة ولكن الباحث ركز على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ذلك أنها تشكل الجزء الأكبر من تلك التدفقات ولتأثيرها المباشر والكبير في اقتصاديات تلك البلدان إضافة إلى الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة والقروض الخارجية.

من بين ما توصل إليه الباحث :

- من خلال متابعة نتائج النموذج القياسي بصيغته اللوغاريتمية المزدوجة والصيغة الخطية وهي أن العلاقة بين الاستثمار الأجنبي وبين أغلب متغيرات الاقتصاد المصري الحقيقية هي علاقة موجبة يعني ذلك أن أي زيادة في حجم هذا الاستثمار سوف تنعكس طرديا على كافة المتغيرات الاقتصادية الحقيقية وهو ما أعطى للاستثمار الأجنبي أهمية كبيرة في عملية التنمية الاقتصادية من خلال انشاء فرص عمل كبيرة لهذه الاستثمارات ولهذا تولد الأثر الإيجابي بين التدفقات والنمو الاقتصادي وهو ما أثبتته نتائج النموذج الاقتصادي.

تاسعا : دراسة زيدان محمد، نورين بومدين.

دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر ، المعوقات والآفاق ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006.

يهدف البحث إلى إبراز دور السوق المالي في تمويل الاقتصاديات الوطنية والآليات التي تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين .
كما تطرق الباحثان إلى جملة من المحاور:

المحور الأول : أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات الوطنية.

المحور الثاني: واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المحور الثالث: معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المحور الرابع : آفاق سوق الأوراق المالية في الجزائر

من بين ما توصل إليه الباحثان ما يلي:

- عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها ، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي التي بلغت في سنة 2004 ما مقداره 0.22 % .

- الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

عاشرا: دراسة

William Rolland SODJAHIN

**IMPACTS DU DEVELOPPEMENT DES MARCHES
BOURSIERS SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE
AU
CANADA**

2003

UNIVERSITÉ DE MONTREAL

عبارة عن تقرير للتحكم في العلوم الاقتصادية ، قام الباحث بالتقييم النظري للعلاقة الموجودة بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي بكندا، اعتمادا على أربع نماذج من أصل 12 نموذج مقترح، ويقترح التأثير الإيجابي على المدى الطويل لتطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، يتم قياسه من خلال التغير في الناتج الداخلي الخام وكذلك من خلال التغير في إنتاجية العمل ومستوى تطور الأسواق المالية ومعدل الدوران بالحجم، بالنظر والمساوي إلى حجم الصفقات على الرسملة البورصية بالحجم وعمق السوق وهذه المعطيات تعكس التأثير الإيجابي الدال على تطور السوق المالي والتي تنعكس في شكل حجم السوق المالية على التطور الاقتصادي والمقاس عن طريق التغير في الناتج الداخلي الخام، عن طريق اختبارات السببية Granger التي توضح العلاقة الإيجابية ذو الدلالة غير المباشرة والعلاقة السببية المباشرة باتجاه تطور الأسواق المالية (في صورة عمق السوق). والتطور الاقتصادي المقاس بانتاجية العمل وهذه العلاقة هي أكثر دلالة من العلاقة العكسية (تأثير النمو الاقتصادي على تطور السوق المالي). ولكن هذه النتائج تأخذ بجذر نظرا لصغر حجم العينة.

10: المساهمة البحثية

يعتبر السوق المالي أسلوب جديد للتمويل، كوسيلة لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز في التمويل وبالتالي تشجيع الاستثمار والرفع من معدات الانتاج و زيادة معدل الناتج المحلي الاجمالي ومنه النمو الاقتصادي. ولهذا تحاول الدراسة اختبار العلاقة الموجودة بين السوق المالي و النمو الاقتصادي اعتمادا على نموذج متعدد العوامل، وتتشابه هذه الدراسة مع الدراسات السابقة من حيث التركيز على دور السوق المالي في دعم النمو الاقتصادي ، في حين النمو الاقتصادي يعرف على أنه الزيادة المستمرة في الناتج المحلي الداخلي في فترة زمنية معينة يرافقها زيادة في الدخل الحقيقي. إذ أن النمو الاقتصادي لا يعبر عنه فقط بالزيادة في الناتج المحلي الداخلي فحسب، قد توجد بعض المؤشرات الأخرى تعبر عن النمو ، ركزت جل الدراسات السابقة على الناتج الداخلي الخام كمؤشر للنمو الاقتصادي وأغفلت عن الدخل كمؤشر للنمو ، وما ستقوم به هذه الدراسة هو إبراز دور تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي ومؤشر النمو في هذه الحالة هو الدخل القومي المتاح وهذا من خلال ارساء نموذج متعدد العوامل لدولة الإمارات العربية المتحدة (دبي ، أبو ظبي) ، كما ستتطرق الدراسة إلى إبراز دور السوق المالي في دعم النمو الاقتصادي في الجزائر انطلاقا من الرسملة البورصية.

11- الأدوات المستعملة في الموضوع:

سنعتمد في هذه الدراسة على التقارير السنوية للبورصة انطلاقا من سنة 2001 إلى غاية 2013، اعتمادا على نموذج متعدد العوامل وطريقة المربعات الصغرى باستعمال البرنامج الإحصائي EViews

12-هيكل البحث:

نتطرق إلى الموضوع من خلال أربعة فصول، ثلاثة فصول نظرية والرابع تطبيقي على النحو التالي

الفصل الأول : الإطار العام للاستثمار

يشير هذا الفصل بوجه عام إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي والاستثمار المحلي وعلى وجه الخصوص إلى تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية، ميرزا أهم القواعد والاستراتيجيات المتعلقة بترشيد القرار.

الفصل الثاني: اقتصاديات الأسواق المالية والاستقرار المالي.

يتناول هذا الفصل جانب التمويل عن طريق الأسواق المالية وما يتطلب ذلك من الاستقرار المالي.

الفصل الثالث : دعم النمو الاقتصادي عن طريق الأسواق المالية.

يقوم هذا الفصل بإبراز دور السوق المالي في دعم وتيرة النمو الاقتصادي.

الفصل الرابع : الدراسة التطبيقية (نمذجة العلاقة بين تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي).

الفصل الأول

الإطار العام للاستثمار

في الجزائر

مقدمة :

يعتبر الاستثمار مدخلا هاما لتحقيق البرامج المسطرة للنمو الاقتصادي، مما ينعكس إيجابيا على الواقع الاقتصادي والاجتماعي والاستثمار يمكن تقسيمه إلى استثمار محلي واستثمار أجنبي (مباشر وغير مباشر) .

لتحقيق الأهداف المرجوة من العملية الاستثمارية لا بد من توفير عوامل الجذب التي تشجع على الاستثمار من استقرار سياسي واجتماعي وتوفير الأموال الضرورية لانطلاق المشاريع مع نشر الوعي لدى المجتمع بترشيد طرق توزيع الدخل على قطاع الاستهلاك وقطاع الاستثمار .

سارعت بعض الدول النامية إلى الشروع في العديد من الإصلاحات الاقتصادية بهدف تحقيق البرامج التنموية وتشجيع القطاع الخاص وتقليص دور القطاع العام باعتبار انه لم يعد قادرا لوحده على تحقيق متطلبات التنمية والنمو الاقتصادي، فالجزائر كمثال عن ذلك شرعت منذ بداية التسعينيات في العديد من الإصلاحات الاقتصادية من أبرزها الخوصصة وفتح المجال أمام الخواص لتشجيع القاعدة الاستثمارية وتوفير الجهود التي تسمح للأجانب بالاستثمار في أراضيها .

لجأت الجزائر إلى برنامج التعديل الهيكلي من أجل دعم النمو الاقتصادي وتحقيق جملة من التوازنات على المستوى الداخلي والمستوى الخارجي، التي توافقت الطلب الإجمالي مع الموارد المتاحة ولكن حسب خبراء صندوق النقد الدولي ، نجاح برنامج التعديل الهيكلي يتوقف مرونته وقدرته على التوافق مع الموارد المتاحة ووسائل التمويل الداخلية والخارجية

إن إعادة الهيكلة كان الهدف منها تقليص حجم المؤسسات قصد إعطائها نوعا من التخصص في أنشطتها والتحكم في أنماط التسيير ، إذ تصبح المؤسسات العمومية ذات حجم أقل وأسهل إدارة وأكثر تخصصا .

وفي إطار برنامج الخوصصة لجأت الجزائر إلى فكرة إنشاء السوق المالي، حتى يسمح للمؤسسات بالحصول على التمويل المباشر بعيد عن القيود البنكية وبالتالي تتاح للمؤسسات خيارات عديدة للاستثمار ومنه تساهم في دعم النمو الاقتصادي وتحسين الدخل.

ازداد التفاوت بين الدول السائرة في طريق النمو والدول المتقدمة منذ الثمانينيات، وهذا مرده إلى زيادة مظاهر التخلف والصراعات الطبقيّة. الأمر الذي أثر سلباً على الاحتلالات الهيكلية الاقتصادية منها : المديونية، البطالة، وضعية ميزان المدفوعات. مما أدى بتلك الدول (السائرة في طريق النمو) إلى التفكير في عدة إصلاحات هيكلية واقتصادية منها : تحرير التجارة الخارجية، الخوصصة، تشجيع الاستثمار الأجنبي مع توفير المناخ الملائم بذلك والاندماج في الاقتصاد العالمي عن طريق الشراكة.

يعتبر الاستثمار من القواعد الأساسية لانطلاق الإصلاحات الاقتصادية التي تطرقت إليها الدول السائرة في طريق النمو، كما يمكن تقسيم الاستثمار إلى استثمار الأجنبي واستثمار المحلي .

في هذا الصدد يمكننا أن نتطرق إلى بعض التعاريف التي تطلق على الاستثمار:

أولاً : هو توظيف للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائداً في المستقبل. معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر.¹

ثانياً : هو "إرجاء الاستهلاك لفترة مستقبلية".²

ويمكن تعريفه أيضاً بأنه التضحية بأموال آنية أملاً في الحصول على تدفقات مستقبلية.

يشمل الاستثمار نوعين من الأصول تتمثل في: أصول حقيقية و أصول مالية، التي تعبر عن الحقوق لحاملها اتجاه مصدر هذه الأوراق المالية (مثل الجهات الحكومية أو مشروعات الأعمال)، ونستنتج من خلال ذلك بأن الورقة المالية هي دليل الملكية للمستثمر بحيث تحدد الحقوق القانونية للملكية في إجمالي أصول الجهة المصدرة لها.

محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2007 ،¹ ص15. (بتصرف).

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص18.

المبحث الأول: الاستثمار الأجنبي.

في الواقع وردت عدة تعاريف للاستثمار الأجنبي، سنقتصر على البعض منها.

المطلب الأول: تعريف المنظمات الدولية للاستثمار الأجنبي.

-**التعريف الأول³**: أنه تحرير حركات رؤوس الأموال الدولية، في عدة مجالات، بحيث تكون هذه الاستثمارات مخصصة لإقامة روابط اقتصادية دائمة مع مؤسسة ما. وخاصة الاستثمارات التي يمكن أن تعطي فرصة التطبيق الفعلي على جانب تسيير المؤسسة عن طريق:

- تأسيس أو توسيع المؤسسة، مؤسسة تابعة أو فرع.

- المساهمة في إنشاء مشروع جديد أو تأسيس شركة.

هذا التعريف يتحدث فقط عن الاستثمار المحقق من طرف الأشخاص غير المقيمين، كما يتضمن القروض المالية طويلة الأجل (أكثر من خمس سنوات) المقدمة من طرف المؤسسة الأصلية لإحدى فروعها في الخارج.

التعريف الثاني⁴: الاستثمار الأجنبي هو الشخص الطبيعي أو المؤسسة (العمومية أو الخاصة) التي تقوم بممارسة عمليات استثمارية في بلد غير بلد إقامتها (إقامة المستثمر).

التعريف الثالث⁵: الاستثمار الأجنبي هي تلك الاستثمارات المخصصة من أجل اكتساب أقصى قدر ممكن من الفائدة الدائمة داخل مؤسسة ما تزاوّل نشاطها خارج تراب دولة المستثمر.

³ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية. OCDE

⁴ نفس المرجع أعلاه.

⁵ صندوق النقد الدولي FMI

وهناك من يعرف الاستثمار الأجنبي على أنه شركات متعددة الجنسيات. وهذه الشركات حسب مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية على أنها كيان اقتصادي عابر للقارات، تقوم بعدة أنشطة منها الإنتاج والتجارة، ولها فروع في دول مختلفة.

وما يمكن استنتاجه من خلال التعريفات السابقة ، أن الاستثمار الأجنبي يتضمن فتح المجال للتعاملات الاقتصادية على الصعيد الدولي ونقل الخبرات الاقتصادية والتجارية الدولية بهدف الحصول على عوائد مستمرة وتحسين الوضعية الاقتصادية والهيكلية للبلد مع إمكانية دعم النمو الاقتصادي.

المطلب الثاني : أنواع الاستثمار الاجنبي

تتصف السياسة الاستثمارية بالعديد من الأشكال والتباينات، فحسب النوعية والأهمية والخصائص تختلف الخيارات في كل من الدول المضيفة والشركات متعددة الجنسيات، هذه الخيارات يمكن تجسيدها في شكل اتفاقية اقتصادية دولية، بحيث تبين الاتفاقية الرغبة بين الطرفين في نوعية الاستثمار والاختلاف في الخيار يعود إلى عدة عوامل منها :

-الاختلاف الموجود في درجة التقدم الاجتماعي والأهداف التي تسعى إليها هذه الدول.

-درجة المنافسة في الأسواق وطبيعة النشاط والخصائص الصناعية.

-التكاليف المتوقعة ومتطلبات الاستثمار المالي.

ولهذا يمكن تقسيم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين :

الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر.

1- الاستثمار الأجنبي المباشر:

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه "حصة ثابتة للمقيم في اقتصاد ما في مشروع مقام في اقتصاد آخر" ⁶ ويتضمن حسب هذا التعريف تحركات رأس المال في شكل حصص ملكية أو لآلات وتكنولوجيا معرفة ومهارات.

أما Bernard Hurgenier فيرى أن الاستثمار الأجنبي المباشر هي تلك الاستثمارات المنجزة من طرف مؤسسة مقيمة أو غير مقيمة تحت رقابة أجنبية ويكون هدفها إقامة روابط اقتصادية مستمرة مع المؤسسة.

وحسب العديد من الدراسات التي تناولت العوامل المتحركة في الاستثمار الأجنبي المباشر تركز في الغالب على حجم السوق واحتمالات النمو، حيث إنه كلما كان حجم السوق كبيرا كلما أدى ذلك إلى المزيد من التدفقات في الاستثمار الأجنبي. يضاف إلى هذا العامل البنية الأساسية والإطار التشريعي والتنظيمي للاستثمار من خلال أنه كلما كان الإطار التنظيمي مهيكلًا يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأعمال للمستثمر مما ينجر عنه رفع معدل العائد عن الاستثمار الخاص الشيء الذي ينتج عنه زيادة التدفقات في الاستثمار الأجنبي المباشر.

وتبرز أهمية الاستثمار ودوره في دعم النمو الاقتصادي في الدول النامية في النقاط الآتية ⁷:

- امداد الدول النامية بأصول مختلفة ونادرة (رأس المال، التكنولوجيا، المهارات الإدارية....) والتي تعتبر طريقًا لتسويق المنتجات دوليًا.

- المساهمة في إحداث فرص العمل ورفع الإنتاجية من خلال تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وجذب المدخرات المحلية وبالتالي زيادة المدخرات.

- تحسين مستوى الدخل الوطني.

⁶ نوزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشاني "مقدمة في المالية العامة" دار المناهج للنشر والتوزيع ص162

⁷ نفس المرجع أعلاه ، ص 20.

- تمويل المشروعات في زيادة الصادرات في الدول المضيفة وتقليل العجز في ميدان المدفوعات من خلال التحويلات الرأسمالية.

2- تجربة الجزائر في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر.

إن قدرة الدولة على استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية تتوقف على توفر عوامل محددة في الدول المضيفة، وهذه العوامل تختلف من دولة إلى أخرى، نظرا لتنوع الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

بالرغم من اهتمام الدول بتفعيل وتشجيع الاستثمار الأجنبي إلا أن نتائج هذا الاهتمام تختلف من دولة لأخرى باختلاف سياستها في الاستقطاب، وسعيا نحو ذلك شرعت مجموعة من الدول في ادخال جملة من الإصلاحات الاقتصادية، فالجزائر واحدة من تلك الدول، دعمت سياستها الإصلاحية بمجموعة من الإجراءات التشريعية والتنظيمية . مثلا عن ذلك قانون النقد والقرض 90-10 المؤرخ في 1990/04/14، تهدف الجزائر من خلال هذا القانون إلى تفعيل السياسة النقدية وهو ليس قانون استثمار ولكن يضم مجموعة من المبادئ والنصوص التي تسمح للأجانب بمزاولة نشاطهم الاستثماري بالجزائر وهي⁸:

- حرية الاستثمار بالسماح للمقيمين وغير المقيمين بتجسيد مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر.
- التخلي نهائيا عن شرط الشراكة بنسب محددة وإقرار امكانية تحويل الأرباح وإعادة تحويل رأس المال.

- قبول الجزائر بمبدأ التحكيم الدولي عند المنازعات أو الخلافات التي تحدث مع الطرف الأجنبي.
- التخلي نهائيا عن التمييز بين المقيمين وغير المقيمين والقطاع الخاص العام وبهذا فقد أكد على مبدأ المساواة بين مختلف المستثمرين.

⁸ حدة رايس، مروة كرامة، تقييم التجربة الجزائرية في مجال جذب الاستثمار الأجنبي في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية - دراسة تحليلية- مقال منشور في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثاني عشر ديسمبر 2012، جامعة بسكرة، ص66.

- وقد أدى المصرف المركزي دور هيئة الاستثمار في ظل هذا القانون باستقباله للملفات ودراستها وحرصه على ضمان حقوق المستثمرين بالسهر على تطبيق القوانين وبالرغم من قانون النقد والقرض الذي يشير إلى الاستثمار الأجنبي المباشر إلا أنه بقي بنص غير واضح إلى غاية سنة 1993 صدر قانون خاص بترقية الاستثمارات تحت رقم 93-12 ولكن هذا الأخير حال دون تحقيق الأهداف المنتظرة منه، لذلك جاء الأمر 01-03 الصادر سنة 2001 المتعلق بتطوير الاستثمارات ومسايرة التحولات المتسارعة على المستوى الدولي. وبعد ذلك قانون 2006 القانون الخاص بالاستثمار.

كما يمكن تقييم هذه التجربة انطلاقاً من أرقام الجدول أدناه:

الجدول رقم (01): يوضح تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد والصادر في الجزائر خلال الفترة 2000-2007.

الوحدة: مليون دولار

التدفقات السنوية	التدفقات الاستثمارية الواردة في الجزائر	التدفقات الاستثمارية الصادرة في الجزائر
2000	280.1	13.7
2001	1107.9	9.3
2002	1065.0	98.6
2003	633.7	10.9
2004	881.9	253.5
2005	1081.1	-20.2
2006	1795.4	34.6
2007	1661.8	295.1

المصدر: حدة رايس، مروة كرامة، ص 76.

من خلال ملاحظتنا للجدول الذي يلخص تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد والصادر خلال السنوات 2000-2007 نجد أن هذه التدفقات تتميز بالارتفاع و الانخفاض، نلاحظ بأن حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد كان ضئيلا سنة 2000 حيث بلغ 280.1 مليون دولار بالمقابل الاستثمار الصادر بلغ 13.7 مليون دولار وهذه نتيجة بداية خروج الجزائر من الاضطرابات السياسية، ولكن في سنة 2001 بدأت التدفقات الواردة إلى الجزائر تشهد ارتفاعا بمقدار 25.28 % في حين خلال نفس السنة انخفضت التدفقات الصادرة وقدرت بـ 9.3 مليون دولار أي ما يمثل 67%، واتجهت التدفقات الواردة نحو الانخفاض نوعا ما سنة 2002 وقدرت بـ 1065 مليون دولار ثم 633.7 سنة 2003 ، أما بخصوص التدفقات الصادرة شهدت ارتفاعا محسوسا ما بين سنة 2000 وسنة 2002، من 13.7 مليون دولار سنة 2000 إلى 98.6 مليون دولار سنة 2002 وفي سنة 2003 انخفض إلى 10.9 مليون دولار والمتسبب في هذا الانخفاض منذ سنة 2001 هو الاضطراب الذي شهدته الساحة السياسية العالمية (انهيار مبنى التجارة العالمية 11 سبتمبر 2001 بالولايات المتحدة الأمريكية) نتج عنه تخوف الشركات متعددة الجنسيات.

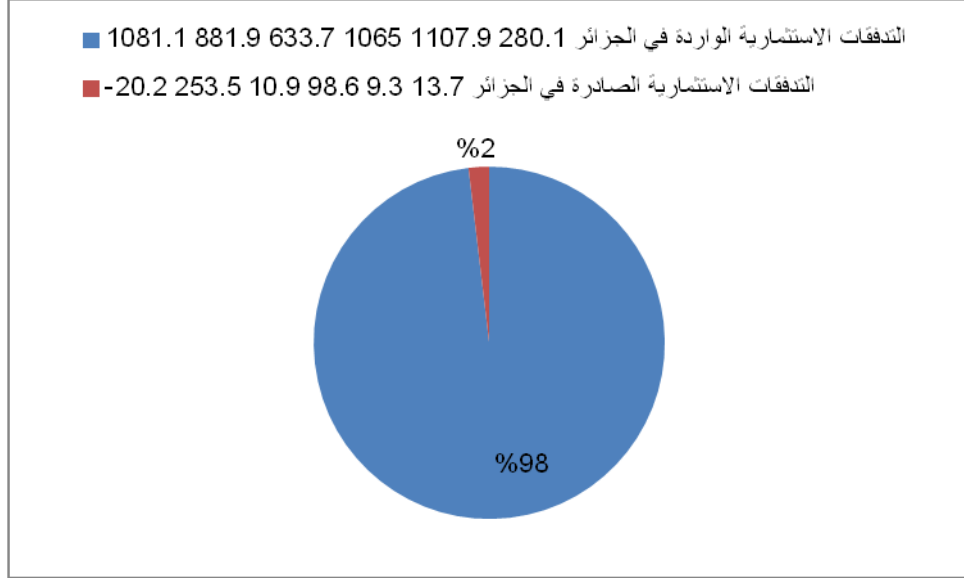
بالنسبة لسنتي 2004-2005 ارتفعت التدفقات الواردة من الاستثمار الأجنبي المباشر حيث بلغت على التوالي 881.9 مليون دولار ، 1081.1 مليون دولار، في ما يخص الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر خلال سنة 2004 شهد ارتفاعا محسوسا قدر بـ 253.5 مليون دولار وبالمقابل في سنة 2005 سجل تدفق سلبي مقدر بـ -20.2 مليون دولار.

سنتي 2006-2007 ارتفعت فيها التدفقات سواء الواردة أو الصادرة سبب هذا الارتفاع هو توجه الجزائر نحو الاستقرار السياسي.

ومما سبق تبين أن الاستثمار الأجنبي الوارد أكبر من الاستثمار الأجنبي الصادر وهذا راجع إلى أن الجزائر لم تستثمر كثيرا بالخارج خلال الفترة 2000-2007.

يمكن أن نوضح ما سبق بالشكل الموالي:

الشكل رقم(01) : يوضح تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد والصادر في الجزائر خلال
الفترة 2000 – 2007



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على أرقام الجدول رقم (01)

3-التوزيع القطاعي للإستثمارات الأجنبية المباشرة بالجزائر:

حسب الإحصائيات تم استقطاب لأكثر من 100 مشروع استثماري جديد سنة 2006 ويعتبر قطاع المحروقات من اهم القطاعات المستقطبة لرؤوس الأموال الأجنبية ونال قطاع الأشغال العمومية حصة 20% من إجمالي المبالغ حيث وصلت إلى 311 مليون أورو موزعة على 10 مشاريع ، تتمركز أغلبها على طول مشروع الطريق السيار، خاصة بعد اتفاقية الشراكة الموقعة بين ميتال ستيل وفيرفوس والمؤسسة الوطنية للنقل بالسكك الحديدية، نال قطاع البنوك والتأمينات الجزء الأكبر من المشاريع، حيث تم جذب 24 مشروع بلغت تكلفتها 221 مليون أورو ثم قطاع الاتصالات بـ 06 مشاريع تكلفه قدرها 487.9 مليون أورو ثم بعد ذلك قطاع الإسمنت والزجاج، المعادن، السياحة، الأدوية.

في سنة 2007 استقطبت الجزائر القطاعات خارج المحروقات، ففي قطاع التعدين 1700 مليون أورو، ضف إلى ذلك قطاع الكيمياء، تم استثمار مشترك بين أوراسكوم المصرية وسوناطراك الجزائرية .

كما تم استثمار 636 مليون أورو من طرف قطاع الأشغال العمومية. ساهم القطاع في جذب كميات هائلة من رؤوس الأموال الأجنبية، إذ أصبح يحضى بالأهمية في إطار المشاريع العملاقة التي شرعت فيها الجزائر بهدف تطوير البنية القاعدية لتوفير مناخ اقتصادي ملائم. ومن بين أهم المشاريع التي استقطبها القطاع سنة 2007⁹:

-استثمرت شركة إعمار الإماراتية 2900 مليون أورو على مدى خمس سنوات لبناء مركب سياحي في الغرب الجزائري.

-استثمرت الشركة السنغافورية بورتيك مبلغ 145 مليون أورو لإنشاء أرصفة بحرية.

-اشترت الشركة السعودية pharaon-CTI بنسبة 49 % من رأس مال شركة

International Bulk carriers

قطاع الطاقة سنة 2009 استقطب حصة هامة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الجزائر تحصل على 09 مشاريع من أصل 10.

⁹ محمد العبد بيوض، تقييم أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة في الاقتصاديات المغاربية دراسة مقارنة : تونس، الجزائر، المغرب، مذكرة ماجستير جامعة فرحات عباس سطيف غير منشورة ، 2011 ، ص 181.

جدول رقم(02) : يوضح التوزيع القطاعي للاستثمارات الأجنبية الواردة بين 2002 و2009

(مليون أورو ، نسب مئوية)

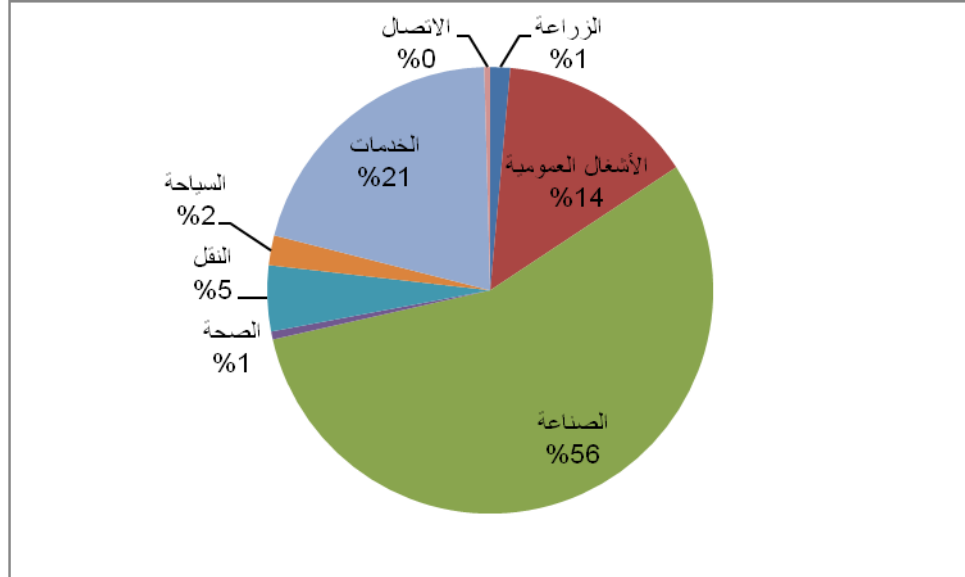
النسبة	المبلغ	النسبة	عدد المشاريع	القطاع
0.12	20.21	1.44	10	الزراعة
27.96	4721.63	14.27	99	الأشغال العمومية
52.67	8895.32	55.76	387	الصناعة
0.35	59.82	0.58	4	الصحة
0.74	125.31	4.76	33	النقل
1.55	262.16	2.16	15	السياحة
6.98	1179.53	20.61	143	الخدمات
9.63	1625.86	0.43	3	الاتصال
100	16889.85	100	694	المجموع

المصدر: محمد العيد بيوض، مرجع سابق 182.

نلاحظ من خلال الجدول بأن الاستثمارات متجهة نحو قطاع الصناعة، الأشغال العمومية، الخدمات ولكن نسبة قليلة متجهة نحو الزراعة والصحة، النقل، السياحة يمكن وصفها بالحساسية. والشكل الموالي يوضح ذلك

الشكل رقم(02) : التوزيع القطاعي للاستثمارات الأجنبية الواردة بين

2009 و 2002



المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على أرقام الجدول رقم(02)

4- أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الجزائر :

في الواقع توجد علاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي وهذا من خلال نظرية النمو الداخلي، إذ بينت وجود علاقة بين المتغيرين من التأثير الإيجابي الذي يتركه الاستثمار الأجنبي المباشر على الإنتاجية، يتم ذلك عن طريق الزيادة في إنتاجية الشركات المحلية باستخدامها لتكنولوجيات وتقنيات تمكنها من منافسة الشركات الأجنبية.

إن الجهود الاستثمارية التي قامت بها الجزائر كان لها الأثر الإيجابي على النمو الاقتصادي من خلال زيادة الإنتاجية الأمر الذي ساعد على امتصاص جزء من البطالة خلال العشرية الأخيرة مما أدى إلى تحسن مؤشرات سوق التشغيل .

خلال الفترة 1999- 2007 ارتفع حجم القوة العاملة النشيطة من 6 إلى 9.3 أي ما يعادل 55% كما ارتفعت نسبة التشغيل من 30.3% إلى 38.2 ما بين السنتين 2003 و 2006.

2- الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

هذا النوع من الاستثمار قائم على تعامل المستثمر في أنواع مختلفة من الأوراق المالية سواء كانت هذه الأوراق في شكل حقوق ملكية (أسهم) أو حقوق الدين (السندات). حيث أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يكون في بيوت السمسرة أو من خلال المؤسسات المالية كما يمكن أن يكون التعامل في الأسواق الأولية (سوق الإصدار) أو الأسواق الثانوية (سوق التداول).

إن نظرية الاستثمار الأجنبي غير المباشر تعود إلى ماركويتز سنة 1952.

يمكن أن نشير إلى أن هذا النوع يشمل استثمار محفظة الأوراق المالية عن طريق شراء السندات الخاصة لأسهم الحصص أو سندات الدولة من الأسواق المالية أو سندات الدين. يهدف الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى:

-زيادة العائد.

-جعل معدل المخاطرة عند أدنى مستوى ممكن.

المطلب الثالث: العوامل المحددة للاستثمار الأجنبي غير المباشر.

هناك مجموعة من العوامل تحدد الاستثمار الأجنبي غير المباشر، يمكن تقسيمها إلى قسمين:¹⁰

1- العوامل الخارجية : تعتبر كعوامل للدفع وتساعد على نمو أسواق الدول السائرة في طريق النمو.

-تباطؤ معدلات النمو والركود الاقتصادي الذي شهدته الدول المتقدمة نتج عنه انخفاض سريع في معدلات الفائدة مما أدى بتلك الدول إلى الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع.

-الرغبة في التنويع الدولي لمكونات المحفظة الاستثمارية، بهدف التحوط ضد المخاطر.

¹⁰ Rana dallali, *Interaction entre flux de capitaux étrangers et investissement intérieur : Rôle de la gouvernance publique, (Un essai pour la rive africaine de la mer méditerranéenne), 2010, p7.*

-الإصلاحات الهيكلية للأسواق المالية على المستوى الدولي على سبيل المثال التحرير المالي الدولي الذي قامت به الدول الصناعية، بهدف تحقيق التكامل العالمي في ميدان الأسواق المالية.

2-العوامل الداخلية: وتعتبر كعوامل للاستقطاب، وتخص فقط الدول النامية كمثال عن ذلك السياسة الاقتصادية الكلية ودورها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية. وهناك في الواقع مجموعة من العوامل تساعد على تشجيع الاستثمار الأجنبي منها :

-استقرار البيئة السياسية.

-تكييف القوانين والتشريعات مع المعايير الدولية.

-استقرار أسعار الصرف.

-انخفاض معدل التضخم.

-السياسة الجبائية.

المبحث الثاني: جهود الجزائر في الاستثمار الأجنبي غير المباشر (اقتصاديات الأسواق المالية).

صدرت مجموعة من القوانين بهدف تأطير وتنظيم العمل في السوق المالي الجزائري، بموجبه وجدت المؤسسات الجزائرية أسلوبا جديدا لتمويل احتياجاتها المالية وبالتالي انخرطت مجموعة من المؤسسات في السوق المالي عن طريق فتح رأس مالها.

1- القرض السندي للسونا طراك:

تعتبر شركة سونا طراك أول متعامل إقتصادي في الجزائر يطرح أوراق مالية يتم تداولها في بورصة الجزائر، حيث منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة Cosob التأشيرة رقم 01 بتاريخ

1997/11/18 من خلال مذكرة إعلامية قدمتها شركة سوناطراك والمتعلقة بقرض السندي بمبلغ خمسة ملايين دينار جزائري بسعر فائدة مقداره 13% لمدة 5 سنوات 11 .

ومن الأسباب التي أدت إلى نجاح هذا القرض هو معدل الفائدة المستعمل والمقدر ب 13 % و الوسيلة الجبائية المرتبطة به أي الدخل غير خاضع للضريبة.

2- مجمع رياض سطيف¹²:

أنشأت المؤسسة في 01 جانفي 1983 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للصناعة الدقيق والطحن و صناعة العجائن الغذائية الكسكس S.N.Sempac وتحولت إلى شركة ذات أسهم في 02 أبريل 1990 و سميت منذ ذلك الوقت مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها بسطيف ERIAD لمدة 99 سنة برأسمال قدره 100.000 00 دج مكون من 1000 سهم مقسم كمايلي:

- صندوق المساهمة للصناعات الزراعية الغذائية 350 سهم؛
- صندوق المساهمة لصناعات المختلفة يمتلك 250 سهم؛
- صندوق المساهمة لمناجم هيدروكو بورية مائة 200 سهم؛
- صندوق المساهمة للخدمات 200 سهم.

وتعتبر في ذات الوقت شركة تنتمي للشركة القابضة الزراعية الغذائية holding وكان نشاطها هو تحويل الحبوب (القمح الصلب واللين) وإنتاج و تسويق المنتجات المشتقة منها: الفرينة، العجائن الغذائية...الخ.

¹¹ محمد براق، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2000، ص 399.

¹² رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2011، ص 95.

و بتاريخ 25 أفريل 1998، قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) إدخال الشركة العمومية الإقتصادية الرياض سطيف إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر، بسبب الوضعية المالية الجيدة التي كانت تمتع بها آنذاك، وفي 29 أفريل 1998 حددت الجمعية غير العادية لذات المؤسسة الإطار العام لزيادة رأسمال باللجوء العلني للاذخار برفع رأسمالها من 4.000.000.000 دج إلى 5.000.000.000 دج و ذلك من خلال فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20% من خلال إصدار 1.000.000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج بسعر إصدار حدد ب2300 دج، و حددت فترة الإكتتاب من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998. ليصل عدد المكتتبين إلى 5180 مكتب¹³ و قد امتلكت شركة القابضة ما يقارب 80 % من أسهمها.

1- مجمع صيدال:

يعتبر مجمع صيدال مجمع تابع لصندوق الكيمياء والبترو كيمياء والصيدلة، أحد الصناديق الثمانية أو ما يسمى حاليا بالشركات القابضة، و عندما أعطى مجلس مساهمات الدولة الضوء الأخضر لمجمع صيدال ليدخل بورصة الجزائر في 18 جوان 1998 في إطار سياسة حوصصة شركات العمومية، إجتمعت على أثرها الجمعية العامة غير العادية في 22 جوان 1998 التي أقرت بخوصصة جزئية لرأس المال المجمع و المقدر ب20% ما يمثل 2.000.000 سهم¹⁴، بسعر ثابت يقدر ب 500 دينار، و أنطلقت العملية في 15/02/1999 حيث قام مجمع بتقديم مذكرة إعلامية ليحصل بها على التأشيرة من Cosob رقمها 98/04 بتاريخ 1998/12/24، بعدما قررت إدارة المؤسسة فتح رأسمالها بنسبة 20% أي حوصصة جزئية، و ذلك من خلال إجراء عملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت ومعلوم، حيث حددت قيمة العرض العمومي للبيع ب 500 مليون دج للسهم الواحد موزعة على 2.000.000 سهم بقيمة إسمية تقدر ب 250 دج للسهم الواحد و أنطلق العرض في 15/01/1999 لمدة شهر و تمكنت من خلال هذه العملية أن تبيع أكثر من عدد الأسهم المطروحة حيث تحصلت على 2 مليون و 300 ألف أمر للشراء مع نهاية العملية منها

¹³ دالي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية، مداخلة مقدمة في ملتقى الدولي حول سياسات التمويل، جامعة بسكرة، 2006، ص. 8.

¹⁴ Groupe Sidal, La notice d'information, 1999, p4-5.

مليون و 400 ألف سهم بيعت للمواطنين و 16500 لعمال المجمع و بذلك تحصل المجمع على الأموال التي كانت يحتاجها.

2- فندق الأوراسي¹⁵:

يعتبر مؤسسة متخصصة في مجال الخدمات و الفنادق السياحية رأسمالها 1.500.000.000 دينار جزائري مملوكة بالكامل من طرف الدولة، و بمقتضى المرسوم رقم 25-95 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات، وبتاريخ 1998/02/05 قررت اللجنة الوطنية للمساهمات الدولية بخصصة جزء من رأسمال الفندق بنسبة 20 % ، و هذا ما أقرته الجمعية العامة غير العادية للمساهمين بتاريخ 1998/06/21، ومن خلال هذا الإجراء قامت المؤسسة بطرح 1.2 مليون سهم بسعر وحدوي 400 دج، انطلاقا من 15 جوان 1999 إلى 18 جويلية 1999 و تمت هذه العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي، حيث توج هذا العرض بالنجاح حيث كان الطلب على الأسهم يفوق الحصص المعروضة بالنجاح و كان المساهم الرئيسي الشركة العمومية القابضة للخدمات التي استحوذت على 80% من الأسهم المطروحة، و تحصلت على تأشيرة Cosob رقم 01-99 بتاريخ 24 ماي 1998 ليكون أول تاريخ لدخولها البورصة في 20 جانفي 2000 و أول تسعير لها كان في 14 فيفري 1999.

تعتبر الشركات السابقة هي الشركات سباقة في دخول البورصة، و لقد أتيح لهذه الشركات التمويل و فرص إستثمارية جديدة و نتيجة لزيادة الطلب على الأوراق المالية لهاته الشركات عن المعروض، الشيء الذي حفز الشركات الأخرى للدخول و خوض التجربة و هو ما حدث فعلا من خلال دخول شركات عمومية و أخرى خاصة منها: SONELGAZ,CIVITAL,ENTP,AIR ALGERIE, ENAFOR ALGERIE TELECOM, SRH,ALC,ETRHB . EEPAD,DAHLI, HADDAD,ALIANCE ASSURANCE

¹⁵ رشيد حفصي مرجع سابق ، ص 96-97.

و ينبغي الإشارة إلى انسحاب سند رأسمال لشركة رياض سطيف بعدما أقر مجلس مساهمات الدولة سحب الشركة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص، وأبدت لجنة عمليات البورصة موافقتها خلال الجلسة المنعقدة بتاريخ 23 ماي 2006، و على إثر ذلك قامت الشركة بتقديم عرض علني لسحب سندها بتاريخ 30 يوليو 2006 خلال الفترة الممتدة من 30 يوليو إلى 31 أكتوبر 2006، حيث حدد العرض العلني للسحب بسعر 1500 دج للسهم الواحد مطبقة على 20 % من رأسمال رياض سطيف، و بلغ حجم الإجمالي للسندات المسحوبة 4.491.620 سهم.¹⁶

و الجدير بالذكر أن الشركة ظلت توزع أرباحها بصورة دورية على المساهمين و وصل مبلغ الربح الموزع للفترة 1999-2003؛ 793.5 دج للسهم الواحد.

تميز نشاط بورصة الجزائر بتذبذب، فنلاحظ أن دور البورصة في تمويل الإقتصاد يعتبر دور محتشم حيث بلغت نسبة رأس مال السوق إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1999 نسبة 0.59% مقارنة بسنة 2003 والتي وصل فيها النسبة إلى 0.22% و ذلك بناء على تقرير الصندوق النقد العربي لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية الصادر في سنة 2005.

و يعود أساس الضعف إلى إنخفاض في حجم المعاملات التي وصلت سنة 1999 إلى 1056 معاملة لتتخفف في سنة 2003 إلى 393 معاملة، ثم عاودت الإرتفاع في سنة 2006 لتصل إلى 691 أمرا لتصل بذلك الرسملة البورصية مبلغ 6.710.000.000 دج مقسمة بين سندي صيدال و الأوراسي، و ذلك بعد إنسحاب رياض سطيف، أما في سنة 2008 فعرفت بورصة الجزائر حركية كبيرة من خلال عدد الأوامر المقدمة في قسم الأسهم فقط و التي وصلت إلى 1.457.039 أمر بقيمة متبادلة بلغت 21.414.845 دج مقابل 130.443 في سنة 2007 أي بزيادة قدرها 41%، أما فيما يتعلق بنشاط السندات الخزينة فعرفت هي الأخرى نشاط كبير وهذا ما يترجمه الإصدار الثاني للمؤسسة سونلغاز في 28 جويلية 2008 بقيمة 30 مليار دينار لتبلغ عدد السندات المسعرة في البورصة إلى أربعة سندات و تصل بذلك القيمة البورصية

¹⁶ لجنة عمليات البورصة، تقرير سنوي 2006، ص 19.

للسندات إلى 1.280.511.505 دينار مقابل 960.417.115 دج في سنة 2007 أي
بنسبة زيادة تصل إلى 26.87 % أما فيما يتعلق بحجم السندات المطروحة للشراء والبيع زيادة
كبيرة بلغت 57.12% حيث وصلت في سنة 2008 إلى ما يقارب 2.146.054 سند بكافة
أنواعه مقابل 1.365.861 سند في سنة 2007.

و ما يلاحظ أن 98.24 % من مجموع القيمة المتداولة في البورصة ناتجة عن نشاط قسم السندات و
هذا راجع أساسا إلى:

- وجود عدد أكبر من شركات التي طرحت سندات من شركات المصدرة للأسهم.
- القيمة الاسمية للسندات هي أكثر لأهمية من القيمة النقدية للأسهم.
- سندات دائما تكون أكثر مرونة و أقل خطر من الأسهم .
- مستوى سيولة الأسهم في بورصة الجزائر ضعيف.

لجنة عمليات البورصة، تقرير سنوي 2008، ص 8. ¹⁷

خلاصة الفصل

من خلال التطرق الجانب الاستثماري وخاصة الأجنبي المباشر ومع تقييم تجربة الجزائر في هذا المجال تبين بأن الجزائر بالرغم من الجهود المبذولة لإرساء عوامل الجذب والاستقطاب إلا أن محيطها الاستثماري لم يسمح لها بتحقيق الأهداف المنتظرة ومن بين الأسباب التي جعلت الجزائر في هذه الوضعية أن الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي أداءه مرتبط بأسعار النفط وضعف القطاع المالي خاصة السوق المالي.

يعتبر السوق المالي من أهم الآليات المساعدة على تحقيق اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل، تلجأ إليه المؤسسات للحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات.

ولما كان هذا هو واقع السوق المالي من حيث درجة الأهمية الاقتصادية ، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة القيم المنقولة ضمن الإصلاحات الإقتصادية التي بدأت فيها الجزائر مطلع الثمانينات. و قد تم تأسيس البورصة فعليا طبقا للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 .

لكن و بالرغم من مرور سنوات عديدة عن إنشاء بورصة الجزائر إلا أن دورها لم يرقى إلى مستوى التطلعات المنتظرة من وراء تأسيسها ، إذلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا .

و ما يمكن قوله عن الوضعية التي تعيشها بورصة الجزائر إنما هو نتيجة للعديد من المعوقات، منها ما يتعلق بالاقتصاد الوطني ومنها ما يتعلق بالبورصة بحد ذاتها ومنها ما يتعلق بطبيعة المجتمع.

وحتى تتحول الجزائر من اقتصاد ريعي إلى اقتصاد انتاجي ينتظرها بذل الجهود التي تحسن موقعها ضمن مؤشرات قياس المناخ الاستثماري من تكيف للمنظومة القانونية والسياسة الضريبية والسياسة الاقتصادية مع المعمول به عالميا.

الفصل الثاني

اقتصاديات الأسواق المالية

والاستقرار المالي

تمهيد:

في إطار الاصلاحات الاقتصادية شرعت العديد من الدول إلى الانتقال من التمويل غير المباشر(البنوك) نحو التمويل المباشر (سوق الأوراق المالية) باعتبار هذه الأخيرة إحدى أهم المسالك التي تخرجها من الوضعية الاقتصادية المزرية.

تعتبر اسواق الأوراق المالية كبديل استراتيجي عن التمويل البنكي، إذ تساعد هذه الأسواق في الحصول على السيولة اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية في ظرف زمني صغير بعيدا عن القيود التي يفرضها القرض المصرفي.

ظهور بورصة الأوراق المالية مرتبط بظهور النظام الرأسمالي، وفق ما تلميه الظروف الاقتصادية بشكل عام والمالية على وجه الخصوص، للوقوف أمام احتياجات تمويل الاستثمارات ذات الأجل الطويل.

حتى تكون الأسواق المالية ذات جدوى لابد أن تتوفر الكفاءة والاستقرار المالي لأنها كفيلا يبعث الثقة لدى المستثمرين وهذا ما يساعد على تقليص حجم الفجوة الموجودة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.

تمثل أهمية الأسواق المالية أساسا في تغطية احتياجات تمويل الدورة الاقتصادية، انطلاقا من توظيف الأموال المحلية و تشجيع استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، بهدف توفير السيولة النقدية على الوجه المطلوب. و هناك عدة عوامل مساعدة على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية ، لأن المستثمرين عادة ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة كما يجب أن تكون المعاملات في الأسواق المالية تتمتع بالشفافية حتى نكسب ثقة المستثمرين، و الاستثمار في السوق المالي يعمل رفع رأس مال السوق، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الأرباح و تستفيد المؤسسات أو الجهة التي قامت بطرح أوراقها المالية للتداول من تمويل مستمر و ذو أجل طويل وبالتالي فإن السوق المالي يقوم بدور مزدوج إذ يستفيد منها المستثمر والمؤسسات الاقتصادية.

ازداد اهتمام الباحثين في هذه السنوات بموضوع الاستثمار في الأوراق المالية ، سواء في الدول المتقدمة أو السائرة في طريق النمو، ذلك أن الاهتمام بهذا الموضوع لم يكن وليد الصدفة، فهناك مجموعة من العوامل تقف وراء هذا الاهتمام، ونظرا للدور الذي يقوم به الاستثمار في الأوراق المالية في مجال دعم الاقتصاد القومي.

الإستثمار يشمل عدد كبير من الأنشطة، وكثيرا ما يشير هذا المصطلح إلى استثمار الأموال في شهادات الإيداع والسندات والأسهم وصناديق الإستثمار.

يمكن القول بأن الاستثمار في بعض الأوراق المالية تساعد المستثمر على التحوط ضد المخاطر الناتجة عن التقلب في أسعار الأوراق المالية مثل خيارات البيع والشراء، العقود المستقبلية وعقود المبادلة، إضافة إلى ذلك الاستثمار التقليدي في الأصول الحقيقية الملموسة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية.

يطرح موضوع الأسواق المالية حاليا العديد من النقاشات والدراسات نظرا للدور الذي تقوم به المتمثل في جمع المدخرات من وحدات ذات الفائض وتوجيهها نحو الوحدات ذات العجز.

ما زاد من اهتمام الباحثين بهذا الموضوع هو البحث في عمق العلاقة الموجودة بين التدفقات الرأسمالية والنمو الاقتصادي.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية.

يمكن تعريف الأسواق المالية بأنها المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر وغير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وبعبارة أخرى فإن السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائضة أو الزائدة من الاتصال الدائم –المباشر أو غير المباشر– مع الأطراف التي لديها عجز في الأموال، حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة¹⁸.

¹⁸ أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مقال منشور بمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، جامعة

العراق ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية 2013،ص157.

اقتصاديات الأسواق المالية هي الحالة التي تكون فيها المؤسسات والأفراد قادرة على تعبئة ادخار كاف لتمويل الاستثمار بشكل مباشر بواسطة الاكتفاء الذاتي أو عن طريق السوق المالي¹⁹.

فلهذا النمط من التمويل مجموعة من الخصائص تتمثل في الآتي:

- يتم مباشرة التقابل بين قوى العرض والطلب على رؤوس الأموال دون اللجوء إلى الوسطاء الماليين؛
- تتميز فيه نسب التمويل الذاتي للمؤسسات بالارتفاع مما ينجم عنها القدرة على التمويل لهذه المؤسسات لاستثماراتها اعتماداً على مواردها الداخلية؛
- يتحقق سعر التوازن بين قوى العرض والطلب على رؤوس الأموال وتكلفة الموارد الإضافية عن طريق معدلات الفائدة؛
- في ظل هذا النظام تقوم البنوك بتوجيه قروضها لتمويل الأعوان غير القادرين على الاقتراض من السوق المالي، أو لتمويل الاحتياجات ذات الأجل القصير؛
- تسعى البنوك في إطار هذا النظام إلى تنويع أنشطتها من خلال تسيير المحافظ على المردودية والتنوع في الأصول أملاً في زيادة العائد وتوزيع المخاطر؛
- في ما يخص للبنك المركزي يلجأ إلى ما يسمى بعمليات السوق المفتوحة بهدف تصحيح الاختلال النقدي. في الواقع تعددت وجهات النظر لتعريف السوق المالي، ومن بين أبرزها ما يلي:
السوق المالي²⁰: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية .

ولقد عرفت بأنها²¹: "شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي".

¹⁹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية 2003 ص261.

²⁰ Mondher Bellalah.Gestion Des Risques De Taux D'intérêt Et De Change .De boegk.p21.

على العموم مصطلح الأسواق المالية يعتمد على العلاقة الموجودة ما بين حجم الإنتاج وحجم السوق، باعتبار كبير حجم المشاريع واتساع نطاقها وظهر فكرة انفصال ملكية المشروع عن تسييره علاوة على ذلك ارتفاع الحاجة إلى رؤوس الأموال سواء من قبل المؤسسات أو المستثمرين أو هيئات الدولة ، كل هذا نتج عنه ظهور فكرة الأوراق المالية تزامن معها الاهتمام بأسعار الفائدة المفروضة على القروض والودائع لأجل كأسلوب للحد من الطلب على الأموال عن طريق تحريك معدل الفائدة بالزيادة أو بالنقصان.

يتمثل دور السوق المالي في التمويل ذو الأجل الطويل بغض النظر عن الشكل الذي يأخذه هذا التمويل، أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية دورها يتمثل في تكوين العلاقة المباشرة بين طرفي التعامل، ذلك أن الوحدات ذات العجز المالي تقوم بإصدار صكوك يكتب فيها الجمهور وتأتي السوق المالية بهذه الورقة لتأخذ معنى سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية²²:

يوجد تقسيمات مختلفة للأسواق المالية يمكن إيجازها في الآتي:

- سوق رأس المال.

- سوق النقد.

1- سوق رأس المال.

هو ذلك الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتكمن أهميته في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة.

أ- الأسواق الحاضرة:

²¹ براق محمد. ، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية -الأوروبية 8-9 ماي 2004.

²² أديب قاسم شندي، مرجع سابق، ص 158.

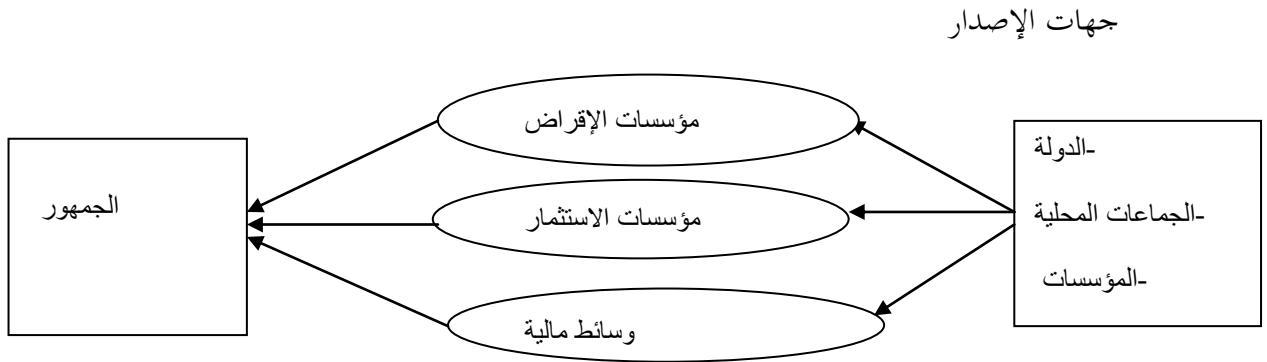
يكون التعامل في مثل هذه الأسواق بالأصول المالية المتوسطة والطويلة الأجل تتمثل وظيفتها الأساسية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات ذات الأجل الطويل.

يمكن التمييز بين أنواع الأسواق المالية من خلال وظيفتي التسعير والتمويل، بحيث تصنف هاتين الأخيرتين السوق إلى نوعين السوق الأولي والسوق الثانوي، فإذا كان هدف السوق المالي هو التمويل وتكوين رأس المال هي حالة السوق الأولي أو ما يسمى بسوق الإصدار، أما إذا كان هدف السوق هو التسعير فهي حالة السوق الثانوي، إذ من خلال ذلك تتغير الملكية دون التأثير على عملية الإنتاج.

أ-1 السوق الأولي²³:

يتميز هذه السوق بأنها المكان الذي تطرح فيه الورقة المالية لأول مرة، من طرف الوحدات الاقتصادية التي هي بحاجة إلى تمويل انطلاقاً من المستثمرين الذين لديهم فائض مالي، من خلال الاكتتاب في الأسهم التي تعبر عن سند الملكية لحاملها أو الاكتتاب في السندات التي تعبر عن القرض، بحيث يصبح حاملها دائماً للجهة المصدرة لها.

الشكل رقم (03) يوضح: القواعد الإجرائية للسوق الأولي



المصدر: من إعداد الباحث

وبالتالي تتولى هذه السوق مهمة إصدار القيم المتداولة بمختلف أشكالها سعياً لتحقيق مجموعة من الأهداف²⁴:

عبد الغفور دادن، محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009، مذكرة ماجستير 2011، جامعة 23
ورقة غير منشورة، ص 61.

-إصدار الأسهم بغرض تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسات الاقتصادية للتوسع في نشاطها من خلال الاستثمارات؛

-إصدار السندات التقليدية لتوفير الأموال للدولة بغية مواجهة العجز في موازنتها بالدرجة الأولى من جهة، وللمؤسسات الاقتصادية العامة منها والخاصة بهدف توسيع استثماراتها من جهة أخرى؛

-إصدار القيم المهجنة: من سندات قابلة للتحويل، شهادات استثمار، أوراق مساهمة وغيرها؛

تتولد السوق الأولية بواسطة مؤسسة متخصصة تسمى بنك الاستثمار من خلال قيامها بإصدار الأوراق المالية لصالح المؤسسات الاقتصادية أو الحكومة بعد ذلك يتم عرضها لجمهور المستثمرين لأول مرة.

أ-2 السوق الثانوي²⁵:

تسمى ببوصة القيم المنقولة حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية بعد أن تم طرحها في السوق الأولي بين أولئك الذين يرغبون في الحصول على السيولة وبين المستثمرين الجدد، وكذا المضاربين الذي يسعون إلى تحقيق فوائض مالية من خلال الفروقات الموجودة سعر الشراء وسعر البيع للورقة المالية، بناء على توقعات التغير في سعر الورقة المالية الذي تتحكم فيه عدة متغيرات منها أسعار الفائدة بالنسبة للسندات والمعطيات المالية للمؤسسات المسعرة في البورصة بالنسبة للأسهم.

إذن السوق الثانوي يضمن إقبال المستثمرين على العروض الجديدة التي تم إصدارها في السوق الأولي، وعليه فالبورصة لها دور محوري في عملية تسعير الأوراق المالية من خلال العرض والطلب، فيتم تقييم أصول المؤسسات المسعرة.

ب- الأسواق المستقبلية: تتعامل هذه الأسواق أساسا في الأسهم والسندات من خلال إبرام عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

²⁴ هوارى سويبي، عبد القادر ديون، مداخلة حول الخصوصية والسوق المالية في سياق التحولات الاقتصادية في الجزائر، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 22-23 أبريل 2003.

²⁵ عبد الغفور دادن، مرجع سابق الذكر، ص 62.

وتتمثل الأسواق المستقبلية في عقود الخيارات والعقود المستقبلية بهدف حماية المستثمرين من التقلبات التي تطرأ على الأسعار مستقبلاً وبهدف تحقيق الأرباح الرأسمالية.

وتعتبر المشتقات المالية كأداة للتعامل في مثل هذه الأسواق وتشتق قيمتها من أصول رئيسية وتعتبر كبنود خارج الميزانية، لا ينشأ عنها تدفق نقدي ومن أهمها : عقود الخيارات، العقود الآجلة، عقود المبادلة.

2- سوق النقد :

سوق النقد هي سوق النقود على المدى القصير، في الجزائر سوق النقد هي سوق ما بين البنوك حيث تتدخل فيه السوق المحدث للنقود الكتابية و بنك الإصدار كوسيط .
تسمح هذه السوق لبعض البنوك التجارية بتغطية حاجتها من السيولة، وتسمح للبعض الآخر بتوظيف فائضها من السيولة وهكذا تنشأ سوق النقد (العملة) يحكمها معدل فائدة يومي .
تهدف السوق النقدية إلى التعامل في الأصول النقدية فموضوع المبادلة فيها يتعلق بنوع خاص من الأصول الرئيسية هي سيولتها النسبية ، والسيولة تعني القدرة على التحول إلى نقود قانونية في خلال مدة قصيرة ، وبأقل قدر ممكن من الخسارة أو الخطر²⁶ .

المطلب الثالث: أقسام السوق الثانوي

ينقسم السوق الثانوي إلى مجموعة أقسام:

1- السوق المنظمة.

عبارة عن مكان يلتقي فيه المتعاملون في عمليات البيع والشراء ويتم تسيير هذا المكان بقيادة مجلس منتخب من طرف أعضاء السوق.

²⁶ <http://www.startimes.com/?t=22119921>

2- السوق غير المنظمة.

يطلق على المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظم (البورصة) وهذا النوع من الأسواق ليس لها مكان محدد، أسلوب أداء الصفقة يكون عن طريق : الأنترنت، الهاتف، الفاكس.. الخ.

فالأسواق غير المنظمة تحوي الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة

(الأسواق المنظمة) على وجه الخصوص السندات، فالتعامل في الأسهم عادة ما يكون بشكل ضئيل إلا أن ذلك لا يمنع هذا النوع من الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في البورصة.

هناك بعض التطبيقات الجديدة للأسواق الثانوية تتمثل في الآتي²⁷:

السوق الأول: ويتكون من السماسرة العاملين في البورصة.

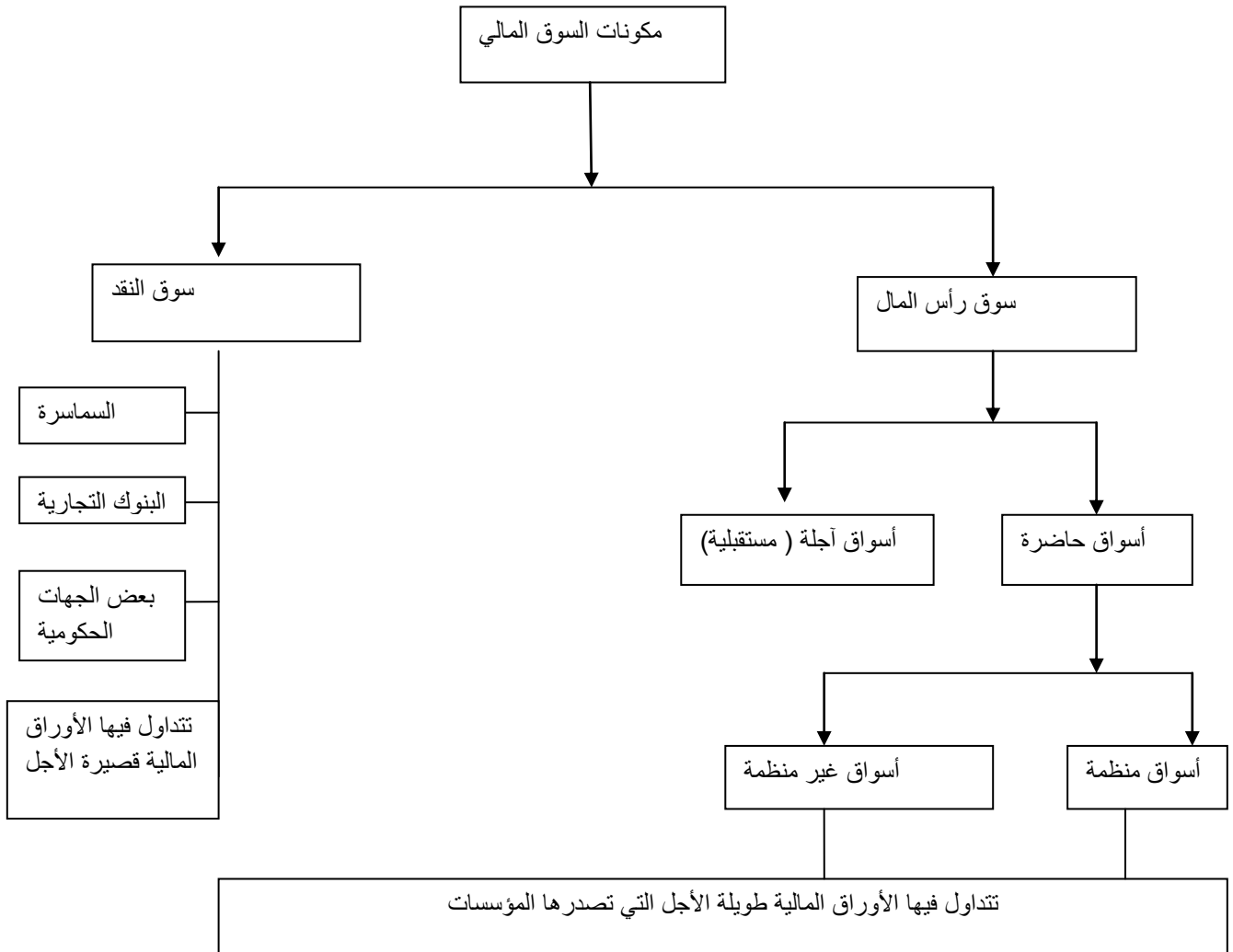
السوق الثاني: يتكون من السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمتواجدين في المؤسسات المالية المختلفة والمصارف.

السوق الثالث: ويتمثل في بيوت السماسرة من غير المسجلين في الأسواق المنظمة ولها الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة وهذه تتمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة.

السوق الرابع: السوق الذي تتعامل به المؤسسات الكبرى مباشرة فيما بينها دون الحاجة إلى شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية والهدف هو تقليص النفقات باستبعاد عمولات وأرباح التجار والسماسرة، ويتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة اتصال الكترونية.

²⁷ أديب قاسم شندي، مرجع سابق، ص160.

الشكل رقم(04): يوضح مكونات السوق المالي



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية، ص74.

إن فكرة الأسواق المالية تركز على العلاقة الموجودة ما بين حجم الإنتاج وحجم السوق، نتيجة لكبر حجم المشاريع واتساع نطاقها وظهور فكرة انفصال الملكية عن التسيير إضافة إلى ذلك ارتفاع الحاجة إلى رؤوس الأموال سواء من قبل المؤسسات أو المستثمرين أو هيئات الدولة ، كل هذا نتج عنه ظهور فكرة الأوراق المالية تزامن معها الاهتمام بأسعار الفائدة المفروضة على القروض والودائع لأجل كأسلوب للحد من الطلب على الأموال عن طريق تحريك معدل الفائدة بالزيادة أو بالنقصان.

يتمثل دور السوق المالي في التمويل ذو الأجل الطويل بغض النظر عن الشكل الذي يأخذه هذا التمويل، أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية دورها يتمثل في تكوين العلاقة المباشرة بين طرفي التعامل، ذلك أن الوحدات ذات العجز المالي تقوم بإصدار صكوك يكتب فيها الجمهور ويأتي السوق المالي بهذه الورقة لتأخذ معنى سوق الأوراق المالية.

المطلب الرابع: أهمية الأسواق المالية:

يحمل التمويل عن طريق الأسواق المالية معه مجموعة من المزايا تتمثل في:

- تأطير و توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية، من خلال اللوائح التنظيمية والتشريعات.
- تمكين حملة الأوراق المالية من الحصول على السيولة بشكل سريع عند الضرورة بعيدا عن الشروط التي يفرضها الائتمان؛
- الأسواق المالية تمكن من الحصول على تمويل ضئيل التكلفة، ذلك أن أسعار الفائدة تتحدد عند مستويات تسمح بالاكتتاب في الأوراق، مع الأخذ بعين الاعتبار قيد المنافسة الأمر الذي يسمح بتحركات أسعار الفائدة نحو الانخفاض باستثناء أثر الإبعاد (أثر الإزاحة) هذا ما يجعلها أقل دائما من المستوى الذي توجد عليه في الأسواق.
- إمكانية استعمال الأوراق المالية كضمانات مقبولة لدى البنوك عند منح القروض لحاملها؛
- توسيع الطاقة الإنتاجية للمشاريع من خلال حصول أصحابها على رأس المال اللازم لإنجازها.

المطلب الخامس: أهمية سوق الأوراق المالية:

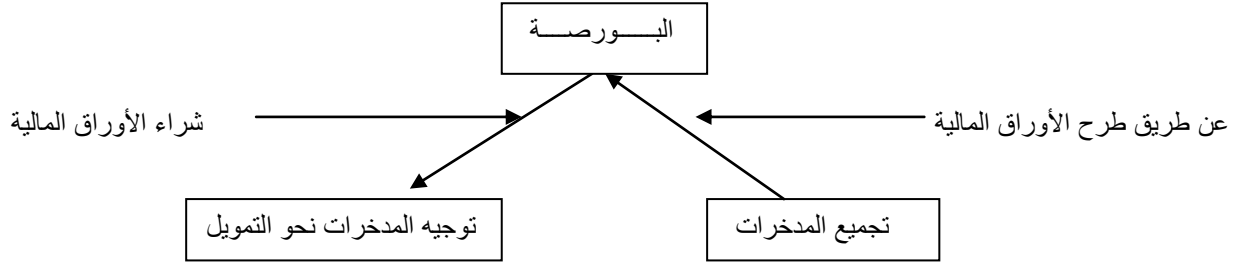
ذكرنا في ما سبق الفرق بين السوق المالي وسوق الأوراق المالية، هذه الأخيرة كأداة للتعامل وتكمن أهميتها في مجموعة من الإيجابيات نذكر منها ما يلي:

- تمكين المؤسسات الخاصة والعمومية التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه؛
- يمكن اعتبارها كوسيلة لقياس الأصول لدى المؤسسات؛
- تمكن من التمويل المباشر لعملية الاستثمار عن طريق الادخار العمومي؛

- تعتبر وسيلة لتوفير السيولة ال للمستثمرين في الأجل الطويل؛

- تعتبر أداة من أدوات تسيير المخاطر.

الشكل رقم (05) : يوضح دور وأهمية البورصة



المصدر : من إعداد الباحث

الجدول يوضح العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وسوق الأسهم

الجدول رقم (03): يوضح العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وسوق الأسهم

سوق الأسهم	المتغيرات الاقتصادية
تأثير إيجابي على سوق الأسهم بينما الانخفاض له تأثير سلبي على سوق الأسهم.	نمو في الناتج الوطني الحقيقي
يعبر هذا المؤشر على انخفاض مبيعات النشاط مما يؤثر بالتالي على سوق الأسهم.	زيادة البطالة
لمعدل التضخم المرتفع تأثير ضار على سوق الأسهم لأنه يؤدي إلى تآكل وانخفاض مضاعف السعر/الربحية للسهم.	معدل التضخم
يعتبر مؤشرا على أن النشاط يتحرك نحو التوظيف الكامل ويعتبر لهذا تأثير إيجابي على سوق الأسهم.	انخفاض البطالة
الزيادة في أرباح الشركة يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.	أرباح الشركة
توجد علاقة ارتباطية قوية بين معدلات الفائدة وسوق الأسهم. فانخفاض معدل الفائدة له تأثير إيجابي على سوق الأسهم بينما زيادة معدل الفائدة يؤدي إلى تأثير سلبي على سوق الأسهم.	معدل الفائدة
زيادة العرض النقدي له تأثير إيجابي على الاقتصاد وعلى سوق الأسهم. بشرط ألا يؤدي إلى حالة تضخمية. بينما نقص المعروض من النقود له تأثير سلبي على الاقتصاد وسوق الأسهم.	العرض من النقود
متانة أو قوة العملة المحلية له تأثير إيجابي على سوق الأسهم مما يكون له تأثير على الاستثمارات الأجنبية، بينما ضعف العملة المحلية له تأثير سلبي على سوق الأسهم لأن ذلك لا يشجع على الاستثمارات الأجنبية.	مدى قوة العملة المحلية

المصدر: عبد الغفار حنفي، مرجع سابق الذكر، ص 219.

يتضح من خلال الجدول بأن سوق الأسهم يمكن أن تتحكم فيه مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية، إذ يجب على أصحاب اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم أخذها بعين الاعتبار وخاصة عند إرساء النماذج الرياضية.

وبالتالي يمكن القول بأن عملية تقدير اتجاه الظروف الاقتصادية مرحلة مهمة في عملية اتخاذ قرار الاستثمار واختيار الأسهم.

المبحث الثاني: آلية عمل الأسواق المالية والأزمات فيها

يتم العمل في الأسواق المالية بآليات معينة، إذا تعتمد على قوى السوق (العرض والطلب)، ومهما تعددت الميكانيزمات والعوامل إلا أن للعامل النفسي دورا محوريا طبقا لما تمليه المالية السلوكية، كما يمكن أن ذاك العامل سبب في الأزمات، ذلك أن أسعار الأسهم ترتفع أثناء فترات الرواج الاقتصادي والسبب في ذلك تزايد معدل الأرباح المحققة من طرف المؤسسات وبالتالي يزداد الطلب على الاقتراض المصرفي مما يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد المصرفية. ولكن زيادة الثقة لدى المستثمرين ودافع الحوافز لدى المدخرين وما ينتج عنها من رواج اقتصادي تؤدي إلى الارتفاع للمستوى العام للأسعار، فالأرباح التي يحققها المستثمر تصبح وهمية نتيجة للضغوط التضخمية .

المطلب الأول: الأسواق المالية وأسعار الفائدة.

تشهد الأسواق المالية عدة تطورات مع مرور الزمن، فالأوراق المالية المتداولة في السوق متباينة من ناحية المخاطر، إذ أن السندات الحكومية مخاطر التعامل بها جد منخفض ذلك أنها تتمتع بنوع من الثقة والضمان فالعلاقة بين أسعار الفائدة للأوراق المالية ذات الأجل القصير وأسعار الفائدة للأوراق المالية طويلة الأجل مهمة جدا في هذا السياق، لأنها تعتبر عوائد على الموجودات، قلما يجري عليها تعديلات مقارنة مع متطلباتها.

ففي حالة تقديم المؤسسات المالية لكشوف حساباتها تواجه مثل هذه المخاطر، وهذه الأخيرة عادة ما يتم اتباع اساليب جديدة بهدف التقليل منها من خلال شراء العملات والصفقات المالية المستقبلية ، مبادلة الأوراق التجارية كالتالي:

أ- **المبادلة Swaps**: معناه يتم شراء وبيع عملة في ذات الوقت، لكن مدة استحقاقات كل صفقة بيع و شراء مختلفة، و هناك نوعان هما: مبادلات سعر الفائدة Interest Rate، و هي تشكل نسبة كبيرة من الصفقات و الثانية مبادلات العملة Currency Swaps.

ب- العقود المستقبلية **Financial Future Contract**:

ينص على استلام الأسهم مستقبلا و لا تشمل السلع بل السندات التي تصدرها الخزنة، سندات الحكومة، و الدولارات الأوروبية (العقود بالدولار و العملات الأجنبية) و هي أفضل تقديرات السوق لسعر المبادلة القصيرة الأجل بيومه، و هو تاريخ أو يوم الإستلام مثل سعر سندات الخزنة كل ثلاثة أشهر الذي يعتمد أيضا على سعر الفائدة.

ج- فترة السبعينيات عرف النظام المالي الأمريكي تطورات ، فكل قطاعات الاقتصاد الأمريكي قد أصبحت تسود ظاهرة المديونية الكثيفة، و أسعار الفائدة أصبحت متغيرة بشكل كبير، الأسواق المالية أصبحت هي الأخرى مهتمة أسعار الفائدة و بمخاطر الائتمان.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية و استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية .

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية و هذا باتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها، حيث انضمام الشركة إلى هذه السوق يحدث لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما ينشأ مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها حركة كبيرة²⁸.

²⁸ زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر ، المعوقات والأفاق ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 / 22

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية ودورها في تخفيض المديونية.

تعتبر عملية استقطاب المدخرات عملاً رئيسياً لسوق الأوراق المالية، منها جذب المدخرات الأجنبية وبالتالي استثمارها في الأسهم المحلية هذه العملية تسمح بزيادة معدل خدمة الدين وتفادي المشاكل الناجمة عن الاقتراض من الخارج، كما يمكن أن يعالج سوق الأوراق المالية في تخفيض المديونية الخارجية من خلال عملية التوريق ومضمون هذه العملية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية.

المطلب الرابع : سوق الأوراق المالية ودورها في دعم الخصوصية.

دخلت الكثير من الدول في إصلاحات اقتصادية، وهذا للتكيف مع اقتصاد السوق، وقد كان من نتائج هذه الإصلاحات فتح المجال للخصائص وتوسيع رأس المال وتعتبر الأسواق للأوراق المالية المحرك الأساسي لهذه العملية إذ تسمح بفتح كل أو جزء من رأس مال المؤسسات وتحويل المؤسسة من ملكية عامة إلى ملكية خاصة وقد تكون الخصوصية كلية أو جزئية. انطلاقاً من فرضية أن القطاع العام أحياناً غير قادر على تلبية كل المتطلبات الاقتصادية والاجتماعية للسكان.

المبحث الثالث: الاستثمار في الأوراق المالية.

ترتكز عملية الاستثمار في الأوراق المالية على عنصرين أساسيين: العائد المنتظر والمخاطرة، إذ يسعى المستثمر إلى تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطرة، أو تحقيق مستوى معين من العائد عند أقل مستوى من المخاطرة.

إن الهدف من خلال توظيف أموال آنية هو الحصول على تدفقات أكبر مستقبلاً، يقوم بعملية شراء الأوراق المالية عند انخفاض أسعارها وبيع عند ارتفاع أسعارها، وفي هذا الأثناء عرفت النظرية المالية تطوراً هاماً مع زيادة التحديات التي تواجه المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، كزيادة حدة المنافسة، ارتفاع معدلات التضخم، التقدم التكنولوجي، التكلفة العالية للمعلومات، زيادة التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي... إلخ.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار في السوق المالي.

يشمل الاستثمار عدد كبير من الأنشطة. وعادة ما يشير هذا المصطلح إلى استثمار الأموال في شهادات الإيداع والسندات والأسهم وصناديق الاستثمار، الاستثمار في بعض الأوراق المالية تساعد المستثمر على التحوط ضد المخاطر الناتجة عن التقلب في أسعار الأوراق المالية مثل خيارات البيع والشراء، عقود المبادلة، العقود المستقبلية وعقود المبادلة، إضافة إلى ذلك الاستثمار التقليدي في الأصول الحقيقية الملموسة.

1-العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية²⁹:

أ- التضخم: يعتبر التضخم المشكل الأساسي لرأس المال لما يمثله من انخفاض في كل من قيمة والقوة الشرائية للمدخرات فتكون نتيجة ذلك سرعة التخلص من تلك الأصول التي فقدت قيمتها وإحلال الأصول العينية محلها.

ب- المضاربة : وهي تتم بقصد الإفادة من تقلبات أسعار الأوراق المالية حيث تتم بناء على تقديرات المضاربين، غير أنه لا يمكن اعتبار جميع المضاربات ذات تأثير سلبي في أسواق الأوراق المالية، إذ أنها تساعد على ما بني على الحقائق الاقتصادية، على ازدهار السوق المالي وتطويره وتنشيطه. أما في الحالات التي تتم فيها المضاربة بشكل سريع ومفاجئ فإنها قد تسبب في انهيار البورصات. ولذلك يتم في الغالب فرض عقوبات شديدة لأي مضارب يحاول التأثير في أسعار البورصة بأي وسيلة غش.

ج- انتقال العدوى بين البورصات: إذا ما حدث هبوط إحدى البورصات أو تطور في أسعار بعض الأوراق المالية فإن سرعان ما تنتقل عدواه إلى باقي البورصات وذلك بناء على مدى الاتصال القائم بين البورصات بعضها البعض.

كما هو معلوم أن هناك نوعان من الأصول المستثمر فيها تتمثل في: أصول حقيقية و أصول مالية، إذ تعبر عن الحقوق لحاملها اتجاه مصدر هذه الأوراق المالية (مثل الجهات الحكومية أو مشروعات الأعمال)، ونستنتج من خلال ذلك بأن الورقة المالية هي دليل الملكية للمستثمر بحيث تحدد الحقوق القانونية للملكية في إجمالي أصول الجهة المصدرة لها.

2- مراحل الاستثمار في الأوراق المالية:

²⁹ http://www.caus.org.lb/PDF/EmagazineArticles/bouhothaqtisadiah63-64ola_adelaliabedal3al.pdf بتصرف le11/06/2016.

لقد بينا في ما سبق مفهوم الاستثمار مشيرين في ذلك إلى العوامل المتحكمة في هذا الأخير،
فيمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى مراحل نورد أهمها في ما يلي³⁰:

أ - تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية؛

ب- تحديد مستوى الخطر الملائم؛

ج- تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حده؛

د- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية؛

هـ- تقييم ما تم تحقيقه.

أ-تحديد الأهداف:

إن تحديد الأهداف من عملية الاستثمار في الأوراق المالية تعد أولى الخطوات، ذلك أنها تساعد
توجيه عملية الاستثمار في الاتجاه المرغوب فيه، الأمر الذي يؤدي إلى تركيز كل الجهود على
جانب واحد وبالتالي تفعيل النتائج المحققة.

ب-تحديد مستوى الخطر الملائم:

يعتبر تحديد الهدف من الاستثمار بدقة من أعقد المسائل، طالما أنها تتميز بدرجة كبيرة من
الحساسية، بحيث يتوقف القرار على تشكيلة الأصول التي تكون حافظة الأوراق المالية، بحيث يرى
البعض بأن المستثمر الذي يرغب في تجنب المخاطر يسعى إلى تشكيل المحفظة أغلبيتها سندات، بينما
المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر يشكل محفظة أغلبيتها أسهم.

ولهذا يمكن للمحفظة المالية أن تحوي أكثر من نوع من الأوراق المالية في سبيل تحقيق أكبر عائد
ممكن عند مستوى ملائم من المخاطر.

ج-تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية:

يجب إلقاء الدراسة التحليلية و التقييمية على الورقة المالية المراد الاستثمار فيها سواء كانت سندا أو
سهما، بهدف معرفة العائد والخطر الذي تحويه الورقة.

³⁰ عبد الغفور دادن، مرجع سابق ص 07.

د-تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية :

تعتبر هذه المرحلة تعد من أصعب المراحل وأعقدها، بحيث إن المستثمر الذي وفق فيها يمكن القول عنه مستثمر يتميز بنوع من الرشادة والعقلانية في الاختيار، ذلك أن الأمر يتطلب نوعا من الذكاء الاستثماري ، بحيث يتم إدخال الأوراق التي تتميز أسعارها نوعا ما بالاستقرار والثبات.

ه-تقييم ما تم تحقيقه:

يتم في هذا السياق مقارنة النتائج المحققة مع النتائج المقدرة بهدف معرفة حجم الانحراف، فكلما كان حجم الانحراف ضئيل كلما كان الأمر جيدا.

يتضح مما سبق فإن الموقف الشخصي للمستثمر، له دور محوري ورئيسي في شأن اتخاذ القرار، وهو أحد اهتمامات المالية السلوكية التي تبحث في الجانب السلوكي والنفسي للمستثمر باعتباره أحد قيود المسألة الاستثمارية.

تتضمن سياسة الاستثمار أولا تحديد الأهداف وتعيين قيمة الثروة التي يمكن توجيهها لعملية الاستثمار، بحيث هناك دليل رياضي يشير إلى أنه يوجد ارتباط موجب بين الخطر والعائد، إذ يجب تعريف المجموعات المرتقبة من الأصول المالية.

المطلب الثاني: المستحدثات في نظرية الاستثمار.

إن الاستثمار عرف عدة تطورات بمرور الزمن إذ يسعى المستثمرون إلى معرفة أثر السوق، بحيث إذا الاتجاه تصاعديا فإن أسعار الأسهم الأخرى سوف تحقق عوائد سالبة في بعض الأحيان والعكس صحيح إذا كان الاتجاه نحو النزول، ونستنتج من خلال ذلك أن التغير في الأسعار الفردية سوف يؤدي حتما إلى التغير في القيمة الإجمالية للأصول، وهذا بطبيعة الحال يعتبر إلى حد ما منطقي نظرا لوجود متغيرات متعددة، ذات التأثير على تقويم الأصول، مثلا عن ذلك علاقة المستوى العام لأسعار الفائدة بأسعار السندات، فإذا كان الاتجاه العام لمعدلات الفائدة يؤول إلى الزيادة، فإن قيمة السند المتداول حاليا ستتجه نحو الانخفاض، وهذا راجع إلى وجود فرق بين معدل الفائدة السائد في السوق ومعدل الفائدة الاسمي للسند، أما بالنسبة للأسهم تقارن عوائد السهم بمعدل العائد المطلوب، فإذا كنا أمام حالة كساد فإن الأمر سينعكس سلبيا على أسعار الأوراق المالية.

توجد حسب العديد من الباحثين عدة عوامل و متغيرات ذات التأثير على اتجاه الأسعار ومنه التأثير على واقع السوق وهذا ما يتجسد في نموذج السوق والذي يبين واقع السوق من خلال العلاقة بين عائد السهم ومحفظة السوق، ذلك توجد علاقة بين أسعار الأسهم والعائد المطلوب في السوق.

إن درجة استجابة عائد السهم للتغير الحاصل في محفظة السوق، أي مدى استجابة التغير في عائد السهم للتغير في عائد السوق يمكن قياسها من خلال المعامل β (معامل الحساسية).

يعتمد نموذج السوق على فرضيتين³¹:

1- توجد علاقة بين عوائد السهم وعوائد غيره من الأسهم وتظهر هذه العلاقة من خلال الرقم القياسي لعوائد السوق، كأن يتم الربط بين هذه العوائد والنتائج الوطني.

2- أن العلاقة خطية بين عائد السهم والرقم القياسي للسوق وبذلك يمكن التعبير عن هذه العلاقة جبرياً كما يلي:

$$r_{it} = a_i + b_i r_{mt} + e_{it} \dots \dots \dots (1)$$

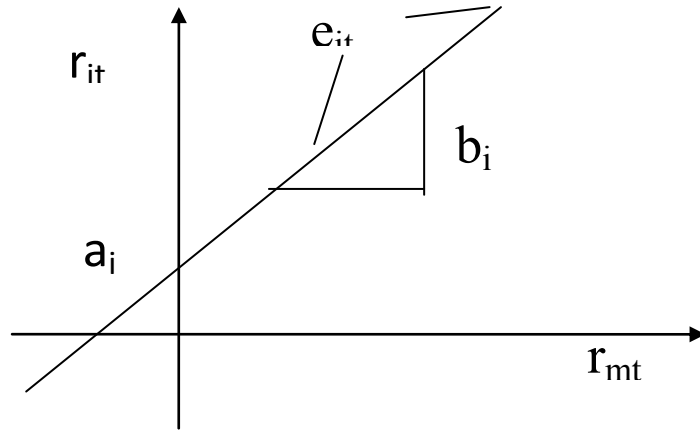
حيث:

r_{it} : مردودية السهم خلال الفترة فهذا العائد يتوقف على r_{mt} : مردودية السوق خلال تلك الفترة (معدل المرودية المطلوب)، والتغير في الرقم القياسي للسوق b_i (مقياس إحصائي لقياس المخاطر النظامية)

e_{it} : الخطأ العشوائي، a_i : معدل المرودية بدون خطر.

³¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق الذكر ص156.

الشكل رقم (06) يوضح : العلاقة بين عائد السهم والرقم القياسي لعائد السوق



المصدر: عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ص 157

إن هذه العلاقة عبارة عن دالة خطية تمثل خط مستقيم لا يمر بالمبدأ معادلته من الشكل:

$$y = a + \beta X + u \dots \dots \dots (2)$$

حيث β يمثل الميل من الناحية الرياضية ويأجراء عملية المطابقة بين العلاقة (1) و(2) نجد بأن :

β تمثل b_i ويمكن حسابها من خلال خط ميل الانحدار، هذا من الناحية الرياضية.

المعامل بيتا (b_i) :

كما هو معلوم اقتصاديا أن المعامل b_i مقياس إحصائي لقياس المخاطر النظامية، إذ يقيس درجة استجابة مردودية السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها).

يتم حسابه من خلال معطيات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابه بناءً على فترة تمتد إلى خمس سنوات فأكثر، فإذا كانت قيمة بيتا تساوي الواحد فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا أكبر من الواحد، فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق، وإذا كانت بيتا أقل من الواحد فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق، أما إذا كانت قيمة بيتا تساوي الصفر، فإن مخاطر السهم غير مرتبط بمخاطرة السوق، وفي حالة ما إذا كانت قيمة بيتا تساوي الواحد فإن مخاطرة السهم مساوية لمخاطرة السوق ولكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق.

تطبق الحالات المشار إليها سابقا بالنسبة للسهم الواحد، وهي نفس التفسيرات عند الحديث عن قيمة بيتا بالنسبة للمحفظة أو لقطاع ما، مقارنة بمعامل بيتا لمحفظة السوق والذي يساوي الواحد.

حيث إن المعامل بيتا يوضح بالعلاقة التالية:

$$Beta_i = b_i = \frac{Covariance(r_i, r_M)}{Variance_M}$$

$$= \frac{\rho_{im} \sigma_i \sigma_M}{\sigma_M^2}$$

الفردى أو بالمحفظة ، وكما
لمخاطر العامة لذلك وبصفة

تقدير بيتا: نرى
ذكرنا سابقا بأد

عامة يوجد ثلاث طرق لتقدير β وهي³²:

- تقدير بيتا على أساس التوزيعات الاحتمالية أي المتوقع بقيمة بيتا في المستقبل؛

- التقدير التاريخي لبيتا من خلال العوائد التاريخية؛

- تقدير بيتا المستقبلية من خلال تعديل بيتا التاريخية بالاعتماد على العوامل المؤثرة على قيمة بيتا للسهم.

ولكن بالرغم مساهمة نموذج السوق في حل الكثير من الصعوبات المتعلقة بظروف الورقة المالية أو ظروف السوق إلا أن لديه قصور، ذلك أنه يعتمد على عوامل تتعلق بالسوق فقط و يهمل العوامل الأخرى، المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل معدلات الفائدة، معدل النمو في الناتج الإجمالي المحلي، معدل التضخم، أسعار الصرف..... إلخ.

المطلب الثالث : القرار الاستثماري في السوق المالي

³² عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص159.

القرار الاستثماري، هو ذلك القرار الذي يعتمد على اختيار البديل الاستثماري، الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بديلين على الأقل، ولا يتم اتخاذ القرار إلا بعد إجراء جملة من الدراسات و التطرق إلى مراحل تنتهي باختيار قابلية البديل للتنفيذ، وفقاً لأهداف وطبيعة الاستثمار.

يشير التعريف إلى وجود العديد من البدائل الاستثمارية، إذ يجب على متخذي القرار اختيار البديل الأمثل بناء على مؤشرات تتسم بالموضوعية، ولكن عادة ما يكون متخذي القرار أمام بديل واحد يراودهم خيار استثمار أم لا؟

يتميز القرار الاستثماري بنوع من التعقيد كونه يتعلق برهانات المستقبل، ولا يقتصر الاستثمار على الأصول الثابتة فقط، بل يمس كذلك الزيادة في الأصول المتداولة.

فموضوعنا هو تسليط الضوء على الاستثمار في الأوراق المالية بحيث نكون أمام أكثر من نوع من الأوراق المالية : الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، السندات المتحولة، أذونات الخزنة... الخ، فمتخذ القرار في هذا الشأن يمر على مجموعة الدراسات والتحليلات، حتى لا يفاجئ بالأزمات .

تنوع القرارات الاستثمارية حسب نوع العملية كما يلي:

1- قرار البيع:

يشهد السوق حالة التوازن إذا تساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الورقة المالية تتحرك معها ديناميكية آلية السوق فينتج عنها رغبات جديدة لشراء الورقة المالية من طرف مستثمرين جدد، وفي هذا النطاق يرى المستثمر بأن السعر السوقي في تلك اللحظة لا يزال أقل من قيمة الورقة، وبالتالي يجب عليه أن يعرض سعراً جديداً للورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر عن القيمة تاركاً وراءه حافراً لدى غيره للبيع. هذه الحالة لها انعكاس على آلية السوق ليصل هذا الأخير إلى نقطة يصبح فيها عرض الورقة المالية أكثر من الطلب عليها وعليه يتجه سعر السوق للورقة نحو الانخفاض مرة أخرى وهكذا تكون الدورة.

2- قرار الشراء:

نلجأ إلى هذا النوع من القرار عندما نلاحظ بأن قيمة الورقة المالية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها، تم حسابها في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، أو بتعبير آخر

عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الورقة الاستثمارية، الأمر الذي يشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء بهدف تحقيق أكبر عائد.

عندما يكون المستثمر (العميل) راغباً في عملية الشراء، يقوم بإصدار أمر بالشراء و يقوم بتحديد السعر الملتقى الأوامر في مؤسسة السمسرة ومن خلاله يحصل العميل على السهم ويجزأ سعر الشراء الوارد في شكل أمر الشراء إلى³³ :

- **سعر التداول** : يشير إلى إمكانية الحصول على سعر السهم بالسعر الذي عرض به على شاشات التداول دون التقييد بسعر معين.

- **السعر المطلوب** : يقوم بتحديد العميل وهو سعر محدد للحصول على السهم ويرضى به العميل للتعامل به في ملتقى الأوامر ويبلغ للسمسار ويتم عرضه على شاشات التداول تدعى بشاشات أفضل الأوامر حسب السعر.

- **تنفيذه بنفس السعر**: مدة صلاحية أمر الشراء المحرر من قبل العميل تكون صالحة إلى غاية تنفيذ الأمر بنفس السعر المحرر من طرف العميل.

- **أمر شراء لمدة شهر** : مدة صلاحية هذا الأمر شهر، إذا تحقق السعر الذي يرغب فيه المستثمر خلال شهر يتم تنفيذه وبانقضاء الشهر ولم يتم تنفيذ الشهر يقوم المستثمر بتحرير أمر آخر.

- **ذات الجلسة** : الأمر يكون ساري المفعول إلى غاية نهاية الجلسة ويتم تنفيذه خلال الجلسة إذا تحقق السعر الذي يرغب فيه العميل.

3-قرار عدم التداول:

إن الحالة السابقة المترتبة عن الضغوط الشرائية يؤدي إلى استجابة آلية السوق لتلك الضغوط، مما يؤدي إلى الارتفاع في السعر السوقي بشكل مستمر حتى يصل إلى نقطة أين يتساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الورقة المالية، وهذه الحالة تدعى بحالة التوازن في السوق، تفرض على من كان لديهم الاتجاه نحو الشراء التوقف عن الشراء، وحتى على أولئك اللذين كانوا راغبين في البيع التوقف عن البيع، ويسمى هذا القرار الاستثماري في هذه الحالة بقرار عدم التداول.

³³ Hooper.V, Kim.S “The determinants of capital inflows: does opacity of recipient country explain the flows?” Economic systems, 2007,(1) p.36.

ويمكن تبويب خصائص وسمات القرار الاستثماري إلى ³⁴ :

- خصائص ترتبط بالبعد الزمني.
- خصائص ترتبط بمحالات الطبيعة.
- خصائص ترتبط بالهيكل التمويلي.

يمكننا من خلال ما سبق استنتاج خصائص القرار الاستثماري :

- أنه استراتيجي، يحتاج إلى وسائل وأدوات التنبؤ بالمستقبل؛
- يبنى على قيم احتمالية، وتتحكم فيه ظروف التأكد وظروف عدم التأكد.
- يتميز بدرجة كبيرة من التعقيد، فغالبا ما يصعب الحصول على المعلومات المعلقة بالأرقام بشفافية وما تقتضيه متطلبات الإفصاح المالي؛
- يرتبط بأنشطة مستقبلية و بدرجة معينة من المخاطرة؛
- ينتج عن القرار الاستثماري تكاليف ثابتة ليس من السهولة تصحيحها أو التخلص عنها؛

المطلب الرابع: التخطيط الاستراتيجي للاستثمار في الأوراق المالية

العملية الاستثمارية ينتابها المخاطرة ونوع من التعقيد ولكن تكون العملية هادفة و بأقل مستوى من المخاطرة إذا اتبعنا الخطط الاستراتيجية .

تقوم الاستراتيجيات النشطة للإدارة الأوراق المالية ، على اعتقاد أساسي مؤداه أن أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية ، خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل ، مثل هذه القناعة قد يكون مرجعها معرفة وخبرة ومهارات تحليلية يملكها المستثمر ، أو قد يكون مرجعها معلومات لا

³⁴ http://q8se.blogspot.com/2012/03/blog-post_02.html le 10/06/2016

تتاح للآخرين هذا يعني أن سبيل التحليل الأساسي و الفني ونماذج تقدير القيمة الحقيقية لورقة المالية ، تعد جميعها أدوات نافعة قد يستطيع المستثمر أن يحقق من ورائها أرباح غير عادية³⁵ .

1- استراتيجيات الاستثمار:

في الواقع يرتبط الاستثمار بظروف التأكد وظروف عدم التأكد مما يحتم على متخذ القرار ترشيد الاستثمار وتفعيله، ولتحقيق ذلك لا بد من وضع خطة مساعدة على اختيار الاستثمار وانتهاج أسلوب في الشراء وتحديد المدة الزمنية اللازمة للاحتفاظ بالاستثمارات ضمن المحفظة الخاصة مع الأخذ بعين الاعتبار موعد البيع المناسب.

بخلاف ذلك يعتبر عمل بدون خطة ، الأمر الذي يؤدي إلى استثمار الأموال بطريقة عشوائية دون إدراك لكيفية توظيف الاستثمار كهدف تحقيق العائد المتوقع، تساعد الاستراتيجية على التقليل من حدة المخاطر التي يواجهها المستثمر وتشير العديد من الدراسات إلى أن تحقيق الأهداف ذو الأجل الطويل على أسلوب تخصيص الأصول أو توزيعها على مجموعة من سبل و أدوات الاستثمار .

يمكن وضع إستراتيجية خاصة بمسثمر معين، بين البيع والشراء، فبمجرد أن تدرك وتفهم طريقة عمل هذه يجب تطوير الأساليب، يمكن اختيار الأسلوب الأكثر ملائمة وتوجيه بالطريقة التي تتناسب مع الأسلوب الخاص بالاستثمار.

يضع الخبراء و مستشارو الاستثمار في مؤسسات إدارة المحافظ عادة استراتيجية الاستثمار من الأولويات ضمن قائمة الخدمات، بحيث يقوم المستشار بتوضيح عمل استراتيجيات الاستثمار المتعددة والمختلفة وغالبا ما يصاحب القرارات الاستراتيجية تبعات طويلة الأجل، ويشير أداء أسواق المال عبر التاريخ إلى أنه من الأفضل الاستثمار في الأسهم بدلا من الاستثمار في السندات والأدوات الاستثمارية الأخرى في الأجل الطويل، وكذلك يعتبر التنوع في الأصول إحدى الآليات التي تحمي المستثمر ضد المخاطر غير المرتقبة والمتوقعة.

توجد العديد من التوجهات في شأن الاستثمارات قصيرة الأجل التي يمكن استخدامها كسبيل لزيادة معدلات الأرباح، إلا أنها في ذات الوقت تزيد من درجة احتمال المخاطر المكبدة للخسائر، وتمثل تلك التوجهات في بيع الأوراق المالية المقترضة والشراء الهامشي والتداول في نفس الجلسة.

³⁵ <http://www.djelfa.info/vb/showthread.php?t=279782> le10/06/2016

تعتمد على دراسة تقييمية لما قد سيحدث من تغيرات في أسواق الأوراق المالية خلال الأيام والأسابيع القليلة الماضية.

2- الأساليب المعتمدة في الإستثمار:

تتعدد اساليب الاستثمار في الأوراق المالية تبعاً لعدة متغيرات، تأخذ بعين الاعتبار حتى تكون عملية الاستثمار هادفة.

يمكن الإستثمار في الأسواق المالية كما يلي³⁶:

- طبيعة البيئة الاقتصادية.

- القنوات الاستثمارية المتوفرة.

- خطط المستثمر المالية الشخصية.

- المستثمر نفسه "التفكير المستقل".

- المبلغ المتوفر للاستثمار.

- مدة الاستثمار.

- تنوع الاستثمار (سلة البيض).

تتعدد أوجه الاستثمار باختلاف زاوية نظر كل باحث ولكن هناك بعض الأساليب تساهم على التوافق بين وجهات النظر وحسب الدراسات المنشورة في المواقع الالكترونية بخصوص الاستثمار نجد³⁷:

- الشراء الهامشي:

³⁶ www.ingdz.net/vb/archive/index.php/t-23770.html le 10/06/2016.

³⁷ <http://www.iinvest.org.eg> le 20/06/2010 يتصرف

تسمح هذه الطريقة بإمكانية تعظيم العائد إلى أقصى ما يمكن، في حالة ما إذا كان تسديد التكلفة من الأموال الخاصة، وفي حالة ما إذا انخفض سعر السهم، فيجب الانتظار بهدف التعرف على ما إذا كان سعر السهم سوف يرتفع مرة أخرى أم لا، حينما يقوم بالشراء الهامشي، فإنه يفتح حسابا خاصا مع مؤسسة السمسرة المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولة نشاط شراء الهامشي. وحينما يقوم بشراء أسهم جديدة من خلال هذا الحساب، يمكنه توفير جزء من المبلغ واقتراض الباقي إلى ما قيمته 50% من مؤسسة السمسرة الخاص بك ويطلق على المبلغ المقترض قرض هامشي وتسدد الفائدة المستحقة عليه، وإذا ما ارتفع سعر أسهمه الجديدة، يقوم ببيعها وسداد القرض الهامشي والحصول على الباقي، بعد خصم رسوم السمسرة وفائدة القرض.

أما من ناحية تكلفة القرض الهامشي فكلما طالت مدة الانتظار كلما ارتفعت تكلفة القرض، الأمر الذي يؤدي إلى اغتنام أي أرباح مستقبلية، أما إذا انخفضت قيمة الأسهم عن الحد الأدنى لنقطة معينة، بما يقابل نسبة مئوية محددة مسبقا من حقوق الملكية يمكن لمؤسسة السمسرة المطالبة بإضافة مبلغ كافي إلى الحساب الهامشي بهدف رفع القيمة مرة أخرى إلى الحد الأدنى وهذا يعرف بطلب زيادة الضمان، وتمثل حقوق الملكية الخاصة في الفرق بين القيمة السوقية للسهم ومبلغ القرض الهامشي.

تتم عملية بيع الأوراق المالية المقترضة عندما يشعر عملاء الشراء الهامشي بالتفاؤل، بحيث يتوقعون ارتفاع في الأسعار مستقبلا، وعندما يتوقعون انخفاض في الأسعار فإنهم يشعرون بالتشاؤم.

بهدف الاستفادة من الانخفاض المتوقع في حالة بيع الأوراق المالية المقترضة، يجب اقتراض حصص السهم من خلال آلية المقاصة والقيود المركزي والإيداع، بعد ذلك يتم بيع الأسهم المقترضة والحصول على المبالغ المالية التي يتم تحقيقها من خلال عملية البيع، وإذا حدث انخفاض في السعر وفقا للحسابات الخاصة فإنه من الممكن إعادة شراء السهم بأقل سعر وإعادة الأسهم المقترضة إلى مؤسسة السمسرة، وبعد القيام بعملية تسديد الفائدة والعمولات، يتوقع تحقيق أرباحا كبيرة من خلال عملية البيع المبدئية للأسهم.

على الرغم من ذلك يمكن أن يكون للاستراتيجية تأثيرا عكسيا في حالة ما إذا ارتفع سعر الأسهم بدلا من الانخفاض أو حتى ولو حدث استقرار في أسعار الأسهم لفترة زمنية طويلة.

- طريقة التداول:

يدافع العديد من الخبراء عن استراتيجية الاستثمار التي تتمثل في الشراء والاحتفاظ بالأسهم والسندات الصادرة عن المؤسسات المحققة للربحية المرتفعة إضافة إلى صناديق الاستثمار التي تستثمر في هذه الأسهم والسندات إذ يجب إدراج هذه الأخيرة في محفظة الأوراق المالية للأجل الطويل وبمرور الزمن يمكن أن يزداد سعر الأسهم ، مما يؤدي إلى دعم قيمة المحفظة كما يتوقع أن تدر السندات عائدا بشكل منتظم أين يقوم بعض المستثمرون باستخدام إستراتيجية التداول في ذات الجلسة سعيا وراء شراء الأسهم نظرا لارتفاع سعرها خلال الجلسة، ويعتمد نجاح الإستراتيجية على اتخاذ القرار في الوقت المناسب، بحيث يتطلب التداول في ذات الجلسة اهتماما مستمرا، الأمر الذي يؤدي إلى استقرار النتائج المقدرة، لا سيما في الأسواق المتميزة بالتقلب أين يكون تحديد اتجاهات الأسعار جد صعبا.

يشير أحد المحللين إلى أن خطط الاستثمار ذات الأجل الطويل من شأنها أن تؤدي إلى زيادة الأرباح مع التقليل من حجم الخسائر، و ربما يكون هناك حتى أرباح أو توزيعات أسهم مجانية إضافية، مع إمكانية تجزئة الأسهم على مدار 15 سنة أو 20 سنة فيزداد معها حجم وقيمة المحفظة ويفيد ذلك في حالة انخفاض أسعار الفائدة بحيث تباع السندات القديمة بسعر أعلى.

- الاستثمارات ذات المعدلات الثابتة(حساب متوسط التكلفة النقدية):

عملية الاستثمار بمعدلات ثابتة كاستراتيجية استثمارية ذات الأجل الطويلة، إذ تمكن المستثمر من استثمار نفس المبلغ في إطار محدد تبعا لبرنامج منتظم ومن خلال الالتزام بهذا البرنامج الخاص سواء ارتفعت القيمة السوقية أو انخفضت، يكون متوسط السعر الذي يمكن تسديده من قبل الأسهم أو وثائق صناديق الاستثمار أقل من متوسط تكلفة الأسهم خلال نفس المدة.

يرجع ذلك إلى إمكانية شراء المزيد من الأسهم حينما ينخفض السعر، ينتج عن ذلك خفض متوسط السعر، ولكن يجب الإدراك بأن الاستثمار وفقا لهذا الأسلوب لا يضمن تحقيق الأرباح أو الحماية من الخسائر التي يمكن أن تحدث في أي وقت في السوق، وبالرغم من ذلك تبقى كوسيلة اقتصادية لبناء قاعدة الأصول.

- تنويع السيولة:

خطة تنويع السيولة من شأنها أن تفصح عن استراتيجيات مخفية يمكن أن تكون أكثر تركيزا لصالح فئة معينة من الأصول، من بينها السندات وشهادات الإيداع متنوعة السيولة، فبدلا من تخصيص مبلغ كامل للاستثمار في السندات في شكل إصدار واحد في تاريخ استحقاق محدد، يمكن

توزيع الاستثمار على ثلاثة أو أربعة إصدارات مختلفة في آجال الاستحقاق، من أجل استحقاق لمدة سنتين، يليه أربع سنوات ثم ست سنوات، وعند حلول أجل استحقاق كل سند، يمكن إعادة استثمار أصل رأس المال بهدف المحافظة على نمط تواريخ الاستحقاق ووفقا لهذه الخطة يصبح كل سند مستحق السداد كل عامين، ولكن الفترات البينية قد تكون أطول أو أقل.

- أسلوب فتح حساب لدى صندوق الاستثمار:

وفقا لهذا الأسلوب يتم توزيع الأموال المعاد استثمارها، إذ يمكن المفاضلة بين الحصول على عائدات وتوزيعات أرباح رأس المال أو إعادة استثمارها في إطار صندوق الاستثمار، وتستخدم بعض الشرائح وخاصة فئة المتقاعدين توزيعات الأرباح ضمن الدخل الصافي الخاص بهم بهدف إعادة استثمارها، وذلك بشراء وثائق إضافية بالصندوق مع كل عملية توزيع للأرباح، بشكل شهري أو سنوي طبقا لنظام الصندوق.

وأسلوب فتح الحساب للتعامل في الأوراق المالية يعتمد على نظام الشفرة وهو إعطاء رقم سري للمستثمر للتعامل به.

انطلاقا مما سبق و في يخص عملية تنويع السيولة حسب وجهة نظري لها بعدين أساسيين :

البعد الأول: إذا كانت حالة انخفاض في أسعار الفائدة عند حلول تاريخ استحقاق السند في حين القيام بإعادة الاستثمار في السندات، يتم اللجوء إلى القبول بالحد الأدنى لسعر العائدة والحد الأدنى للعائد الذي يدره. ولكن إذا كانت حالة سندات متعددة آجال الاستحقاق، فإنه يظهر جزءا واحدا فقط من محفظة السندات مستحقا ويجب إعادة استثماره مرة أخرى، وبناء على هذا الأسلوب يتم قد التخفيض من مخاطر تراجع العائد وبالتالي يكون الخطر مس جزءا واحدا فقط من محفظة السندات.

البعد الثاني: يمكن أسلوب تنويع السيولة من توظيف إحدى السندات المستحقة في إجراء نمط آخر من أنماط الاستثمار، أو التنازل عن سند بهدف تغطية نفقات غير متوقعة، دون اللجوء إلى بيع كل ما نملك من سندات وتعتبر هذه الخاصية ممتازة في حالة ارتفاع أسعار الفائدة واضطررنا إلى التنازل عن السندات بنسبة معينة من الخصم أو بأقل من قيمتها الاسمية.

3- الاستثمار العقلاني:

ويؤكد (Barberis&Thaler,2002) أهمية التمويل السلوكي، للتحقيق استخدام شامل لظواهر السوق لأنها تعتبر آلية صنع القرار النفسي لسلوك المستثمرين لعدد كبير من خيارات المستثمر المختلفة التي لها مخاطر مختلفة والعودة إلى أفضليات ذات الصلة بدرجة المخاطر المرتبطة بهذه المنتجات والتي تختلف عوائدها بطبيعة الحال مع مستوى المخاطر³⁸.

بالرغم من المعايير الكمية وتعدد نماذج اتخاذ قرار الاستثمار تبقى المالية السلوكية التي تهتم بدراسة الجانب الشخصي والنفسي للمستثمر أحد قيود مسألة الاستثمار.

يتسم كل فرد بوجود طابع شخصي خاص، فيمكن أن يكون اجتماعيا أو انطوائيا، يتميز بالتفكير والتدقيق وعدم التسرع في اتخاذ القرار، هذه الجوانب كلها تترك بصمات وآثارا على سلوك الإنسان فيما يتعلق باستثمار الأموال.

فكل مستثمر لديه أسلوبه الخاص في الاستثمار، فمنهم من يرغب في مواجهة مخاطر عالية ويستثمرون مبالغ كبيرة في الاستثمارات التي تتميز بالمضاربة، ومنهم من يرغب في تحقيق السلامة والأمان بإيداع أموالهم في البنوك بالرغم من أن ذلك سوف يؤدي إلى تآكل القدرة الشرائية لأموالهم بسبب ارتفاع معدلات التضخم.

تندرج معظم الشرائح من الأشخاص ضمن الفئة الوسطى، راغبين في تحمل بعض المخاطر، مع توقع الحصول على أرباح أكبر من تلك التي يحصلون عليها مقابل إيداع أموالهم في البنوك.

نستنتج بأن حجم المخاطرة المرغوب في تحمله هو القيد الرئيسي و المحدد الأساسي في تحديد أسلوب الاستثمار.

توجد استراتيجيات يمكن اتباعها لتحقيق مكاسب في سوق الأوراق المالية، وعلى المستثمرين أن يكونوا على دراية بطبيعة الأوراق المالية التي يمتلكونها والأسباب الخاصة للإبقاء عليها في حوزتهم.

تعتمد هذه النظرة على النسبة الرياضية التالية: (P/E) وتمثل سعر السهم إلى مكتسبات السهم.

فحسب التحليل فإن المستثمرين يحتاجون إلى مراعاة النقاط التالية:

³⁸ مهدي عطية موحى الجبوري، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 22، العدد 04 ص 786.

- باعتبار أن المركز المالي للمؤسسة قويا، فنسبة السعر إلى المكتسبات قد يبرر بالوضعية الحرجة للسوق بخصوص المخاطرة المرافقة لديون المؤسسة.

- البحث عن نمو مؤكد للسنوات على الأقل بنسبة 15% سنويا على مدى السنوات الخمس الأخيرة.

- يجب أخذ الحذر بخصوص المؤسسات ذات الدورات التجارية فالنسبة (P/E) المنخفضة قد تعكس حقيقة أن المكتسبات قد تكون في قمة دورتها.

- البحث عن المؤسسات الصغيرة: فالقيمة السوقية للأسهم التي تعبر عن السعر مضروبا في عدد الأسهم المتداولة في المؤسسات الصغيرة بإمكانها أن تكون أكبر، مقارنة بقيمتها في المؤسسات الكبيرة، مع الأخذ بعين الاعتبار عامل المخاطرة، فالمكتسبات في المؤسسات الصغيرة يمكن أن تشهد معدلات في النمو أسرع من معدلات النمو في المؤسسات الكبيرة.

انطلاقا مما سبق وبهدف ترشيد الاستثمار يتم اللجوء إلى مايلي:

- يجب أن يتراوح معدل النمو في المكتسبات ما بين 20% إلى 25% لمدة خمس سنوات.

- تحليل وضعية المؤسسة .

- التأكد من معقولية عبء المديونية، يجب أن نعلم بأن المؤسسات الصغيرة ذات الحجم الكبير من المديونية يمكن أن تقع في صعوبات مالية خطيرة، في حالة تدهور الأوضاع الاقتصادية.

- مراعاة الملكية المنخفضة من مؤسسات: إن الأسهم التي ذات الإقبال الكبير من طرف المؤسسات، تميل نوعا ما إلى الانخفاض في الأداء الجيد، وأحسن وقت لشراء السهم هو قبل أن تنجذب إليه المؤسسات وتؤدي إلى الارتفاع في الأسعار.

- تجنب الأسهم ذات القيمة المنخفضة: لأنه عادة ما تتميز أسواق هذا النوع من الأسهم بالتلاعب في

الأسعار والاحتيايل.

- معرفة الأدوات الاستثمارية المتوفرة في البورصة (الأسهم، السندات، صناديق الاستثمار...الخ).
- اختيار الوسيط المالي: إما شركة سمسرة أو عن طرق شركة إدارة محافظ أوراق مالية أو في حالة الرغبة في الاستثمار في وثائق صناديق الاستثمار فإن ذلك ممكن من خلال شرائها من أحد البنوك التي قامت بإنشاء صناديق الاستثمار، ومهما كان الأمر فإنه يجب اختيار الوسيط الذي يقوم بتوفير أكبر عدد ممكن من المعلومات والبيانات المتعلقة بظروف السوق.
- اختيار الاستثمارات بعناية: يتم اختيار أدوات الاستثمار على حسب الأهداف المرسومة، بالنسبة للمستثمرين المؤسسين كمؤسسات التأمين وصناديق يرغبون في الاستثمار في السندات أما بالنسبة للمستثمر الفردي تجده يرغب في الاستثمار في الأسهم وصناديق الاستثمار على حسب الأهداف.
- إذا كان المستثمر من الذين يمضون وقتاً طويلاً في البحث وتحليل الأوراق المالية واتجاهات السوق، فإن الاستثمار في الأوراق المالية من خلال مؤسسة السمسرة مباشرة يكون أكثر السبل في ملائمة.
- أما إذا كان المستثمر من بين الذين لا يدركون ظروف السوق وليس له الوقت الكافي لاختيار ومتابعة الاستثمارات ولا يرغب في تحمل الكثير من المخاطر، فإن الاستثمار المناسب في هذه الحالة هو الاستثمار في وثائق صناديق الاستثمار.
- القيام بإجراء الدراسات والأبحاث قبل الشروع في اتخاذ القرار: في حالة الاستثمار الفردي في الأوراق المالية عن طريق مؤسسة السمسرة فإنه يجب قبل الشروع في اتخاذ القرار إدراك كل المعلومات المتعلقة بالاستثمار بحيث يجب تحليل التقارير السنوية للمؤسسة المصدرة وتحليل القوائم المالية وتحليل القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.
- أما إذا كنا أمام حالة الاستثمار في أحد صناديق الاستثمار، فإنه يجب علينا قراءة نشرة الاكتتاب بشكل جيد بهدف التأكد من السياسة الاستثمارية للصندوق ومدى مطابقتها للأهداف الاستثمارية .
- الاستثمار إلا في القدر الذي يزيد عن الاحتياجات المعيشية: يجب توفير الحد الأدنى من السيولة ما يكفي من 3 إلى 6 أشهر لمواجهة الطوارئ، ويجب تجنب اقتراض الأموال لانطلاق الاستثمار.
- يجب التفكير في الاستثمار على المدى البعيد : فهناك هدفان من الاستثمار في البورصة أولها استثمار المدخرات على المدى الطويل من أجل مستقبل أفضل والثاني هو اللجوء إلى البورصة لغرض

المضاربة على الأسعار في المدى القصير، فالتركيز على الهدف الثاني سيؤثر سلباً على سيروية الاستثمارات، فأى بورصة يمكن أن تتعرض لانخفاضات مفاجئة وهبوط في الأسعار، خاصة إذا كان من المؤلف استقرار الأوضاع الاقتصادية، ولا يجب التسرع حينئذ في التنازل عن الاستثمارات، لأن سرعان ما تتعافى البورصات وتعود الأسعار إلى الارتفاع مجدداً، ولكن في حالة اتخاذ قرار الإدخال للبورصة بهدف المضاربة قصيرة الأجل، يجب الأخذ بمبدأ الحيطة والحذر ولا يمكن فعل ذلك بأموال نحن بحاجة إليها أو بأموال مقترضة.

- تحديد المبلغ الدوري للاستثمار: هذه الطريقة تجعل تقلبات السوق لصالح المستثمر، لأن الاستثمار في كمية محددة من الأموال تقدم تأثير صافي لمدة طويلة على تقليل متوسط التكلفة لكل ورقة مالية يتم شرائها، كما أنها تتيح الفرصة لشراء أوراق مالية أكثر عند انخفاض الأسعار، وفي حالة صعود السوق يصبح متوسط سعر الورقة المالية أقل من السعر الذي تم شرائها به، وعليه نكون قد حققنا المنفعة عند انخفاض السوق وعند ارتفاعه.

- تجنب وضع الاستثمارات في نطاق واحد: إن مبدأ التنوع يعتبر أحد هذه الأساليب، فالتنوع في الأدوات الاستثمارية ضروري ومهم فالحسارة التي حدثت في إحدى الأدوات يمكن تعويضها في أدوات أخرى.

- مراقبة الاستثمارات: إذ يجب تسليط الرقابة على الاستثمارات بشكل مستمر، بهدف التأكد مما إذا كان البرنامج الاستثماري يسير في الاتجاه المرغوب فيه أم أن هناك ضرورة لإعادة هيكلة الاستثمارات، كما يجب إعطاء أوامر واضحة للسماح لتجنب الغموض، ولا ننسى مراجعة كشوف الحسابات.

- الحيطة والحذر من محاولات الغش: فلا نتخدع من الوعود بالأرباح السريعة والمضمونة، ويجب أن نعلم بأنه كلما زاد الربح المتوقع زادت معه احتمالية وقوع الخسائر.

- معرفة الحقوق والالتزامات: إدراك كل القواعد واللوائح المتعلقة بظروف السوق، لأن ذلك حتماً سيساعد على حماية الاستثمارات ومن خلال ذلك لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين.

4- العوامل المحددة لأسلوب الاستثمار:

توجد مجموعة من العوامل تحدد أسلوب الاستثمار في الأوراق المالية منها³⁹:

-**الجانب الشخصي**: للجانب الشخصي دور مهم في توجيه وتحديد أسلوب الاستثمار، فهناك فرق بين شخصية المستثمر المغامر و شخصية المستثمر الذي لا يغامر فمن المؤكد أن لكل منهما أسلوبه الخاص في الاستثمار.

-**العمر**: يساهم العمر في تحديد أسلوب الاستثمار، إذا كان المستثمر صغيرا في السن و يحظى بقدرات مالية ودخل مرتفع في حين لم يواجه تقلبات اقتصادية على مدار حياته، فإنه سيرغب في المزيد من المخاطرة، سعيا وراء تحقيق أكبر عائد.

إذا كان المستثمر على وشك التقاعد و لا يستطيع تحمل مسؤوليات مالية ضخمة، فمن المستحسن أن يكون من المستثمرين المتحفظين، ويتفادى الخوض في تحمل مخاطرة كبيرة.

-**القدرات المالية**: تعتبر القدرة المالية و المداخيل المرتفعة من إحدى أهم أركان تحديد الاستثمار فأصحاب المداخيل المرتفعة يمكنهم تحمل المخاطر المرتفعة بشكل بسيط، لأن لديهم ما يكفيهم من تغطية نفقات المخاطرة والتقلبات، نتيجة لقدراتهم المالية المرتفعة وارتفاع حجم مداخيلهم.

التنوع في أساليب الاستثمار، حتما يتبعه التنوع في أنماط المستثمرين، إلا أنه يمكن تصنيف أغليبيتهم ضمن فئة واحدة من بين أربع فئات فمنهم: المتحفظ، المعتدل، المخاطر، المعاكس.

4-أ-**المستثمر المتحفظ**: هو المستثمر الذي يكون متحفظ عند اتخاذ قراراته و يراعي معيار الأمان وعدم المخاطرة على حساب الربحية، وقد تأخذ قراراته الاستثمارية المعيار التشائمي تجاه درجة الأمان والمخاطر⁴⁰.

المستثمرون المتحفظون بشكل عام، يعطون الأولوية لحماية ما يملكونه من أموال و ثروات، وهذا ما يسمى بالمحافظة على رأس المال، هادفين من خلال هذا المبدأ إلى تجنب المخاطرة، خاصة بفقدان أصل من الأصول والأموال المدخرة، حتى إذا كان ذلك على حساب تعظيم العائد.

³⁹ <http://www.iinvest.org.eg> بتاريخ 20/06/2010. بتصرف

⁴⁰ محمد عبد المجيد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي الاسكندرية، 2011، ص84.

يقوم المستثمرون المتحفظون بتخصيص معظم محافظهم الاستثمارية للسندات مثل : (أدونات الخزانة، السندات المحلية المتسمة بالعائد المرتفع، شهادات الإيداع، حسابات الادخار..).

عادة ما يرفضون الاستثمار في الأسهم، نظرا لاحتمالية انخفاض قيمتها، لاسيما في الأجل القصير، و إذا حدث أن خاطر المستثمرون المتحفظون بالاستثمار في الأسهم، فإنهم غالبا ما يقع اختيارهم على الأوراق المالية من الدرجة الأولى أو الأسهم الصادرة عن المؤسسات الكبيرة والتي تكون معروفة العائد نظرا لتغير قيمتها بصورة بطيئة مقارنة بالأنماط الأخرى من الأسهم.

في أغلب الحالات يقبل المستثمر المتحفظ بالعائد المتواضع من الاستثمارات، مما الأهداف ذات الأجل الطويل صعبة التحقيق.

ولكن في بعض الأحيان، قد يكون أسلوب التحفظ ملائما، في حالة استثمار مبالغ مالية كبيرة في الشركات ذات الطابع الخاص، فقد يكون من المناسب أن نواجه مخاطر أقل في محفظة الاستثمارات، أو في حالة التقاعد، قد يكون من غير الملائم أن نخاطر بحجم كبير من الأموال في الأوراق المالية، التي تتغير قيمتها في المدى القصير بمعدلات متسارعة مثل الأسهم ذلك المستثمر المقبل على التقاعد قد لا يكون له الوقت الكافي لاستعادة قيمة المحفظة في حالة انخفاض أسعار الأسهم.

4-ب-المستثمر المعتدل (المتوازن): هذا النوع من المستثمرون يتخذون قراراتهم بشكل معتدل، يعتمدون في حساب درجة درجة الربحية والمخاطرة على أساس متوازن مما يؤدي إلى خفض المخاطر وتعظيم الأرباح.

يتسم المستثمرون المعتدلون برغبتهم في زيادة قيمة المحفظة الاستثمارية، مع الأخذ بعين الاعتبار حماية الأصول من المخاطر والخسائر.

يلجئون إلى تخصيص جزء كبير من المحفظة بهدف تحقيق العائد بشكل منتظم مع المحافظة على قيمة الأصول.

فقد يستخدم هذا النوع من المستثمرين نموذجا للتخصيص يضم أسهما تمثل ما قيمته 60%

من المحفظة، في حين تمثل قيمة السندات 30%، ومبالغ نقدية تقدر بـ 10% فيلجأ المستثمر إلى تفضيل الاستثمار في الأوراق المالية ذات الأداء الجيد، الصادرة عن أسهم المؤسسات الكبيرة، وقد

يرغب المستثمر في استثمار جزء متواضع من أصوله في الأوراق المالية ذات المعدلات المرتفعة من المخاطر، مثل أسهم المؤسسات المتميزة بالتقلب في الأسعار بشكل دوري وسريع على سبيل المثال الأسهم الصادرة عن قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال، بهدف إمكانية تحقيق عائدات كبيرة.

فإذا لم نغامر بطبيعتنا، فقد يكون أسلوب الاستثمار المعتدل ملائماً لنا في ظل أي ظروف أو موقف مالي.

4-ج -المستثمر المخاطر:

يركز هذا النوع من المستثمرين على الاستثمارات التي تحقق نمواً كبيراً، راغبين في تحمل المخاطرة بفقدان جزء كبيراً من الأصول، مقابل احتمال تحقيق أكبر عائد وتعطى الأولوية لمعيار الربحية على معيار الأمان وتتميز القرارات بالتفائل اتجاه الأمان والمخاطرة في هذه الحالة .

يقوم المستثمر المخاطر بتخصيص ما قيمته 75% من المحفظة الاستثمارية للأسهم الفردية ووثائق صناديق الاستثمار، بحيث يمكن أن تمثل هذه الأخيرة في المؤسسات الصغيرة والكبيرة أساس محفظة المستثمر المخاطر، إلا أنه يحتفظ بأكثر حصة من تلك الاستثمارات في شكل أسهم تتسم بالمضاربة.

إن مبدأ المخاطرة هو التركيز على النمو في الاستثمارات، وعادة ما يكون المستثمر في هذه الحالة أقل اهتماماً بالاحتفاظ بالأوراق المالية ذات العائد المرتفع، مثل السندات وبالرغم من ذلك قد يتخذ موقفاً معتدلاً في ما يتعلق بالسندات بهدف خفض التقلبات في المحفظة.

تجدر الإشارة إلى أن أسلوب المخاطرة لا يتلاءم مع أولئك الذين لا يتميزون بالشجاعة في شأن اتخاذ القرارات والقدرة على مواجهة التقلبات في الأسعار، بل يتناسب مع المستثمرين الذين لهم أهداف طويلة المدى، التي تزيد عن 15 سنة.

أشارت الدراسات السابقة إلى أن التوجه نحو الاستثمار المخاطر، يتطلب التحمل و الالتزام، في حالات التدهور في الأسواق.

4-د - الاستثمار المعاكس:

وفقا لهذا الاتجاه يتسم المستثمر بالسلبية في عالم الاستثمار، أين تراوده الشكوك بشكل كبير وعدم الثقة.

يقوم هذا من المستثمرين بشراء الاستثمارات غير المرغوب فيها من طرف المستثمرين الآخرين، أو من السوق بشكل عام.

يعتمد هذا النوع من الاستثمار على مبدأ، هو أن الأسهم التي يتم تقديرها حاليا بأقل من قيمتها الحقيقية من طرف السوق قد تستعيد قيمتها في مرحلة لاحقة. نجاح هذا الأسلوب يتطلب التمسك في رأي واحد، رغم تدهور حالة السوق، ولكن هذا التوجه يتميز بالخطورة مقارنة ببقية أساليب الاستثمار الأخرى، ذلك أن الأمر يتطلب الخبرات الكافية والبحوث الشاملة بهدف التعرف على وضعية المؤسسات التي تم تقدير أسهمها بأقل من قيمتها الحقيقية. وعليه فإن الخبراء ينصحون بتطبيق هذا الأسلوب على جزء ضئيل فقط من محفظة الاستثمارات.

4-هـ-المستثمر المقامر⁴¹: هو المستثمر الذي يعتمد على الحظ في عمليات البيع والشراء فهو الشخص الذي يتخذ قراره الاستثماري دون دراسة أو معلومات بل يعتمد على بشكل أساسي على الشائعات والتقديرات الشخصية.

4-و-المستثمر المضارب: يقوم بالشراء عند انخفاض الأسعار وبعد مدة قصيرة يبيع بسعر اعلى بهدف الاستفادة من فارق السعر . ويبني قراره على التوقعات .

5- الوسائل المساعدة على تحديد التوقيت الصحيح لشراء وبيع الأوراق المالية⁴²:

أ- الأدوات الفنية؛

ب- الشراء المنتظم؛

ج- توقيت العمل طبقا لخطة.

5-أ- الأدوات الفنية:

⁴¹ محمد عبد المجيد عطية، مرجع سابق ، ص 85.

⁴² جلال البناء، الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، الطبعة الأولى، 2007، ص187.

تعتمد هذه الطريقة على تحليل الظروف والعوامل التي تؤثر في محيط السوق المالي، ورواد هذا الأسلوب يرون بأن تحرك السوق يعتبر مرآة عاكسة لكل ما يحتاجه المستثمر من المعلومات والبيانات، ولهذا فإن النشرات الخاصة بسعر الإقفال وحجم التداول من أهم المتغيرات التي تؤثر على قرارات المستثمرين، ووفقا لهذا الاتجاه يجب وضع جميع البيانات في صورة بيانية، مما يؤدي إلى توضيح الاتجاه العام للأسعار، فمضمون هذا الأسلوب أن المستوى العام لأسعار الأسهم يرتفع أو ينخفض على شكل أمواج، وتستمر في اتجاه معين إلى أن يظهر ما يشير إلى احتمال التغير، ففي السوق الصاعدة يمكن التنبؤ بتغير الاتجاه عندما تفشل الموجة الصاعدة أكثر من الموجة السابقة.

5-ب- الشراء المنتظم:

تسمح هذه العملية للمستثمر بتجنب شراء الأسهم العادية حين يكون سعرها مرتفعا إلى أقصى ما يمكن، ويهدف هذا النوع من الوسائل إلى المساعدة على الشراء المنتظم للأوراق المالية بكميات متساوية من الموالم بغض النظر عن سعر الورقة، إذ تسمح هذه الطريقة كذلك بجعل متوسط تكلفة الأسهم التي تم شرائها أقل من متوسط سعر الشراء على المدى الطويل.

5-ج- توقيت التعامل تبعا لخطة:

تضم هذه الطريقة، المستثمرون الذي حققوا بعض الثروات راغبين في المحافظة عليها وتنميتها مع مرور الزمن ويريدون تجنب الأحكام التقديرية المتعلقة باتجاه وحالة السوق واستعمال التوقيت تبعا لخطة معينة.

وبالرغم من اختلاف الخطط إلا أنها تساهم في تقسيم المبلغ المستثمر إلى قسمين:

- إستراتيجية هجومية يمكن استخدامها في الأوراق المالية التي تتميز بالتقلب في قيمتها الناتجة عن تقلبات السوق.

- إستراتيجية دفاعية يمكن استخدامها في الأوراق المالية التي تتسم بالاستقرار في قيمها نوعا ما، مثل السندات الحكومية أو الودائع لدى البنوك.

المطلب الخامس: الغرض من الاستثمار في الأوراق المالية

يمكن تقسيم الغرض من الاستثمار إلى نوعين أساسيين هما⁴³ :

1-الإستثمار قصير الأجل.

2-الإستثمار طويل الأجل.

1-الإستثمار قصير الأجل: يقصد بالاستثمار قصير الأجل هو شراء وبيع الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح السريع دون الاحتفاظ بها، ومن هذا المنظور أو الهدف الاستثماري يركز المستثمر على اقتناء الأسهم التي تتمتع بقدر عالي من الربحية نسبيا ويسمى المستثمر هنا بالمضارب والمضارب هو الشخص الذي يقوم بالشراء بقصد إعادة البيع بعد وقت قصير للاستفادة من فروق الأسعار المحققة من عمليات الشراء والبيع محققا بعض الأرباح، وقد يقوم مجموعة من المضاربين بالاتفاق فيما بينهم على المضاربة في سهم ويعملون للترويج لصالح ذلك السهم مما يؤدي إلى زيادة سعر السهم إذا كانوا يمتلكونه أو إلى تقليل سعر السهم إذا كانوا يرغبون في شرائه مما يؤدي بالصعود أو الهبوط في سعر السهم وعندما تكون الزيادة أو النقصان في حدود 20% تطلب البورصة من الشركة صاحبة السهم الإفصاح عن الأسباب التي أدت إلى ذلك، وترد الشركة بعدم وجود أحداث جوهرية.

2-الإستثمار طويل الأجل: يقصد بالاستثمار طويل الأجل شراء الأوراق المالية بغرض الاحتفاظ بها وذلك إما بهدف السيطرة على الشركة مصدرة السهم أو الحصول على توزيعات الأرباح التي تعلن عنها الشركة (الكبونات)، أو الانتظار حتى ارتفاع أسعار تلك الأوراق والحصول على أعلى عائد ممكن.

المطلب السادس: الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

تعتبر الأوراق المالية الأداة الأساسية للتعامل في عمليات البيع والشراء في السوق المالي، باعتبارها السلعة الوحيدة للتداول، كما تعبر عن التمثيل القانوني للمستثمر. تتعدد وتنوع الأوراق المالية إلى ما يلي:

1-السهم⁴⁴: هو حصة في شركة يعطى لحامله ملكية جزء منها ويكون له حق التصويت في الجمعيات العمومية، والحق في الأرباح الموزعة، والحق في القيمة المتبقية عند التصفية.

⁴³ محمد عبد المجيد عطية، مرجع سابق ، ص 82-83.

كما يمكن أيضا تعريف السهم بأنه عبارة عن ورقة مالية تثبت بأن حاملها يملك جزءا من رأس مال المؤسسة وبالتالي يصبح شريكا، فحامل السهم له الحق في استرجاع السهم عند نهاية المدة مع الاستفادة من توزيع الأرباح وتحمل الخسارة وتكون مسؤولية المساهم محدودة على حسب عدد الأسهم التي يمتلكها.

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع حسب مجموعة من المعايير : من حيث سداد قيمتها للمساهم، من حيث ملكية السهم، من حيث نوع السهم.

المعيار الأول : من حيث سداد المساهم لقيمتها .

-**الأسهم النقدية:** يتم الحصول عليها بشكل نقدي ، يتم تسديدها نقدا.

-**الأسهم العينية:** يتم الحصول عليها بشكل عيني، على سبيل المثال التنازل عن حصة عينية مقابل الحصول على السهم.

-**الأسهم المجانية:** هو نوع من الأسهم يوزع على قدامى المساهمين كبديل عن نصيبهم من الأرباح(التوزيعات النقدية) ويتم ذلك عن طريق تحويل جزء من الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة إلى رأس المال.

المعيار الثاني: من حيث الملكية

حسب هذا المعيار تنقسم الأسهم إلى :

-**أسهم إسمية:** هي التي تصدر باسم شخص معين وهو المالك.

-**أسهم لحاملها:** يعتبر حامل هذا السهم هو المالك، ويشترط فيها تسديد قيمة السهم كاملة ونقدا.

المعيار الثالث: من حيث نوع السهم

يمكننا تصنيف الأسهم حسب النوع إلى ⁴⁵:

⁴⁴ محمد عبد المجيد عطية، مرجع سابق ، ص35.

⁴⁵ عبد الغفور دادن ، مرجع سابق ص 96-98.

أ- أسهم عادية: فهي تمثل اللبنة الأساسية والأصلية للأسهم التي تعتمد على تقسيم الأسهم بصورة متساوية من ناحية القيمة والحقوق والواجبات، فحامل السهم العادي يتمتع بمجموعة من الحقوق منها:

- يستفيد بقسط من الأرباح عند التوزيع؛

- له حق الاشتراك في أصول المؤسسة عند التصفية؛

- يتمتع بحق الاشتراك في التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛

- له إمكانية نقل ملكية السهم وفقا للأساليب المنصوص عليها في القانون؛

- له الحق في حضور عقد الجمعيات. بمختلف أنواعها العامة والعادية والاستثنائية.

ب- الأسهم الممتازة:

هذا النوع من الأسهم يمنح لحاملها امتيازات إضافية، سبب هذه الامتيازات راجع إلى رغبة المؤسسة في استقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وتحفيزهم على المشاركة في رأس المال، فحامل هذا النوع من السندات يتمتع بمجموعة من الامتيازات منها ما يلي:

- الاستفادة من الأولوية عند تقرير توزيع الأرباح؛

- يستفيد من أصوات إضافية عند عقد الجمعية العامة؛

- في حالة تصفية أصول المؤسسة حاملها له الأولوية عند تقسيم الأصول.

أما بخصوص السند فما يكمن قوله⁴⁶:

2- السند: هو أداة للاقتراض لمدة محددة حامله له الحق في الحصول على دفعات بسعر فائدة وفي تاريخ استحقاق.

⁴⁶ عبد الغفور دادن، مرجع سابق ص 97.

السند: عبارة عن ورقة مالية تثبت بأن حاملها أقرض مبلغا من المال إلى شخص قد يكون هذا الأخير مستثمر فردي أو مؤسسي لمدة زمنية معينة بمعدل فائدة معين.

والسندات يمكن تقسيمها إلى:

أ-السند المضمون: يصدر بقيمة اسمية بحيث يكتب بفائدة ثابتة تتميز عن غيرها بضمان قد يكون شخصي أو عيني لحامل السند من طرف المؤسسة أو البنك أو الحكومة.

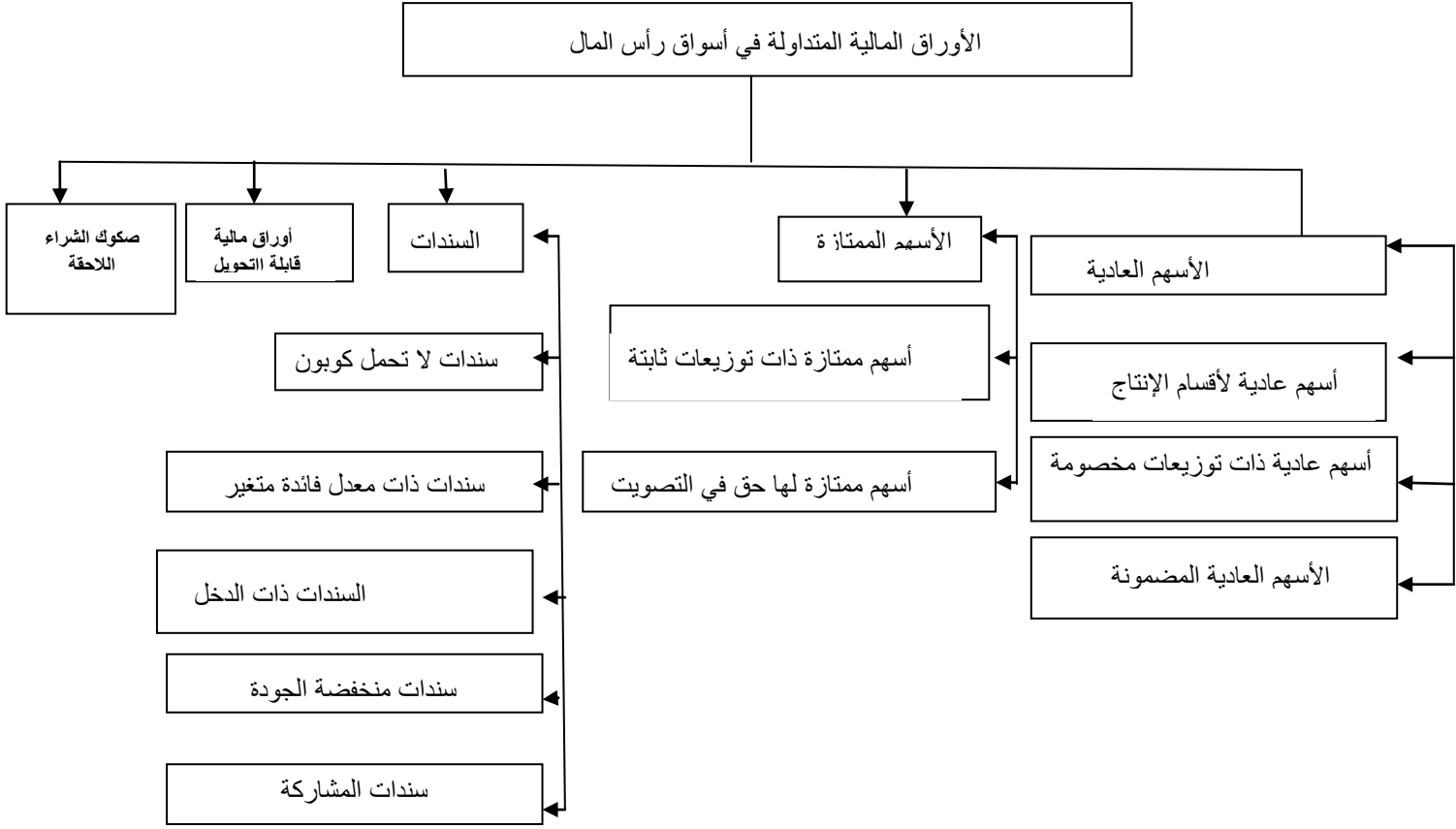
ب-السند العادي: يصدر بقيمة اسمية مدفوعة عند الاكتتاب عند آجال الاستحقاق بحيث يتحصل على قيمة السند المكتتب على قيمة السند الاسمية إضافة إلى فائدة ثابتة.

ج-السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار: يصدر بسعر الإصدار فله قابلية الاسترجاع عند أجل محدد وبسعر أعلى متضمنا علاوة الإصدار.

د-السند القابل للتحويل: هذا النوع له إمكانية التحويل إلى أسهم وتمتع كذلك بقابلية التحويل إلى شكل آخر من السندات، فيمكن للمستثمر أن يتحول من دائن إلى مساهم.

د-السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار: يصدر هذا السند بسعر الإصدار فله قابلية الاسترجاع عند أجل محدد وبسعر أعلى متضمنا علاوة الإصدار.

الشكل رقم(07): يوضح بعض الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال



المصدر: .عبد الغفار حنفي. رسمية زكي، مرجع سابق الذكر، ص251.

الجدول رقم (04): يوضح أوجه الاختلاف بين السهم والسند

السند	السهم
السند يمثل جزء في فرض أو دين على الشركة أي حامل السند يعتبر أحد مقرضي أو دائني الشركة.	السهم جزء من رأس المال الشركة أي أن حامل السهم يعتبر من ضمن ملاك الشركة
تلتزم الشركة برد قيمة السند في موعد استحقاقه المحدد	لا تلتزم الشركة برد قيمة السهم إلا في نهاية عمر الشركة أو عند تصفيتها
يحصل حامل السند على فوائد بمعدلات ثابتة في مواعيد محددة سواء حققت الشركة أرباح أو خسائر لأن حامل السند يعتبر ضمن الدائنين.	لا يحصل حامل السهم على عائد إلا في حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع وإعلان الشركة عن هذه التوزيعات
إذا تعرضت الشركة للتصفية فإنه يتم سداد قيمة السندات قبل الأسهم.	عند التصفية لا تسدد قيمة الأسهم إلا بعد سداد جميع الالتزامات التي تقع على عاتق الشركة.
يمكن للشركة إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار.	يمكن للشركة إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بعلاوة إصدار ولكنها تصدر بخصم إصدار
لا يحق لحامل السند أن يشترك في إدارة الشركة عن طريق حضور الجمعيات العمومية العادية وغير العادية.	يحق لحامل السهم أن يشترك في إدارة الشركة عن طريق حضور الجمعيات
تصدر السندات أحياناً بضمانات مختلفة كالسندات التي تصدر برهن أصول تمتلكها الشركة وبالتالي لا يمكن للشركة التصرف في هذه الأصول المرهونة إلا بعد سداد قرض السندات.	لا تصدر الأسهم بضمانات
في حالة عدم تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل خلال المدة المحددة يجوز لمجلس إدارة الشركة أن يكتفي بقيمة الاكتتابات التي تمت وأن يخفض قيمة قرض السندات المطلوب ليساوي قيمة السندات التي تم الاكتتاب فيها مع إخطار الهيئة العامة لسوق المال خلال أسبوع من تاريخ قرار مجلس إدارة الشركة.	في حالة عدم تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل خلال المدة المقررة للاكتتاب فإنه إما أن يتم مدة فترة الاكتتاب بإذن من رئيس الهيئة العامة للاستثمار. مدة أخرى لا تزيد عن شهرين وبعدها لا يجوز للمؤسسين استكمال إجراءات تأسيس الشركة وأن يتم رد الأموال إلى أصحابها.

المصدر: محمد عبد المجيد عطية، مرجع سابق، ص 51-52

3-صناديق الاستثمار: تعتبر صناديق الاستثمار وسائل الاستثمار، للمستثمرين الذين ليس لهم القدرة على تسيير استثماراتهم بشكل مباشر، عادة يلجأ إليها صغار المستثمرين الذين ليس لهم القدر الكافي من المال من أجل تكوين محفظة استثمارية، أو ليس لديهم خبرة للتعامل في السوق.

تعريفها⁴⁷: هي وسيلة لتجميع الاستثمارات الصغيرة بهدف توظيفها في أدوات استثمارية مختلفة لتعظيم العائد وتوزيع المخاطر مع تحقيق السيولة لحاملي الوثائق لوقت الطلب.

إن صناديق الاستثمار تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية، إذ تمكن من إنشاء تشكيلة من الأوراق المالية وتسمح للمستثمرين من اكتساب الخبرة اللازمة للتعامل في السوق المالي، ومن أبرز خصائص هذه الصناديق مايلي:

- يتم تسييرها من طرف إدارة متخصصة.

- الاستثمار في صناديق الاستثمار يقتصر على الأوراق المالية ولا تستثمر في أموال المدخرين.

- تمنح الملكية المشتركة لأموال الصندوق، معناه الأموال المتجمعة في الصندوق من إجمالي الوثائق مملوكة ملكية مشتركة لجميع المكتسبين في الصندوق.

الجدول رقم (05): يبين أهم الفروقات بين الصناديق الاستثمارية والمحفظة الاستثمارية.

المحفظة الاستثمارية	الصناديق الاستثمارية
المستثمر يملك سلطة وقرارا	المستثمر لا يملك أية سلطة إدارية أو رقابية
لكل مستثمر محفظة خاصة به	المستثمر مكون من مجموعة أفراد
يمكن للمحفظة أن تكون جزءا من صناديق الاستثمار ولا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلا عن الصندوق	الصندوق في هذا الجانب أهم من المحفظة

المصدر: من إعداد الباحث

⁴⁷ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه العلوم، جامعة الجزائر (3)، 2011-2012، ص168.

ما دام البيئة الاستثمارية ينتابها ظروف عدم التأكد و ارتفاع درجة المخاطرة فإن العملية الاستثمارية لا تقتصر على الأصول المالية التقليدية فحسب بل تشمل بعض الأصول المالية الأخرى كالمشتقات المالية المستعملة أحيانا كوسيلة للتحوط ضد المخاطر.

المطلب السابع : طريقة تحديد أسعار الأسهم في البورصة

ان هدف جميع المشاركين في السوق المالي- سواء اكانوا محللين أو مستثمرين- هو الربح، ويرى المحللون باستخدام الأسلوب الفني ان تحقيق الربح لا يمكن ان يأتي الا بالقدرة على معرفة عدة عوامل من اهمها⁴⁸ :

- 1- القدرة على تحديد اتجاه السوق او اتجاه الاسهم.
- 2- القدرة على تحديد انسب الاماكن لدخول السوق والخروج منه .
- 3- القدرة على تحديد افضل الأسهم للاستثمار فيها .

يتم تحديد أسعار الأسهم في السوق المالي عن طريق صناع السوق ، ويقصد بصناع السوق الأشخاص الذين يتعاملون في عمليات بيع وشراء الأسهم ، يحتفظون لديهم بمخزون من أجل تلبية طلبات العملاء، وفي بعض الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية يعتبر المتخصصين هم صناع السوق داخل البورصات، أما في الأسواق غير المنظمة فإن صناع السوق هم التجار ويقوم صانع السوق بالاستعداد الدائم لبيع الأسهم التي يرغب المستثمر في شرائها.

عادة ما يقوم الراغبون في الشراء والبيع باتخاذ قراراتهم في أوقات مختلفة، يجب أن يكون المخزون من الأسهم يلبى ويغطي طلبات العملاء، وهذه الخدمة طبعاً ليست مجانية، ذلك أن الاحتفاظ بالمخزون يتضمن تكلفة التخزين وعائد الفرصة البديلة وعائد إضافي للتعويض عن مخاطر تغير الأسعار، بالإضافة إلى عائد للتعويض عن مخاطر عدم التماثل في المعلومات لدى صناع السوق، ومخاطر التغير في أسعار الفائدة، وتعبير آخر يجتمل أن يكون سعر بيع السهم مساوياً للقيمة التي يدفعها المتخصصون والتجار لشراءه، مضافاً إليها التكاليف والعوائد المطلوبة للتعويض عن المخاطر

⁴⁸ <http://www.tadawul.net/forum/showthread.php?t=123> le 11/06/2016.

التي يتعرضون لها مقابل الاحتفاظ بمخزون منه. ويطلق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بالهامش أو المدى.

ما يمكن استنباطه ، أن الهامش هو الذي يقوم بتحديد سعر السهم، ولكن صانع السوق ليس له الحرية الكاملة في تقديره، ذلك أن إدارة البورصة تقوم بمراقبة تصرفات المتخصصين في ما يخص تحديد الهامش ففي ظروف المنافسة التامة تنشأ علاقة تعويضية بين العائد والمخاطرة، فصانع السوق له إمكانية تضييق الهامش وبالتالي يحصل على قدر كبير من الصفقات، ولكنه يصبح أكثر تعرضاً للخسائر نتيجة للنقص في معلومات لشراء كمية كبيرة من الأسهم، ثم شهدت أسعارها انخفاض نتيجة لورود معلومات جديدة غير محفزة عن مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة المالية. أما إذا قام صانع السوق بتوسيع المدى فسيحصل على صفقات أقل، ولكن احتمالية تعرضه للخسائر تكون أقل، وعليه يكون الهامش كافياً لتغطية المخاطر الصادرة عن النقص في المعلومات.

فمن المتوقع أن يصل كل صانع للسوق إلى تحديد هامش معين لكل سهم في ظل العلاقة التعويضية، بما يضمن فرص المنافسة في استقطاب أكبر قدر ممكن من الصفقات، ونظراً لاختلاف الرغبات وتباين الشكوك بين الصناع يصبح من غير المتوقع أن يتفق صناع السوق على هامش واحد لسهم معين.

وحسب مان وسيجار Mann & Seijas أن محددات الهامش تتمثل أساساً في : مخاطر التقلب في سعر السهم نتيجة للتغير في القيمة السوقية للسهم وعدد الأسهم المطروحة للتداول ومدى حساسية سعر السهم للتقلب نتيجة للتغير في ظروف السوق، فكلما كان سعر السهم يتعرض لتقلبات كبيرة يكون الهامش الخاص به كبيراً.

المطلب الثامن: المتدخلون والمتعاملون في البورصة.

يتدخل في السوق المالي مجموعة من المتعاملون الاقتصاديون ، فالمتعاملون ليس لهم وجهات نظر موحدة ، ومن أبرز المتعاملين في هذه السوق المالي :

1- عارضوا رؤوس الأموال:

هم أصحاب الفوائض مالية ويرغبون في استثمارها بهدف الحصول على أرباح أو عوائد أكثر مستقبلاً.

يتمثل عارضي رؤوس الأموال في سوق الأوراق المالية في :

- المستثمرون التأسيسيون : المؤسسات المالية التي يتجلى دورها في تجميع المدخرات المتأتية من مختلف القطاعات في الدولة وتوظيفها في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة. ومن بين أهم المستثمرون التأسيسيون صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق البطالة ، صناديق التقاعد، صناديق الودائع والضمانات، شركات التأمين، وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشرركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ونوادي الاستثمار.

- القطاع العائلي (الخواص أو الأفراد).

- المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، البنوك و المؤسسات.

2- طالبوا رؤوس الأموال:

هم الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل المشاريع والاستثمارات ومن أبرز طالبي رؤوس الأموال:

- مؤسسات القرض، عادة ما تتكون من البنك المركزي والبنوك التجارية وذلك من خلال إصدار السندات وتقوم ببيعها بهدف الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزينتها.

- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية -الدولة والهيئات التابعة لها- من خلال بيع سنداها مباشرة في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه الطريقة بالسهولة ، كما أن الدولة لا تلجأ إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير قد ينجم عنه انخفاض في قيمتها.

- المؤسسات الخاصة والمختلطة تقوم هذه المؤسسات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.

3- التقنيون- الوسطاء الماليون :

يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وتحقيق التوافق بين قوى العرض والطلب عن طريق الوسطاء الماليين المعروفين كذلك باسم التقنيين. وهم الذين يقومون بدور الوساطة بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لا يمكن القيام بأي عملية إلا عن طريقهم ذلك أنهم ينقلون أوامر زبائنهم إلى البورصة وينفذون العملية المطلوبة منهم. يمكن زيادة فهم هذه الوظيفة الهامة من خلال التطبيقات العملية للوساطة المالية في أبرز الدول الأكثر تقدماً في العالم وتحديدًا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، وفرنسا.

- التقنيون العاملون في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية: هناك عدة فئات من الوسطاء تعمل في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية.

4- بنوك الاستثمار:

يتمثل دور بنوك الاستثمار في شراء الأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات بعد ذلك تقوم ببيعها للمستثمرين، و يقوم بنك الاستثمار بدفع ثمن الأوراق المالية للمؤسسة المصدرة مسبقاً مع الأخذ بعين الاعتبار التدفقات الخاصة بها بعد ذلك يقوم البنك بإعادة بيعها لحسابه، ومن أهم وظائف بنوك الاستثمار:

- بيع وتوزيع الأوراق المالية؛
- اتباع إرشادات ونصائح المؤسسات التي تستصدر الأوراق المالية؛
- إمكانية إعادة إصدار الأوراق المالية؛
- تقييم ودراسة المركز المالي المتوقع للمؤسسات مستقبلاً؛
- إعطاء النصيحة للمدير المالي بخصوص اختيار الأوراق المالية وتحديد أسعارها؛
- قد يشكل بنك الاستثمار العضو الفعال في مجلس إدارة بعض مؤسسات الأعمال.

المطلب التاسع: تقنيات التعامل في البورصة.

التعامل في البورصة يشترط وجود مجموعة من القواعد و التقنيات يتعين على المستثمر التقيد بها ومراعاتها، كما يجب أن يكون على دراية بدور السمسار والأوامر البورصية وأنواعها مع الأخذ بعين الاعتبار الحدود الزمنية لهذه الأوامر، وسنركز في هذا الإطار على تقنيات عمليات البيع والشراء التي تجرى في البورصة.

في حالة بيع الأوراق المالية يتدخل في العملية عدة أطراف، بالرغم من أنه من الممكن أن يتم التبادل بشكل مباشر بين طرفين فقط، إلا أن العملية تتطلب أصحاب الخبرة الذين هم على اطلاع أكثر من غيرهم بظروف ومتغيرات السوق الماضية و الآنية، المستقبلية، الذين يقومون بتوجيه النصائح والإرشادات للمستثمرين.

قبل الشروع في اتخاذ قرار الاستثمار بشأن ورقة مالية، يجب اختيار السمسار المناسب.

1-السمسار: يوكل المستثمر السمسار ويحصل هذا الأخير على عمولة مقابل الخدمة المقدمة . وتتعامل الغالبية من المستثمرين الأفراد مع السماسرة العاملين في بيوت سمسرة كبيرة ولها مكاتب متفرقة ومربوطة بشبكة ضخمة فيما بينها وبين المركز الرئيسي، وكذلك فيما بينها وبين الأسواق الرئيسية. ويطلق اسم " مدير الحسابات أو"الممثلين المسجلين ، فيتم فتح الحساب من طرف المستثمر لدى مؤسسة السمسرة. هذا بالنسبة للأفراد الذين تقع عليهم المسؤولية الرئيسية في القيام بعمليات المستثمرين الأفراد.

أما بالنسبة للمؤسسات المالية مثل البنوك التجارية وصناديق المعاشات الراجعة في الاستثمار فإنها لا تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة، بل تلجأ إلى البيوت الصغيرة ذات المكتب الواحد أو مكتبين ذات التخصص في عمليات المؤسسات التي ترغب في الاستثمار.

يمكن تقسيم السماسرة إلى نوعين، حسب نوعية الخدمة التي يقومون بتقديمها أو حسب قيمة العمولة المحصلة :

أ-سماسرة الخدمة الكاملة: يتمثل دور السماسرة في النظام التقليدي في تقديم مجموعة متنوعة من الخدمات تشمل كافة البيانات والمعلومات والنصائح المتعلقة بالجانب الاستثماري، ولكنه حاليا اختلف نمط مؤسسات السمسرة ذات الخدمة الكاملة وأصبح يطلق عليها مؤسسات الاستشارات المالية، إذ انخفضت قيمة العمولات التي ترد إلى هذه المؤسسات من طرف العملاء وأصبحت تشكل نسبة ضئيلة من إجمالي الإيرادات، وتقوم ببيع وثائق صناديق الاستثمار وبيع بعض الأسهم لحسابها الخاص بالإضافة إلى تسويق الإصدارات الجديدة، وبناء على ذلك يحصل السماسرة على عمولات إضافية مقابل تسيير حسابات العملاء وتشكل نسبة كبيرة من إجمالي إيرادات السمسار.

ب-سماسرة الخصم: هذا النوع من السماسرة يقوم بتقديم الحد الأدنى من الخدمات لصالح العملاء، إذ ينفذون عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، مقابل حصولهم على عمولة محدودة، فقد يقومون بتقديم القليل من المعلومات دون تقديم النصائح والاستشارات بخصوص اتخاذ قرار الاستثمار، ويمكن لهذا النوع من السماسرة أن يقوموا باستغلال شبكة الانترنت لهذا الغرض.

إن عملية الاستثمار في الأسهم والسندات تتضمن قيام العميل بفتح الحساب لدى السماسرة، فيحصل السمسار على عمولات مقابل الخدمة المقدمة من طرفه، وتنقسم الحسابات لدى مؤسسات السمسرة إلى ثلاثة أنواع:

-أولا الحساب النقدي: عادة ما يقوم المستثمر بفتح حساب نقدي لدى السمسار، يشير الحساب النقدي إلى قيام العميل بسداد قيمة مشترياته من الأوراق المالية نقدا كما يقوم بالحصول على قيمة مبيعاته من الأوراق المالية نقدا.

-ثانيا الحساب الهامشي: إن هذا النوع من الحساب يشبه الحساب النقدي، فهو يسمح للعميل بتمويل جزء من استثماراته نقدا، ويتم تسديد الجزء الباقي من خلال قرض يتم الحصول عليه من طرف السمسار، وهذا ما يسمى بالشراء الهامشي.

ثالثا الحسابات المجمعة: تعتبر هذه الطريقة إحدى الأشكال الحديثة لممارسة السمسرة، فانطلاقا من هذه الحسابات يصبح السمسار وسيطا بين العميل ومدير الاستثمار، يستفيد العميل من استشارات و نصائح السمسار الذي يقوم بإعداد قائمة من مديري الاستثمار من أجل اختيار العميل من بينهما المسئول عن تسيير أمواله مقابل تكلفة مجمعة تتضمن تكلفة خدمات كل من السمسار ومدير الاستثمار وتكلفة المعاملات بالإضافة إلى تكلفة التقارير التي يحصل عليها.

2-العمولات: إن مدير الحسابات يحصل أكبر حصة من تعويضه في شكل عمولات تدفع عن طريق العميل ويتم حسابها على أساس معدل الدوران أو عمليات التبادل داخل حساب المستثمر. ويمكن أن يترتب عن ذلك مغالاة السمسار في التوصيات بإجراء تعديلات بخصوص الأوراق ذات العائد المرتفع، ذلك أن الأوراق المالية تختلف في نسبة العمولة المفروضة عليها، ولكن السماسرة الذين يغالون في معدل الدوران ثقة عملائهم و إثارة الشكوك في الأجل الطويل.

يرجع السبب في اختيار السمسار إلى تبسيط عمليات التعامل في الأوراق المالية إلى حد كبير و الحصول على كل ما هو مرغوب فيه من طرف المستثمر هذا ما يطلق عليه "بمواصفات الأمر".

فبعدها يتم اختيار السمسار من طرف المستثمر تأتي مرحلة تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، يجب أن يتضمن الأمر المواصفات الآتية في حالة الأسهم العادية:

أ-اسم المؤسسة: الأمر السوقي يحتوي على اسم المؤسسة سواءا تعلق الأمر بالبيع أو الشراء ، وكذا الشكل القانوني والتأسيسي للمؤسسة، فهناك المؤسسات ذات الأسهم SPA والشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL... الخ .

ب-حجم الأمر: في حالة ما إذا كان المستثمر راغبا في البيع أو الشراء للأوراق المالية وجب عليه إصدار الأمر لطلبية دائرية. بمعنى الأمر لمائة سهم أو مضاعفات المائة ولكن ليس بشكل مطلق، توجد حالات استثنائية، أو الأمر لطلبية صغيرة بحيث عدد الأسهم يتراوح من 01 إلى 99 سهم، أو الأمر يتضمن الطلبيتين، أما بالنسبة لتلك التي تزيد عن 100 سهم وفي ذات الوقت ليست من

مضاعفات المائة يطلق عليها المزيح بين الطلبية الدائرية والصغيرة، فإذا كان الأمر يتضمن 359 سهم فإن ذلك يعني أمرا لثلاث طلبيات دائرية وأمر لطلبية صغيرة قدرها 59 سهم.

ج-الحدود الزمنية: يعتبر وضع الحدود الزمانية على الأمر شيئا مهما في تقنيات التعامل في البورصة بالنسبة لعلاقة المستثمر بالسمسار بهدف تنفيذ الأمر في الوقت الملائم والمناسب، فإذا كان الأمر واحد ويومي، فإن السمسار سيسعى جاهدا وراء تنفيذه خلال اليوم الذي ورد إليه الأمر من طرف المستثمر، وإذا لم ينفذ خلال ذلك اليوم فإنه يعتبر أمر ملغى، وإذا لم يضع المستثمر حدودا زمنية للأمر فإن السمسار سيعامله أنه أمر يوم واحد، وعليه يمكن اعتبار المدة الزمنية أحد معايير التمييز بين الأوامر، فمنها الأسبوعية والشهرية والتي ستنتهي مدة صلاحيتها بانتهاء المدة المحددة إذا لم يتم تنفيذها خلال تلك المدة.

توجد كذلك الأوامر المفتوحة أو ما يسمى بالأوامر سارية النفاذ، والتي تبقى سارية المفعول حتى يتم تنفيذها أو إلغائها بإذن من طرف المستثمر، والسمسار عادة ما يطلب من المستثمر تأكيد الأمر بشكل دوري، وهناك أيضا أوامر التنفيذ أو الإلغاء والتي تعبر عن ضرورة إلغاء الأمر إذا ما لم يتمكن السمسار من تنفيذ المر بشكل فوري.

ومن جانب آخر توجد الأوامر التي تترك للسمسار حرية التصرف فيها ويطلق عليها الأوامر الحرة وقد تكون حرية السمسار مطلقة أو نسبية تمس فقط جانب سعر الأمر وتوقيته.

المطلب العاشر: أنواع الأوامر البورصية.

يمكن تقسيم الأوامر البورصية حسب خمس زوايا :

1-من ناحية تحديد السعر أو عدمه وطريقة التحديد.

-الأمر الذي يحدد فيه الموكل للسمسار السعر: يحدد فيه المستثمر للسمسار السعر الذي يريده لإبرام الصفقة سواء بيع أو شراء.

-الأمر السوقي: هو الأمر الذي يطلب الموكل من السمسار أن يبيع أو يشتري بسعر السائد في السوق دون تحديد السعر.

-البيع أو الشراء بسعر تقريبي .

-الأمر بسعر الفتح أو الإقفال: هو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل ببيع أو شراء الأوراق المالية بسعر افتتاح (السعر الذي تبلغه الورقة المالية عند افتتاح السوق) أو بسعر اقفال (السعر الذي تبلغه الورقة المالية عند آخر جلسة تداول قبل إقفال السوق).

-الأمر الموقوف: هو الأمر الموقوف تنفيذه على بلوغ سعر محدد من طرف الموكل وهو أمر سوقي ولكن تنفيذه موقوف على بلوغ سعر محدد.

2- أنواع الأمر من ناحية توقيت الشراء.

-الأمر مؤقت بعمدة زمنية: هو الأمر الذي تنتهي صلاحيته بانقضاء مدة الصلاحية قد تكون يوم أو أسبوع أو شهراً أو سنة.

-الأمر مفتوح المدة: هو الأمر الذي يكون ساري المفعول إلى أن يتم تنفيذه أو إلغائه من طرف الموكل.

3-من ناحية شروط مقرونة بالأمر.

-الأمر بالبيع و الشراء: يشترط فيه تنفيذ الأمر فور استلامه من الموكل أو إلغائه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

-الأمر بالبيع والشراء: مع اشتراط تنفيذ الأمر كلياً وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من أوراق مالية أو إلغائه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

-الأمر بالبيع أو الشراء: مع اشتراط تنفيذ كلي أو جزئي منه فور استلامه أو إلغاء الأمر إذا لم يتم تنفيذه.

-الأمر بالبيع أو الشراء: يشترط أن يكون السمسار قد باع أو اشترى أوراق مالية قد وكل بشرائها أو بيعها قبل ذلك.

4- من حيث كمية الأوراق المالية المطلوب شرائها أو بيعها.

-أمر بيع أو شراء وفق وحدة التداول المقررة من طرف إدارة البورصة.

-الأمر بشراء أو البيع أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول المقررة.

5- من حيث الأمر المطلق: هو نوع من الأوامر يعطي فيه المستثمر الحرية للسمسار ببيع أو شراء ما يراه مناسب من الأوراق المالية مع تفوضه لاختيار نوع أوراق مالية بالعدد والسعر والوقت المناسب للتنفيذ كما قد يكون الأمر مقيد بمبلغ معين .

كما يمكن كذلك أن نعتمد معايير أخرى لتصنيف الأوامر البورصية كما يلي:

1- أوامر السوق: تعتبر من بين أكثر أنواع الأوامر شيوعا في هذه الحالة يقوم المستثمر بإصدار أمر للسمسار بخصوص شراء أو بيع عددا محدد من الأوراق فورا. و يلتزم السمسار ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر. وعلى هذا الأساس، فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكيد أن الأمر سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر وعلى كل فإنه عادة ما تتوافر سلفا معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه وأخيرا، فليس غريبا أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية.

2- أوامر محددة: هنا يتم التركيز على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسمسار. فإذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء، فإن السمسار سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه. وإذا كان الأمر خاص بالبيع، فإن السمسار سينفذ الأمر على أساس

سعر اكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه. وهذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر البيع. وعلى النقيض من أوامر السوق، فإن المستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكدا من إمكانية تنفيذ الأمر.

3- أوامر الإيقاف: تسمى بأوامر إيقاف الخسارة، وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع وبالعكس، إذا كان الأمر يتعلق بالشراء، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر. وإذا حدث في وقت مستقبلي أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر السوق. وعلى هذا الأساس يمكن النظر إلى الإيقاف على أنه " أمر سوق مشروط ".

4- أوامر إيقاف محددة: تستعمل هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف. في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين سعر: سعر إيقاف وسعر محدد. وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه، فإنه يتم وضع " أمر محدد " عند " سعر محدد " وبالتالي يمكن النظر إلى " أمر الإيقاف المحدد " على أنه " أمر محدد مشروط ".

المطلب الحادي عشر: كفاءة السوق المالي.

يدور مصطلح الكفاءة حول إمكانية التدفق الكلي للمعلومات التي ترد إلى السوق، تكون أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات لكافة المستثمرين وتعتمد الكفاءة الرشادة التي يتمتع بها المستثمرين أثناء اتخاذ قراراتهم، فالأصل المالي يقيمه كل المستثمرين في السوق.

فأسعار الأوراق المالية تتغير بشكل عشوائي، هذه التغيرات المتتالية للأسعار تكون مستقلة بسبب ظهور معلومات جديدة في كل وقت وحين. فإذا وصلت المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائيا .

فمن المنطقي أن لا نعتمد في تحديد سعر اليوم وسعر المستقبل استنادا إلى أسعار ماضية.

والقيمة العادلة للورقة المالية (القيمة الحقيقية) يمكن أن تتساوى مع القيمة السوقية إذا كان السوق المالي يتميز بدرجة عالية من الكفاءة.

أولاً- مفهوم كفاءة السوق المالي:

1-تعريف⁴⁹: إن سعر الورقة المالية يعكس دائما قيمتها الحقيقية استجابة للمعلومات المتدفقة بشكل عشوائي عقب اتجاه محدد، ويصاحب ذلك رد فعل في الحال هذه الأخيرة لتتغير أسعار الأوراق المالية بشكل عشوائي وهو ما يعرف بالمشي العشوائي.

وتمثل أهم منطلقات تحديد مفهوم كفاءة السوق المالي والتي بإمكانها أن تعكس أحسن تقدير للقيمة الجوهرية للأوراق المالية، طالما أن الأسعار تعكس كافة المعلومات الظرفية بشكل مستمر، فهي تؤثر دون تمييز وبصفة سريعة وشبه آنية على كافة الأوراق المالية بشكل لا يسمح للمتعاملين من تحقيق عوائد غير عادية أو تفوق المعقول، وإن حصل ذلك فمآله للصدفة تحديدا حتى ولو حقق المستثمر عائدا إضافيا، فإن التكاليف الإضافية لتحليل المعلومة قد تعادل أو تفوق العائد الإضافي المكتسب.

وفي نفس الصدد فإن حركة الأسعار تتصف بالعشوائية، مما يحول بين الأسعار والسيطرة عليها لسبب جهل توقيت تدفق المعلومات بشكل سابق ودون إنذار. وما يلفت الانتباه اعتقاد المراقبين والمستثمرين كفاءة السوق من شأنه أن يسعى كل منهم للحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها، مما يؤدي إلى تغير سريع في القيمة السوقية للورقة لتعادل قيمتها الحقيقية، وعندما تتحقق كفاءة السوق بصفة لا إرادية ففي السياق أيضا أن كفاءة السوق تعد أداة هامة في تحقيق الكفاء للموارد المتاحة على النحو الذي يوفر للمؤسسات والأفراد على حد سواء مناخا ملؤه الرخاء والرفاه الاقتصادي.

2- دور السوق المالي الكفاء.

للسوق المالي الكفاء دوران مهمان الدور الأول مباشر يتمثل في إيجاد محيط ملائم للإستثمار من خلال قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية بهدف الحصول على عوائد أعلى والدور الثاني غير مباشر

⁴⁹ صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره ص 140-141.

مضمونه إقبال المستثمرين على التعامل بالأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات ولذا يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي مؤشر أمان وضممان للإقراض.

ثانيا - مستويات الكفاءة للسوق المالي.

اقترح فاما ثلاثة مستويات لفرضية الكفاءة:

- **كفاءة من المستوى الضعيف:** تتوفر كل المعلومات حول الأسعار الماضية للورقة المالية.

- **كفاءة شبه قوية:** تتوفر المعلومات الماضية إضافة إلى المعلومات العمومية، تتضمن التقارير السنوية والتحليل الفني والأساسي، مع العلم أن التحليل الفني يستند إلى التمثيل البياني لأسعار الأصول المالية في المستقبل، انطلاقا من الماضي والتحليل الأساسي يستند إلى معلومات خاصة بالمؤسسة (التحليل المالي للمؤسسة) إضافة إلى معلومات تتعلق بالاقتصاد الكلي (التضخم، البطالة، العجز الموازي، الناتج المحلي الإجمالي.... إلخ) ضف إلى ذلك المعلومات القطاعية وبالتالي نكون أمام كفاءة من المستوى شبه قوي.

- **كفاءة من المستوى القوي:** تواجد كلي للمعلومات، المعلومات الماضية والمعلومات الخاصة والمعطيات الاقتصادية والقطاعية مضافا إليها المعلومات المفضلة التي يتحصل عليها مجموعة معينة من الأشخاص أو تلك الصادرة عن بيوت الاستشارة والخبرة .

والحالتين الأولتين من الكفاءة هما الشائعتين (الكفاءة الضعيفة والكفاءة الشبه قوية).

بفعل المنافسة القوية بين المستثمرين تصبح الأسعار متماثلة، ومن أهم الباحثين الذين قاموا باختبار فرضية الكفاءة سام ولسن سنة 1965 على أساس المنافسة التي تقع في الأسواق المالية، وحسب الباحث شليفر سنة 2000 أعطى ثلاثة تصورات بديلة بهدف توضيح صحة فرضية الكفاءة:

- كل المستثمرين في السوق المالي تتوفر فيهم الرشادة وإذا حدث وأن اختلف سعر الأصل المالي عن قيمته الحالية سيكون رد فعل تلقائي وعليه يتساوى السعر الجاري مع السعر الحالي (السعر الأصلي).

- يتمثل في ضعف أو عدم رشادة شريحة من المستثمرين مع تميز معاملاتهم بالعشوائية بالشكل الذي يتحقق معه تعويض تبادلي وعليه سلوكهم يكون له تأثير حيادي على أسعار الأصول المالية الحياضية هذه الفئة من المستثمرين قراراتهم يجب أن تتميز بالاستقلالية.

- يفترض أن كافة المستثمرين لا تتوفر لديهم الرشادة وأعمالهم مرتبطة، لا بد أن تكون أفعال المحكمين تتميز بالرشادة، مما يسمح للمحكمين بجعل أسعار الأصول المالية تتجه نحو القيمة الحقيقية الأصلية.

ومن بين الانتقادات التي يمكن أن نوجهها لهذا النوع من التعريف للكفاءة:

- هناك ما يسمى بمفهوم مردودية التوازن للورقة المالية، إذ يجب أن يتوفر نموذج بهدف تحديد القيم التوازنية للورقة المالية.

- يجب تحديد المعلومات التي تحدد الأسعار الحقيقية بشكل دقيق ومدروس.

في بعض الأحيان اعتقاد أن السوق غير كفاء يؤدي إلى كفاءة السوق لأن ذلك يدفع بالمستثمرين المضاربين إلى محاولة تحقيق أرباح غير عادية، الأمر الذي يؤدي إلى جعل أسعار الأصول المالية تؤول نحو القيمة الحقيقية عن طريق سلوك التحكيم.

واقعيًا، يرغب المستثمرين في التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توفر مجموعة القواعد و الشروط، منها الإفصاح المالي والمحاسبي وتوفر قدر كافي من البيانات والمعلومات الصحيحة بعيدا عن التدليس والتضليل، حتى يتمكن المستثمرين من ترشيد قراراتهم المالية بالشكل المطلوب.

وفي ذات السياق ومع توسع دائرة النشاط الاقتصادي على المستوى العمودي والمستوى الأفقي، تزامن معه توسع دائرة الأسواق المالية باعتبارها مصدرا مهما للتمويل ومناخا ملائما لعملية الاستثمار مع إعطاء إمكانية تحقيق الأرباح، ولتحقيق ذلك يجب أن يتصف السوق المالي بقدر كافي

من الكفاءة، ذلك أن أسعار الأوراق المالية كثيرا ما تتعرض للتقلبات على مختلف الآجال الطويلة والمتوسطة والقصيرة.

ثالثا- شروط السوق المالي الكفاء:

في سنة 1992 جاء تعريف جديد لماركيل:

يكون السوق المالي كفاء إذا اتصف بالكمال و يعكس بشكل صحيح كافة المعلومات المتاحة في تحديد الأسعار التوازنية .

فبعض التوجهات ترى بأن المستثمر الفردي عادة ما تكون فرصته محدودة، إلا إذا اتصف السوق بالكفاءة متميزا بالعدالة في الأسعار، وبظهور فرصة الاستثمار الإلكتروني نم تدعيم المركز التنافسي للمستثمر من جهة ومن جهة أخرى ساعد على تفعيل الكفاءة نظرا للسرعة في انتشار المعلومات وبدون تكلفة وهي أهم شروط السوق الكفاء.

وحسب تحليلنا يمكننا ذكر بعض شروط السوق المالي الكفاء

- المنافسة التامة إذ أن انسحاب أحد المنافسين لا يؤثر على وضعية الأسعار في السوق؛
- الإفصاح المالي والمحاسبي لكل ما يتعلق بالوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في السوق المالي مع توفر قدر كافي من المعلومات حول السياسة الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، سعر الصرف، معدلات الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، الاقطاعات الضريبية...) ومعلومات قطاعية؛
- تدنئة تكاليف المعاملات إلى أدنى مستوياتها مع انتشار نفس المعلومات بشكل سريع لدى كل المستثمرين في ذات الوقت؛
- اعتماد نظام معلومات فعال يتميز بالشفافية، يتضمن معه كافة الإجراءات والقواعد الكفيلة بتدفق المعلومات للمستثمرين بهدف وصول قراراتهم إلى مستوى الرشادة المطلوبة؛

رابعاً- خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة⁵⁰: وفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تنظيم ثرواتهم؛

- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء المؤسسات خلال الفترات القادمة؛

- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛

- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛

- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

خامساً - أنواع الكفاءة⁵¹:

بشكل عام حسب زاوية نظرنا يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

أ-الكفاءة الكاملة: يقصد بها وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.

⁵⁰ عبد الغفور دادن مرجع سابق ، ص 89 .

⁵¹ عبد الغفور دادن ، مرجع سابق ، ص 90.

ب- **الكفاءة الاقتصادية:** وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر من أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

وبهدف التخصيص الأمثل للموارد المالية المتوفرة، يتطلب الأمر سمتان أساسيتان لتحقيق الكفاءة⁵²:

كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية": يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية": ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

⁵² نفس المرجع أعلاه، ص 91.

المطلب الثاني العاشر: بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة في الاستثمار بالمشتقات المالية.

تعتبر المشتقات المالية أداة للاستثمار متنوعة وجديدة، سميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات.

1- المشتقات المالية⁵³: المشتقات عقد ثانوي ينشأ على عقد أساسي يتعلق بورقة مالية (الأسهم العادية) في وقت محدد بالمستقبل، واكتسبت هذه العقود تسمية المشتقات لأنها تشتق من الأدوات المالية وتعد الخيارات والكفالات أهم هذه العقود بالإضافة إلى العقود الآجلة وسوق المستقبلية.

أ- العقود المستقبلية: عبارة عن عقود رسمية (قانونية) يتم ترتيبها في الأسواق المنظمة لتثبت عهدا بالتسليم إلى المشتري من طرف البائع بالكم والنوع لأصل استثماري تم الاتفاق عليهما على أن يتم ذلك مستقبلا بالزمان والمكان وتبنى كافة التقديرات تبعا للتوقعات السوقية وقت التسليم.

وحاليا تشمل المستقبلية أذونات الخزينة، السندات الحكومية ومؤشرات الأسهم... الخ.

ب- العقود الآجلة: عبارة عن عقود غير قابلة للتداول تمنح لحاملها الحق والالتزام الكامل معا بهدف ترتيب مبادلة على أصل معين مستقبلا يحدد السعر مسبقا وفي هذه الحالة ينشأ سعرين، سعر التسليم (السعر السائد) والسعر الآجل، وفي وقت التعاقد يتساوى السعرين إلا أن سعر التسليم يكون ثابتا والسعر الآجل قابل للتغيير.

ج- عقود المبادلة: اتفاق بين طرفين أو أكثر من أجل مبادلة تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وتكون تسوية العقد على فترات دورية (سنوية، شهرية،...).

عادة ما تشمل عقود المبادلة أدوات الدين وتسمى بمبادلة العملات ومبادلة أسعار الفائدة.

د- الخيارات: يمكن تصنيفها إلى خيارات البيع وخيارات الشراء.

⁵³ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص132.

د-1 خيار البيع Pot Option: هو اتفاق يعطي الحق للمستثمر في بيع عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات إلى طرف آخر، بسعر متفق عليه مسبقاً، وقد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ معين (الاختيار الأوروبي) أو خلال فترة معينة (الاختيار الأمريكي).

د-2 خيار الشراء: يعطي لحامله الحق في شراء عدد من الأسهم العادية بسعر محدد (سعر الممارسة) خلال مدة تحدد مسبقاً وتمنح للمشتري الحرية في ممارسة الخيار أو الامتناع عنه بالمقابل التزام على محرر الخيار وعادة ما ينفذ حامل الخيار العقد عندما يكون سعر السهم في السوق أكبر من السعر المحدد.

المبحث الرابع : الاستقرار المالي

أصبح حالياً السعي نحو الاستقرار المالي هدفاً أساسياً سواء الدول المتقدمة أو الدول النامية، وتتزايد أهمية الاستقرار المالي في إطار السياسة الاقتصادية، إذ أن هناك مؤسسات على المستوى الدولي منها البنك العالمي، صندوق النقد الدولي، بنك التسويات الدولية تشير إلى هذا المصطلح في شكل تقارير دورية لدراسة كل ما يتعلق به.

-المطلب الأول: مفهوم الاستقرار المالي.

مقارنة بالاستقرار النقدي والاستقرار الاقتصادي لا يزال مصطلح الاستقرار المالي حديث العهد، فهناك من الباحثين من يحاول تعريف الاستقرار المالي من خلال إرساء نماذج أو إطار تحليلي بهدف التقييم والقياس، نركز في تعريف الاستقرار المالي على جملة من القواعد.

1- مبادئ تعريف الاستقرار المالي.

بعد تداول وجهات النظر والاجتهادات في ما يخص التعريف، حاول الباحثون الوقوف على تعريف يليق بالمصطلح وهو ما قام به Schinasi Garry سنة 2005⁵⁴، في إطار محاولته لإيجاد تعريف علمي للاستقرار المالي، وقد قام باقتراح مجموعة من المبادئ تساعدنا في تعريف الاستقرار المالي:

- المبدأ الأول: الاستقرار المالي كمفهوم واسع.
- المبدأ الثاني: عدم نسيان فعالية أنظمة الدفع.
- المبدأ الثالث: دور انضباط السوق المحلية.
- المبدأ الرابع: التأثير على الاقتصادي الحقيقي.
- المبدأ الخامس: يجب أن يكون ديناميكيا.

2- أهمية الاستقرار المالي.

يمكن إدراك مدى أهمية الاستقرار المالي من خلال الجوانب التالية:

إن الأزمات والاضطرابات المالية تأتي في مقدمة المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي، في هذا السياق أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي سنة 2008 تحت عنوان "المخاطر العالمية 2008" أن النظم المالية وخاصة الأزمة المالية التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية في منتصف وأواخر سنة 2007 تشكل تحديا كبيرا يؤثر على الاستقرار الاقتصادي العالمي، وعليه أشار التقرير إلى ضرورة زيادة التدخل في أسواق المال لتقليل من حجم المخاطرة وتحسين حوكمة النظام المالي من خلال مجموعة من المسؤولين لتسيير المخاطر.

⁵⁴ THI_EMOKHO DIOP, D_EVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE _ECONOMIQUE :
LA
STRUCTURE FINANCIERE JOUE T-ELLE UN ROLE?, M_EMOIRE PRESENTE
COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA MAITRISE EN _ECONOMIQUE, UNIVERSIT_E DU
QU_EBEC _A MONTR_EAL, 2013, p 45.

كما يمكن أن يساهم الاستقرار المالي في كسب المزيد من الثقة لدى المستثمرين. وبالتالي يزداد عدد الشركات المدرجة في السوق المالي وبالتالي توفير القدر اللازم من التمويل مما يسمح بزيادة معدل الانتاج ومنه التأثير على الاقتصاد الحقيقي.

المطلب الثاني: جانب التنظير في الاستقرار المالي.

-يفترض Lager سنة 1999 أن الهدف هو استقرار النظام المالي وعليه يمكن تعريف الاستقرار على أنه تفادي تعطل النظام المالي الذي من المحتمل أن يتسبب في تكاليف كبيرة على الناتج الحقيقي.

-حسب Foot سنة 2003 يتحقق الاستقرار المالي عند توفر ما يلي:

أ-الثقة في عمل المؤسسات المالية والأسواق المالية في الاقتصاد.

ب-تقارب معدلات التوظيف والمعدل الاقتصادي الطبيعي.

ج-الاستقرار النقدي.

إذن نستنتج من خلال Foot أن الاستقرار المالي يتضمن الاستقرار النقدي.

المطلب الثاني: محددات الاستقرار المالي.

إن تحقيق الاستقرار المالي يتطلب وجود مجموعة من المحددات.

1-تفعيل الجهاز التنظيمي والرقابي للمؤسسات المالية ونظم الدفع: إن تفعيل الجهاز التنظيمي وقدرته على مواكبة ومسايرة الابتكارات والتغيرات التي تطرأ على البيئة المالية من بين متطلبات اللازمة للحفاظ على الاستقرار المالي.

2-تقوية الجهاز الداخلي بهدف تسيير المخاطر في الأسواق والمؤسسات المالية:

بهدف استمرارية الاستقرار في النظام المالي يجب تأطير الجانب المؤسساتي والتنظيمي .

3- تطوير السياسة الاقتصادية الكلية والهيكلية: تكييف السياسة المالية والنقدية، الضريبية... بما يتطلبه الواقع الاقتصادي.

المطلب الثالث: أسباب عدم الاستقرار المالي.

قد تنشأ اختلالات داخل النظام المالي أو خارج النظام ذلك أن هذا الأخير يؤثر ويتأثر بالاقتصاد الحقيقي، وتختلف الإجراءات التصحيحية باختلاف طبيعة المخاطر، فالمؤسسات المالية لها القدرة على التأثير على حجم الاختلالات الداخلية واحتمال وقوعها عن طريق آليات الرقابة والتنظيم وإدارة المخاطر والأزمات، الحالة العكسية ينتج عنها صعوبة التحكم في الاختلالات الخارجية.

ومن بين الأسباب المؤدية إلى الاختلال المالي عدم القدرة على التقدير وفشل نماذج الإنذار المبكر للأزمات المالية.

-عدم الموازنة بين النظام المالي والاقتصاد الحقيقي.

-المبالغة في التعامل بالأصول المالية الوهمية على سبيل المثال المشتقات المالية.

المطلب الرابع: الاستقرار المالي وعلاقته بالنمو الاقتصادي

من خلال ما سبق يتضح بأن تحقيق النمو الاقتصادي يتطلب استقرار في النظام المالي، ذلك ضمن العلاقات المتبادلة مع الاستقرار النقدي، كما أن تفعيل السياسة النقدية تتطلب استقلالية البنك المركزي ونظام مالي مستقر حتى نضمن انتقال الأثر الإيجابي للاقتصاد المالي إلى الاقتصاد الحقيقي ، غير أن الجدل حول تحديد المستوى الكفء للاستقرار المالي لا يزال قائماً وكذا إمكانية المفاضلة بين الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي خاصة أسواق البلدان النامية لا بد على هذه الأخيرة تعزيز الاستقرار المالي وتطوير النظام المالي، كما أن وجود فجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصادي الحقيقي يؤدي إلى أزمة مالية كمثل عن ذلك الأزمة المالية العالمية سنة 2008 .

المبحث الخامس: الأزمة المالية العالمية وأثرها على الأسواق العربية.

النظام الرأسمالي نظام أزماتي، ذلك أن الأنظمة المالية تشهد عدم استقرارية نتيجة للعولمة المالية التي سهلت انتقال الأزمات من بلد إلى آخر.

المطلب الأول : الإطار النظري للأزمة المالية.

نتج عن الأزمة المالية العالمية سنة 2008 جدلا كبيرا بين الاقتصاديين والمستثمرين والمتسببين في تكرار الآثار السلبية وانتقالها، حيث أفلس مصرف :

"Lehman Brothers" وهو من بين أكبر المصارف للأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية، بسبب الرهونات العقارية التي تتميز بارتفاع المخاطر.

ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية وبعد ذلك انتقلت إلى بقية الدول لتشمل الدول الأوروبية والآسيوية والخليجية والدول النامية نتيجة ارتباط اقتصادياتها بالاقتصاد الأمريكي فمن بين أسبابها اختلال التوازن بين القروض و الممنوحة المدخرات ، قدمت البنوك التجارية الأمريكية قروضا عقارية بدون ضمانات أو بضمانات غير كافية خلال سنة 2007، بالمقابل حاولت أن توفر سيولة بطرح سندات، فانخفضت القيمة السوقية لهذه الأخيرة، وبالتالي وقعت البنوك في أزمة السيولة، اذ احتل صافي المركز المالي للبنوك إلى ما دون الحد الأدنى، وبالتالي من أزمة الرهن العقاري إلى الأزمة المالية⁵⁵.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة

إن من أبرز ما كان وراء الأزمة المالية ما يلي:

- هشاشة جهاز الرقابة الحكومية على الأسواق والعمليات المالية.

- نقص الإفصاح المالي والمحاسبي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي مما أدى الى اتخاذ قرار الاستثمار مبني على معلومات غير صحيحة.

⁵⁵ Le25/12/2010 www.aawaset.com

- تواطؤ مؤسسات الرقابة ومنح الجدارة الائتمانية في منح تنقيط غير صحيح للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية مما يؤدي إلى تضليل المستثمرين.

- عدم تدخل الدولة وترك الحرية للمؤسسات المالية بالتصرف في التمويل بدون ضوابط.

- قيام البنوك بتحويل القروض الممنوحة إلى سندات قابلة للتداول في الأسواق المالية من خلال بيع مؤسسات التوريق.

- **أزمة الرهن العقاري:** يعتبر موضوع الرهن العقاري السبب الرئيسي والمباشر للأزمة حيث شجع الازدهار الذي شهدته البنوك ومؤسسات الإقراض لسوق العقارات الأمريكية ما بين 2001 - 2006 من اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر من خلاله يتم التعاقد بين ثلاثة أطراف على أن يقوم المالك ببيع بنك أو شركة تمويل عقاري، مالك لعقار ومشتري وممول يقوم الممول بتمويل 10% من العقار للمشتري ويدفع المشتري جزء من الثمن ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة واعتباره قرضا في ذمة المشتري بمقابل رهن العقار للممول ويسدد القرض على أقساط طويلة بفائدة تبدأ عادة بسيطة ما بين (15-30 سنة) باسم المشتري ويصبح مالكة له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن، لقروض العقارية الممنوحة ذات معدلات فائدة متغيرة وبدون ضمانات كافية.

- نتيجة لحجم الضرر الذي لحق بالمصارف الدائنة انخفضت قيمة أسهمها في البورصة.

- الشكوك لدى المستثمرين مما أدى إلى حالات عدم الثقة الأمر الذي أدى إلى قيام المودعين بسحب ودائعهم مما تسبب في انخفاض حجم السيولة في البنوك إلى أدنى مستوياتها وعليه الخسائر المتتالية في الأسواق المالية.

- الانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.

- **التوسع في التعامل بأصول المديونية:** تطورت مع تطور السندات و الأوراق التجارية، المشتقات المالية، التوريق (الخصم) في حالة ما إذا تكونت محفظة كبيرة من الرهون لدى البنك فإن البنك يقوم

باستخدامها لإصدار أوراق مالية جديدة يستعملها في حالة الاقتراض من المؤسسات المالية الأخرى كضمان حيث ليس هناك حد للتوسع في إصدارها. والتوسع في عملية التوريق أدى إلى أزمة.

- **التوسع في أصول الملكية:** عبارة عن حقوق للملكية على الموارد العينية (الأراضي، المصانع،...) في شكل أسهم فهناك حدود للتعامل بها يجب تفادي التوسع فيها وإصدارها يكون بقيمة اجمالية تفوق القيمة الحقيقية للموارد التي تمثلها.

-**المشتقات المالية:** أثر المشتقات على الأزمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيق مكاسب في المستقبل ونظرا لانهميار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت هذه المشتقات وشهدت الأسواق المالية حالة اللاستقرار نتيجة لتدافع الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً حاداً أدى إلى تعطيل الأسواق، بالرغم من أن المشتقات أداة للتحوط ضد المخاطر إلا أنها كانت من بين أسباب الأزمة.

المطلب الثالث: نتائج الأزمة ومستوى الانعكاس.

تختلف آثار الأزمة باختلاف الوضعية الاقتصادية لكل بلد وبدرجات متفاوتة ويمكن إبراز البعض منها فيما يلي:

- انخفاض في قيمة العملات ذات العلاقة بالدولار؛

- ارتفاع معدلات البطالة؛

- تراجع معدلات النمو مما يؤدي إلى تقليص حجم الطلب على النفط مما أدى إلى انخفاض في سعره؛

- تدهور السيولة في البنوك وانخفاضها إلى أدنى مستوياتها، الأمر الذي يسبب نقص في السيولة المتاحة للمستثمرين وبالتالي انخفاض معدلات الربحية؛

- حجم الخسارة التي مست الأصول البنكية خاصة المتعلقة بالقروض والاستثمارات؛

- انخفاض أسعار الأسهم مما تسبب في الخسارة للمستثمرين؛

- توسع الفجوة بين النظام المالي والنظام الإنتاجي.

- تسببت الأزمة في إيجاد نوع من عدم الاستقرار المالي والتذبذب في الأسواق المالية العالمية مما أثر سلبا على الاقتصاد الحقيقي.

1- انعكاس الأزمة على بورصة وول ستريت⁵⁶:

- تم بيع مؤسسة واشنطن ميوتشوال للخدمات المالية - أكبر الصناديق الأميركية العاملة في مجال الادخار والإقراض - لمجموعة جي بي مورغان المصرفية العملاقة بـ 1.9 مليار دولار.

- بنك الاستثمار الأميركي (ليمان برذازر) يعلن عن إفلاسه بعد فشل جهود المسؤولين الأميركيين في وزارة الخزانة والاحتياطي الاتحادي الأميركي لإنقاذ البنك.

- بنك ميريل لينش أحد البنوك الاستثمارية الكبرى في الولايات المتحدة يضطر لقبول عرض شراء من "بنك أوف أميركا" خشية تعرضه للإفلاس.

- تراجع سعر المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورتيس) في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

- بنك واكوفيا - رابع أكبر مصرف في الولايات المتحدة الأمريكية - بيع لمؤسسة سيتي غروب المصرفية الأميركية ضمن موجة الاندماجات في السوق الأميركية لمواجهة تبعات الأزمة المالية.

كما تسببت الأزمة في انخفاض أسعار الأوراق المالية والقيمة السوقية للسندات مما زاد من شكوك المستثمرين.

2- انعكاس الأزمة على واقع البورصات الآسيوية:

⁵⁶ le25/12/2010 www.aljazeera.net /nr/exeres/df77e-ecia-4d4c-a1a1-6ceoa5b01601.htm.26

سجلت مؤشرات البورصات الآسيوية انخفاضا ملحوظا فيما يخص السهم نتيجة للخسائر التي شهدتها الأسهم الأمريكية في وول ستريت، ولكن كان من المتوقع إرساء تدابير لدعم الاقتصاد ساهم في رفع مؤشر نيكاي للأسهم اليابانية بعدما سجلت انخفاضا.

لقد تم ارتفاع الدولار مقابل الين في المعاملات الآسيوية بعد تغير اتجاه الأسهم اليابانية من الهبوط إلى الصعود، الأمر الذي دفع بالمستثمرين إلى تقليص حجم المراهات على ارتفاع العملة اليابانية بسبب زيادة تجنب المخاطرة بين المستثمرين.

مما سبق يمكن القول بأن :

- الأزمة المالية هي وليدة النظام الرأسمالي الذي يعتمد على سياسة فتح الأسواق العالمية.

- أغلبية دول العالم تأثرت بمستويات مختلفة ما عدا الدول التي لا تعتمد على الخارج (الدول غير الرأسمالية).

- تسببت الأزمة في زيادة معدل البطالة و خاصة الدول العربية.

الأزمة المالية كنموذج عن عدم الاستقرار المالي وبالتالي اختلال النظام يؤثر سلبا على نظام الإنتاج ومنه على الاقتصاد الحقيقي.

-المطلب الرابع : العولمة المالية.

تعتبر العولمة المالية الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى الانفتاح المالي، مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا ويمكن الاستدلال عن العولمة المالية من خلال مؤشرين :

1-المؤشر الأول:

يشير إلى تطور حجم المعاملات عبر الحدود في السندات والأسهم في الدولة المتطورة، إذ تشير العمليات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول سنة 1980، في حين وصلت إلى أزيد من 100% في الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا سنة 1996 ما يزيد عن 200% في إيطاليا وكندا وفرنسا في نفس السنة.

2- المؤشر الثاني:

خاص بتداول النقد الأجنبي على المستوى الدولي، الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي ارتفعت من 20 مليار دولار منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 ترليون دولار سنة 1990 وهو ما يزيد عن 8.4% من الاحتياطات العالمية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

المطلب الخامس: أنواع القيم المتعلقة بالأوراق المالية.

تتم النظرية المالية بالمفاهيم المتعلقة بالمعايير المعتمدة في تقييم الأوراق المالية.

أولاً: قيم الأوراق المالية

1- القيمة الاسمية:

تعبّر القيمة الاسمية للسهم عن قيمة السهم التي يتم تحديدها من خلال عقد المؤسسة. أو بتعبير آخر هي قيمة سهم المؤسسة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء المؤسسة على قيمة السهم.

2- القيمة الدفترية:

تعبّر القيمة الدفترية عن قيمة السهم في قائمة المركز المالي للمؤسسة ويمكن حساب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملاك على عدد الأسهم.

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

يمكن استعمال هذا المؤشر في اتخاذ قرار الاستثمار ومتابعة اتجاه التغيرات التي تطرأ على السهم عبر مختلف الأزمنة. فكلما كانت القيمة الدفترية للسهم أكبر من عوائد أو توزيعات الأسهم ازداد حجم التفضيل لهذا السهم لدى المستثمر المتحفظ، أما بالنسبة للمستثمر المغامر يهتم بالعوائد والتوزيعات بشكل أكبر من القيمة الدفترية للسهم لأنه لا يفضل الاحتفاظ بالأسهم لوقت طويل.

فإذا كانت القيمة الدفترية للسهم العادي تساوي القيمة السوقية يعتبر القرار الاستثماري أمثل وذو جدوى ، لأنه عند التصفية تكون قيمة البيع هي نفسها القيمة المسجلة في السجلات، أما إذا كان هناك فارق كبير بين القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة وغالبا ما تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية.

وبوجه عام تعتبر القيمة الدفترية مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم نظرا للأسباب التالية:

- إن القيمة الدفترية للسهم تعبر عن القيمة التاريخية ولا تعبر عن القيمة التي سيكون عليها السهم مستقبلا.

- عند إجراء المقارنة بين المؤسسات اعتمادا على القيمة الدفترية ينتج عن ذلك العديد من المشاكل، فقد تتشابه مؤسستين من جميع الجوانب ما عدا الإجراءات والمعايير المحاسبية المستعملة، فقد تستخدم أحد المؤسسات أسلوب الوارد أخيرا يصرف أولا LIFO بالنسبة للمخزون وقد تستعمل أخرى أسلوب الوارد أولا يصرف أولا FIFO أثناء تقييم المخزون وكذلك الشأن بالنسبة لنمط الإهلاك كأسلوب القسط المتناقص.

3- القيمة السوقية:

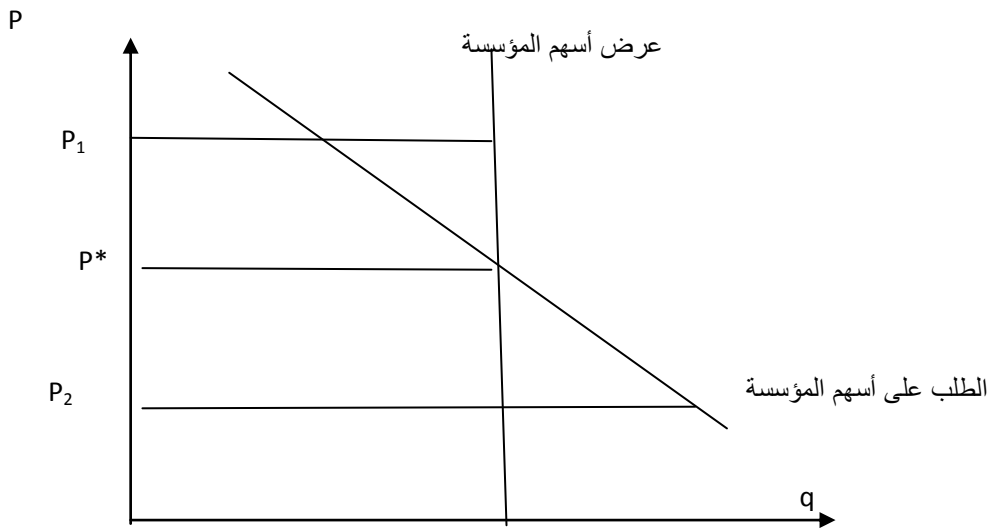
تحدد القيمة السوقية للسهم وفقا لمتغيرين أساسيين: التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والمعدل الذي تخضع به التدفقات بهدف حساب القيمة الحالية، ومن خلال القيمة السوقية يتحدد السعر الذي تباع به الورقة المالية.

القيمة السوقية للسهم: تتمثل في سعر إغلاق سهم الشركة عند نهاية الفترة.

القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها: يعبر عنها بعدد الأسهم المكتتب فيها مضروباً في سعر إغلاق سهم المؤسسة عند نهاية الفترة.

سعر السوق من أهم الأساليب المعتمد عليها في عملية تقييم السهم من طرف الراغبين في الاستثمار، وهذا ما سيتم التعبير عنه بالمنحنى الآتي.

الشكل رقم (08) : يوضح كيفية تحديد أسعار الأسهم في السوق.



المصدر: محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال العبد، ص 52.

يتضح من خلال الشكل أن السهم شأنه شأن السلعة فسعره السوقي يتحدد وفقاً لقوى السوق (العرض والطلب).

نلاحظ أن منحنى العرض يمثل خطاً عمودياً ثابتاً في لحظة زمنية معينة وموازيًا لمحور الأسعار. أما منحنى الطلب على الأسهم فإنه يركز على السعر الذي يمكن أن يشتري به السهم. وعلى هذا الأساس، يمكن القول بأنه عند مستويات الأسعار المرتفعة فإن الراغبين في شراء السهم أولئك هم المتفائلون بمستقبل السهم ولكن عدد هذه الشريحة ضئيل، أما عند مستويات الأسعار المنخفضة فمن المحتمل أن تسجل زيادة في الطلب على السهم، إذن هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وحجم الطلب عليه.

من خلال الشكل نجد بأن السعر التوازني للسهم يتمثل في P^* أين تتعادل الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة، فعند مستويات الأسعار المرتفعة بالضبط عند P_1 فإن المستثمرين سيرغبون على اقتناء كميات من السهم بحجم أقل من الكميات المعروضة، وهو ما ينتج عنه انخفاض في سعر السهم ليصل إلى سعر التوازن P^* ، أما عند مستويات الأسعار المنخفضة بالضبط P_2 فإن المستثمرين سيرغبون في اقتناء الكميات المطلوبة من السهم بحجم أكبر من الكميات المعروضة وهو ما سيدفع بسعر السهم إلى الارتفاع ليصل إلى سعر التوازن. فمن خلال ما سبق يمكننا أن نستخلص ما يلي:

- المستثمرين لا يحتاجون إلى اتفاق عام حول القيمة المناسبة للسهم، والتنبؤ بهذه الأخيرة سوف يختلف من مستثمر إلى آخر، ذلك أنهم يحصلون على معلومات مختلفة حول نفس السهم.

- لا يعبر السعر السوقي للسهم عن إجماع السوق حول القيمة المحورية أو العادلة التي تعطى للأصل وتعتبر عن القيمة الحقيقية، ولكنه يعبر عن الرأي الحدي للمستثمر، وهو المستثمر الذي يفضل امتلاك السهم في حالة ارتفاع سعره ولو بشكل قليل عن السعر الحالي.

- يعبر ميل منحنى الطلب اقتصاديا عن درجة تماثل آراء المستثمرين بخصوص الورقة المالية، فعندما تختلف آراء المستثمرين حول خصائص السهم فإن ذلك سيؤدي إلى انحدار منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل، أما إذا اتفقت الآراء حول هذه الخصائص فسوف يكون منحنى الطلب موازيا لمحور الكميات.

- أسعار التوازن وأسعار المتاجرة في سوق السهم يتعلق بحجم ورود معلومات جديدة للسوق مما يؤدي إلى انتقال منحنى الطلب، التغير في الكمية المعروضة مبني على فرضية أن أداء المستثمرين غير متماثلة.

- تتأثر القيمة السوقية بجملة من المتغيرات منها الدولية المتمثلة في الجانب الاقتصادي العالمي وكذا الجوانب السياسية والاجتماعية التي من شأنها التأثير على حركية أسواق رأس المال، إضافة إلى الظروف الاقتصادية الوطنية كمعدلات الفائدة وأسعار الصرف والسياسة الجبائية والناتج الإجمالي المحلي... الخ.

-إذا دققنا في التحليل نجد بأن التدفقات النقدية، على علاقة مع مستوى رقم الأعمال ومدى قدرة التحكم في مستوى التكاليف بالإضافة إلى المتغيرات التي تأتي نتيجة الدورة الاقتصادية متمثلة في الكساد والرواج ومعدلات التضخم المسجلة، فهي متغيرات من شأنها أن تؤثر على أداء المؤسسات ولكن بدرجات متفاوتة، أما بالنسبة لمعدل الخصم يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطالب به المستثمر (المساهم).

ثانياً: تقييم الأوراق المالية.

نهدف من خلال تقييم الأوراق المالية إلى معرفة مواطن القوة ومناطق الضعف للورقة المالية التي تم إصدارها ومن أشهر المعايير المعتمدة في عملية التقييم ما يلي⁵⁷:

1-عائد السهم (EPS) Earning per Share:

يمكننا هذا المؤشر من التعرف على مدى ربحية السهم، أو ما يسمى بالإيراد السنوي للسهم ويمكن حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضريبة مخصوصاً منها توزيعات الأسهم على المتوسط المرجح لعدد السهم العادية.

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

وبطبيعة الحال فإن المستثمر المتحفظ سيميل إلى شراء الأسهم ذات الربحية العالية مستبعداً الربحية المنخفضة.

فعائد السهم يستنبط من مصادر خارج السوق، اعتماداً على القوائم المالية للمؤسسة ويشهد وجهات نظر مختلفة ومتعددة بين المنظرين نظراً لتعدد المفاهيم المتعلقة به كالربح الصافي، النتيجة الجارية... الخ واختلاف الأزمنة الجانب التاريخي والحالي والمستقبلي، الأمر الذي ينجم عنه اختلاف في قيم المضاعف، فالبعض يوصي باستعمال الربح للسهم BPA والذي يعبر عن الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية دون إلزامية.

⁵⁷ طلال كداوي، مرجع سابق الذكر ص 87-89.

2- حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) Dividends Per Share:

يستخدم هذا المؤشر في تحديد نصيب السهم الواحد من التوزيعات للأرباح، أي الأرباح المستلمة فعلا من السهم، ففي بعض الحالات لا يتم توزيع الأرباح كلية و إنما يحتفظ بجزء من الأرباح في شكل احتياطات لأغراض تتعلق بسياسة المؤسسة ويمكن حساب هذا المؤشر كما يلي:

$$EPS = \frac{\text{توزيعات الأرباح المعطى عنها - توزيعات الأسهم}}{\text{عدد الأسهم المسجلة في سجلات المؤسسة}}$$

فحسب حالة المستثمر، فإذا كان هذا الأخير مهتما بالجانب النقدي فإنه حتما سيميل إلى تفضيل الأسهم ذات الحصة المرتفعة من توزيعات الأرباح ويتجنب الأسهم ذات التوزيعات المنخفضة حتى ولو كان عائدها مرتفعا.

3- مردود السهم العادي (yps) Yield Per Share:

يفيد هذا المؤشر في حساب تكلفة الفرصة البديلة بخصوص الاحتفاظ بالسهم أو التنازل عنه والانتقال إلى فرص استثمارية أخرى ويمكن حسابه كما يلي:

$$YPS = \frac{DPS}{\text{السعر السوقي}}$$

يمكن استعمال هذا المؤشر في عملية المقارنة مع سعر الفائدة السائد في السوق، فإذا كان المردود أكبر من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتنائه دون جدوى، أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه يفضل تجنب الاستثمار في هذا النوع من الأسهم، فإذا كان المستثمر محتفظا بكمية منها فمن الأفضل له التنازل عنها .

4- مضاعف سعر السهم العادي (PER) Price Earning Ratio :

يستخدم هذا المؤشر في رصد التغيرات في الأسعار السوقية للسهم، بهدف التنبؤ بحركة الأسعار، وفي العادة توجه نسبة معيارية للسوق، فكلما ابتعد المؤشر بالزيادة عن هذه النسبة دل ذلك على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح، ويحسب المضاعف وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{السعر السوقي}}{EPS} = \text{PER}$$

$$\frac{\text{السعر السوقي}}{DPS} = \text{PER}$$

5- عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR) Holding Period Return

يستعمل هذا المؤشر في قياس معدل النمو أو التآكل في ثروة حامل السهم ويتم حسابه كما يلي:

$$\frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر الشراء للسهم}} = \text{HPR}$$

6- نموذج استحداث توزيعات الأرباح:

يعود الفضل في وضع هذا النموذج إلى الاقتصادي " Williams وليامس " سنة 1938 أثناء تقديم المفهوم المالي للقيمة، فحسب وجهة نظره أن قيمة أي أصل مالي أو مادي تتمثل في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة منه، وأشار وليامس إلى أن القيمة المحورية (الحقيقية) La Valeur Intrinsèque لسهم ما تقيم بما يقدمه في الغالب من توزيعات الأرباح .

وقد تلقى هذا النموذج انتقاداً من طرف جراهام ودود Graham & Dodd في عدة جوانب وبالتالي في سنة 1962 قاما بتطوير هذا المنهج في البداية، يتم الاعتماد في التنبؤ على كل قيمة من

التوزيعات المتوقعة مستقبلا ومعدل الاستحداث (الخصم) بهدف إيجاد القيمة الحقيقية للسهم وفق صيغة المعادلة التالية⁵⁸:

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+t)^n}$$

D_n : تمثل التوزيعات النقدية المستقبلية، ممثلة في توزيعات الأرباح.

n : المدة الزمنية.

t : معدل الاستحداث (الخصم).

انطلاقا من هذا النموذج، يتسنى لنا تطبيق نماذج الاستحداث على توزيعات الأرباح وفقا لعدة فرضيات:

- التدفقات السنوية تكون متساوية من أجل فترة محدودة n .

- التدفقات السنوية المتساوية بمعدل نمو صفري، تمتد إلى ما لا نهاية (غير محددة الفترة).

- معدلات التدفق تنمو بشكل ثابت اعتبارا من السنة الأولى، تمتد إلى ما لا نهاية، تسمى هذه الطريقة بطريقة "Gordon Shapiro" قوردن شايبورو.

- لاحظ قوردن - شايبورو أن التدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت وبالتالي اقترح نموذجا آخر يتمثل في أن معدل النمو في التدفق يكون غير ثابت.

إن هذا النموذج ينطلق من نظرية الاستثمار، بحكم أنه يقف على قيمة السهم التي تمثل المبلغ الواجب استثماره أملا في الحصول على التدفقات المنتظرة، في هذه الحالة تم بالدرجة الأولى المستثمر، ولتحقيق ذلك يتم استحداثها وفق معدل خصم معين، وبالتالي يعتبر هذا النموذج من بين نماذج الاستحداث، ويمكن استحداث التدفقات كما يلي⁵⁹:

⁵⁸ هوارى سوسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ القرارات المالية، مجلة الباحث جامعة ورقلة، العدد 2007/05 ص113.

⁵⁹ هوارى سويبي، مرجع سابق الذكر، ص113.

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

V_n : تمثل سعر بيع (قيمة) الأصل في نهاية الفترة n

D_n : تمثل المتحصلات Encaissement المستقبلية، ممثلة في توزيعات الأرباح.

t: تمثل معدل الاستحداث (الخصم).

ومن بين الإيجابيات التي تخلص بها هذه المعادلة أنهما:

- تميز ما بين الاستثمار بشكل عام والاستثمار في مجال الأوراق المالية سواء من حيث الحركية أو من حيث التداول، نتيجة لتدفق المعلومات والتغير في خطة الاستثمار مما يجعل حيازة الاستثمار محدودة لفترة معينة.

- فعند استعمال هذا النموذج للاستحداث تأخذ نظرية الاستثمار فترة محدودة لاختيار الاستثمار، أحيانا تكون في حدود متوسط لا يتعدى خمس سنوات، حتى ولو كان المستثمر مستهدفا حيازة الاستثمار لفترة طويلة أو إلى غاية نهاية العمر الاستثماري، والسبب في ذلك يعود إلى أن التنبؤ بالتدفقات سيكون عشوائيا، متميزا بحالة عدم التأكد كلما اتجهنا نحو الأجل الطويل، مما يجعلها لا تعطي قيمة حقيقية للاستثمار.

من خلال ما سبق، من نماذج رياضية، لا بد من القيام بتحديد وحساب مكونات هذه النماذج متمثلة في:

1- توزيعات الأرباح:

يتم استخراج التدفقات انطلاقا من التحليل الأساسي المعتمد، وتجدد الإشارة إلى أن توزيعات الأرباح تستجيب إلى قدرة المؤسسة على إمكانية تحقيق الأرباح من ناحية ومن ناحية أخرى تستجيب إلى السياسة المنتهجة من طرف إدارة المؤسسة بخصوص التوزيعات.

2- معدل الخصم:

يعتمد تحديد هذا المعدل اعتمادا على علاوة المخاطرة المتضمن، استنادا إلى عدة متغيرات:

- طبيعة المخاطرة المتعلقة بعملية الاستثمار، بمختلف أنواعها المخاطر التشغيلية المرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للورقة المالية والمخاطر المالية.

- الفترة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت المدة طويلة ازداد الخطر وحالة عدم التأكد، يترتب عن ذلك زيادة علاوة المخاطرة.

فالمحللين تلقوا صعوبة كبيرة عند حساب معدل الخصم، نتيجة لمحاولة تكميته للمخاطر المتعلقة بالاستثمار، فلجئوا إلى استعمال معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين كمعدل للخصم، فمن بين النموذج المشهورة لحسابه نموذج تسعير أو تقييم الأصول المالية MEDAF، الذي يعود الفضل في وضعه في صورته النهائية إلى " وليام شارب سنة 1964 William Sharp " معتمدا على أساس تطوير منحى الاستثمار الكفاء للسوق المالي الكفاء، والمشهور باسم " النموذج القطري للأكاديمي هاري ماركويتز 1965. وفقا لهذا النموذج معدل الخصم يكون مساويا للعائد الخالي من المخاطر، مضافا إليه علاوة الخطر المرتبطة بالاستثمار، وفقا للمعادلة التالية⁶⁰:

$$E(r_j) = r_f + B_j (E(r_M) - r_f) \quad ..$$

r_f : معدل مردودية الأصل الخالي من الخطر، ويتم الرجوع في ذلك للعائد أذونات الخزينة.

B_j : معامل الانحدار (الميل) مردودية الورقة المالية بالنسبة لمردودية السوق (معامل الحساسية) والذي يحسب بالتباين المشترك لمردودية الورقة المالية مع مردودية السوق مقسوما على تباين مردودية السوق، يكون معطى ومحسوب ضمن بيانات الأسواق المالية من طرف جهات تعمل على ذلك.

$E(r_M)$: معدل مردودية السوق .

يعبر عن الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل الاقتصادي بدون علاوة مخطر السوق، وعندما تضرب هذه الأخيرة في بيتا تعطى علاوة مخطر الورقة المالية.

⁶⁰ هوارى سويسى، مرجع سابق الذكر، ص114.

ولكن من بين الانتقادات الموجهة لهذا النموذج أنه يعتمد على معطيات من داخل السوق فقط، في حين توجد بعض المتغيرات من خارج السوق ذات التأثير على مردودية الورقة المالية.

3-الفترة المأخوذة:

يتعين على المستثمر المالي أن يستهدف فترة معينة في حالة استعمال نموذج استحداث التوزيعات الأرباح، يتحدد على أساسها التوقعات المستقبلية لتوزيعات الأرباح وقيمة الورقة المالية في نهاية الفترة، باعتبار أن الاستثمار في الأوراق المالية يهدف من وراءه المستثمر إلى تحقيق العوائد المستقبلية، شأنه شأن الاستثمار في بقية الأصول، لذا تحكمه نظرية الاستثمار التي تأخذ الفترة المتوسطة الأجل متمثلة في 05 سنوات كأقصى تقدير، وعادة ما تتناسب مع سلوك المضاربة الذي يسلكه أغلبية المتعاملين في بورصة القيم.

4- القيمة عند نهاية الفترة:

تعتبر هذه القيمة عن سعر البيع المحتمل للورقة المالية عند نهاية المدّة، وطالما أن الفترة المأخوذة في مثل هذه الاستثمارات لا تتعدى الخمس سنوات، فإنه يمكن التنبؤ بها، بنفس الطريقة التي تم استخدامها في التنبؤ بتوزيعات الأرباح، لأنها تمثل تدفقا في النهاية، و ما هي في الحقيقة إلا نتاج لانعكاس توقعات التدفقات بعد تلك الفترة، وقد تكون هذه القيمة أكبر من سعر شراء الورقة المالية، وبالتالي يكون المستثمر أمام حالة فائض قيمة، أو الحالة العكسية أين تكون أقل من سعر الشراء مما يجعل المستثمر أمام حالة نقص قيمة.

مما سبق يمكن القول بأن نموذج خصم توزيعات الأرباح يمكن المستثمر من اتخاذ القرارات الصائبة، إذ يمكن من خلاله الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية، وبالتالي يتخذ المستثمر في هذا الصدد قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ أو الامتناع عن الشراء على حسب ملكيته للورقة المالية من عدمها، بإجراء عملية المقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة والقيمة السوقية.

المطلب السادس : الحافظة المالية.

إن التغيرات المحلية والعالمية التي طرأت على الاقتصاديات المعاصرة أدت إلى وجود استثمارات كبيرة الحجم تتطلب أموال ضخمة وطاقات كبيرة، كما عرفت تنوعا في المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، يتميزون بامتلاكهم لفوائض مالية ولهم فرص ولعل من أهمها في الاقتصاد المعاصر هو الاستثمار في الأوراق المالية.

تعتبر الحافظة المالية عن توليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التمويلية حيث يسعى المستثمر إذا كان بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المتنوعة تنوعا يضمن له التخفيف من المخاطر وبالتالي لتكوين المحفظة لا بد من مراعاة عدة عوامل منها العائد والخطر والتنوع وذلك بغرض الحصول على محفظة تتمتع بالكفاءة .

أولا : مفهوم الحافظة المالية وأنواعها.

يشكل الاستثمار دورا محوريا في النشاط الاقتصادي نظرا لما يحققه من عوائد تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني كلية، وخاصة مع ظهور التحولات الاقتصادية والمالية التي يشهدها العالم ، ولهذا تنوعت واختلفت أساليب الاستثمار باختلاف وجهات النظر، ولعله يمكن اعتبار الحافظة المالية إحدى أهم هذه الأساليب التي تسعى إلى تعظيم العائد عن طريق الزيادة في المنفعة مع تقليص حجم المخاطر التي تواجه المستثمر.

1- مفهوم الحافظة المالية:

تسعى الحافظة المالية إلى البحث عن الدخل الدائم للعوائد المتوقعة، وتمكن من زيادة حجم تداول الأوراق المالية، فهي بذلك أسلوب لنقل المخاطر من شخص إلى آخر.

الحافظة المالية هي عبارة عن تشكيلة من الأدوات الاستثمارية تتكون من أصلين فما فوق، يقوم بإدارتها مدير الحافظة أو السمسار يتفاوتان من ناحية الصلاحية في إدارتها طبقا لشروط العقد المبرم بينهما.

ومن أبرز النظريات التي وأشهرها التي تطرقت إلى الحافطة المالية نظرية ماركويتز سنة 1950 فحسب ماركويتز وفاما يرون بأن الحافطة المالية يجب تتكون من 15 أصل فما فوق، ويعتمد ماركويتز في نظريته على مبدأين :

-استخدام الثنائيات المثلى (-إبراز العلاقة الطردية بين معدل المردودية ومستوى المخاطرة.

المردودية - المخاطرة) لاختيار عدد لا نهائي من التراكيب لـ N أصل مالي.

هذا عند حدود مجموعة من الفرضيات :

المستثمر المالي عقلاني ورشيد، الإعلام المجاني، انعدام تكاليف المعاملات والضرائب، تجانس توقعات المستثمرين، قابلية الاستثمارات للتقسيم بشكل تام..... الخ .

فركز ماركويتز في توجهه على قاعدتين :

-تحقيق أعلى معدل للمردودية عند مستوى معين من المخاطرة.

-تحقيق مستوى مردودية مطلوب عند أدنى حد ممكن من المخاطرة.

كما أضاف كل من " شارب " و "ميلر" مجموعة من الفرضيات على سبيل المثال العلاقة بين خطر السوق وخطر المحفظة.

وحسب جاك هامون J.HAMON يمكن تعريف الحافطة المالية بأنها " مجموعة الأوزان النسبية لأصول مالية، أي قائمة النسب الممثلة للأصول والتي يجب أن تساوي في مجموعها الـ 100%.

2-أنواع المحافظ المالية:

وتتنوع المحافظ المالية إلى الأشكال التالية⁶¹:

أ-محفظة الدخل:

⁶¹ محمد صالح جابر، الاستثمارات في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، ص 175.

نشير هنا إلى تلك العوائد الناتجة عن الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية لأرباح الأسهم وبالتالي فإن محفظة الدخل تحاول تقليص المخاطر بقدر الإمكان ويعتبر السهم الذي يحقق أعلى مستوى من الدخل بأقل قدر من المخاطر هو أفضل سهم لمحافظ الدخل وبالتالي فإن وظيفة محفظة الدخل هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي.

ب- محفظة النمو:

يتصف سهم ما بأنه ضمن الأسهم النامية التي تحقق نموا متواصلا في الدخل والأرباح و ما يتبع ذلك من ارتفاع في الأسعار حتى يتهافت المستثمرون على هذا السهم ويتم اختياره وفقا لشروط معينة هي الدخل والعائد واستقرار كبير في معدلات النمو وعوائد عالية للسهم الواحد.

ج- المحفظة المختلطة:

وهي تلك المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز البعض منها بتحقيق الدخل ويتميز البعض الآخر بتحقيق النمو.

3- السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية⁶²:

أ- السياسة العمومية:

هذا النوع من السياسة يفضل فيها العائد عن الأمان والنموذج الشائع لهذه المحفظة هي محفظة رأس المال، التي تسعى إلى تحقيق العائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول ويستعمل هذا النوع من السياسة مديرو المحافظ المضاربون، بحيث يطبقونها بشراء أسهم متدنية السعر لمؤسسات في بداية النمو بجني أرباح مستقبلية ترجع لارتفاع أسعار الأسهم (أسهم عادية).

ب- السياسة الدفاعية:

⁶² محمد مطر، فايز يثم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن- عمان - ص، ص 183- 184.

في إطار هذه السياسة يعطى فيها لعنصر الأمان الأولوية على حساب عنصر العائد ، بالتركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ويتميز هذا النوع من المحافظ بأنها توفر للمستثمر دخلا دائما، إذ يستفيد المستثمر من هامش أمان مرتفع على رأس المال المستثمر.

ج-السياسة المتوازنة:

تعتبر هذه السياسة هجينة بين السياستين السابقتين ويتطرق فيها إلى تحقيق الاستقرار نسبي في الحافظة باعتبار أن ذلك يؤمن تحصيل العوائد بمستوى مقبول من المخاطر وذلك عن طريق التنوع في رأس مال الحافظة .

4- : ضوابط وقيود تكوين الحافظة المالية.

أثناء تكوين وبناء الحافظة المالية يجب مراعاة مجموعة من الضوابط والقيود تتمثل فيما يلي:

- مراقبة درجة الاستقرار في أسعار الأوراق المالية، فكلما ارتفع سعر الورقة المالية كلما ازدادت درجة الاحتفاظ بها.

- الضوابط والقيود الخاصة بالفترة الزمنية المختارة من طرف السمسار أو مدير الحافظة، بمختلف الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة؛

- القيود المالية المتمثلة في السيولة المتاحة والتي يتم من خلالها شراء الأوراق المالية؛

- تحديد حجم المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمر، ومن خلال ذلك يتم اختيار الأوراق المالية التي تتناسب درجة خطورتها مع درجة قدرة واستعداد المستثمر له؛

- مراقبة درجة التقلب في سعر الفائدة؛

- الأخذ بعين الاعتبار السياسة الضريبية و الجبائية والتي من خلالها يتم وضع القوانين والتشريعات التي تحكم عملية بالشراء والبيع للأوراق المالية، مع توضيح المزايا والإعفاءات الضريبية؛

ثانياً: تقييم أداء المحافظ المالية

تتعدد مداخل تقييم محفظة الأوراق المالية وفي هذا السياق نتطرق إلى أربعة نماذج :

1- نموذج شارب SHARP'S INDEX

قدم وليام شارب مقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة، أطلق عليه نسبة التقلب في العائد .

توضح المعادلة التالية نموذج

شارب:

$$R = \frac{\bar{r}_B - r_f}{\sigma}$$

R : تشير إلى قيمة المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد الذي يعكس أداء المحفظة المالية محل التقييم

\bar{r}_B : متوسط عائد المحفظة

r_f : معدل العائد الخالي من الخطر

σ : الانحراف المعياري والذي يعبر عن خطر المحفظة ذي درجة التقلب في العائد.

$\bar{r}_B - r_f$: تمثل علاوة الخطر ويمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة وتجدر الإشارة إلى أن نموذج

شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة نظراً لكون كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار وكقاعدة عامة كلما كان أداء المحفظة أفضل يعني عائد أعلى لكل وحدة من وحدات المخاطر الكلية.

2- نموذج ترينور Trynor's performance measure

قدم ترينور نموذج الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة (الخاصة) وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة (العامة) باستخدام معامل بيتا (β) كقياس لمخاطر المحفظة. ويأخذ نموذج ترينور الشكل الآتي:

$$R = \frac{\bar{r}_B - r_f}{B}$$

R : قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد.

\bar{r}_B : متوسط عائد المحفظة

r_f : معدل العائد للاستثمارات المالية الخالية من المخاطر.

B : مقياس الخطر المنتظم بالنسبة لكل أصل من الأصول المالية فإذا كان :

$B < 1$ تدل على أن الأصول المالية المعنية أكثر تأثراً بتذبذبات السوق.

$B > 1$ تدل على أن الأصل المالي معدوم الحساسية أو ضعيف بالنسبة للتذبذبات التي قد يشهدها السوق.

$B = 1$ الأصول المالية المعنية تتغير بنفس الأهمية في السوق.

تحسب B بالتغير بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق (تباين عائد محفظة السوق)، يعرف بالتغاير Covariance بين عائد محفظة ما وعائد محفظة السوق. بمجموع حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوماً على عدد الفترات.

3- نموذج جنسن **gensen's performance measure**.

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية وعرف بمعامل ألفا ($ALFA$) تقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، الأول يمثل الفرق يتم بين متوسط عائد المحفظة

ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا (BETA) في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والتي يمكن أن يطلق عليها علاوة الخطر للسوق وعليه قدم جنسن نموذج لقياس أداء المحفظة كما يلي:

$$\text{Alfa} = (\bar{r}_B - r_f) - B(\bar{r}_M - r_f)$$

حيث:

$\bar{r}_B - r_f$ يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة والمعدل الخالي من الخطر ويطلق على هذا المقدار بالعائد الإضافي .

$B(\bar{r}_M - r_f)$ يمثل حاصل ضرب معامل B والفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر (علاوة خطر السوق).

من خلال هذا النموذج إذا كان ALFA موجبا يدل ذلك على الأداء الجيد للمحفظة وإذا كان سالبا يعني أداء المحفظة غير جيد أما إذا كان ALFA معدوما يعني حالة وسطية أي لا يختلف عائد المحفظة عن عائد السوق.

4- : نموذج فاما FAMA Performance Measure

قدم فاما نمودجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات الخطر ويقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة التالية:

$$R_{BN} = \frac{R_f + (\bar{R}_M - R_f) * COV(\bar{R}_{BN} - R_M)}{\bar{\sigma}_M}$$

$\overline{R_{BN}}$: العائد المتوقع للمحفظة N أما f يشير إلى معدل العائد على الاستثمار الحالي من الخطر

$\overline{R_M}$: تمثل العائد المتوقع على محفظة السوق.

$\overline{\sigma_M}$: تشير إلى الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق وتطبق للمعادلة السابقة فإن العائد المتوقع على المحفظة N يساوي معدل العائد على الاستثمارات.

ثالثا : المواصفات و العوامل الرئيسية لاختيار الحافظة المالية المثلى.

إن من أهم وخصوصيات الحافظة المالية المثلى أنه تتكون من تركيبة متعددة ومتنوعة و متوازنة من الأصول، فهذه المميزات تجعل المستثمر يحقق إلى حد ما نوعا من الاطمئنان والأمان ويمكن له تحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة في الآجال المحددة، وباختصار يمكن القول بأن مميزات الحافظة المالية المثلى حسب ما سبق هي:

أ- تمتع الأدوات الاستثمارية بقدر عالي لتوفير السيولة في حالة الاحتياج؛

ب- تنوع الأصول بالقدر الكافي لمواجهة المخاطرة؛

ج- تمكين المستثمر من تحقيق التوازن بين العائد والأمان؛

كما يتوقف اختيار الحافظة المالية المثلى على مجموعة من العوامل نورد منها:

1- في حالة تساوي العائد لعدة محافظ نختار المحفظة ذات الحد الأدنى من المخاطرة؛

2- في حالة تساوي المخاطرة لعدة محافظ نختار الحافظة ذات أعلى عائد؛

3- في بقية الحالات نختار الحافظة ذات أعلى عائد وأقل مخاطرة.

خلاصة الفصل .

يتضح من خلال ما سبق أن البورصة أحد الأشكال الحديثة للتمويل من نقل التدفقات من الوحدات ذات الفائض نحو الوحدات ذات العجز بشكل سريع.

تكتسي البورصة أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني، إذ يمكن من خلالها قياس المستوى الاقتصادي للبلد وكأسلوب جديد لتقييم المؤسسة.

تتحكم في البورصة مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، وحتى تقوم بدورها بشكل جيد يجب اعتماد الضوابط والقواعد الاستثمار المتعلقة بضرورة الإفصاح المالي والمحاسبي بشكل دقيق حتى يكون المستثمرين فيها على حد سواء من ناحية المعلومات.

يعتبر الاستقرار المالي من بين العوامل المساعدة تقوية العلاقة بين القطاع المالي وقطاع الاقتصاد الحقيقي مما يؤدي إلى تحقيق التنمية والنمو الاقتصادي وتحسين مستوى المداخل.

يمكن قياس مدى جودة السوق المالي من خلال المؤشرات التي تعبر تعبيراً دقيقاً للمستثمر بخصوص مدى استقرارية أسعار الأوراق المالية وكمية المؤسسات المدرجة في السوق وحجم التداول.....الخ.

يهدف تأكيد الجانب النظري بخصوص البورصة والمستثمرين واتخاذ القرارات لا بد أن نعتمد على بعض الطرق الرياضية والجداول والبيانات المتعلقة بمتغيرات داخل السوق المالي ومتغيرات من خارج السوق حتى يتسنى للمستثمر استغلال بعض المؤشرات في توجيه القرار في الاتجاه المرغوب فيه.

الفصل الثالث

دعم النمو الاقتصادي عن طريق الأسواق المالية

تمهيد :

السوق المالي هو المكان أو طريقة الاتصال، أو الإجراءات المتداخلة، إذ يسمح بالالتقاء بين البائع والمشتري حتى عن طريق الشبكة الإلكترونية ، بهدف تبادل تجاري معين ينطوي على تبادل المصالح بينهما، ولكل سوق من الأسواق أعراف تنظم العمل فيها. وتمتع الأسواق، ذات أكثر تطورا وأهمية، بنظام خاص بها وقواعد وآليات عمل تضبط سيرها وتحفظ الحقوق الخاصة والعامّة المتعلقة بنشاطها.

ومن المعلوم أن تحقيق النمو الاقتصادي ، والحفاظة على استمراريته هو الشغل الشاغل للسياسات الاقتصادية على المستوى الدولي، يرتبط النمو بنوعية أداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر القاعدة الأساسية لبناء اقتصاد وطني متنوع وتحقيق هذا الأخير يتطلب توفير الموارد المالية اللازمة لذلك بالقدر الكافي ، وقد يكون ذلك عن طريق الأموال الخاصة (التمويل الذاتي) أو من خلال اللجوء إلى الاستدانة المصرفية (بالتمويل غير المباشر) ، أو عن طريق الأسواق المالية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من طرف الجمهور سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أخرى مباشرة دون وساطة مالية.

أخذ النمو حيزا هاما في الأبحاث الاقتصادية ابتداء من الفكر الكلاسيكي الذي اهتم بدراسة القوى التي تحدد نسبة تقدم المجتمعات وصولا إلى النظريات الحديثة التي اعتبرت النمو كسبيل للخروج من المشاكل التنموية.

كنتيجة للتخلف الذي شهدته بعض الدول خاصة النامية ظل النمو والتنمية الاقتصادية عبارة عن معنى واحد ذلك أنه كان ينظر إليهما بأتهما الزيادة في الطاقة الإنتاجية للاقتصاد معنى ذلك أنه زيادة الاستثمار المنتج في تنمية الإمكانيات البشرية والمادية لتحقيق الدخل الحقيقي في المجتمع ولكنهما يختلفان من زاوية المضمون والأهداف والمواضيع التي يعالجها.

المبحث الأول : مفهوم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

يعتبر النمو الاقتصادي مؤشرا اقتصاديا هاما للدولة، إذ يساهم في إنشاء الفرص الاستثمارية المتاحة وبالتالي الرفع من مستوى الناتج الوطني .

المطلب الأول: النمو الاقتصادي.

النمو الاقتصادي مصطلح حديث نسبيا ظهر في إطار الفكر الرأسمالي المشجع للقطاع الخاص وإمكانياته في المجال الصناعي وما زامنه من تغيرات مستمرة وتراكمية لرأس المال، أدى ذلك وما زامنه من تغيرات مستمرة وتراكمية لرأس المال، أدى ذلك إلى تحولات جذرية للمجتمعات وبالرغم من تعدد وجهات النظر في تعريف النمو الاقتصادي

1-تعريف بالنمو الاقتصادي⁶³:

" النمو الاقتصادي هو حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي "Gross Domestic Product" (GDP) أو الدخل الوطني الإجمالي "Gross National Income"، والذي يؤدي إلى زيادة مستمرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي.

وقبل أن يتم التمييز بين النمو والتنمية من طرف الاقتصاديين نظرا لعدم احتواء النمو للمشاكل المتعلقة بالتنمية فقد استخدمت مؤشرات الدخل كمعيار لقياسهما، غير أن التجارب أكدت صعوبة تحديد مفهوم الدخل الحقيقي في الدول النامية ويرجع ذلك إلى أن أسعار الصرف الدولية والوطنية غير ثابتة ونظر لتباين الأسعار الرسمية عن الحقيقية ومن بين الأمور التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تقدير مؤشر النمو أو تلك المرتبطة به منها⁶⁴:

أولاً- الدخل الوطني الكلي: حيث اقترح "Mead" استخدام هذا المعيار بدل متوسط نصيب الفرد عن الدخل، إلا أنه لم يقبل في الأوساط الاقتصادية لأن زيادته أو نقصانه قد تؤدي إلى نتائج

⁶³ سيد أحمد كبداني، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية دراسة تحليلية وقياسية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013، ص 17.

⁶⁴ سيد أحمد كبداني نفس المرجع ص 22-23.

إيجابية أو سلبية فزيادته لا تعني شيئاً إذا كانت أقل من معدل نمو السكان، كما أن نقصانه بمعدل صغير لا يعني بالضرورة تخلفاً اقتصادياً، إضافة أنه معيار محدود القيمة إذا انتشرت الهجرة من وإلى الخارج.

ثانياً-الدخل الوطني الكلي المتوقع: وحيث أن البعض من الاقتصاديين اقترح قياس النمو على أساس الدخل المتوقع وليس الفعلي، خصوصاً لدى الدول النامية التي تمتلك موارد غنية كامنة معطلة.

ثالثاً-متوسط نصيب الفرد: وهو أكثر المعايير استخداماً وصدقاً بحسب الكثير من الاقتصاديين، غير أن قياسه وإحصاءه يعرف بعض المشاكل والصعاب لدى البلدان النامية، مما يجعل مقارنة المجتمعات به غير دقيقة، كذلك القائمة على حسابه انطلاقاً من إجمالي السكان، أو تلك المعتمدة على السكان العاملين فقط. فحساب الدخل لجميع السكان مفيد من نواحي الاستهلاك، وحسابه لقوة العمل مفيد من نواحي الإنتاج وفي هذا الشأن اعتقد " Charles Kindleberger " أن اهتمام التنمية يجب أن يوجه إلى الإنتاجية وليس إلى مستوى المعيشة، وأما جمهور الاقتصاديين فيتمسكون بمعيار متوسط نصيب الفرد من الدخل لكون الهدف النهائي للتنمية هو رفع مستويات المعيشة والرفاهية، وحيث :

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t - \text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t-1}{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t-1}$$

إن ما يجمع عليه اللاقتصاديون في إطار بحثهم لإيجاد تعريف محدد للنمو الاقتصادي economic growth هو صعوبة تحديد هذا المتغير لكونه يخضع لعوامل وأنماط وتأثيرات بالغة التعقيد. وعلى الرغم من أن أكثر التعريفات قبولاً للنمو الاقتصادي هي تلك التي تركز على قدرة الاقتصاد في زيادة إنتاج سلع وخدمات ذات صفة استمرارية، يرى بعضهم أن ظاهرة الزيادة المستمرة في الناتج لا بد وأن تصاحبها مجموعة من التغييرات النوعية والكمية في البنى المختلفة للاقتصاد والمجتمع⁶⁵.

وهناك من يعتبر النمو الاقتصادي عبارة زيادة في الناتج المحلي الإجمالي مرفوقاً بزيادة مستمرة في الدخل الحقيقي.

⁶⁵ www.arab-ency.com/index.php?module...func.

وفي هذا الصدد نتطرق إلى وضعية الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر⁶⁶:

- الناتج المحلي الخام = الإنتاج المحلي الخام + القيمة المضافة للإدارة العمومية (الإدارة المركزية والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري والضمان الاجتماعي) + القيمة المضافة للمؤسسات المالية (البنوك ومؤسسات التأمين) + القيمة المضافة للشؤون العقارية (خدمات الإيجار) + تعديلات مرتبطة بالإنتاج المدرجة في الخدمات البنكية وفي استهلاك الخدمات غير المنتجة.

- طرق التقييم : يتم حساب الإنتاج المحلي الخام حسب ثلاثة زوايا التي الحصول عليها بنفس الرقم⁶⁷ :

$$PIB = \sum VA + TVA + DT/M \quad \text{أ) الأول "زاوية الإنتاج"}$$

$$PIB = RS + CFF + ILp + ENE \quad \text{ب) الثاني "زاوية الدخل"}$$

$$PIB = CF + ABFF + \Delta stocks + Export - Import \quad \text{ت) الثالث "زاوية الإنفاق"}$$

⁶⁶ الحسابات الاقتصادية من 2000 إلى 2011 رقم 609.

⁶⁷ نفس المرجع أعلاه.

الجدول رقم (06): يوضح تطور الدخل الوطني المتاح وتخصيصاته الجزائر

من سنة 2000 إلى 2011.

2004	2003	2002	2001	2000	الوحدة : مليون دج
1278516.3	1137905.1	1048921.9	970615.3	884617	تعويضات الأجراء
1079180.9	930224.6	847769.3	762899	756981.1	الضرائب غير المباشرة الصافية من الإعانات
3389399.7	2841071.4	2324625.3	2209642.4	2214810.6	فائض الاستغلال الصافي
0	0	0	0	0	رصيد تعويضات الأجراء مع العالم الخارجي
-253259.9	-189977.6	-174668.8	-123190.1	-175240.3	رصيد دخل الملكية والمؤسسة
5493837	4719223.6	4046647.6	3819966.5	3681168.5	الدخل الوطني حسب (ن.م.و)
236320	187578.3	138019.4	105463.7	74426.3	رصيد التحويلات الأخرى الجارية
5730157.1	4906801.9	4184666.9	3925430.3	3755594.7	الدخل الوطني المتاح حسب (ن.م.و)
2371024.5	2126300.2	1989324.1	1847731.2	1714188	الاستهلاك النهائي للأسر المعيشية
846896.2	777521.8	700447.4	624559.1	560135.9	الاستهلاك النهائي للإدارة العمومية
2512236.3	2002980	1494895.4	1453140	1481270.8	رصيد الادخار الصافي
5730157.1	4906801.9	4184666.9	3925430.3	3755594.7	الدخل الوطني المتاح حسب (ن.م.و)

./.

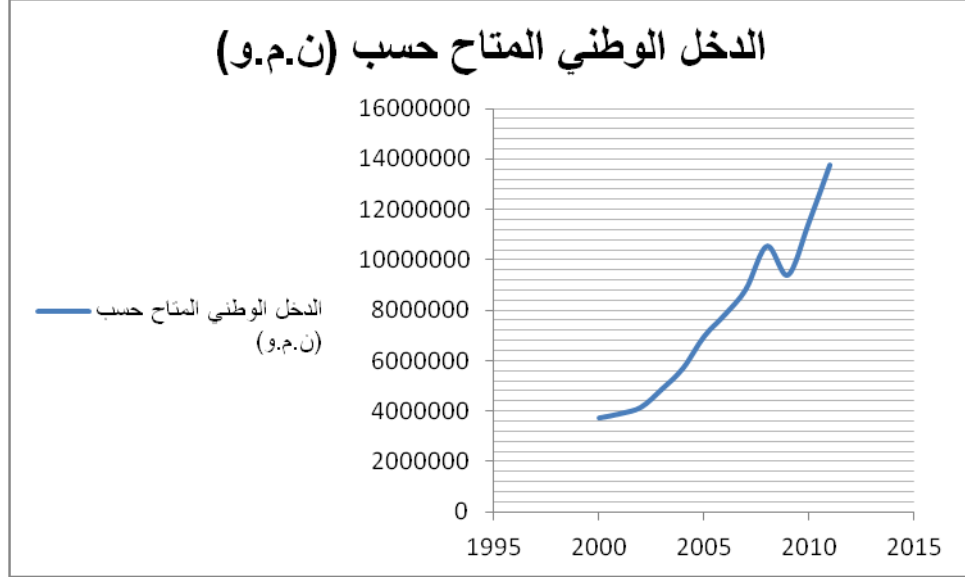
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
3817801.8	2917594	2360458.5	2138366.5	1721934.2	1500109.1	1363926.7
2025847.5	1750608.6	1545878.1	1798508	1450967.7	1338666.1	1293996
7821291.3	6603825.2	5364374.4	6483177.3	5614143.9	5177012.7	4437917.9
10608.8	9589.4	4347.4	3823.1	4285.5	0	0
-137687.6	-15686.7	-88193	-83602.8	-123511	-321273.2	-336127.4
13537861.8	11265931	9186865.4	10340272.2	8667820.3	7694514.7	6759713.2
245833.9	241934	240493.3	226522.9	199663.5	164712.7	227627.7
13783695.7	11507865	9427358.7	10566795.1	8867483.8	7859227.4	6987340.9
4552709.5	4115566.7	3743918.6	3333285.8	2963819.6	2695579.6	2553030.1
3300443	2170258.7	1645064.5	1458510.4	1089003	954867.8	865879.1
5930543.2	5222039.2	4038375.6	5774999	4814661.3	4208780	3568431.6
13783695.7	11507865	9427358.7	10566795.1	8867483.8	7859227.4	6987340.9

المصدر: الحسابات الاقتصادية من 2000 إلى 2011 رقم 609.

يتضح من معطيات الجدول بأن الدخل الوطني المتاح خلال الفترة 2000-2011 في تزايد مستمر وسجل أقصى قيمة له في سنة 2011 بمقدار **13783695.7** مليون دج وهذا التحسن المستمر مرده إلى أن الاقتصاد الجزائري يعتمد إلى درجة كبيرة على العائدات النفطية والتي بلغ معدلها السنوي مؤخرا 70 مليار دولار ولكن هذه العائدات معرضة للزيادة والنقصان، ففي سنة 2003 كان سعر برميل النفط في الأوبك 28 دولار ثم انتقل إلى 36 دولار سنة 2004 ثم بلغ 50 دولار في سنة 2005 وسنة 2006 بلغ 61 دولار واستمر الارتفاع إلى أن وصل إلى 69 دولار سنة 2007 و95 دولار سنة 2008 وبلغت الأسعار سقفها سنة 2009 بمقدار 141 دولار للبرميل وبعد ذلك شهدت انخفاضا حادا خلال النصف الأول من سنة 2010 بمقدار 42 دولار. ومصدر الدخل الرئيسي أن حجم التصدير في الجزائر يصل إلى ما بين 1.3-1.5 مليون برميل يوميا ومن الغاز 62 مليار متر مكعب سنويا. وبالنسبة لحجم العائدات السنوية من تصدير النفط والغاز بلغ خلال سنة 2011 72 مليار دولار مقابل 57 مليار دولار عام 2010. إضافة إلى ماسبق يبرر هذا التحسن بوجود مؤشرات على وجود وفرة مالية أدت تحسن الوضع الاقتصادي في الجزائر منها البيانات الصادرة عن صندوق النقد الدولي بخصوص احتياطات النقد الأجنبي حيث بلغت عام 2011 بلغت 189 مليار دولار خارج الأموال السيادية للدول ولكن في سنة 2009 نلاحظ بأن الدخل الوطني المتاح انخفض في سنة 2009 إلى **9427358.7** مليون دج بعد أن كان **10566795.1** مليون دج سنة 2010 و من بين أسباب هذا الانخفاض تراجع حجم الاستثمارات الأجنبية خلال المدة 2008 إلى 2010 ويرجع ذلك إلى صدور قوانين جديدة للاستثمار إذ أن هناك قانون يحدد نسبة المستثمر في أي مشروع بـ 49% لصالح المستثمر الأجنبي، في حين أن الطرف الجزائري تصل ملكيته في المشروع إلى 51%، مما أدى إلى تعقيد إجراءات الترخيص والمعاملات المصرفية إلى الحد من الاستثمارات الأجنبية وكذلك دفع الكثير من المستثمرين خاصة رجال الأعمال من منطقة الخليج إلى الإحجام والتراجع عن الاستثمار في الجزائر وكذلك في أوساط المستثمرين الأوروبيين.

ويمكن توضيح ما سبق بالشكل الموالي:

الشكل رقم (09): يوضح تطور الدخل الوطني المتاح في الجزائر من سنة 2000 إلى 2011.



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على معطيات الجدول.

كما هو معلوم هناك من يعتبر النمو الاقتصادي هو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة زمنية يصحبها الزيادة في الدخل الفردي الحقيقي، وبالتالي نلجأ في تحليلنا للنمو الاقتصادي انطلاقاً من الناتج المحلي الإجمالي اعتماداً على الجدول الموالي:

الجدول رقم (07) يوضح الناتج المحلي الخام (نظام المحاسبة الوطنية) واستخداماته المدة 2000-2011

2004	2003	2002	2001	2000	الوحدة : مليون دج
1278516.3	1137905.1	1048921.9	970615.3	884617	تعويضات الأجراء
1079180.9	930224.6	847769.3	762899	756981.1	الضرائب غير المباشرة الصافية من الإعانات
3389399.7	2841071.4	2324625.3	2209642.4	2214810.6	فائض الاستغلال الصافي
0	0	0	0	0	رصيد تعويضات الأجراء مع العالم الخارجي
-253259.9	-189977.6	-174668.8	-123190.1	-175240.3	رصيد دخل الملكية والمؤسسة
5493837	4719223.6	4046647.6	3819966.5	3681168.5	الدخل الوطني حسب (ن.م.و)
236320	187578.3	138019.4	105463.7	74426.3	رصيد التحويلات الأخرى الجارية
5730157.1	4906801.9	4184666.9	3925430.3	3755594.7	الدخل الوطني المتاح حسب (ن.م.و)
2371024.5	2126300.2	1989324.1	1847731.2	1714188	الاستهلاك النهائي للأسر المعيشية
846896.2	777521.8	700447.4	624559.1	560135.9	الاستهلاك النهائي للإدارة العمومية
2512236.3	2002980	1494895.4	1453140	1481270.8	رصيد الادخار الصافي
5730157.1	4906801.9	4184666.9	3925430.3	3755594.7	الدخل الوطني المتاح حسب (ن.م.و)

./.

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
3817801.8	2917594	2360458.5	2138366.5	1721934.2	1500109.1	1363926.7
2025847.5	1750608.6	1545878.1	1798508	1450967.7	1338666.1	1293996
7821291.3	6603825.2	5364374.4	6483177.3	5614143.9	5177012.7	4437917.9
10608.8	9589.4	4347.4	3823.1	4285.5	0	0
-137687.6	-15686.7	-88193	-83602.8	-123511	-321273.2	-336127.4
13537861.8	11265931	9186865.4	10340272.2	8667820.3	7694514.7	6759713.2
245833.9	241934	240493.3	226522.9	199663.5	164712.7	227627.7
13783695.7	11507865	9427358.7	10566795.1	8867483.8	7859227.4	6987340.9
4552709.5	4115566.7	3743918.6	3333285.8	2963819.6	2695579.6	2553030.1
3300443	2170258.7	1645064.5	1458510.4	1089003	954867.8	865879.1
5930543.2	5222039.2	4038375.6	5774999	4814661.3	4208780	3568431.6
13783695.7	11507865	9427358.7	10566795.1	8867483.8	7859227.4	6987340.9

المصدر: الحسابات الاقتصادية من 2000 إلى 2011 رقم 609.

نلاحظ من خلال الجدول بأن الناتج المحلي الداخلي في الجزائر في تحسن مستمر خلال الفترة 2000-2011 وهذا التحسن راجع إلى شروع الجزائر في سياسة ميزانية توسعية ابتداء من سنة 2001 وخاصة في ظل وفرة المداخيل الخارجية المترتبة عن التحسن النسبي في أسعار النفط كما شرعت الجزائر في برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) والبرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (المخطط الخماسي 2005-2009) وبرنامج التنمية الخماسي أو مايسمى ببرنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014).

برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (المخطط الثلاثي) Programme de Soutien – PSRE
à la relance économique خصص له مبلغ مالي يقدر بـ 525 مليار دينار ما يقابل حوالي 7 ملايين دولار أما بالنسبة للبرنامج التكميلي لدعم النمو PCSC –

Programme Complémentaire de Soutien à la Croissance لهذا البرنامج أوليا 8.705 ملايين دينار ما يقابل 114 مليار دولار بالإضافة إلى برنامج الجنوب والهضاب العليا والبرنامج التكميلي للقضاء على السكن الهش.

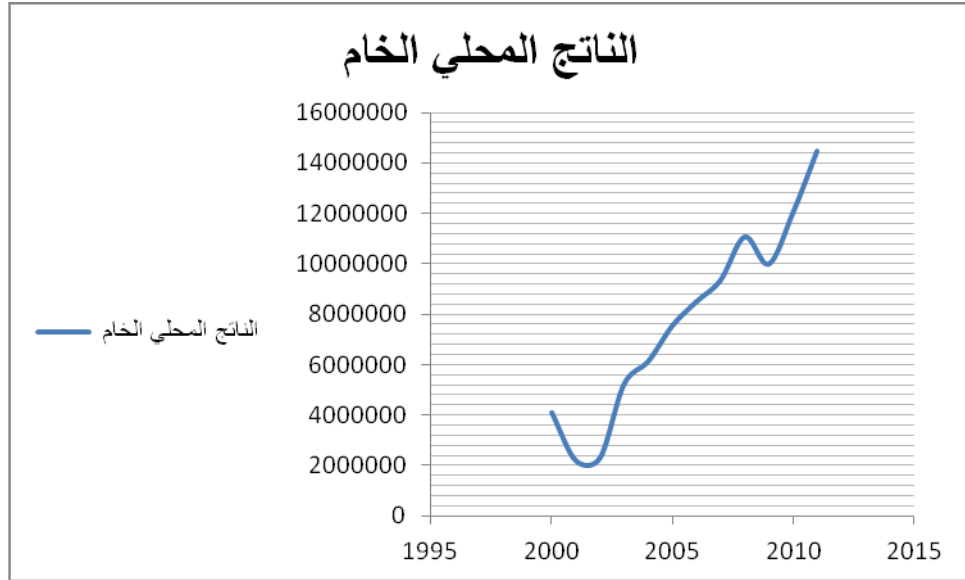
برنامج توطيد النمو الاقتصادي PCCE – Programme de consolidatin de la
Croissance économique قدر مبلغ هذا البرنامج بـ 21.214 مليار دينار ما يقابل 286 مليار دولار .

ولكن ما يلفت الانتباه أن في سنة 2009 (10006839.7 مليون دج) يسجل تناقص في الناتج المحلي الخام بالمقارنة مع سنة 2008 (11077139.4 مليون دج) والسبب في ذلك التراجع الكبير في نسبة نمو قطاع المحروقات (-6%).

وحتى تكون سياسة الانعاش فعالة يجب أن يكون تحقيق الناتج المحلي الخام الفعلي *PIB effectif* دون ضغوط تضخمية ودون عجز خارجي معتبر) يقترب جدا من الناتج المحلي الخام المحتمل معناه الاستغلال الكامل للطاقة الانتاجية والفرق بين الناتجين يسمى بفجوة أوكن *Okun* .

والشكل الموالي يوضح صورة عن الناتج المحلي الخام في الجزائر

الشكل رقم(10) : يوضح تطور الناتج المحلي الخام في الجزائر من سنة 2000 إلى 2011.



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول.

ويمكن حساب معدل النمو الاقتصادي كما يلي⁶⁸:

معدل النمو الاقتصادي = معدل نمو الدخل الوطني - معدل النمو السكاني.

معدل النمو الاقتصادي = معدل الزيادة في الدخل النقدي الفردي - معدل التضخم.

وعليه مما سبق يمكننا أن نستنتج ما يلي:

- مادام مصطلح النمو يشير إلى إحداث الزيادة في الدخل، فإن النمو الاقتصادي يعبر عن الزيادة في الدخل الفردي زيادة حقيقية تراكمية ومستمرة خلال فترة زمنية معينة .

- لا يمكن التحدث عن النمو الاقتصادي إلا بعد استبعاد أثر معدلات التضخم، من الناحية الإيجابية يجب أن تكون معدلات الزيادة في الدخل الحقيقي أكبر بالمقارنة مع معدل النمو السكاني .

- بهدف تحقيق النمو الاقتصادي لا بد من توفر مجموعة من العوامل:

* توفر الكمية اللازمة من عناصر الإنتاج (الأرض، رأس المال، العمل، التنظيم).

⁶⁸ سيد أحمد كبداني، نفس المرجع، ص17.

* تنوع الفرص والبدائل الاستثمارية.

* تعدد وتنوع مصادر التمويل.

* الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.

2- مميزات النمو الاقتصادي:

يتميز النمو الاقتصادي بمجموعة من المميزات منها:

- النمو الاقتصادي مفهومه ضيق بالمقارنة مع مفهوم التنمية الاقتصادية.

- يحدث النمو الاقتصادي تلقائيا دون إحداث تغيير.

- النمو الاقتصادي غير مهتم بتوزيع عائد النمو.

- يؤدي النمو الاقتصادي على المدى الطويل إلى تحسين المستوى المعيشي.

3- استراتيجيات النمو الاقتصادي:

بهدف تحقيق نمو اقتصادي لا بد رسم الخطط والاستراتيجيات الهادفة والملائمة، فيمكن أن نشير إلى نوعين من الاستراتيجيات:

أ- استراتيجية النمو المتوازن : تركز على الحرية الاقتصادية، اهتمت بالعلاقة الموجودة بين معدل نمو الإنتاج ومعدل النمو السكاني، بحيث يجب أن يهدف الاستثمار الأجنبي إلى معالجة الخلل عند مستوى الدخل الحقيقي للفرد الذي يسمح برفع معدل نمو الإنتاج على معدل النمو السكاني.

ب- النمو غير المتوازن : تعتبر استراتيجية بديلة عن الأولى ولكنها واردة في النظام الرأسمالي، بحيث انطلاقا من تحليل المعطيات الاقتصادية نصل إلى حصرها وضبطها.

4- العوامل المساعدة على النمو الاقتصادي.

إن تحقيق النمو الاقتصادي في الاتجاه الإيجابي والمرغوب فيه يتوقف حسب وجهة نظرنا على مجموعة من العوامل منها:

- اختيار طرق التمويل الحديثة على سبيل المثال سوق الأوراق المالية كأسلوب حديث للتمويل، إذ يساعد على تعبئة وجمع المدخرات من وحدات ذات الفائض وتوجيهها نحو وحدات ذات العجز مما يؤدي إلى تشجيع المشاريع الاستثمارية الكفيلة بزيادة حجم الإنتاج وبالتالي النمو الاقتصادي.

- إدخال التكنولوجيات الحديثة في عمليات الإنتاج حتى يكون المنتج ذو ميزة تنافسية على الصعيدين المحلي والدولي.

- تكوين رأس مال بشري مؤهل .

- بالنسبة للدول النامية يتعين عليها الاستفادة من الخبرات الأجنبية .

- ترشيد تكلفة عناصر الإنتاج المتمثلة في رأس المال، العمل، الأرض، التنظيم.

المطلب الثاني : التنمية الاقتصادية.

يتشابه المصطلحان مصطلح النمو الاقتصادي ومصطلح التنمية الاقتصادية، إلا أنهما يختلفان عن بعضهما البعض.

مصطلح التنمية الاقتصادية واسع يشمل إحداث تغيير إيجابي على عدة مستويات منها الموارد البشرية والهياكل القاعدية والصحة والتعليم... الخ، مع السعي نحو محاربة الفقر والاهتمام بإعادة توزيع الثروة.

وفي هذا الصدد يمكن اعتبار النمو الاقتصادي جزءاً من التنمية الاقتصادية، ذلك أن الزيادة في الدخل الفردي الحقيقية (النمو الاقتصادي) يؤدي إلى توفير الأموال الضرورية لعملية التنمية من خلال تمويل المشاريع الاقتصادية.

1-تعريف التنمية الاقتصادية:

توجد عدة تعريفات تطلق على التنمية الاقتصادية والشائع أنها عملية تتضمن تحقيق معدل نمو مرتفع لمتوسط الدخل الفردي الحقيقي خلال فترة زمنية قدرها تقريبا ثلاثون سنة بشرط أن لا يرافق ذلك تدني في توزيع الدخل أو زيادة نسبة الفقر في المجتمع.

2- مؤشرات قياس التنمية:

- متوسط الدخل الفردي الحقيقي.
- مؤشرات التنمية البشرية منها : الصحة والتعليم، المعرفة، القدرة الإنتاجية.
- متوسط الدخل الفردي المعدل بتعديل القدرة الشرائية.
- معدل النمو السكاني.

3- أهمية التنمية الاقتصادية.

- التقليل من حجم البطالة من خلال توفير فرص العمل.
 - الزيادة في الدخل الحقيقي والذي ينتج عنه تحسين المستوى المعيشي.
 - تقوية البنية القاعدية (التحتية) : شبكة الطرقات، شبكة النقل، الهياكل العمومية، المناظر السياحية هذا كله من شأنه أن يستقطب رؤوس أموال أجنبية .
 - توفير المعروض من السلع والخدمات كما ونوعا بما يتماشى مع الكميات المطلوبة لتغطية الاحتياجات للمواطنين.
 - تحسين الوضع الصحي والتعليمي، الثقافي، المعرفي للسكان.
 - تقليل الفوارق الاجتماعية من خلال العدالة في توزيع الدخل.
 - توفير الأمن القومي للبلد والاستقرار الهادف ومنه ترقية المجتمع.
 - تحسين الوضعية لميزان المدفوعات من تشجيع حركات رؤوس الأموال.
 - تحقيق الأمن الغذائي من خلال تشجيع المنتج المحلي.
- المبحث الثاني : المقاربات النظرية لتفسير النمو الاقتصادي.

بخصوص النمو الاقتصادي ظهرت عدة تفسيرات نظرية، فكل نظرية لها أدلتها في ما يخص التفسير.

المطلب الأول: نظرية النمو الكلاسيكية.

من أهم روادها آدم سميث، دافيد ريكاردو وروبرت مالتوس.

أولاً: الطرح الكلاسيكي لتفسير النمو.

اعتمد التحليل الكلاسيكي على مجموعة من الفرضيات أهمها:

- المنافسة التامة.

- الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج.

- حالة التشغيل التام للموارد.

- الحرية الفردية في ممارسة النشاط الاقتصادي.

قام الكلاسيك بدراسة أسباب النمو الذي يشهده الدخل الوطني على المدى الطويل معتمدين على النظرية الاقتصادية الجزئية بالرغم من تعدد وجهات النظر في آراء الاقتصاديين الكلاسيك إلا أنهم اتفقوا على آراء متعددة منها النمو الاقتصادي ومن أفكار الكلاسيك في النمو الاقتصادي ما يلي :

- **الإنتاج دالة لمجموعة من العوامل:** رأس المال، العمل، ثبات الموارد الطبيعية، مستوى التقدم التكنولوجي، التغيير في الإنتاج (النمو) يتحقق بحدوث تغيير في إحدى عوامل الإنتاج وعملية الإنتاج للموارد الطبيعية (الأراضي الزراعية) تخضع لقانون تناقص الغلة، وإثبات صحة هذا التحليل مربوط بافتراض ثبات الفن الإنتاجي ورأس المال المستخدم ويعتقد الكلاسيك أن تقدم الفن الإنتاجي وعملية تكوين رأس المال (الاستثمار) كقوة دافعة للنمو الاقتصادي.

- **دافع الحاجة إلى العوامل الاجتماعية والمؤسسية الموازية للنمو:** أكد الكلاسيكيون على الدور الكبير للجانب الاجتماعي والمؤسسية الملائمة للنمو، تتطلب نظام اجتماعي تسييري وحكومة مستقرة مع تنظيم مؤسسات تمويلية ونظام قانوني وشرعي، نظام كفاء للإنتاج.

- اعتقد الكلاسيكيون وجود علاقة بين تراكم رأس المال والنمو السكاني: إذ أن تراكم رأس المال يؤدي إلى تزايد حجم السكان عن طريق اثر الزيادة في تراكم رأس المال على الرصيد الكلي للأجور باتجاه الزيادة ينتج عن ذلك زيادة في حجم السكان، كما أن النمو السكاني يؤدي إلى تناقص الغلة في المجال الزراعي بافتراض ثبات فن الإنتاج وثبات الأرض وهذا يعني انخفاض الأرباح والمدخرات وارتفاع تكلفة المنتجات الزراعية وبالتالي انخفاض تكوين رأس المال.

ثانيا: الانتقادات الموجهة للطرح الكلاسيكي.

وجهت للنظرية الكلاسيكية في ما يخص تفسير النمو الاقتصادي مجموعة من الانتقادات نشير إلى البعض منها في ما يلي:

- عدم القدرة على تقدير وتوقع الثورة التكنولوجية : اعترف الكلاسيك بالتقدم التقني ولا يمكن أن يلغي أثر تناقص الغلة ويمكن تطبيقه في المجال المجال الصناعي ولا يمكن تطبيقه في القطاع الزراعي المتميز بتناقص الغلة.

- عدم جدوى العلاقة بين حجم السكان وتراكم رأس المال في الدول المتقدمة لأن هذه الأخيرة تتميز بتناقص معدل المواليد مع تزايد مستوى الدخل.

-المطلب الثاني: النظرية الكلاسيكية الجديدة.

ركزت هذه النظرية على قانون Say في تحليل النمو الاقتصادي ومن أهم روادها Jevons.Menger.Walras.Alfred Marchall، اهتمت بالمنفعة الحدية في تحديد أثمان عناصر الإنتاج، إذ أن تكوين رأس المال من خلال إحلاله محل العمل بعيدا عن نظرية السكان، اعتمدوا على الادخار الذي يعتمد على سعر الفائدة ومستوى الدخل، بينما الاستثمار يتحدد بسعر الفائدة بعلاقة عكسية وبالانتاجية الحدية لرأس المال، كما يشكل السكان والتجارة الدولية دور مهما ومشجعا في توسيع الإنتاج وتحقيق النمو الاقتصادي، يتضمن ذلك ما يلي:

- يتم تحديد معدل نمو الإنتاج على المدى الطويل بمعدل نمو العمل وإنتاجيته والمحددة خارج النموذج كما أن معدل النمو يكون مستقلا عن معدل الاستثمار والادخار، فكل ارتفاع في الاستثمار سيتم ابداله إما بالمعدل الأعلى لنسبة رأس

إلى الناتج

$\frac{K}{Y}$ أو بالمعدل الأدنى لإنتاجية رأس المال $\frac{V}{K}$ مع افتراض تناقص عوائد رأس المال.

- معدل النمو في الدخل الفردي يتغير إيجابيا مع معدل الادخار والاستثمار وسلبيا مع معدل النمو السكاني.

- توجد علاقة سالبة على المستوى العالمي بين نسبة رأس المال إلى الناتج والمعدل الأدنى لإنتاجية رأس المال بسبب التفضيلات التكنولوجية وتفضيلات الادخار، ذلك أن البلدان الفقيرة التي تملك كميات ضعيفة من رأس المال يكون معدل النمو أسرع بالمقارنة مع الدول الغنية المملوكة لكميات كبيرة من رأس المال وهذا يسبب في تقارب معدلات الدخل الفردي والمستوى المعيشي في ما بين البلدان المتخلفة.

ومن جهة أخرى أجمع النيوكلاسيك على إمكانية حدوث استمرارية في النمو دون ركود اقتصادي، لأن النمو الاقتصادي :

-عملية متكاملة ومتراصة ذات تأثير إيجابي متبادل، النمو في قطاع ما يؤدي إلى نمو في قطاع آخر طبقا لمبدأ الوفرة الخارجية.

-النمو الاقتصادي شأنه شأن النمو العضوي يأتي تدريجيا ومرحليا.

-يعتمد النمو على القدر المتوفر من عناصر الإنتاج في المجتمع كما يرتبط حجم القوة العاملة بالتغير السكاني.

ومن أبرز الكلاسيكيين الجدد Schumpeter الذين اهتموا بالنمو الاقتصادي، اعتبر اتجاه النمو الاقتصادي غير مستمر إذ يصل بشكل سريع إلى حدوده بسبب وجود بيئة غير مناسبة للاستثمار في

الابتكار وللعوامل الفنية والتنظيمية دورا مهما في النمو الاقتصادي، هذا الأخير عبارة عن عملية تحدث مرة واحدة نظرا لظهور ابتكارات جديدة تؤدي إلى الزيادة الملموسة في الدخل الوطني.

حسب Schumpeter يتضمن النمو ثلاث عناصر : الائتمان المصرفي، الابتكار، المنظم لأن الاستثمار في الابتكار يتم تمويله عن طريق الجهاز المصرفي مما يؤدي إلى زيادة عدد المنظمين ينتج عن ذلك الرفع في حصة الأرباح عن الأجور في الدخل.

والنقد الموجه لنظرية Schumpeter أنها اعتمدت على الابتكار وأهملت باقي المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية هذا من جهة ومن جهة أخرى عملية تمويل الاستثمار لا تتم فقط عن طريق الجهاز المصرفي بل يمكن تمويله بالسوق والتمويل عن طريق العجز.

-المطلب الثالث: الطرح الكينزي للنمو-

1- (نموذج هارود- دومار).

يشير الطرح إلى أن النمو الاقتصادي قبل الثلاثينات من القرن العشرين كان يتميز بالسرعة المنتظمة بعد ذلك جاءت أزمة الركود الاقتصادي خلال الفترة 1929-1939 والفترة التي بعد الحرب العالمية الثانية ومن ثم بدأ الاهتمام بالنمو الاقتصادي من خلال دراستين قام الباحثان بإرساء نماذج رياضية للنمو الاقتصادي، تطرق الباحثان إلى قضية استمرار النمو الاقتصادي دون أن يمر بأزمات متكررة بين النموذج على أساس عدة فرضيات منها:

- افتراض اقتصاد مغلق.

- ثبات الميل الحدي للادخار ويكون مساويا للميل المتوسط للادخار.

- ثبات المستوى العام للأسعار.

- حسابات الادخار الاستثمار تعتمد على الدخل المحقق في نفس السنة.

- كفرضية أساسية الإنتاج يعتمد على كمية رأس المال (K) المستثمر في الوحدة الإنتاجية.

- معدل النمو في الناتج $\Delta y/y$ يعتمد على الميل الحدي للادخار $\Delta S/\Delta y$ والمعامل K/y والنموذج المقترح من طرف هارود - دومار كآآتي⁶⁹:

$$\frac{\text{معدل النمو}}{\text{رأس المال/الناتج}} = \text{معدل الادخل}$$

ويعد مفهوم رأس المال او نسبة رأس المال/ الناتج من المفاهيم الأساسية في نموذج هارود-دومار ويعرف ذلك المفهوم بأنه حجم الاستثمار اللازم لتوليد وحدة واحدة من الدخل أو حجم رأس المال اللازم لزيادة الناتج بوحدة واحد وتشكل نموذج هارود - دومار الخاص بالنمو الاقتصادي كما يلي⁷⁰:

$$\text{في حالة التوازن الادخار} = \text{الاستثمار أي } S=I \dots\dots\dots (1)$$

وبقسمة طرفي المعادلة على (Y) يصبح

$$\text{لدينا } Y/S = Y/I \dots\dots\dots (2)$$

بضرب وقسمة المقدار (Y/I) من المعادلة (2) يصبح لدينا

$$\Delta Y/Y * I/\Delta y = Y/S$$

بتعريف الادخار كدالة في الدخل $Y/S=s$

وبوضع معدل نمو الناتج (GNP) : $Y/\Delta Y = G$

ومعامل رأس المال : $\Delta Y/I=C$

ينتج لدينا النموذج المبسط لهارود - دومار بالصيغة الآتية: $C * G = s$

إذن قيمة معدل نمو الناتج هي :

⁶⁹ محمد العيد بيوض، تقييم أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس سطيف ، 2011، ص 64.

⁷⁰ محمد العيد بيوض، نفس المرجع 65

$$\frac{s}{C} = G$$

و النقد الموجه لنموذج هارود- دومار : أنه نموذج محدود ذلك أنه بني على فرضيات بعيدة عن الواقع إذ افترض ثبا الكثير من العوامل في حين أنها يمكن أن تكون متغيرة واقعيا.

2-التحليل الكينزي:

ركز التحليل الكينزي على دراسة التوازنات على المدى القصير من أجل وضع الخطط التنموية، مضمون هذا التحليل التحليل الاهتمام بالاستقرار الاقتصادي وعملية تحريك الطلب الفعال إذ يركز على الاستثمار سواء الإنتاجي أو غير الإنتاجي في القطاع الخاص أو القطاع الحكومي باعتبار أنه مولد للدخل الوطني على المدى الطويل.

تعتبر الاستثمارات المعيار الأساسي في توسيع الطاقة الإنتاجية والعنصر الرئيسي في زيادة معدلات النمو على المدى الطويل.

المطلب الرابع: نموذج Solow.

تميزت وجهة نظر هارود- دومار بالتشاؤم لأنها اعتقدت بأن الاقتصاد يتجه نحو التقلب بين الحالتين : التوظيف الزائد عن حده والبطالة و حسب Solow سبب ذلك إلى استخدام عناصر الإنتاج بشكل ثابت والجمود الذي يفترض أن يحصل في معامل رأس المال، الأمر الذي يؤدي إلى استخدامها بشكل غير كفء لذلك اقترح امكانية الإحلال بينهما مع افتراض أن العرض في العمل ينمو بمعدل ثابت (n) واعتبار تراكم رأس المال نسبة ثابتة من الدخل (K=Y) ويتم تعويض المعامل الثابت بدالة متجانسة خطيا انطلق النموذج من جملة من الفرضيات نذكر منها:

- المنافسة في جميع الأسواق .

- الاقتصاد مغلق.

- دالة الإنتاج من نوع Coob - Douglas بحيث تكون غلة الحجم ثابتة إذ يمكن الإحلال بين عنصري الإنتاج العمل L ورأس المال K

$$Y=F(K.L) =K^a L^{1-a}$$

انتشرت نظرية Solow¹⁵³ بشكل كبير خلال الثمانينات والنقد الموجه لها أنها عجزت عن تفسير أسباب تراجع معدل النمو الاقتصادي على الطويل بسبب لعتما النموذج على فرضية تناقص الانتاجية الحدية الفردية.

المطلب الخامس: نموذج Mead.

هو من جنسية بريطانية وضح بأن تحقيق النمو المتوازن حسب النظرية الكلاسيكية اعتبر بأن عملية إنتاج السلع يعتمد على العوامل التالية : المخزون الصافي لرأس المال(K)، القوة العاملة (L)، الأرض وبقية الموارد(N)، العامل الزمني(T) والذي بدوره يؤثر على الجانب التكنولوجي والفن الإنتاجي.

$$Y=F(K.L.N.T)$$

المطلب السادس: نظرية النمو الداخلي.

بناء على وجهة النظر التقليدية فإنه ليس للاقتصاديات أية خصائص ذاتية يمكن من خلالها تحقيق النمو الاقتصادي باستمرار على المدى البعيد، وعليه في ظل غياب التغيرات التكنولوجية أو الصدمات الخارجية فإن كل الاقتصاديات سوف تتجه نحو النمو الصفري (المنعدم)، وهذا ما جعل النظرية النيو كلاسيكية عاجزة عن إعطاء تفسير مقبول حول تفاوت معدلات النمو الاقتصادي ، هذا مرت عليه تاريخيا الكثير من دول العالم و التي تباين أداؤها الاقتصادي بالرغم من استخدامها لتكنولوجيا متشابهة كما أن ارتفاع إجمالي الناتج المحلي ومن ثم أي زيادة في متوسط نصيب الفرد منه خلال مدة زمنية يعتبر غير كافي ما دام أنه كان مؤقتا ونتيجة التغيرات التكنولوجية (توازن قصير الأجل)،

يجب البحث في المصادر التي يمكن أن تحوله إلى توازن على المدى الطويل، مما أدى إلى ظهور نظرية جديدة في أواخر الثمانينات وبداية التسعينات التي أرجعت مصادره إلى العوامل الداخلية.

تبحث نظرية النمو الداخلي في العلاقة الإيجابية بين النمو الاقتصادي طويل الأجل والتجارة الدولية والتنمية فهي تسعى إلى التقليل من العوائق التجارية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي والتنمية على المدى الطويل وهذا يكون من خلال العوامل التالية:

- زيادة حجم المنفعة المحقق من وظيفتي البحث والتطوير.

- استخدام التخصص والكفاءة في جانب الإنتاج المدخلات الوسيطة.

- اقتصاديات الحجم في الإنتاج.

- اعتماد الدول النامية على التكنولوجيا المتطورة المستعملة في الدول المتقدمة بشكل سريع.

المبحث الثالث: علاقة السوق المالي بالنمو الاقتصادي.

إن السوق المالي ما هو إلا نتاج النظام الرأسمالي أفرزته العولمة، وفق ما تلميه الظروف الاقتصادية بشكل عام والمالية على وجه الخصوص، للوقوف أمام احتياجات تمويل الاستثمارات ذات الأجل الطويل.

تأخذ الأسواق المالية حيزا هاما في القطاع المالي هذا الأخير الذي تنطلق منه عملية التنمية الاقتصادية المتواصلة أو المستدامة في الدولة ومنه النمو الاقتصادي. إن النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية تبين بوضوح أن العلاقة بين أسواق المال والنمو الاقتصادي تبادلية تربط الاتجاهين من خلال أدوات عديدة كالسياسة المالية، والسياسة النقدية، ومعدل التضخم، ومعدل أسعار الفائدة، وسعر الصرف، والنتاج المحلي الإجمالي وغيرها.

كما أن أن أسواق المال تؤثر وتتأثر بالنمو الاقتصادي، لهذا فإن الاهتمام بها وبالأسس التي تقوم عليها يعتبر خطوة صحيحة في طريق التنمية.

يعتبر السوق المالي المكان الذي يلتقي فيه الطالبون والعارضون للأوراق المالية، إذ يتحدد سعر الورقة المالية من خلال نقطة التقاطع بين قوى السوق (العرض والطلب)، ذلك أن له دور في الاقتصاد الوطني بشكل عام وأهميته بالنسبة للمستثمر والمؤسسة كبديل حديث للتمويل. إنه من الضروري أن يكون المستثمر على دراية واسعة بكل ما يتعلق بشؤون السوق من مؤشرات و أنواع الأوراق المالية وقيمها وحركات التداول و إتباع نصائح السماسرة، كما يجب أن تكون الأسواق المالية ذات مستوى مقبول من الكفاءة.

باعتبار السوق المالي أحد الأشكال الحديثة للتمويل، إذ من خلاله يمكن للأفراد والمؤسسات الاقتصادية الحصول على سيولة بشكل آني و سريع، بعيدا عن القيود التي يفرضها الائتمان المصرفي، الأمر الذي يمكن من تشجيع المستثمرين و توسيع الطاقة الإنتاجية وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي.

كما أن التمويل عن طريق نظام الوساطة (الجهاز المصرفي) مكلف بالنسبة للمؤسسات والانتقال من التمويل غير المباشر نحو التمويل المباشر وفر للمؤسسات تمويلا ضئيل التكلفة، فأصبحت عملية التمويل تتم بإصدار الأوراق المالية نتج عن ذلك تقليص الدور النقدي وتصنف الأسواق المالية ضمن سوق رؤوس الأموال ذات الأجل الطويل وعليه حاليا أصبح من المعقول اعتماد الأسواق المالية كأسلوب تمويلي في تنشيط الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي.

إن الأسواق المالية تجسد شبكة من القنوات يتم من خلالها تدفق أسرع لرؤوس الأموال نتيجة لدرجة الانفتاح الذي شهدته تكنولوجيا الإعلام والاتصال مما أعطى للأسواق المالية بعدا عالميا.

يتمثل الهدف الأساسي للسوق المالي في جذب الموارد المالية وتقليص حجم الفجوة بين الادخار والاستثمار والمدخرات إذا لم توجه لقطاع الاستثمار ستجد منفذا إلى قطاع الاستهلاك إن لم تبق في شكل سيولة مجمدة، كما أن نقص المدخرات وتدفق رؤوس الأموال نحو الخارج من أسبابه نقص فعالية التمويل عن طريق الأسواق المالية.

المطلب الأول: دور السوق المالي في ترقية الاستثمارات.

تعتبر الخوصصة وإنشاء روح المبادرة الفردية هو الأساس الذي تبني عليه عملية ترقية الاستثمارات كما أن استمرارية المؤسسات لدليل على النمو الاقتصادي والمؤشر الحقيقي على قدرة استقطاب الاستثمار .

تساهم الأسواق المالية في ترقية الاستثمارات من خلال الأدوار التي تقوم بها منها:

الدور التجميعي عن طريق تجميع الفوائض المالية (المدخرات) وتوجيهها نحو قطاع الاستثمار والدور التمويلي، الدور التخصيصي بحيث يتم توجيه وتوزيع الأموال على قطاعات معينة من خلال التدفقات النقدية طبقا للمعلومات المرصودة حول وضعية المؤسسات وحركة أسعار الأوراق المالية.

حتى تتصف السوق المالية بالفاعلية القصوى و الكفاءة العالية يجب أن تكون ⁷¹ :

- سوق كاملة : أي أن المعلومات شاملة ومتاحة للجميع وتكلفة الحصول عليها ميسرة .

- سوق مرنة: أي هناك استجابة لتغيرات الأسعار.

- سوق واسعة : أي أن عدد من المتعاملين فيها كبير والذي يترجم عمليا بكثر أحجام أوامر البيع والشراء.

- سوق عميقة: ويعبر عمق السوق عن وجود أوامر بيع أو شراء الأوراق المالية قادرة على التأثير في الأسعار الجارية لهذه الأوراق، بحيث تتوفر المعرفة الفورية بالأسعار والقدرة على التنفيذ الفوري للأوامر بالسرعة والتكلفة المناسبة ولذلك يميز بعض الكتاب بين عمق السوق (Market depth) وبين اتساع السوق.

المطلب الثاني: تقييم مناخ الاستثمار في بعض الدول العربية.

بناء على بعض المعطيات الاحصائية التي توصلت إليها مختلف الدراسات أن مناخ الاستثمار محدد أساسي لتدفق الاستثمارات على المستوى الدولي، ذلك أن الدول التي تتميز باستقرار اقتصادي

Islamfain.go.forum.net le 05/07/2015 ⁷¹

وسياسي، اجتماعي وتحتوي على قاعدة صناعية صلبة فضلا عن الحوافز الضريبية والضمانات ستتحصل أعلى قدر كبير من تدفقات رؤوس الأموال.

المعلومات المتعلقة بمناخ الاستثمار متوفرة وخاصة في ظل العولمة الاقتصادية التي توفر المعلومات للجميع، فالراغبون في الاستثمار يتجهون برؤوس أموالهم نحو البلدان التي تتمتع بالاستقرار المالي والاقتصادي، السياسي فالاضطرابات السياسية والاقتصادية من شأنها أن تنفر قدر كبير من رؤوس الأموال كان من المتوقع أن تتدفق إلى الدولة كمثال عن ذلك أحداث 11 سبتمبر 2011 بالرغم من أنها حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية إلا أن آثارها انتقلت إلى مختلف دول العالم بدرجات متفاوتة.

وحسب التقارير قدر مبلغ رؤوس الأموال العربية في الخارج بـ 800 مليار دولار وقد إجمالي التدفقات العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر سنة 2001 بمبلغ 735 مليار دولار وهذا حسب تقرير الاستثمار العالمي المنشور من طرف مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية وهو اسوأ انخفاض منذ 30 سنة، منه 503 مليار دولار والمعبر عنه بحوالي 68% وجهت إلى البلدان النامية والباقي 27 مليار دولار تم توجيهه إلى البلدان التي تمر بمرحلة انتقالية في أوروبا الوسطى والشرقية.

أما في ما يخص الأسواق المالية للدول العربية لايزال أداؤها ضعيف بالمقارنة مع أسواق الاقتصاديات الناشئة مثل أمريكا اللاتينية وآسيا ويرجع ذلك إلى بطء الديناميكية الاقتصادية والتي بدورها ترتبط بطبيعة وحجم الاستثمارات ضف إلى ذلك عدم فاعلية برنامج الخصخصة وسيطرة المؤسسات العائلية والمؤسسات الصغيرة.

بعض البورصات العربية بالرغم من أنها عريقة التأسيس بورصة بيروت 1920، بورصة الدار البيضاء 1929، بورصة القاهرة 1939، بورصة عمان 1976، بورصة الدوحة 1995، إلا أنها لم تعرف الفاعلية بسبب سيطرة القطاع العام وتقليص حجم القطاع الخاص، بورصة الجزائر سنة 1992 ولم تبدأ نشاطها إلا في سبتمبر 1998 بسبب عدم توفر الشروط اللازمة لدى المؤسسات المرشحة للاكتتاب فيها بورصة الجزائر كان حجم مساهمتها اقتصاديا ضئيل مقارنة بالبورصات

الناشئة مثلا دول جنوب شرق آسيا ويعتبر التحول إلى الاقتصاد الحر وتشجيع الخوصصة من الأسباب المباشرة التي أدت إلى انتعاش هذه الأسواق.

باشرت العديد من الدول العربية في برامج التصحيح الهيكلي وتشجيع القطاع الخاص كسبيل لتحقيق الأهداف التنموية، حيث أشار تقرير سنة 2002 حول وضعية الاستثمار في مصر، ذلك أن السوق المالي المصري شهدا نمو سريعا خلال الفترة 1994-1997 ، نتيجة للخوصصة، كما أنه في سنة 1994 سجل معدل النمو السنوي 157.5% وفي سنة 1995 انخفض إلى 19% بسبب بطء عملية الخوصصة.

وحسب إحدى الدراسات المنجزة في 1999 أشارت إلى أن معدل الادخار في الأقطار العربية بلغ حوالي 18.6% من إجمالي الناتج المحلي في حين بلغ على المستوى العالمي نحو 23.3% وقدر بـ 26.5% على مستوى الدول النامية والدول الخليجية تستحوذ على أكبر حصة حيث بلغ معدل الادخار 27.5% وفي باقي الدول العربية لم يتعدى 15.2%.

المطلب الثالث: تقديم تجربة الجزائر في مجال سوق الأوراق المالية.

يعرف المحيط الدولي والوطني عدة تغيرات هامة على مستوى جميع الأصعدة منها الصعيد الاقتصادي والاجتماعي. على سبيل المثال الاتفاقيات الجهوية، اتفاقيات الشراكة الاقتصادية الجزائرية مع الاتحاد الأوروبي، مفاوضات انضمام الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة.

هذه المتغيرات تفرض على الجزائر إجراء عدة إصلاحات نظرا لما مرت عليه من ظروف صعبة ابتداء من فترة الثمانينيات من القرن العشرين منها تزايد حجم المديونية، ضعف الجهاز الإنتاجي، ارتفاع عدد العمال في المؤسسات نتيجة لتغليب الجانب الاجتماعي على الجانب الاقتصادي.

كمحاولة لتصحيح هذه الاختلالات ظهرت معالم الإصلاحات الاقتصادية لإعادة التوازن إلى الاقتصاد الوطني منها قانون استقلالية المؤسسات العمومية في نهاية الثمانينات في سبيل التحول التدريجي من النظام الاشتراكي والتسيير المركزي نحو اقتصاد السوق .

يفرض اقتصاد السوق على الجزائر إجراء إصلاحات مستمرة تأس عدة جوانب منها برامج إعادة الهيكلة والتوجه نحو الخصوصية ولتفعيل هذه الإصلاحات يتعين على الجزائر إصلاح جانب التمويل الذي يتضمن إنشاء سوق مالي في الجزائر كسبيل لتحسين معدل الاستثمار بعيدا عن القيود التي تفرضها البنوك وتضييق الفرص الاستثمارية.

أولا: النشاط الإجمالي لسوق الأسهم.

لتحليل النشاط الإجمالي للسوق يمكننا الاعتماد على الجدول الموالي:

الجدول رقم (08): يبين النشاط الإجمالي لسوق الأسهم.

السنة	الحجم	القيمة	عدد المبادلات
2010	27420	11985965	125
2009	34700	13891895	160
التغيرات	-7280	-1905930	-35

المصدر: لجنة عمليات البورصة، التقرير السنوي، سنة 2010، ص 36.

شهد السوق المالي الجزائري انخفاضا في النشاط الإجمالي لسوق الأسهم، سواء من حيث الحجم أو من ناحية القيمة أو من ناحية عدد المبادلات، وعليه فإنه تشهد السوق المالية الجزائرية تذبذبا، الأمر الذي يسبب نقصا في السيولة في الاقتصادي القومي وبالتالي تراجع حجم الانتاج والمداخيل.

الجدول رقم (09): يوضح المؤشرات المالية لمصدري سندات الاستحقاق.

النتيجة الصافية /رقم الأعمال	النتيجة الصافية	رقم الأعمال	الأصول الإجمالية	السنة	الشركة
0.069204	4.023.287.911	58.136.323.486	121.801.745.809	2009	الخطوط الجوية الجزائرية
0.054984	2.989.171.703	54.363.982.983	123.183.472.990	2008	شركة المساهمة دحلي
0.080469	246.606.053	3.064.601.517	30.453.085.350	2009	سونلغاز شركة ذات أسهم
0.071713	220.844.051	3.079.533.503	28.277.086.750	2008	اتصالات الجزائر
-0.02892	- 4.684.005.597	161.980.022.703	1.302.593,496.222	2009	
0.001075	139.644.362	129.956.747.797	1.031.807.550.773	2008	
	-	-	-	2009	
	-	-	-	2008	

المصدر: إعداد الباحث، انطلاقاً من لجنة عمليات البورصة، التقرير السنوي.

لو نعتمد في التحليل على مؤشر النتيجة الصافية إلى رقم الأعمال لسنة 2008 نجد بأن أكبر نسبة سجلتها شركة المساهمة دحلي في حدود 7 % تليها الخطوط الجوية الجزائرية حوالي 5% وفي المرتبة الأخيرة مؤسسة سونلغاز 0.1%.

أما بالنسبة لسنة 2009 ارتفعت نسبة النتيجة الصافية إلى رقم الأعمال لشركة المساهمة دحلي إلى 8% وكذلك بالنسبة للخطوط الجوية الجزائرية تم تسجيل ارتفاع نفس المؤشر إلى 6% أما بالنسبة لمؤسسة سونلغاز سجل المؤشر نتيجة سلبية -2% لأنها حققت نتيجة صافية سلبية .

علماً أن رقم الأعمال = المبيعات + الانتاج المباع + الخدمات ورقم الأعمال يربط المؤسسة بالسوق الأمامية.

الجدول رقم (10): المؤشرات المالية لمصدري سندات الدين.

النتيجة الصافية /رقم الأعمال	النتيجة الصافية	رقم الأعمال	الأصول الإجمالية	السنة	الشركة
0.042642	2.107.252.266	49.417.845.058	125.554.315.285	2007	الخطوط الجوية الجزائرية
0.054984	2.989.171.703	54.363.982.983	123.183.472.990	2008	شركة المساهمة دحلي
0.111138	265.746.779	2.391.137.313	27.650.685.795	2007	سونلغاز
0.071713	220.844.051	3.079.533.503	28.277.086.750	2008	شركة ذات أسهم
0.070488	8.871.018.839	125.851.848.092	831.783.939.508	2007	اتصالات
0.001075	139.644.362	129.856.747.797	1.031.807.550.773	2008	الجزائر
-	-	-	-	2007	
-	-	-	-	2008	

المصدر: إعداد الباحث انطلاقا من لجنة عمليات البورصة، التقرير السنوي.

نلاحظ من خلال الجدول أن في سنة 2007 بأن مؤشر رقم الأعمال إلى النتيجة الصافية سجل أكبر نسبة 11% بشركة المساهمة دحلي ثم في المرتبة الثانية مؤسسة سونلغاز يقدر بـ 7% وفي المرتبة الأخيرة الخطوط الجوية الجزائرية بـ 4%

أما بالنسبة لسنة 2008 دائما في المرتبة الأولى شركة المساهمة دحلي 7% تليها الخطوط الجوية الجزائرية بـ 5% وفي الأخير مؤسسة سونلغاز بـ 0.1%.

ثانيا: تحليل تطور نسبة رأس المال السوق في الجزائر.

يمكننا معرفة نشاط السوق المالي من خلال دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، من خلال بعض مؤشرات بورصة الجزائر نجد بأن نسبة مساهمتها في تمويل الاقتصاد الوطني ضئيل ونشاطها يتميز بنوع من التذبذب وعدم الاستقرار.

الجدول رقم (11) : تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة [1999 -

[2003

السنوات	رأس مال السوق مليار دج	التغير %	PIB مليار دج	رأس مال السوق / PIB %
1999	19.175	-	3238.2	0.59
2000	21.495	12.10 +	4098.8	0.52
2001	14.720	31.52 -	4241.8	0.35
2002	10.990	25.34 -	4455.4	0.25
2003	11.100	01.00 +	5124.0	0.22

المصدر : محمد زيدان، نورالدين بومدين، مرجع سابق الذكر ص11.

لو نلاحظ الجدول رقم (11) نجد بأن في سنة 1999 نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي بلغ 0.59% وانخفضت هذه النسبة إلى 0.22% سنة 2003.

يفسر هذا الانخفاض بالتراجع الذي سجل على مستوى حجم المعاملات التي وصلت 1056 معاملة سنة لتتخفف إلى 393 معاملة سنة 2003 إلى 393 معاملة، وبعد ذلك ارتفعت إلى 691 أمرا في سنة 2006.

أما في ما يخص الرسملة البورصية بلغت 6.710.000.000 دج سنة 2006 ، تولدت عن سندي صيدال و الأوراسي، بعد إنسحاب رياض سطيف.

عرف السوق المالي الجزائري سنة 2008 ديناميكية كبيرة من خلال عدد الأوامر المقدمة على مستوى قسم الأسهم فقط، بحيث وصلت إلى 1.457.039 أمر بقيمة متبادلة بلغت 21.414.845 دج مقابل 130.443 بالمقارنة مع سنة 2007 (بنسبة زيادة قدرها 41%)، أما في ما يخص نشاط سندات الخزينة سجلت كذلك نشاط كبير وهذا ما يفسره الإصدار الثاني للمؤسسة سونلغاز بتاريخ 28 جويلية 2008 بقيمة 30 مليار دينار لتصل عدد السندات

المسعرة في السوق إلى 04 سندات، وبذلك وصلت القيمة البورصية للسندات إلى 1.280.511.505 دينار مقابل 960.417.115 دج في سنة 2007

(زيادة تصل إلى 26.87 %) حسب تقرير لجنة عمليات البورصة، تقرير سنوي 2008.

بالنسبة لحجم السندات المطروحة للشراء والبيع يلاحظ زيادة كبيرة بلغت 57.12% وصلت إلى ما يقارب 2.146.054 سند في سنة 2008 بالمقارنة مع سنة 2007 الذي بلغ 1.365.861 سند.

لو دققنا النظر نجد بأن 98.24 % من أصل مجموع القيمة المتداولة في البورصة متولدة عن نشاط قسم السندات و السبب في ذلك يعود إلى:

- عدد شركات التي طرحت سندات أكبر من عدد شركات المصدرة للأسهم.
- القيمة الاسمية للسندات هي أكثر أهمية بالمقارنة مع القيمة النقدية للأسهم.
- السندات تتميز بأكثر مرونة و أقل خطرا من الأسهم .
- ضعف مستوى السيولة للأسهم في السوق المالي الجزائري .

ثالثا: تحليل النشاط العام

حسب التقرير الشهري جانفي 2015 شهد نشاط قاعة التداول ارتفاعا ملموسا إذ بلغت قيمة المعاملات 12996345 دج بمقدار 757.10 % بالمقارنة مع الشهر الماضي أما بالنسبة لحجم التداول انتقل من 3665 في ديسمبر 2014 إلى 29757 في شهر جانفي 2015 أي ارتفع بنسبة 711.92%.

الجدول رقم(12): يوضح تطور قيمة وحجم التداول والسندات.

القيم المنقولة	عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول
الأسهم			
أليانس للتأمينات	5	777480	1254
الأوراسي	4	96800	220
أن سي أروبية	25	10622065	28133
صيدال	-	-	-
السندات			
داخلي 2016	2	1500000	150
المجموع	36	12996345	29757

المصدر : تقرير بورصة الجزائر الشهري (جانفي 2015)

على مستوى الأسهم في جانفي 2015 بلغ عدد الصفقات 25 صفقة حقق من طرف أن سي روية وأكبر حجم التداول 28133 في نفس المؤسسة ثم يلي في الترتيب أليانس للتأمينات وبعد ذلك الأوراسي.

وبالنسبة لشهر فيفري 2015 نرجع إلى الجدول الموالي

الجدول رقم(13): يوضح تطور قيمة وحجم التداول

حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات	القيم المنقولة
الأسهم			
370	220150	1	أليانس للتأمينات
600	264000	2	الأوراسي
10221	3832875	5	أن سي أروبية
1245	691850	9	صيدال
السندات			
53	530000	3	داخلي 2016
12489	5538875	20	المجموع

المصدر: تقرير بورصة الجزائر الشهري (فيفري 2015).

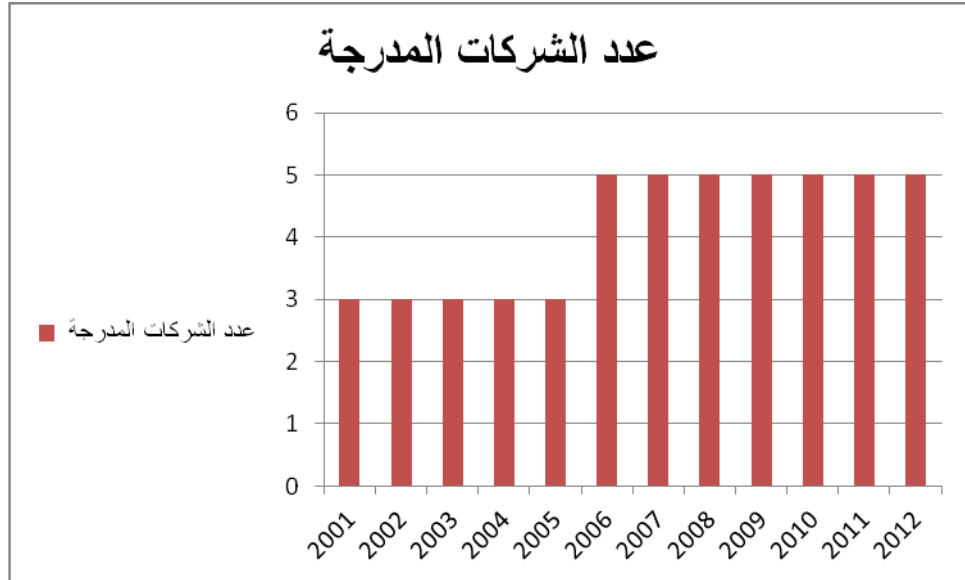
في شهر فيفري من سنة 2015 انخفض نشاط قاعة التداول إذ بلغت قيمة المعاملات 5538875 دج، أي بانخفاض مقداره 57.38 % كما انخفض حجم التداول بنسبة 58.03 % حيث انتقل حجم التداول 29757 خلال شهر جانفي إلى 12489 شهر فيفري.

كما انخفض عدد الصفقات من 36 صفقة شهر جانفي إلى 20 صفقة شهر فيفري

خامسا : تقييم بعض المؤشرات الهامة للسوق المالي الجزائري.

1-عدد الشركات المدرجة: إن هذا له أهمية كبيرة في البورصة إذ أن زيادة عدد الشركات المدرجة يؤدي إلى اتساع حجم السوق وبالتالي يزداد معدل الاستثمارات

الشكل(11):تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال (2000-2011)



المصدر: إعداد الباحث انطلاقاً من معطيات التقارير السنوية.

2-معدل رأس مال السوق:

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي PIB مؤشراً هاماً تقارن به الرسملة البورصية، و تدل هذه النسبة على أهمية السوق في الحياة الاقتصادية العامة و التي تعطي دلالة على تصرفات المستثمرين تجاه الأصول المالية⁷²

يتم قياس هذا المؤشر بنسبة الرسملة البورصية والتي تعني القيمة السوقية لرأس المال مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار (توجيه المدخرات إلى المؤسسات المدرجة في السوق والتي تستثمر مواردها). ارتفاع هذا المؤشر يؤدي إلى التأثير الإيجابي على النشاط الاقتصادي بالسوق ، الأمر الذي ينتج عنه اتساع قطاع الاستثمار كما أن تطور الرسملة البورصية يؤدي إلى دعم تطور البورصة.

⁷² محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، 1999، ص 125.

الجدول رقم (14): تطور نسبة رأس المال السوق وعدد المعاملات في بورصة الجزائر خلال

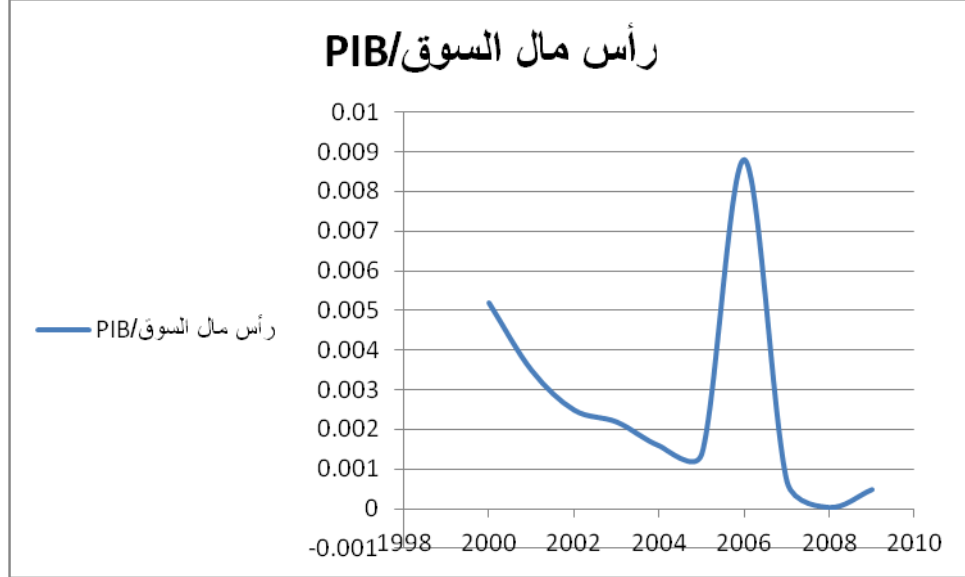
الفترة 2000-2009.

عدد المعاملات	رأس مال السوق/PIB	PIB مليار دج	رأس مال السوق مليار دج	السنوات
4559	0.0052	4098.8	21.495	2000
2898	0.0035	4241.8	14.720	2001
2071	0.0025	4455.4	10.990	2002
393	0.0022	5124	11.100	2003
30	0.0016	6126.6	10.100	2004
64	0.0014	7519.0	10.400	2005
234	0.0088	8391.0	6.710	2006
410	0.0007	9371.6	6.710	2007
545	0.00005	10993.1	6.500	2008
488	0.0005	10034.3	5.550	2009

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية.

علما أن رأس مال السوق = عدد الأسهم * سعر السهم.

الشكل رقم (12): يوضح تطور نسبة رأس مال السوق / PIB في بورصة الجزائر خلال
(2011-2000)



المصدر : من إعداد الباحث انطلاقاً من معطيات التقارير السنوية.

يتضح من خلال الجدول والشكل بأن نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي بلغت 0.52% سنة 2000 وتستمر في الانخفاض إلى غاية سنة 2003 وصلت إلى 0.22 % ، بالرغم من أن رأس مال السوق سجل ارتفاعاً عام 2000 إلى 21.495 مليار دينار جزائري ويفسر ذلك بإدراج أسهم فندق الأوراسي، بينما هذا الارتفاع تراجع سنة 2003 إلى 11.100 مليار دينار جزائري وهذا يرجع إلى جمود حصص التداول نتج عن ذلك انخفاض في أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، ضف إلى ذلك نقص في عدد المؤسسات المدرجة في ذلك الوقت مما أدى إلى نقص فرص تنويع الاستثمار، كما تسجل ارتفاع سنة 2006 إذ بلغ رأس مال السوق 6.40 مليار دج أي ما يقابل 0.88 %، ثم بدأت في الانخفاض ابتداء من سنة 2007 يمكن أن يفسر ذلك بانسحاب مؤسسة رياض سطيف من السوق و نسبة رأس مال السوق 0.005 % سنة 2008 وفي نفس السنة بلغ رأس مال السوق 6.500 مليار دينار جزائري ، فاستمر

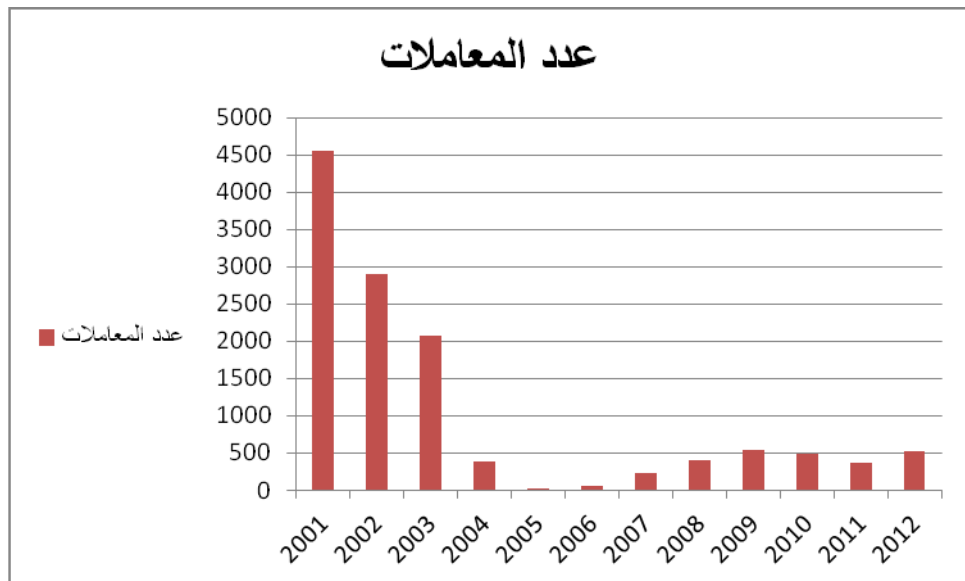
الانخفاض إلى غاية سنة 2009 إذ بلغت نسبة 0.05% بالرغم الارتفاعات المستمرة لنتائج المحلي الإجمالي خلال هذه المدة.

3. حجم التداول:

يعبر عن قيمة الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق بأسعار مختلفة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي ويعتبر من المؤشرات التي تعكس قوة السوق وكوسيلة للتقدير باحتمالات الارتفاع والانخفاض مستقبلا ومؤشر على مساهمة حجم التعاملات في الاقتصاد الوطني .

كما نجد بأن عدد المعاملات بلغ أكبر قيمة سنة 2000، حيث وصل عددها إلى 4559 ويرجع ذلك إدراج لأسهم فندق الاوراسي و اقبال عدد كبير من المستثمرين على سندات مؤسسة سوناپراك ، وبعد هذه السنة بدأ عدد المعاملات يشهد انخفاضا مستمرا إلى أدنى مستوياته سنة 2004 بلغ 30 معاملة وهذا راجع إلى الانخفاض في أسعار أسهم الشركات المدرجة، وفي سنة 2007 بدأ عددها يشهد ارتفاعا طفيفا .

الشكل رقم(13): يوضح تطور عدد المعاملات في بورصة الجزائر



المصدر : من إعداد الباحث انطلاقا من معطيات التقارير السنوية.

خلاصة الفصل

ما يمكن استخلاصه تعددت الرؤى حول مفهوم النمو الاقتصادي وخاصة طريقة قياسه فكل فكر له وجهة نظر والأدلة التي يدافع بها عن نظريته فبعض الدول لجأت إلى التمويل عن اقتصاديات الأسواق المالية حتى تسمح لها بالخروج من الوضعية الاقتصادية التي تعيشها ولكن البعض من الدول وصلت إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادي جيدة من خلال الأسواق المالية نظرا لما وفرته من ظروف لإنجاح هذا النوع من التمويل أما بعض الدول النامية كالجائز لا زالت بعيدة عن تحقيق الأهداف المسطرة وإن حققت نمو اقتصاديا فقد يكون من قطاعات أخرى مثل قطاع المحروقات مع العلم أن الجائز اقتصادها أحادي التصدير يعتمد بدرجة أساسية على قطاع المحروقات .

الفصل الرابع

نمذجة العلاقة بين تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

تمهيد:

بعد التطرق إلى الإطار النظري للموضوع ومجموعة من الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، نحاول من خلال هذا الفصل دراسة واختبار العلاقة الموجودة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي باعتبار السوق المالي أحد الأشكال الحديثة للتمويل. إذ يتميز السوق المالي بوجود مجموعة من المؤشرات ولكن اخترنا منها فقط المتوقع أن يكون لها الأثر على مستوى النمو الاقتصادي للبلد، تتكون متغيرات الدراسة من متغيرات مستقلة تتمثل في : مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات المدرجة. ومتغير واحد تابع يتمثل في الدخل الوطني المتاح المعبر عن النمو الاقتصادي، خلال الفترة 2001-2013.

اعتمدنا في اختبار العلاقة الموجودة بين الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي على طريقة المربعات الصغرى ونموذج الانحدار الخطي المتعدد، كما سنحاول تحديد متغيرات السوق المالي الأكثر أهمية في تحديد النمو الاقتصادي.

تضمنت الدراسة التطبيقية جانبين للتطبيق، الجانب الأول سوق الإمارات العربية المتحدة والجانب الثاني السوق المالي الجزائري.

المبحث الأول: سوق الإمارات العربية المتحدة .

إن التعامل بالأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة بدأ في بداية الستينات، أين تم تأسيس مجموعة من شركات المساهمة ونتيجة لذلك ظهرت سوق لتداول الأوراق المالية غير منظمة في ظل انتشار مكاتب الوساطة غير متخصصة أو غير مرخص لها وكذلك غياب الأسس والقواعد المناسبة كآليات وانعدام الشفافية والرقابة نتج عن ذلك التذبذب في الأسعار، وهذا ما أدى إلى ضرورة تنظيم سوق الأوراق المالية بما يضمن سلامة التعامل بالأوراق المالية والحفاظ على المستثمر مع تحديد سعر عادل من خلال قوى العرض والطلب ومن خلال الجهود المتواصلة تم تأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع سنة 2000 وبعد ذلك سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال نفس السنة.

الجدول رقم (15): يوضح أداء مؤشرات الأسواق المالية الخليجية وبعض الأسواق العالمية لعام 2013.

الأداء	مؤشرات الأسواق المالية
108%	مؤشر سوق دبي المالي
63%	سوق أبوظبي للأوراق المالية
57%	اليابان
30%	أمريكا -أس أن دبي 500
27%	الكويت
26%	أمريكا - داوجونز
26%	السعودية
25%	ألمانيا
24%	قطر
19%	عمان
18%	فرنسا
17%	البحرين

المصدر: التقرير السنوي للإمارات العربية المتحدة 2013

يقوم الجدول برصد الأداء السنوي لمؤشرات أسواق الأوراق المالية في الإمارات وبعض الأسواق الخليجية والعالمية خلال سنة 2013 حيث صنف أداء مؤشر سوق دبي المالي في المرتبة الأولى وبعده سوق أبوظبي بالمقارنة مع الأسواق الخليجية والعالمية كما أن أداء الأسواق العالمية على العموم كان إيجابيا.

بناء على سبق اخترنا سوق الإمارات العربية المتحدة للأوراق المالية كجزء للدراسة نظرا لما يتمتع به من أداء جيد والجزء الآخر يتمثل في السوق المالي الجزائري.

و لتسهيل الدراسة والوصول إلى النتائج المنتظرة لا بد من اختيار العينة الملائمة للدراسة.

أولا: عينة الدراسة.

قمنا بتشكيل عينة تتكون من 05 متغيرات مستقلة في السوق المالي ومتغير واحد تابع متمثلا في الدخل القومي المتاح كمعبر عن النمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2013.

وقع اختيارنا على سوق الإمارات العربية المتحدة كميدان للدراسة في المبحث الأول ، سنعتمد في هذا الصدد على جملة من متغيرات السوق المالي وتحليل علاقاتها بالنمو الاقتصادي للبلد خلال فترات زمنية .

إن السوق المالي يتميز بوجود مجموعة من المؤشرات المالية ولكن اخترنا بعض المؤشرات فقط التي نتوقع أن يكون لها الأثر على مستوى النمو الاقتصادي للبلد، تتكون متغيرات الدراسة من متغيرات مستقلة تتمثل في مجموعة من المؤشرات:(مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول بالأسهم، عدد الصفقات، عدد الشركات المدرجة) ومتغير واحد تابع يتمثل في الدخل القومي المتاح المعبر عن النمو الاقتصادي، خلال الفترة الممتدة من سنة 2001م-سنة 2013م

ثانيا: تقديم طريقة التحليل (طريقة المربعات الصغرى).

تستخدم هذه الطريقة في بعض طرائق التدرج متعدد الأبعاد multidimensional scaling إذ يتم تقليص مقياس حسن المطابقة إلى أدنى مستوى عند عدة نقاط في مجموعة من المراحل تتضمن المربعات الصغرى، إذ سنقوم باستخدامها على مستوى السوق المالي الجزائري.

وتعتبر طريقة المربعات الصغرى العادية الأكثر استعمالا وأكثر بساطة في تحليل الانحدار فمبدأ هذه الطريقة يتمثل في إيجاد أحسن تصحيح خطي بين متغيرين بهدف تصغير مجموع مربعات الانحراف بين القيم الحقيقية المشاهدة والقيم التقديرية وفق المعادلة:

$$. \text{MIN } Z(Y_i) = \text{MIN} \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{y}_i)^2$$

وتستعمل الطريقة السابقة كأسلوب للتنبأ الداخلي وسنطبق هذه الطريقة على السوق المالي في الجزائر.

الجدول رقم(16): يوضح متغيرات الدراسة للإمارات العربية المتحدة

السنوات	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة				عدد الشركات المدرجة
	الدخل القومي المتاح	مؤشر السوق	القيمة السوقية بالدرهم	حجم التداول بالأسهم	عدد الصفقات	
2001	352,050.00	1,116.68	50,130,930,613.00	77,253,923.00	19,334.00	27
2002	356,894.00	1,253.36	109,784,090,882.00	209,230,202.00	36,341.00	37
2003	403,862.00	1,657.24	145,631,820,623.00	561,439,842.00	50,712.00	44
2004	486,921.00	3,251.57	305,803,235,070.00	6,069,276,451.00	299,280.00	53
2005	577,739.00	6,839.97	839,683,136,512.00	33,811,933,303.00	2,300,452.00	89
2006	721,970.00	4,031.01	514,697,464,200.00	50,939,871,239.00	3,138,749.00	106
2007	852,626.00	6,016.21	824,629,199,856.00	157,318,141,814.00	3,354,617.00	120
2008	1,021,440.00	2,552.23	363,872,030,000.00	126,439,280,603.00	3,257,450.00	130
2009	804,295.00	2,771.56	404,702,513,093.00	148,297,352,509.00	2,728,964.00	133
2010	916,850.00	2,655.32	385,429,934,198.00	56,003,360,875.00	1,158,505.00	129
2011	1,136,239.00	2,341.42	346,135,787,877.00	40,995,866,992.00	728,097.00	128
2012	1,207,666.00	2,561.21	379,062,031,092.00	56,858,376,402.00	880,087.00	123
2013	1,295,884.00	4,313.56	646,270,799,980.00	178,682,361,983.00	1,894,030.00	120

المصدر: من اعداد الباحث انطلاقا من التقارير السنوية

ثالثا: متغيرات الدراسة

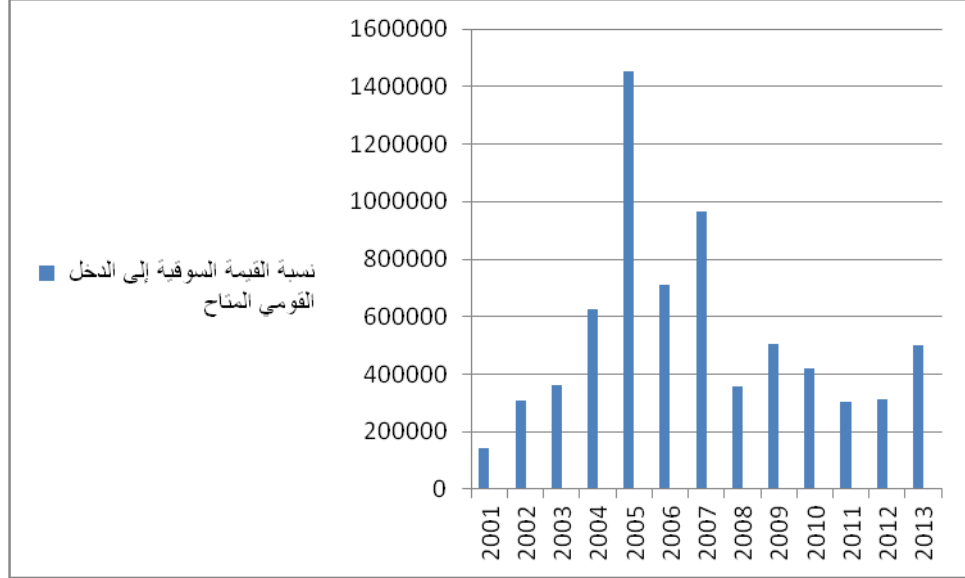
-مؤشر السوق: يمكن اعتباره محفظة السوق، فهو مقياس لدرجة حرارة البورصة إذ يعكس جميع المعاملات التي تتم في السوق.

-القيمة السوقية:

تحدد القيمة السوقية للسهم وفقا لمتغيرين أساسيين: التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والمعدل الذي تخصم به التدفقات بهدف حساب القيمة الحالية، ومن خلال القيمة السوقية يتحدد السعر الذي تباع به الورقة المالية انطلاقا من قوى العرض والطلب. ويمكن أن تتساوى القيمة العادلة للسهم (الحقيقية) إذا كان السوق المالي يتميز بدرجة عالية من الكفاءة.

كما أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في سعر إغلاق سهم الشركة عند نهاية الفترة.

الشكل رقم (14): يوضح نسبة القيمة السوقية إلى الدخل القومي المتاح لدولة الإمارات
2013-2001.



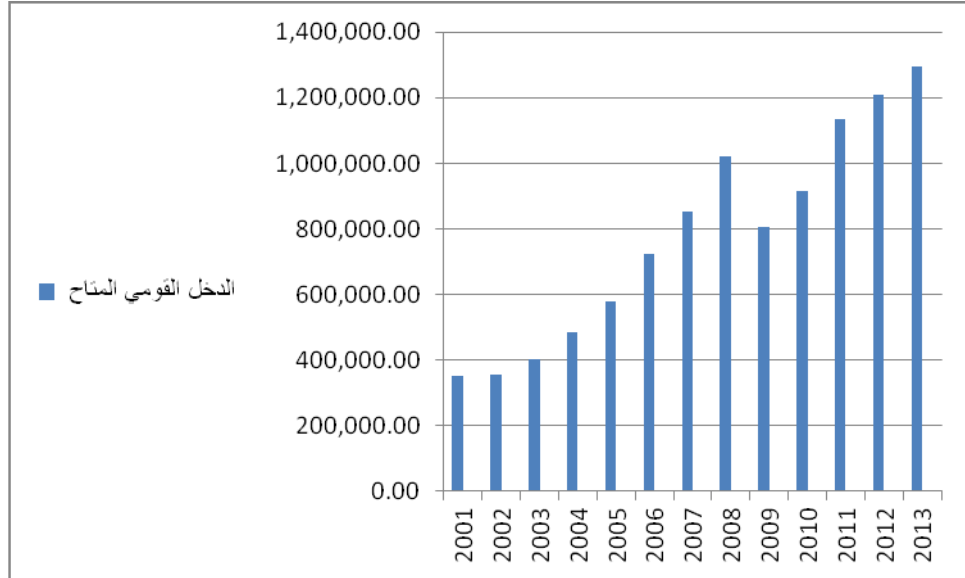
المصدر: اعداد الباحث انطلاقاً من التقرير السنوي 2013.

يلاحظ من خلال الشكل نسبة القيمة السوقية إلى الدخل القومي المتاح في تذبذبت إذ بلغت أعلى قيمة في سنة 2005 وأدنى قيمة لها سنة 2001 حيث كانت السوق المالية لدولة الإمارات في بداية مشوارها ولكن في سنوات 2010 ، 2011 ، 2012 بدأت تشهد تراجعاً وهذا من آثار الأزمة المالية العالمية 2008.

-الدخل القومي المتاح : يمكن توجيهه إلى جانبين الاستهلاك والادخار وتم إدراجه في الدراسة كمعبر عن النمو الاقتصادي.

الشكل رقم (15) يبين تطور الدخل القومي المتاح في دول الإمارات خلال الفترة

2013-2001

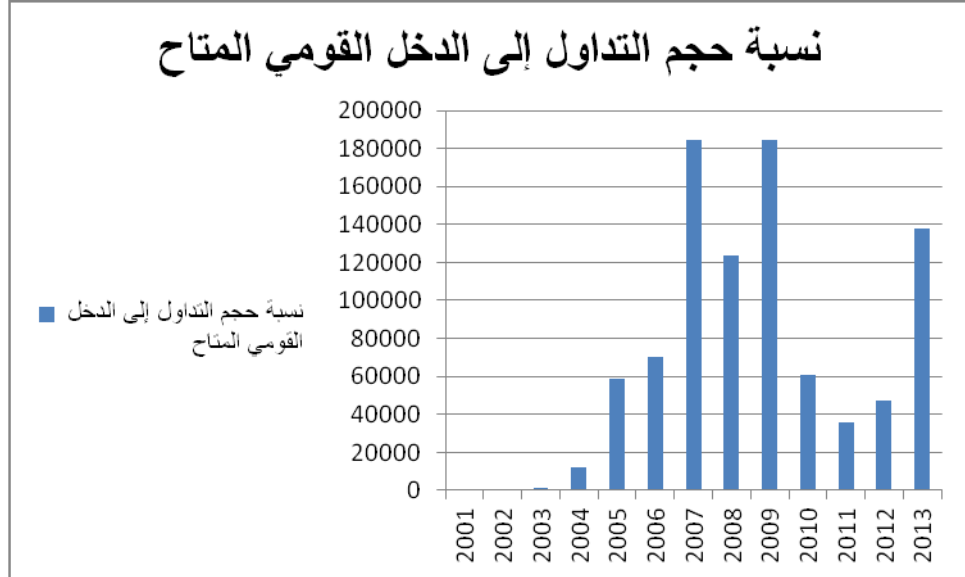


المصدر: اعداد الباحث انطلاقا من التقرير السنوي 2013.

ما يلاحظ من خلال الشكل أن الدخل القومي المتاح لدولة الإمارات العربية المتحدة في تحسن متزايد غير أن الشكل يبين تراجع الدخل خلال السنتين 2009-2010 بالمقارنة مع سنة 2008 وهذا التراجع يرجع إلى أثر الأزمة المالية.

-مؤشر حجم التداول: يعبر عن قيمة الأسهم التي يتم تداولها في السوق بأسعار مختلفة خلال فترة زمنية معينة ، ويعتبر من المؤشرات التي تعكس قوة السوق وكوسيلة للتقدير باحتمالات الارتفاع والانخفاض في المستقبل.

الشكل (16): يبين نسبة حجم التداول إلى الدخل القومي المتاح لدولة الإمارات 2001-
2013 .



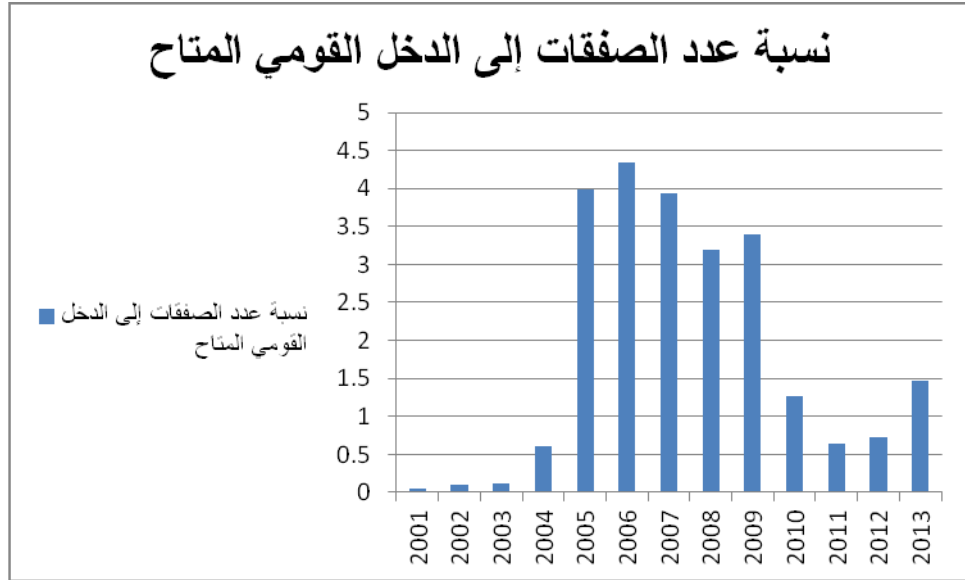
المصدر: اعداد الباحث انطلاقا من التقرير السنوي 2013.

تشير هذه النسبة إلى مدى مساهمة حجم التداول (يعكس قوة السوق) في الدخل القومي المتاح وبلغت أعلى قيمة سنة 2007 وسنة 2009 ثم شهدت النسبة انخفاضا مفاجئا بسبب الأزمة المالية خلال السنوات 2010-2011-2012 ولكنها انتعشت في سنة 2013 من جديد حيث قامت هيئة الأوراق المالية والسلع بوضع خطة استراتيجية 2011-2012 وتمت بنجاح.

-عدد الصفقات: يشير عمليات البيع والشراء التي يتم تنفيذها في السوق المالي خلال فترة زمنية معينة.

الشكل رقم(17): يوضح نسبة عدد الصفقات إلى الدخل القومي المتاح لدولة الإمارات

2013-2001.

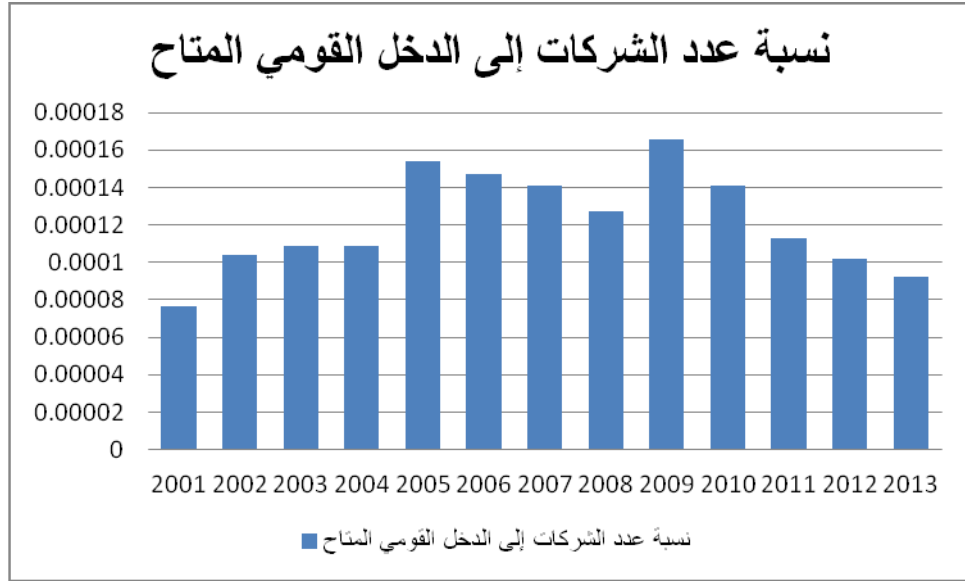


المصدر: اعداد الباحث انطلاقا من التقرير السنوي 2013 .

من خلال الشكل نلاحظ أن نسبة عدد الصفقات إلى الدخل القومي المتاح شهدت تطورا ملحوظا خلال السنوات 2007-2008-2009 ولكنها سرعان ما انخفضت بسبب الأزمة المالية 2008 . إذن السوق المالي لدولة الإمارات يشهد نشاطا من خلال عمليات البيع والشراء وقدرتها على تحسين الدخل القومي المتاح.

- مؤشرا عدد الشركات المدرجة : يقصد به عدد الشركات المنخرطة في السوق المالي، إذ يشير إلى حجم السوق المالي، ولكن يفقد هذه الخاصية ما لم يتبعه استعمال القيمة السوقية، لأنه قد يحتوي السوق المالي على أكبر عدد ممكن من الشركات المدرجة ولكن القيمة السوقية لتلك الشركات صغيرة.

الشكل رقم(18): يوضح تطور نسبة عدد الشركات المدرجة إلى الدخل القومي المتاح لدولة الإمارات 2001-2013 .



المصدر: اعداد الباحث انطلاقا من التقرير السنوي 2013.

بلغت النسبة معدلات متفاوتة خلال مدة 12 سنة تقريبا ما عدا سنة 2009 التي سجلت أعلى نسبة بسبب الزيادة في عدد الشركات المدرجة.

يهدف اختبار العلاقة الموجودة بين متغيرات السوق المالي ومستوى النمو الاقتصادي سنركز على نموذج الانحدار الخطي متعدد العوامل .

رابعا : تقديم نموذج الانحدار الخطي متعدد العوامل

يبين نموذج الانحدار الخطي المتعدد العلاقة الموجودة بين المتغير التابع المستمر (Y) والمتغيرات المستقلة: $X_1, X_2, X_3, \dots, X_q$ بحيث يكون المتغير التابع منحدرًا على المتغيرات المستقلة وبالتالي يكون النموذج على النحو الآتي⁷³:

$$E(Y) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_q X_q$$

حيث تشير E إلى القيمة المتوقعة (المتوسط) و تشير معاملات الانحدار:

$$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$$

إلى التغير في المتغير التابع الناشئ عن تغير في وحدة واحدة من قيم المتغير المستقل بشرط أن تكون جميع المتغيرات المستقلة الأخرى ثابتة.

–خامسا: اختبار وتشخيص النماذج

يجرى للنموذج ثلاث أنواع من الاختبارات : الاختبار الأول مدى قدرة النموذج على التنبؤ والثاني مدى مطابقة النموذج للنظرية الاقتصادية والثالث اختبار جودة المعالم.

من أجل ذلك سنركز على جملة من الاختبارات

بناءً على نتائج البرنامج المتحصل عليها لاحظنا ما يلي :

خلال السنوات المستعملة في الدراسة توجد مجموعة من المؤشرات من داخل السوق المالي (المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات، عدد الأسهم) ذات التأثير على معدل النمو الاقتصادي، ولكن وجدنا بأن هذه العوامل منها ما يفسر المتغير التابع المتمثل في

⁷³ عبداللطيف يوسف الصديقي، راشد حماد الدوسري، معجم الإحصاء، دار الراتب الجامعية بيروت لبنان، 2001 ص153-154

النمو الاقتصادي بشكل جيد ومنها ما يفسره بشكل ضعيف، فنأخذ بعين الاعتبار فقط العوامل المستقلة المفسرة للمتغير التابع بشكل قوي ونستبعد بقية العوامل من النموذج.

يتوقف اختبار مدى صلاحية النموذج على جملة من الاختبارات الإحصائية التي تشرح القدرة التفسيرية للنموذج .

1-1 احتمالية العوامل المستقلة Prob:

تشير إلى قدرة تفسير العوامل المستقلة (X1,X2,X3,X4,X5) للمتغير التابع

2- معامل التحديد R² :R-Squard

يعبر عن القدرة التفسيرية للنموذج، إذ يختبر جودة التوفيق والارتباط بين جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

من خواص هذا المعامل أن يكون محصورا بين الصفر والواحد، فإذا كان يؤول إلى الصفر فإنه ليس للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة ليس لها دور في تفسير الظاهرة أما إذا كان يؤول إلى الواحد فإن للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة لها دور في تفسير الظاهرة. ولكن من سلبيات هذا المؤشر يزداد بزيادة عدد المتغيرات.

وتعطي علاقة معامل التحديد كما يلي⁷⁴:

$$R^2 = \frac{b_{i1} \cdot \sum x_{i1} \cdot y_i + b_{i2} \cdot \sum x_{i2} \cdot y_i}{\sum y_i^2}$$

3- معامل الارتباط r:

⁷⁴ جمال فروخي، مرجع سبق ذكره، ص 102.

يقيس مدى الارتباط بين المتغيرات، فهو بذلك يقيس مدى قدرة التفسير المتغير المستقل للمتغير التابع وقيمه تتراوح بين 1 و -1 حيث $-1 \leq r \leq 1$

$$r = \sqrt{R^2}$$

فكلما اقترب من الواحد دل ذلك على وجود ارتباط جيد بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ولكن متى نختار القيمة الموجبة لمعامل الارتباط ومتى نختار السالبة؟

نختار القيمة الموجبة لـ r إذا كان المعامل B_{xx} للمتغير المستقل يأخذ قيمة موجبة

نختار القيمة السالبة لـ r إذا كان المعامل B_{xx} للمتغير المستقل يأخذ قيمة سالبة.

إذن بهدف اختبار مدى تأثير متغيرات السوق المالي على النمو الاقتصادي قمنا بمعالجة جدول متغيرات الدراسة عن طريق برنامج Eviews فنتائج الاختبار في شكل مجموعة من النماذج وبعد استعمال مجموعة من اختبارات المفاضلة يمكننا اختيار النموذج الأفضل ويمكن استعراض هذه النماذج كما يلي:

النموذج الأول:

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 10/09/14 Time: 09:44
Sample: 2001 2013
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	325737.3	304941.2	1.068197	0.3209
X1	-236.3626	281.3633	-0.840062	0.4286
X2	1.96E-06	2.20E-06	0.892358	0.4018
X3	8.82E-07	1.54E-06	0.571840	0.5853
X4	-0.115444	0.068940	-1.674543	0.1379
X5	5461.893	3206.490	1.703387	0.1323
R-squared	0.885881	Mean dependent var	779572.0	
Adjusted R-squared	0.804368	S.D. dependent var	328206.8	
S.E. of regression	145166.8	Akaike info criterion	26.91319	
Sum squared resid	1.48E+11	Schwarz criterion	27.17394	
Log likelihood	-168.9357	F-statistic	10.86795	
Durbin-Watson stat	1.962463	Prob(F-statistic)	0.003390	

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS

1- تفسير المتغيرات

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض 80% النمو الاقتصادي ، وهذا مستنتج من خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared. هذا الأخير يؤول إلى الواحد، للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة لها دور في تفسير الظاهرة.

- بالنسبة لاحتمالية العامل الأول المستقل X1 يفسر العامل y بشكل ضعيف لأن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.42 أكبر من نسبة الدلالة (5%) علما أن المتغير X1 اقتصاديا يمثل مؤشر السوق إذن مؤشر السوق حسب النموذج الأول لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-بالنسبة لاحتمالية العامل الثاني المستقل X2 يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.40 أكبر من نسبة الدلالة 5% علما أن المتغير X2 اقتصاديا يمثل القيمة السوقية وعليه فإن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-احتمالية العامل الثالث X3 كذلك حسب نتائج النموذج الأول لا تفسر العامل Y بشكل جيد فهي مقدرة بـ 0.58 فهي أكبر من 5% علما أن X3 يمثل حجم التداول إذن هذا الأخير يفسر النمو الاقتصادي بشكل ضعيف.

-احتمالية العامل X4 تقدر بـ 0.13 أكبر من 5%، إذن عدد الصفقات لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-احتمالية العامل X5 تقدر بـ 0.13 أكبر من 5%، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

2- تحليل معامل قوة التحميل β :

-معامل قوة التحميل لـ X1 (مؤشر السوق) يقدر بـ -236.36. بمعنى أنه إذا تغير مؤشر السوق بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بمقدار 236.36

-معامل قوة التحميل لـ X2 (القيمة السوقية) يقدر بـ $1.96 * 10^6$ - معناه إذا تغيرت القيمة السوقية بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بمقدار $1.96 * 10^6$

-معامل قوة التحميل لـ X3 (حجم التداول) يقدر بـ $8.82 * 10^{-7}$ إذا تغير حجم التداول بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بـ $8.82 * 10^{-7}$

-معامل قوة التحميل لـ X4 (عدد الصفقات) قيمته -0.11 فإذا تغير عدد الصفقات بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بـ 0.11

-معامل قوة التحميل لـ X5 (عدد الشركات المدرجة) قدر بـ 5461.89 فإذا ازدادت عدد الشركات المدرجة بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بمقدار 5461.89

3- حساب المرونات :

تعتبر المرونات عن درجة استجابة المتغير التابع للتغير الحاصل في المتغير المستقل رياضيا ، أما اقتصاديا فهي تمكننا من قياس درجة استجابة النمو الاقتصادي للتغير الحاصل في كل من مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات. الممثلة على الترتيب بـ X1 و X2 و X3' X4' X5' والمرونة لها دور في إلغاء أثر الوحدات، وبالتالي سنقوم بحساب مرونة كل عامل على حدى. تحسب المرونة كما يلي:

$$E_X = \beta_X \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

إذن قبل حساب المرونات لا بد أن نقوم بحساب المتوسطات للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

الجدول رقم (17): يوضح المتوسطات الحسابية

المتوسط الحسابي للمتغير التابع	المتوسط الحسابي للمتغيرات المستقلة				
	مؤشر السوق	القيمة السوقية بالدرهم	حجم التداول بالأسهم	عدد الصفقات	عدد الشركات المدرجة
الدخل القومي المتاح 779572	3181.641538	4.0891E+11	65866442011	1526662.92	184.0769231

المصدر: من إعداد الباحث

- مرونة العامل الأول (X1) :

$$E_{X1} = \beta_{X1} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X1} = -236.36 \frac{3181.64}{779572} = 0.96$$

- مرونة العامل الثاني (X2):

$$E_{X2} = \beta_{X2} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X2} = 1.96 * 10^{-6} \frac{4.08 * 10^{11}}{779572} = 1.02$$

- مرونة العامل الثالث (X_3):

$$E_{X_3} = \beta_{x_3} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x_3} = 8.82 * 10^{-7} \frac{65866442011}{779572} = 0.074$$

- مرونة العامل (X_4):

$$E_{x_4} = \beta_{x_4} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x_4} = -0.11 \frac{1526662.92}{779572} = -0.21$$

- مرونة العامل (X_5):

$$E_{x_5} = \beta_{x_5} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x_5} = 5461.89 \frac{184.0769231}{779572} = 1.28$$

4- اختبار معنوية المعلم ستيودنت t :

يمكننا اختبار ستيودنت من اختبار كل معلم في النموذج، أي مدى قدرة كل متغير مستقل في تفسير المتغير التابع Y ، فإذا كانت t المحسوبة t_c أكبر من t الجدولة t_α عند مستوى الدلالة $a=5\%$ فإن للمعلم قدرة تفسيرية في تفسير المتغير التابع Y .

إذن نقوم بإجراء القيم المحسوبة لكل متغير ومقارنتها القيم الجدولة:

- بالنسبة للمتغير x_1 :

عند درجة الحرية $n-k$ حيث K يمثل عدد المعالم الموحدة في النموذج بما فيها المعلم الثابت C و n هو عدد المشاهدات، إذن عند درجة الحرية المساوية للواحد في هذه الحالة عند مستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ونلاحظ من خلال نتائج البرنامج أن $t_c = -0.84$ إذن t_c أقل من t_a عند مستوى الدلالة 5% بدرجة حرية 1 إذن المتغير x_1 لا يفسر المتغير التابع Y بشكل جيد .
وعليه فإن مؤشر السوق لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- بالنسبة للمتغير x_2 :

عند درجة الحرية المساوية للواحد ومستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ومن خلال نتائج البرنامج نلاحظ بأن $t_c = 0.89$ وعليه فإن t الجدولة أكبر من t المحسوبة إذن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X_3 :

في مستوى الدلالة $a=5\%$ و $t_a = 6.314$ ونتائج البرنامج تشير إلى أن $t_c = 0.57$ عند درجة الحرية المساوية للواحد، t الجدولة أكبر من t المحسوبة وعليه حجم التداول لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X_4 :

عند مستوى الدلالة $a=5\%$ ودرجة الحرية المساوية للواحد $t_a = 6.314$ وحسب نتائج النموذج المشيرة إلى أن $t_c = -1.67$ ، t الجدولة أكبر من t المحسوبة، إذن عدد الصفقات لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X_5 :

في مستوى الدلالة $a=5\%$ ودرجة الحرية التي تساوي الواحد $t_{a=6.314}$ وبالمقارنة مع t المحسوبة المساوية لـ 1.70 نجد بأن t المحسوبة أقل من t الجدولة، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

5- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: لتحقيق ذلك نستعمل إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعالم النموذج في تفسير المتغير التابع.

$$F_c = \frac{R^2 / K - 1}{1 - R^2 / n - K}$$

ويعطى القانون بالشكل الآتي:

فعند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 5 نجد بأن $F=230$ وبإجراء المقارنة مع F_c المساوية لـ 10.86 نجد بأن f المحسوبة أقل من f الجدولة إذن ليس لمعالم النموذج (مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات المدرجة) قدرة في تحديد النمو الاقتصادي. وبالتالي يكون النموذج الأول غير دال.

6- التحويل اللوغاريتمي⁷⁵: هو تحويل للمتغيرة X يمكن الحصول عليه بواسطة $y = \ln x$ ويستخدم عادة عندما يبين التوزيع التكراري للمتغيرة X درجة متوسطة أو كبيرة من الالتواء لغرض الوصول إلى الاعتدال. وبالتالي نتحصل على النموذج الثاني.

بعد إدخال اللوغاريتم على المتغيرات:

Ly لوغاريتم المتغيرة Y

$LX1$ لوغاريتم المتغيرة $X1$

$LX2$ لوغاريتم المتغيرة $X2$

$LX3$ لوغاريتم المتغيرة $X3$

⁷⁵ عبد اللطيف يوسف الصديق، راشد حماد الدوسري، مرجع سلبق ذكرة ص130.

LX4 لوغاريتم المتغيرة X4

LX5 لوغاريتم المتغيرة X5

النموذج الثاني:

Dependent Variable: LY
Method: Least Squares
Date: 10/09/14 Time: 09:49
Sample: 2001 2013
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.69699	6.573443	2.540068	0.0387
LX1	0.456204	0.525777	0.867675	0.4143
LX2	-0.460345	0.427717	-1.076283	0.3175
LX3	0.242715	0.125052	1.940913	0.0934
LX4	-0.313907	0.126909	-2.473487	0.0426
LX5	0.867091	0.550749	1.574383	0.1594
R-squared	0.936796	Mean dependent var	13.47380	
Adjusted R-squared	0.891651	S.D. dependent var	0.463727	
S.E. of regression	0.152643	Akaike info criterion	-0.617397	
Sum squared resid	0.163098	Schwarz criterion	-0.356651	
Log likelihood	10.01308	F-statistic	20.75056	
Durbin-Watson stat	1.594503	Prob(F-statistic)	0.000457	

المصدر: مخرجات برنامج EViews

1- تفسير المتغيرات

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض 89% النمو الاقتصادي ، وهذا مستنتج من خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared. إذ تحسن نوعاً ما بالمقارنة مع النموذج الأول

-احتمالية العامل الأول المستقل X1 يفسر العامل y بشكل ضعيف لأن قيمة الاحتمالية مقدره بـ 0.41 أكبر من نسبة الدلالة (5%) علما أن المتغير X1 اقتصاديا يمثل مؤشر السوق إذن مؤشر السوق حسب النموذج الثاني لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- احتمالية العامل الثاني المستقل X2 يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدره بـ 0.31 أكبر من نسبة الدلالة 5% علما أن المتغير X2 اقتصاديا يمثل القيمة السوقية وعليه فإن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-احتمالية العامل الثالث X3 كذلك حسب نتائج النموذج الثاني لا تفسر العامل Y بشكل جيد فهي مقدره بـ 0.09 فهي أكبر من 5% علما أن X3 يمثل حجم التداول إذن هذا الأخير يفسر النمو الاقتصادي بشكل ضعيف.

-احتمالية العامل X4 تقدر بـ 0.04 أقل من 5%، إذن عدد الصفقات تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-احتمالية العامل X5 تقدر بـ 0.15 أكبر من 5%، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد

2-تحليل معامل قوة التحميل β :

-معامل قوة التحميل لـ X1 (مؤشر السوق) يقدر بـ 0.45. بمعنى أنه إذا تغير مؤشر السوق بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بمقدار 0.45

-معامل قوة التحميل لـ X2 (القيمة السوقية) يقدر بـ -0.46 - معناه إذا تغيرت القيمة السوقية بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بمقدار 0.46

-معامل قوة التحميل لـ X3 (حجم التداول) يقدر بـ 0.24 إذا تغير حجم التداول بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بـ 0.24

-معامل قوة التحميل لـ X4 (عدد الصفقات) قيمته -0.31 فإذا تغير عدد الصفقات بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بـ 0.31

-معامل قوة التحميل لـ X5 (عدد الشركات المدرجة) قدر بـ 0.86 فإذا ازدادت عدد الشركات المدرجة بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بمقدار 0.86

3- حساب المرونات :

تعبير المرونات عن درجة استجابة المتغير التابع للتغير الحاصل في المتغير المستقل رياضيا ، أما اقتصاديا فهي تمكنا من قياس درجة استجابة النمو الاقتصادي للتغير الحاصل في كل من مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات. المثلة على الترتيب بـ X1 و X2 و X3' X4' X5' والمرونة لها دور في إلغاء أثر الوحدات، وبالتالي سنقوم بحساب مرونة كل عامل على حدى. تحسب المرونة كما يلي:

$$E_X = \beta_X \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

إذن قبل حساب المرونات لا بد أن نقوم بحساب المتوسطات للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

الجدول رقم (18) : يوضح المتوسطات الحسابية

المتوسط الحسابي للمتغير التابع	المتوسط الحسابي للمتغيرات المستقلة				
	عدد الشركات المدرجة	عدد الصفقات	حجم التداول بالأسهم	القيمة السوقية بالدرهم	مؤشر السوق
الدخل القومي المتاح 779572	184.0769231	1526662.92	65866442011	4.0891E+11	3181.641538

المصدر: من إعداد الباحث

- مرونة العامل الأول (X1) :

$$E_{X1} = \beta_{X1} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X1} = 0.45 \frac{3181.64}{779572} = 0.001$$

- مرونة العامل الثاني (X2):

$$E_{x2} = \beta_{x2} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X2} = -0.46 \frac{4.089 \cdot 10^{11}}{779572} = -241284$$

- مرونة العامل الثالث (X3):

$$E_{X3} = \beta_{x3} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x3} = 0.24 \frac{65866442011}{779572} = 20277.72$$

- مرونة العامل (X4):

$$E_{x4} = \beta_{x4} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X4} = -0.31 \frac{1526662.92}{779572} = -0.60$$

- مرونة العامل (X5):

$$E_{x5} = \beta_{x5} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X5} = 0.86 \frac{184.04}{779572} = 0.0002$$

4- اختبار معنوية المعامل ستيودنت t :

كما أشرنا سابقا، يمكننا اختبار ستيودنت من اختبار كل معلم في النموذج، أي مدى قدرة كل متغير مستقل في تفسير المتغير التابع Y ، فإذا كانت t المحسوبة t_c أكبر من t_a الجدولة عند مستوى الدلالة $a=5\%$ فإن للمعلم قدرة تفسيرية في تفسير المتغير التابع Y .
إذن نقوم بإجراء القيم المحسوبة لكل متغير ومقارنتها القيم الجدولة:

- بالنسبة للمتغير $x1$:

عند درجة الحرية $n-k$ حيث K يمثل عدد المعامل الموحدة في النموذج بما فيها المعلم الثابت C و n هو عدد المشاهدات، إذن عند درجة الحرية المساوية للواحد في هذه الحالة عند مستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ونلاحظ من خلال نتائج البرنامج أن $t_c = 0.86$ إذن t_c أقل من t_a عند مستوى الدلالة 5% بدرجة حرية 1 إذن المتغير $x1$ لا يفسر المتغير التابع Y بشكل جيد. وعليه فإن مؤشر السوق لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- بالنسبة للمتغير $x2$:

عند درجة الحرية المساوية للواحد ومستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ومن خلال نتائج البرنامج نلاحظ بأن $t_c = -1.07$ وعليه فإن t الجدولة أكبر من t المحسوبة إذن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير **X3** :

في مستوى الدلالة $a=5\%$ و $t_a = 6.314$ ونتائج البرنامج تشير إلى أن $t_c = 1.94$ عند درجة الحرية المساوية للواحد ، t الجدولة أكبر من t المحسوبة وعليه حجم التداول لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير **X4** :

عند مستوى الدلالة $a=5\%$ ودرجة الحرية المساوية للواحد $t_a = 6.314$ وحسب نتائج النموذج المشيرة إلى أن $t_c = -2.47$ ، t الجدولة أكبر من t المحسوبة، إذن عدد الصفقات لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير **X5** :

في مستوى الدلالة $a=5\%$ ودرجة الحرية التي تساوي الواحد $t_a = 6.314$ وبالمقارنة مع t المحسوبة المساوية لـ 1.57 نجد بأن t المحسوبة أقل من t الجدولة، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

5- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: لتحقيق ذلك نستعمل إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعالم النموذج في تفسير المتغير التابع.

$$F_c = \frac{R^2 / K - 1}{1 - R / n - K}$$

ويعطى القانون بالشكل الآتي:

فعند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 5 نجد بأن $F=230$ وبإجراء المقارنة مع F_c المساوية لـ 20.75 نجد بأن f المحسوبة أقل من f الجدولة إذن ليس لمعالم النموذج (مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات المدرجة) قدرة في تحديد النمو الاقتصادي.

6 تحسين النموذج:

تحصلنا في الواقع على مجموعة من النماذج للعوامل المختارة ولكن سنختار النموذج ذو القدرة التفسيرية العالية باستعمال طريقة **STEPWAIS** ستبوز (خطوة بخطوة) هذه الطريقة تسمح بانتقاء فقط المتغيرات المستقلة التي تفسر في آن واحد المتغير التابع بشكل جيد، و تستبعد المتغيرات التي تفسر المتغير التابع بشكل ضعيف، وباستعمال جملة من معايير المفاضلة بين النماذج المتحصل عليها

و حسب علمنا أيضا طريقة أخرى تسمى بطريقة فريش تسمح بالانتقال من نموذج بسيط إلى نموذج متعدد العوامل، إلى أن تصل وتستقر على المتغيرات المستقلة المفسرة للمتغير التابع بشكل قوي.

النموذج الثالث:

استبعدنا في هذا النموذج المتغير X1 (مؤشر السوق) فأعطى النتائج التالية:

Dependent Variable: LY

Method: Least Squares

Date: 10/13/14 Time: 23:10

Sample: 2001 2013

Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.71904	3.158744	3.710033	0.0060
LX2	-0.114843	0.153726	-0.747062	0.4764
LX3	0.256693	0.122079	2.102671	0.0687
LX4	-0.263460	0.111051	-2.372419	0.0451
LX5	0.514709	0.366217	1.405476	0.1975

R-squared	0.929999	Mean dependent var	13.47380
Adjusted R-squared	0.894998	S.D. dependent var	0.463727
S.E. of regression	0.150266	Akaike info criterion	0.669091
Sum squared resid	0.180640	Schwarz criterion	0.451803
Log likelihood	9.349094	Hannan-Quinn criter.	0.713754
F-statistic	26.57082	Durbin-Watson stat	1.317165
Prob(F-statistic)	0.000113		

المصدر: مخرجات برنامج **EViews**

1- تفسير المتغيرات

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض 89% النمو الاقتصادي ، خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared. هذا الأخير يؤول إلى الواحد، للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة لها دور في تفسير الظاهرة.

- احتمالية العامل الثاني المستقل X2 يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.47 أكبر من نسبة الدلالة 5% علما أن المتغير X2 اقتصاديا يمثل القيمة السوقية وعليه فإن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-احتمالية العامل الثالث X3 كذلك حسب نتائج النموذج الثالث لا تفسر العامل Y بشكل جيد فهي مقدرة بـ 0.06 فهي أكبر من 5% علما أن X3 يمثل حجم التداول إذن هذا الأخير يفسر النمو الاقتصادي بشكل ضعيف.

-احتمالية العامل X4 تقدر بـ 0.04 أقل من 5%، إذن عدد الصفقات تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-احتمالية العامل X5 تقدر بـ 0.19 أكبر من 5%، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد

2- تحليل معامل قوة التحميل β :

-معامل قوة التحميل لـ X2 (القيمة السوقية) يقدر بـ -0.11 - معناه إذا تغيرت القيمة السوقية بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بمقدار 0.11

-معامل قوة التحميل لـ X3 (حجم التداول) يقدر بـ 0.25 إذا تغير حجم التداول بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بـ 0.25

-معامل قوة التحميل لـ X4 (عدد الصفقات) قيمته -0.26 فإذا تغير عدد الصفقات بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بـ 0.26

-معامل قوة التحميل لـ X_5 (عدد الشركات المدرجة) قدر بـ 0.51 فإذا ازدادت عدد

الشركات المدرجة بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بمقدار 0.51

3-حساب المرونات :

- مرونة العامل الثاني (X_2):

$$E_{x2} = \beta_{x2} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x2} = -0.11 \frac{4.089 * 10^{11}}{779572} = -57697.04$$

- مرونة العامل الثالث (X_3):

$$E_{x3} = \beta_{x3} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x3} = 0.25 \frac{65866442011}{779572} = 21122.63$$

- مرونة العامل الرابع (X_4):

$$E_{x4} = \beta_{x4} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x4} = -0.26 \frac{1526662.92}{779572} = -0.99$$

- مرونة العامل الخامس (X_5):

$$E_{x5} = \beta_{x5} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{x5} = 0.51 \frac{184.07}{779572} = 0.0001$$

4- اختبار معنوية المعامل ستيودنت t :

- المتغير X_2 :

عند درجة الحرية المساوية للواحد ومستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ومن خلال نتائج البرنامج نلاحظ بأن $t_c = -0.74$ وعليه فإن t المجدولة أكبر من t المحسوبة إذن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X_3 :

في مستوى الدلالة $a=5\%$ و $t_a = 6.314$ ونتائج البرنامج تشير إلى أن $t_c = 2.10$ عند درجة الحرية المساوية للواحد ، t المجدولة أكبر من t المحسوبة وعليه حجم التداول لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X_4 :

عند مستوى الدلالة $a=5\%$ ودرجة الحرية المساوية للواحد $t_a = 6.314$ وحسب نتائج النموذج المشيرة إلى أن $t_c = -2.37$ ، t المجدولة أكبر من t المحسوبة، إذن عدد الصفقات لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X_5 :

في مستوى الدلالة $a=5\%$ ودرجة الحرية التي تساوي الواحد $t_a = 6.314$ وبالمقارنة مع t المحسوبة المساوية لـ 1.40 نجد بأن t المحسوبة أقل من t المجدولة، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

5- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: لتحقيق ذلك نستعمل إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعالم النموذج في تفسير المتغير التابع.

$$F_c = \frac{R^2 / K - 1}{1 - R^2 / n - K}$$

ويعطى القانون بالشكل الآتي:

فعند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 4 نجد بأن $F=225$ وبإجراء المقارنة مع F_c المساوية لـ 26.57 نجد بأن f المحسوبة أقل من f الجدولة إذن ليس لمعالم النموذج (القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات المدرجة) قدرة في تحديد النمو الاقتصادي.

النموذج الرابع: في إطار تحسين القدرة التفسيرية للنموذج تم في هذه الحالة استبعاد المتغيرات

X1.X2.X5

Dependent Variable: LY

Method: Least Squares

Date: 10/13/14 Time: 23:15

Sample: 2001 2013

Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.013794	0.489090	18.42972	0.0000
LX3	0.389197	0.073827	5.271744	0.0004
LX4	-0.351094	0.106978	-3.281930	0.0083
R-squared	0.897015		Mean dependent var	13.47380
Adjusted R-squared	0.876418		S.D. dependent var	0.463727
S.E. of regression	0.163020		Akaike info criterion	0.590715
Sum squared resid	0.265755		Schwarz criterion	0.460342
Log likelihood	6.839645		Hannan-Quinn criter.	0.617512
F-statistic	43.55064		Durbin-Watson stat	1.802430
Prob(F-statistic)	0.000012			

المصدر: مخرجات برنامج **EViews**

1- تفسير المتغيرات

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض بـ 87% النمو الاقتصادي ، خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared. هذا الأخير يؤول إلى الواحد، للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة لها دور في تفسير الظاهرة.

- احتمالية العامل الثالث المستقل X3 يفسر العامل Y بشكل جيد ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.0004 أقل من نسبة الدلالة 5% علما أن المتغير X3 اقتصاديا يمثل وعليه فإن حجم التداول يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

-احتمالية العامل الرابع X4 كذلك حسب نتائج النموذج الرابع لا تفسر العامل Y بشكل جيد فهي مقدرة بـ 0.008 فهي أقل من 5% علما أن X4 يمثل عدد الصفقات إذن هذا الأخير يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد .

2-تحليل معامل قوة التحميل β :

-معامل قوة التحميل لـ X3 (حجم التداول) يقدر بـ 0.38 إذا تغير حجم التداول بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بـ 0.38

-معامل قوة التحميل لـ X4(عدد الصفقات) قيمته -0.35 فإذا تغير عدد الصفقات بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بـ 0.35

3-حساب المرونة :

- مرونة العامل X3 (حجم التداول):

$$E_{X3} = \beta_{x3} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X3} = 0.38 \frac{65866442011}{779572} = 32106.39$$

- مرونة العامل X4 (عدد الصفقات):

$$E_{X4} = B_{X4} \frac{\bar{X}}{\bar{Y}}$$

$$E_{X4} = -0.35 \frac{1526662.92}{779572} = -0.68$$

4- اختبار معنوية المعامل ستيودنت *t. Student*:

- المتغير X3:

عند درجة الحرية المساوية للواحد ومستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ومن خلال نتائج البرنامج نلاحظ بأن $t_c = 5.27$ وعليه فإن t الجدولة أكبر من t المحسوبة إذن حجم التداول لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X4:

في مستوى الدلالة $a=5\%$ و $t_a = 6.314$ ونتائج البرنامج تشير إلى أن $t_c = -3.28$ عند درجة الحرية المساوية للواحد ، t الجدولة أكبر من t المحسوبة وعليه عدد الصفقات لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

5- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: لتحقيق ذلك نستعمل إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعالم النموذج في تفسير المتغير التابع.

$$F_c = \frac{R^2 / K - 1}{1 - R^2 / n - K}$$

ويعطى القانون بالشكل الآتي:

فعند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 2 نجد بأن $F=200$ وبإجراء المقارنة مع F_c المساوية لـ 43.55 نجد بأن f المحسوبة أقل من f الجدولة إذن ليس لمعالم النموذج (حجم التداوال، عدد الصفقات) قدرة في تحديد النمو الاقتصادي.

النموذج الخامس:

Dependent Variable: LY

Method: Least Squares

Date: 10/13/14 Time: 23:17

Sample: 2001 2013

Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.12210	0.951205	10.64134	0.0000
LX1	-0.208165	0.155253	-1.340812	0.2128
LX3	0.360256	0.074254	4.851673	0.0009
LX4	-0.259595	0.123513	-2.101760	0.0649
R-squared		0.914161	Mean dependent var	13.47380
Adjusted R-squared		0.885548	S.D. dependent var	0.463727
S.E. of regression		0.156882	Akaike info criterion	0.618984
Sum squared resid		0.221508	Schwarz criterion	0.445153
Log likelihood		8.023396	Hannan-Quinn criter.	0.654714
F-statistic		31.94926	Durbin-Watson stat	1.454982
Prob(F-statistic)		0.000040		

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS

1- تفسير المتغيرات

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض بـ 88% النمو الاقتصادي ، خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared.

- احتمالية العامل الأول المستقل X1 يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.21 أكبر من نسبة الدلالة 5% علما أن المتغير X1 اقتصاديا يمثل مؤشر السوق .

- احتمالية العامل الثالث X3 كذلك حسب نتائج النموذج الخامس تفسر العامل Y بشكل جيد فهي مقدرة بـ 0.0009 فهي أقل من 5% علما أن X3 يمثل حجم التداول إذن هذا الأخير يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- احتمالية العامل الرابع المستقل X4 يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.06 أكبر من نسبة الدلالة 5% علما أن المتغير X4 اقتصاديا يمثل عدد الصفقات .

2- تحليل معامل قوة التحميل:

-معامل قوة التحميل لـ X1 (مؤشر السوق) يقدر بـ -0.20 إذا تغير مؤشر السوق بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بـ 0.20

-معامل قوة التحميل لـ X3 (حجم التداول) يقدر بـ 0.36 إذا تغير حجم التداول بوحدة واحدة سيزداد النمو الاقتصادي بـ 0.36

-معامل قوة التحميل لـ X4 (عدد الصفقات) قيمته -0.25 فإذا تغير عدد الصفقات بوحدة واحدة سينخفض النمو الاقتصادي بـ 0.25

3- حساب المرونة :

- مرونة العامل X1 (مؤشر السوق)

$$E_{X1} = \beta_{X1} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X1} = -0.20 \frac{3181.64}{779572} = -0.0008$$

- مرونة العامل X3 (حجم التداول)

$$E_{X3} = \beta_{X3} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X3} = 0.36 \frac{65866442011}{779572} = 30416.58$$

- مرونة العامل X4 (عدد

الصفقات)

$$E_{X4} = \beta_{X4} \frac{\bar{X}}{\bar{y}}$$

$$E_{X4} = -0.25 \frac{1526662.92}{779572} = -0.48$$

4- اختبار معنوية المعامل ستيودنت *t. Student* :

- المتغير X3 :

عند درجة الحرية المساوية للواحد ومستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ومن خلال نتائج البرنامج نلاحظ بأن $t_c = 5.27$ وعليه فإن t الجدولة أكبر من t المحسوبة إذن حجم التداول لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

- المتغير X4:

في مستوى الدلالة $a=5\%$ و $t_a = 6.314$ ونتائج البرنامج تشير إلى أن $t_c = -3.28$ عند درجة الحرية المساوية للواحد ، t الجدولة أكبر من t المحسوبة وعليه عدد الصفقات لا يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

5- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: لتحقيق ذلك نستعمل إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعالم النموذج في تفسير المتغير التابع.

$$F_c = \frac{R^2 / K - 1}{1 - R / n - K}$$

ويعطى القانون بالشكل الآتي:

فعند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 2 نجد بأن $F=200$ وبإجراء المقارنة مع F_c المساوية لـ 43.55 نجد بأن f المحسوبة أقل من f الجدولة إذن ليس لمعالم النموذج (حجم التداول، عدد الصفقات) قدرة في تحديد النمو الاقتصادي.

-سادسا: معايير المفاضلة

يمكن لبعض النماذج أن تتجاوز كل الاختبارات السابقة بنجاح وبالتالي فنحن مجبرون على اختيار نموذج واحد فقط بغرض استعماله في الدراسة وحتى يتم ذلك يمكننا استعمال بعض المعايير الأخرى مثل :

1- معيار AIC :

$$AIC = \sigma^2 \exp \{2(p+q / 2) \}$$

وهو يساوي

حيث : $S^2 = \sigma^2$ محسوبة بطريقة المعقولة العظمى (أي : بقسمة مجموع مربعات البواقي على عدد المشاهدات فقط) .

$$\sigma^2 = \text{RSS} / T \quad \text{أي :}$$

$P + q$: عدد معالم النموذج المقدر .

وقد عدل هذا المعيار بعدد المشاهدات ليصبح : $\text{NAIC} = \text{AIC} / T$

ويتم إختيار النموذج الأفضل على أساس أصغر قيمة للمعيار AIC أو NAIC .

2- معيار شوارز (SHWARZ أو BIC) :

واقترح من طرف SHWARZ حيث : $\text{BIC} = \ln \sigma^2 + ((p+q)/T) \ln T$

ويتبع نفس الحكم (حيث أفضل نموذج هو الذي تكون له أصغر قيمة لـ BIC)

$$\text{BIC} = \ln \sigma^2 + \{ (p+q / T) \ln T$$

3- معيار Hannan-Quin :

وتعطى صيغته على النحو التالي : $HQ = \ln[\sum e_t] + \frac{2 \log(n)}{n} k^2 p$ عادة لا يتم ظهورها في نسخ

برنامج Eviews .

بعد عملية التغيير في كل مرة في النموذج الاصيلي (الذي ادخل عليه اللوغاريتم) اعطانا عدة نماذج خالية من المشاكل القياسية ، كما ان معامل تحديدها كبير نسبيا وعليه فلا بد من اختيار احداها، حيث وباستعمال قيم معايير المفاضلة الثلاثة يظهر لنا ان النموذج الرابع هو احسن نموذج.

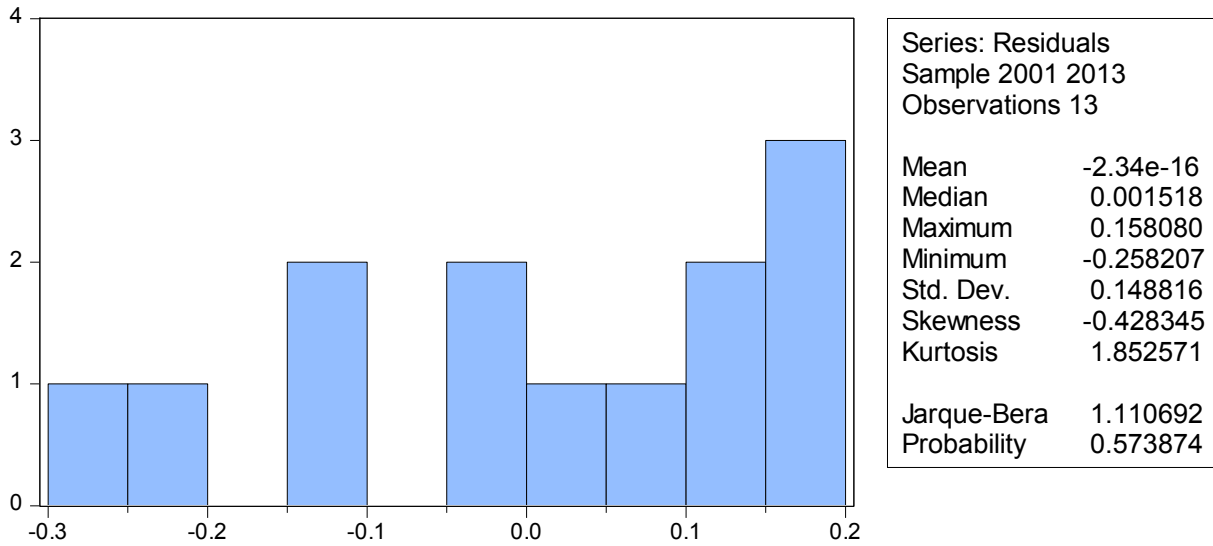
الجدول رقم (19): يوضح معايير المفاضلة بين النماذج

HQ	SC	AIC	النموذج/المعيار
-	27.17	26.91	النموذج الأول
-0.67	-0.35	-0.61	النموذج الثاني
-0.71	-0.45	-0.66	النموذج الثالث
-0.61	-0.46	-0.59	النموذج الرابع
-0.65	-0.44	-0.61	النموذج الخامس

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من نتائج البرنامج

بقية النتائج للنموذج الرابع:

أولاً-اختبار توزيع البواقي:



المصدر: نتائج البرنامج

نلاحظ من خلال الشكل أن البواقي غير موزعة توزيعاً طبيعياً لأن العينة أقل من 30.

ثانياً - اختبار اختلاف التباين:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.511061	Prob. F(5,7)	0.7613
Obs*R-squared	3.476494	Prob. Chi-Square(5)	0.6269
Scaled explained SS	0.876911	Prob. Chi-Square(5)	0.9719

المصدر: نتائج البرنامج

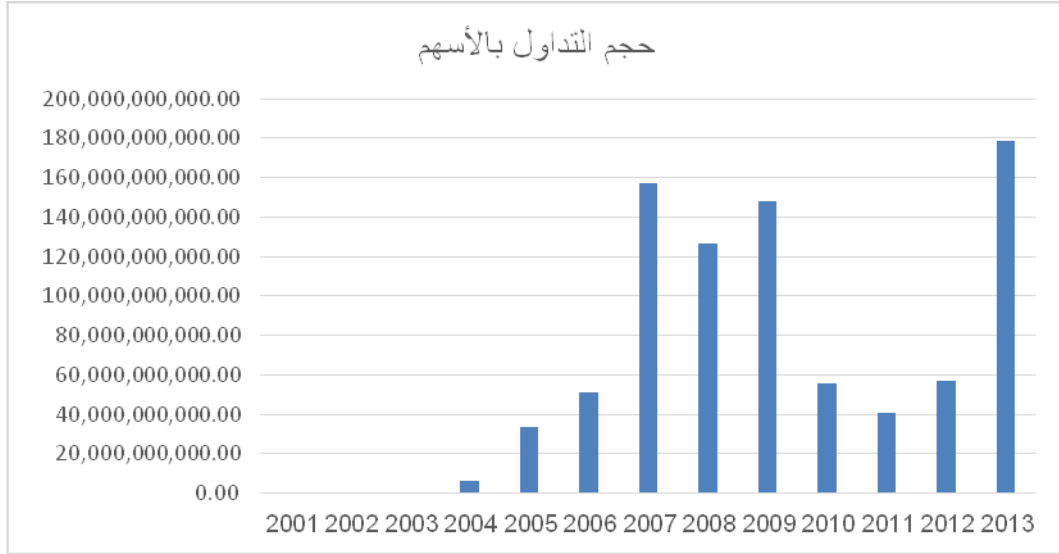
إذن بعد إجراء جملة من الاختبارات تبين لنا بأن النموذج الرابع هو أحسن نموذج، ذلك أنه يحتوي على حجم التداول وعدد الصفقات كمتغيرات مستقلة، فنجد بان حجم التداول يفسر النمو الاقتصادي .

ويمكن تدعيم النتائج المتوصل إليها بالأشكال البيانية التالية:

1- بالنسبة لحجم التداول:

الشكل رقم (19): يوضح تطور حجم التداول لسوق الإمارات العربية المتحدة 2001-

2013



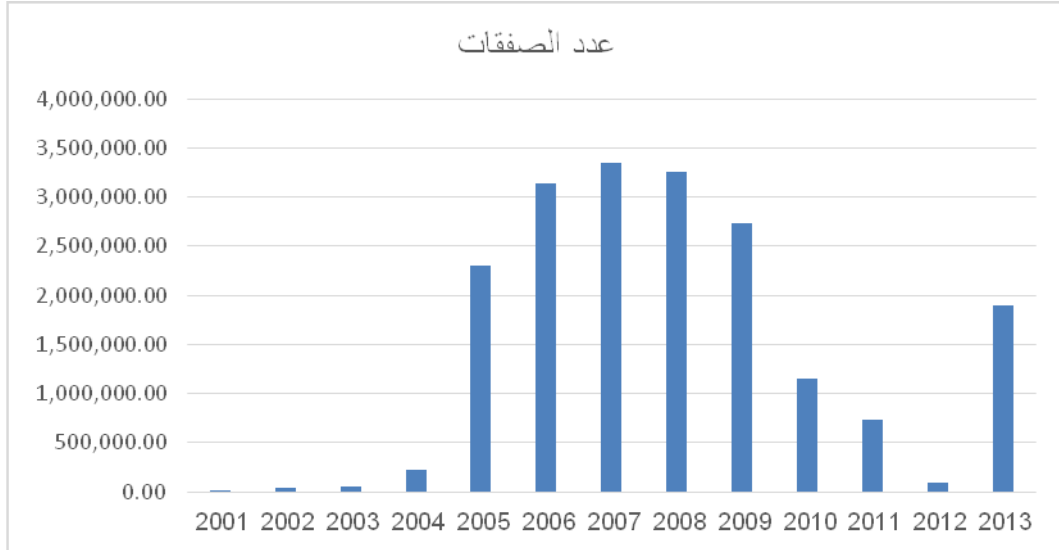
المصدر: إعداد الباحث انطلاقاً من التقرير السنوي لسنة 2013.

نلاحظ من خلال الشكل بأن حجم التداول بلغ مستويات مرتفعة خلال السنوات 2007، 2008، 2009: وبلغ أعلى مستوى سنة 2013 وهذا المستوى مرده إلى الزيادة المسجلة في قيمة الأسهم المتداولة، هذه القيمة تضاعفت حوالي 3 مرات خلال سنة 2013، من خلال النموذج الرابع تبين بأن حجم التداول ذو تفسير جيد للنمو الاقتصادي، ذلك أن احتمالية العامل الثالث المستقل X_3 (حجم التداول) مقدرة بـ 0.0004 أقل من نسبة الدلالة 5%.

2- بالنسبة لعدد الصفقات :

الشكل رقم (20): يوضح تطور عدد الصفقات لسوق الإمارات العربية المتحدة 2001-

2013



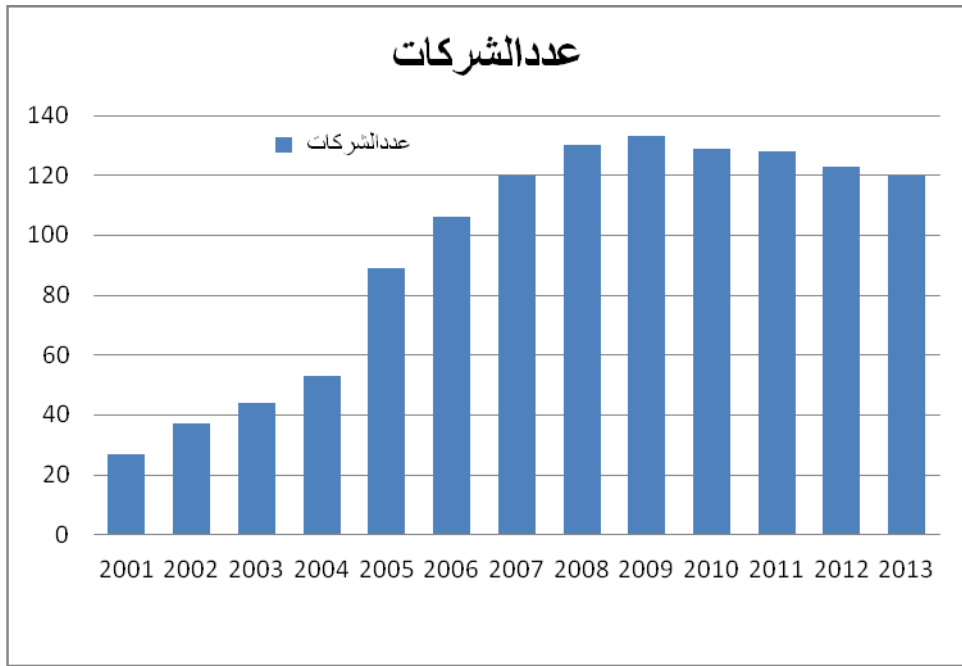
المصدر: إعداد الباحث انطلاقاً من التقرير السنوي لسنة 2013.

من خلال الشكل نلاحظ بأن عدد الصفقات بلغ مستويات متفاوتة ومتقاربة فيما بينها من سنة 2005 إلى سنة 2009 وبلغ أقصى مستوى له سنة 2007، وحسب النموذج الثاني نجد بأن احتمالية العامل X_4 (عدد الصفقات) تقدر بـ 0.04 أقل من 5%، إذن عدد الصفقات تفسر النمو الاقتصادي .

3- بالنسبة لعدد الشركات المدرجة:

الشكل رقم (21): يوضح تطور عدد الشركات المدرجة لسوق الإمارات

2013-2001.



المصدر: إعداد الباحث انطلاقاً من التقرير السنوي لسنة 2013.

من خلال الشكل نلاحظ بأن عدد الشركات المدرجة في السوق بقي تقريباً ثابتاً و جد محتشم من سنة 2001 إلى غاية 2013 ، ما عدا سنة 2011 الذي شهد السوق ارتفاعاً مفاجئاً في عدد الشركات، بحيث تضاعف العدد تقريباً 06 مرات بالمقارنة مع بقية سنوات الدراسة ولكن بالرغم من ذلك غير كافي للتأثير الإيجابي على مستوى النمو الاقتصادي وهذا ما يؤكد النموذج الثالث (احتمالية العامل X5 (عدد الشركات المدرجة) تقدر بـ 0.19 أكبر من 5%، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي) والنموذج الثاني (احتمالية العامل X5 تقدر بـ 0.15 أكبر من 5%، إذن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد)

والنموذج الأول(احتمالية العامل X5 تقدر بـ 0.13 أكبر من 5%، وعليه فإن عدد الشركات المدرجة لا تفسر النمو الاقتصادي .

وبالتالي بنقصان عدد الشركات المدرجة نكون أمام حالة عدم تنوع الفرص الاستثمار التي تسمح برفع معدلات الانتاج ومنه النمو الاقتصادي.

المبحث الثاني: تشخيص العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر.

قبل أن نتطرق إلى تشخيص العلاقة يمكننا أن نقوم بتقديم مختصر عن بورصة الجزائر.

المطلب الأول : بورصة الجزائر.

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلى سنة 1977، في إطار برنامج الإصلاح الإقتصادي بالجزائر، و أدخلت حيز التطبيق في عام 1988 و ذلك للإنتقال إلى إقتصاد السوق، الذي فرضته المتغيرات الإقليمية و الدولية، حيث صدر عدة قوانين منها قانون 01-88 المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، و قانون 03-88 و 04-88 المعدلين والمكملين للأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26/09/1975 الخاص بالقانون التجاري، ليليه قانون 01-88 المتضمن استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية، وفي سنة 1990 كان الإنشاء الفعلي لبورصة الجزائر في إطار المرسوم التنفيذي 10-90 الذي يعتبر انطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر، و قد مرت هذه الأخيرة بعدة مراحل لتصل إلى ما هي عليه اليوم⁷⁶.

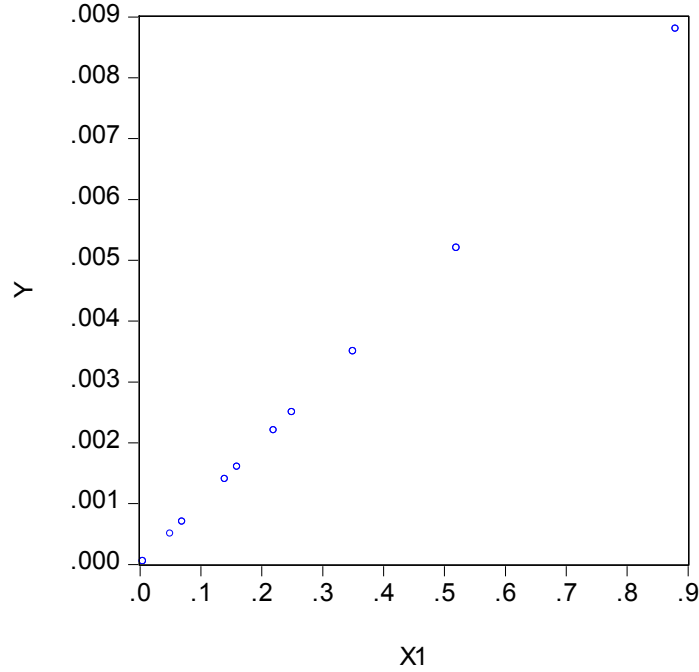
⁷⁶ رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة ص86.

الجدول رقم 20 يوضح متغيرات بورصة الجزائر

	المتغير التابع y	X1	X2	X3
السنوات	رأس مال السوق/ PIB	نسبة رأس مال السوق %	عدد الشركات المدرجة	حجم المعاملات
2000	0.0052	0.52	3	323990
2001	0.0035	0.35	3	361445
2002	0.0025	0.25	3	80161
2003	0.0022	0.22	3	39693
2004	0.0016	0.16	3	5710
2005	0.0014	0.14	5	13487
2006	0.0088	0.88	5	76010
2007	0.0007	0.07	5	130443
2008	0.00005	0.005	5	184110
2009	0.0005	0.05	5	143563

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية للجنة عمليات البورصة .

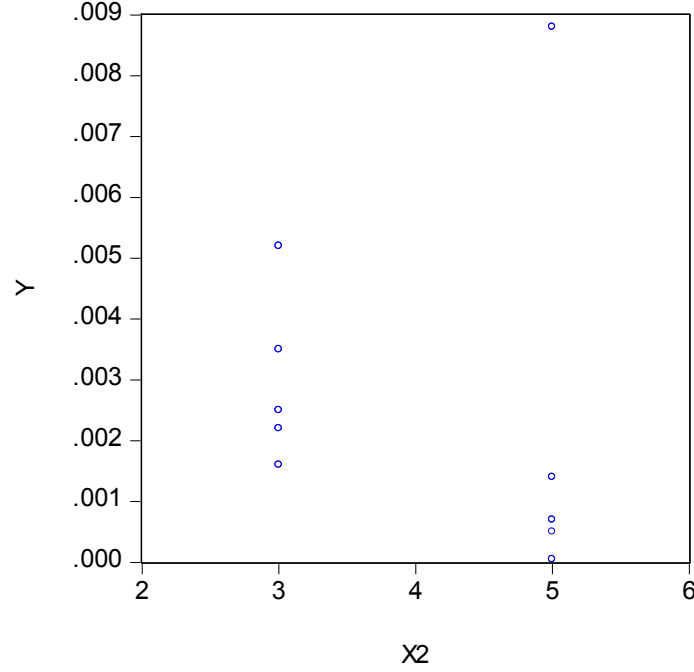
الشكل رقم(22): يوضح العلاقة بين رأس مال السوق والرسكلة البورصية في الجزائر 2000-
2009.



المصدر: نتائج البرنامج EVIEWS

هناك انحدار خطي تام بناءا سحابة النقاط، نلاحظ من خلال الشكل بأن العلاقة خطية بين رأس مال السوق والرسكلة البورصية ويبين هذا المؤشر مدى قدرة السوق المالي على تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار، أي توجيه المدخرات إلى المؤسسات المدرجة في السوق والتي تستثمر مواردها.

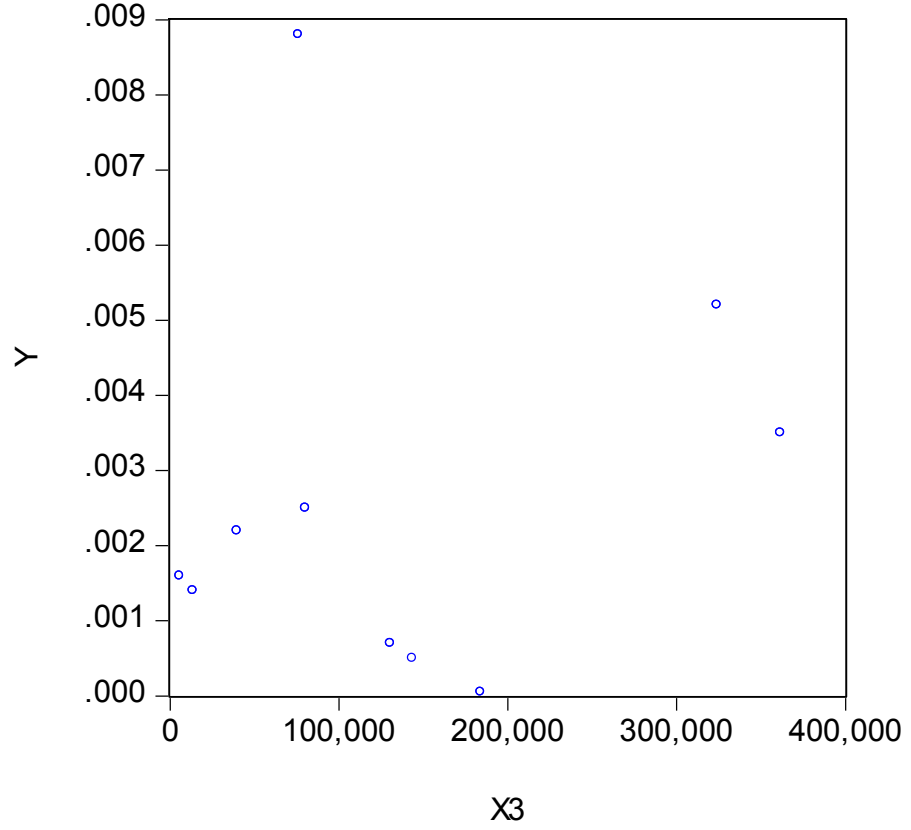
الشكل رقم (23): يوضح العلاقة بين عدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية في الجزائر 2000-2009.



المصدر: نتائج البرنامج EViews

نلاحظ من خلال الشكل بأن العلاقة بين عدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية غير خطية النقاط مبعثرة ويعني ذلك اقتصاديا أن عدد الشركات المدرجة غير كاف لوحده لتحديد الرسملة البورصية .

الشكل رقم(24): يوضح العلاقة بين حجم المعاملات والرسملة البورصية في الجزائر 2000-
.2009



المصدر: نتائج البرنامج المصدر: نتائج البرنامج **EViews**

من خلال الشكل نلاحظ بأن العلاقة بين حجم المعاملات والرسملة البورصية غير خطية، ويعني ذلك اقتصاديا أن حجم المعاملات غير كاف لوحده في تحديد الرسملة البورصية .

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 06/17/15 Time: 11:33
Sample: 2000 2009
Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.49E-19	2.30E-18	0.238599	0.8194
X1	0.010000	1.94E-18	5.16E+15	0.0000
X2	-1.72E-19	4.92E-19	-0.349002	0.7390
X3	-7.17E-24	4.23E-24	-1.694969	0.1410
R-squared	1.000000	Mean dependent var	0.002645	
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var	0.002648	
S.E. of regression	1.51E-18	Sum squared resid	1.36E-35	
F-statistic	9.26E+30	Durbin-Watson stat	1.682316	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: نتائج البرنامج **EViews**

تحصلنا على جملة من النتائج من خلال البرنامج وبالتالي تكون معادلة خط الانحدار كما يلي:

$$Y = 5.48567729465e-19 + 0.01*X1 - 1.71696593658e-19*X2 - 7.17492437129e-24*X3$$

المطلب الثاني: اختبار جودة معالم النموذج عند مستوى الدلالة $a=5\%$.
نأخذ نسبة رأس مال إلى الناتج المحلي الداخلي كمعبر عن النمو الاقتصادي.

1- تفسير المتغيرات.

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض بـ 100% النمو الاقتصادي ، خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared. هي نسبة مثالية ومنه للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة لها دور في تفسير الظاهرة.

2- نسبة الاحتمالية لكل متغير.

- احتمالية العامل الأول المستقل $X1$ والذي يمثل اقتصاديا رأس مال السوق يفسر العامل Y (الرسمة البورصية) بشكل جيد ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.00 أقل من نسبة الدلالة 5% . إذن رأس المال السوق يمكن اعتباره كمحدد للنمو الاقتصادي .

- احتمالية العامل الثاني $X2$ (عدد الشركات المدرجة) حسب نتائج النموذج لا تفسر العامل Y (الرسمة البورصة) فهي مقدرة بـ 0.73 أكبر من 5% وعليه يمكن القول بأن عدد الشركات لا يعتبر كمحدد لوحده للنمو الاقتصادي.

- احتمالية العامل الثالث المستقل $X3$ (حجم المعاملات) يفسر العامل Y (الرسمة البورصية) بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.14 أكبر من نسبة الدلالة 5% .

3- اختبار معنوية المعالم ستيودنت t :

- المتغير $X1$:

عند درجة الحرية المساوية للواحد ومستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ومن خلال نتائج البرنامج نلاحظ بأن $t_c = 5.16 * 10^{15}$ وعليه فإن t المجدولة أقل من t المحسوبة إذن رأس مال السوق يفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد وهذا حسب *mody et murshid 2005*⁷⁷

- المتغير $X2$:

في مستوى الدلالة $a=5\%$ و $t_a = 6.314$ ونتائج البرنامج تشير إلى أن $t_c = -0.34$ عند درجة الحرية المساوية للواحد ، t المجدولة أكبر من t المحسوبة وعليه يمكن القول بأن عدد الشركات المدرجة لا تحدد النمو الاقتصادي بشكل جيد.

المتغير $X3$: في مستوى الدلالة $a=5\%$ و $t_a = 6.314$ علما أن $t_c = -1.69$ عند درجة الحرية المساوية للواحد ، t المجدولة أكبر من t المحسوبة وعليه يمكن القول بأن حجم المعاملات ليس محددًا أساسيا للرسملة البورصية ومنه النمو الاقتصادي .

4- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

لتحقيق ذلك نستعمل إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعالم النموذج في تفسير المتغير التابع فعند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 3 نجد بأن $F_c = 216$ وبالمقارنة مع F_c المساوية لـ $9.26 * 10^{30}$ نجد بأن f المحسوبة أكبر من f المجدولة إذن لمعالم رأس مال السوق وعدد الشركات المدرجة، حجم المعاملات قدرة تحديد الرسملة البورصية ومنه النمو الاقتصادي.

⁷⁷ Alimi nabil, nahed ben kheder, Flux de capitaux – investissement , analyse statique et dynamique , 2005, p5.

5- اختبار التعدد الخطي :

هناك بعد المشاكل القياسية التي يمكن أن تؤثر على النتائج المتوصل إليها كمشكل التعدد الخطي ولكن في هذه الحالة غير وارد وهو أثبتته نتائج الاختبار نلاحظ من خلال مصفوفة الارتباط بأن النسب أقل من 90%

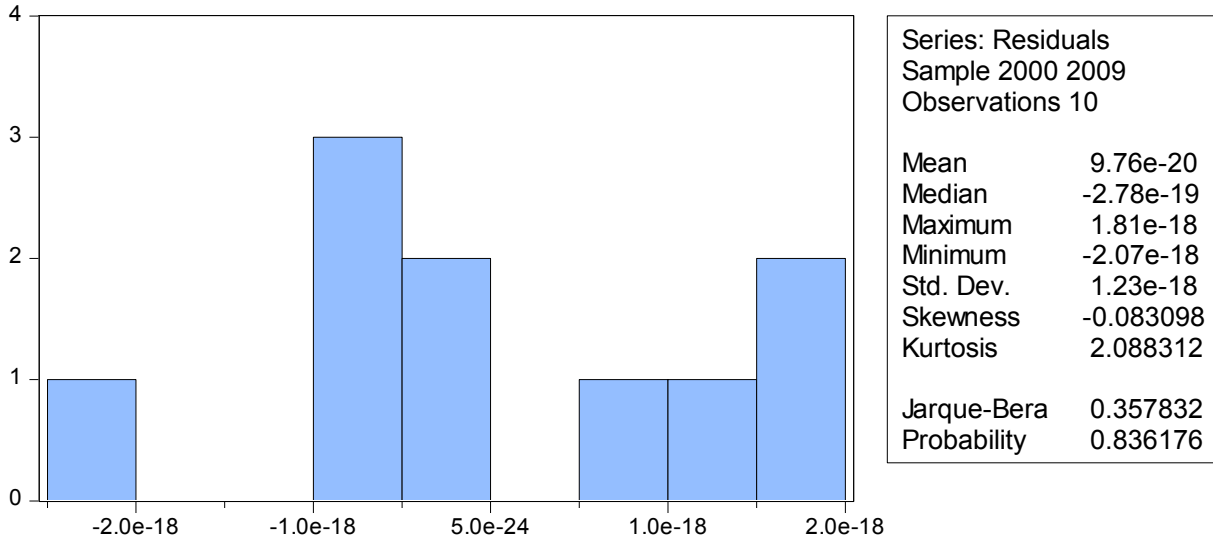
	X1	X2	X3
X1	1.000000	-0.141298	0.174809
X2	-0.141298	1.000000	-0.225401
X3	0.174809	-0.225401	1.000000

المصدر: نتائج البرنامج

6- اختبار التوزيع الطبيعي.

يتضح من خلال النتائج المتوصل إليها بأن البواقي غير موزعة توزيعا طبيعيا لأن العينة أقل من 30.

الشكل رقم 25: يوضح توزيع البواقي



المصدر: نتائج البرنامج

7- اختبار اختلاف التباين :

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	4979.406	Prob. F(8,1)	0.0110
Obs*R-squared	9.999749	Prob. Chi-Square(8)	0.2650
Scaled explained SS	1.932099	Prob. Chi-Square(8)	0.9830

المصدر : نتائج البرنامج

H_0 : يوجد اختلاف التباين.

H_1 : لا يوجد اختلاف التباين .

نلاحظ بأن نسبة احتمالية F- statistic مقدره بـ 0.01 فهي أقل 5% إذن نرفض H_0 ونقبل H_1 وعليه لا يوجد مشكل اختلاف التباين.

8- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء *Durbin Watson* :

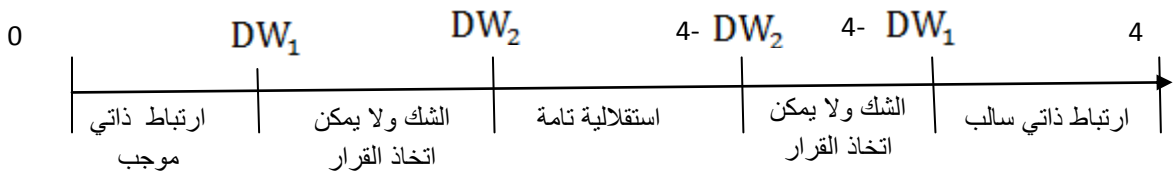
أحيانا توجد بعض المتغيرات في النموذج ذات التأثير على المتغير التابع يرمز لها بـ ϵ تسمى بالبواقي، ولكن المختبر يهملها ولهذا وجب إدراجها في النموذج، وجاء اختبار دوربين وواطسون ليختبر وجود ارتباط ذاتي للأخطاء أم أن هناك استقلالية بينها، ويرتبط هذا الاختبار بعدد المتغيرات المستقلة دون قيمها، وتعطى العلاقة كما يلي:

$$DW = \frac{\sum (\varepsilon_i - \varepsilon_{i-1})^2}{\sum \varepsilon_i^2}$$

DW : متغير عشوائي يتعلق أساسا بقيم البواقي ε علما أن $DW \in [0 - 4]$

انطلاقا من فرضية البواقي تتبع التوزيع الطبيعي فإن توزيع إحصائية DW يقع بين القيمتين:

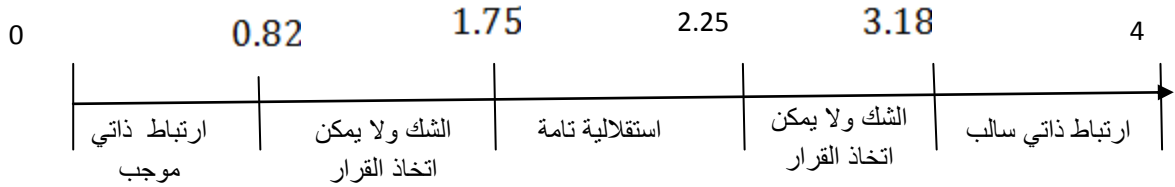
DW_1 و DW_2 على حسب مستوى المعنوية وعدد المتغيرات المستقلة K وعدد المشاهدات n .



DW_1 : القيمة الحرجة الصغرى.

DW_2 : القيمة الحرجة الكبرى.

فتطبيقا على نتائج البرنامج وعند مستوى الدلالة نتحصل على ما يلي :



ومع الإحصائية DW المحسوبة في البرنامج المساوية لـ 1.682316 نجد أنها تنتمي إلى منطقة

الشك ، وعليه لا يمكن اتخاذ القرار.

خلاصة الفصل

مادام النمو الاقتصادي يعبر عن الزيادة في الدخل الفردي زيادة حقيقية تراكمية ومستمرة خلال فترة زمنية معينة . وبالتالي على مستوى سوق الإمارات العربية المتحدة، اعتمدنا على متغيرات مستقلة تتمثل في : مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول بالأسهم، عدد الصفقات، عدد الشركات المدرجة. ومتغير واحد تابع يتمثل في الدخل القومي المتاح كمعبر عن النمو الاقتصادي، خلال الفترة الممتدة 2001-2013،

تعتبر المتغيرات الخاصة بالسوق المالي التي تم اختيارها كموضوع اختبار عوامل متحركة في تدفقات الأوراق المالية في السوق.

نظريا الزيادة في تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية من شأنها الزيادة في معدل النمو الاقتصادي، ومع جملة الاختبارات الاحصائية وجدنا بأن السوق المالي للإمارات العربية المتحدة يساهم في دعم النمو الاقتصادي من خلال تأثير حجم التداول وعدد الصفقات على الدخل القومي المتاح باعتبار السوق المالي كأسلوب للتمويل المباشر ويسمح بالحصول على السيولة في أسرع وقت ممكن. الأمر الذي يسمح بتنويع الفرص والبدائل الاستثمارية بعيدا عن القيود التي يفرضها الائتمان المصرفي، وهذه القاعدة أن تصلح في الدول التي تتمتع بسوق مالية ذات مستوى عالي من الكفاءة.

أما عن السوق المالي الجزائري من خلال تحليل مؤشر الرسملة البورصية لعدة سنوات نجد بأن مساهمة السوق المالي في دعم النمو الاقتصادي للجزائر ضئيلة.

الخاتمة

الخاتمة ومناقشة نتائج الدراسة

تحمل الأطروحة عنوان تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي حالة كل من الإمارات العربية المتحدة (دبي ، أبوظبي) والجزائر .

انطلقت الدراسة من الإشكالية التالية: كيف تساهم تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي لدولة الإمارات العربية المتحدة ؟ وهل لهذه التدفقات علاقة بمستوى النمو الاقتصادي في الجزائر؟

من خلال جملة من الإختبارات الإحصائية التي تبين مدى قدرة الاستثمار في الأوراق المالية على دعم النمو الاقتصادي اعتمادا على نموذج متعدد العوامل توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج .

I - النتائج :

1- بناءا على نموذج الانحدار المتعدد للعوامل الذي قمنا بتطبيقه على مستوى السوق المالي للإمارات العربية تبين بأن تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية لها انعكاس إيجابي على الدخل القومي المتاح. وهذا انطلاقا من النماذج التي تم التطرق إليها وبالتالي تساهم تدفقات الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي لدولة الإمارات العربية المتحدة ومنه ثبوت صحة الفرضية رقم 01 .

حسب النموذج الأول بالنسبة لاحتمالية العامل الثاني المستقل X_2 (القيمة السوقية) يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.40 أكبر من نسبة الدلالة 5% وعليه فإن القيمة السوقية لا تكفي لوحدها لدعم النمو الاقتصادي.

وحسب النموذج الثاني احتمالية العامل الثاني المستقل X_2 يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.31 أكبر من نسبة الدلالة 5% إذن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

وحسب النموذج الثالث كذلك احتمالية العامل الثاني المستقل X_2 يفسر العامل Y بشكل ضعيف ذلك أن قيمة الاحتمالية مقدرة بـ 0.47 أكبر من نسبة الدلالة 5% علما أن المتغير X_2 اقتصاديا يمثل القيمة السوقية وعليه فإن القيمة السوقية لا تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد.

علما أن **معدل القيمة السوقية**: يستعمل لقياس حجم العرض الكلي، فهو بذلك يساوي نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالي للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتعتبر القيمة السوقية عن قدرة البلد على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر.

بإسقاط هذا الطرح على الإمارات العربية المتحدة نجد أن قدرة هذه الأخيرة على تحريك رأس المال لا تزال ضعيفة.

2- من بين المتغيرات المستقلة السابقة وجدنا متغيرين على الترتيب **حجم التداول وعدد الصفقات** لهما تأثير على النمو الاقتصادي وهذا ما أكده النموذج الرابع تبين بأن **حجم التداول** ذو تفسير جيد ومحدد للنمو الاقتصادي، ذلك أن احتمالية العامل الثالث المستقل $X3$ (حجم التداول) مقدرة بـ 0.0004 أقل من نسبة الدلالة 5% ومن خلال النتيجة المتحصل عليها نجد بأن قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي للإمارات العربية المتحدة تفسر حجم النمو الاقتصادي بشكل جيد علما أن حجم التداول يشير إلى قوة السوق. و**عدد الصفقات** حسب ما أثبتته **النموذج الثاني**، نجد بأن احتمالية العامل $X4$ (عدد الصفقات) تقدر بـ 0.04 أقل من 5%، إذن عدد الصفقات تفسر النمو الاقتصادي بشكل جيد وبالتالي **نؤكد صحة الفرضية رقم 02**. وهذه النتيجة توصلت إليها دراسة أديب قاسم شندي سنة 2013 على مستوى سوق العراق، أن عدد الأسهم بمفرده يساهم بما نسبته 89.83% من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي) واستنتج انعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر.

3- من خلال الدراسة التحليلية للسوق المالي الجزائري والدراسة التطبيقية نجد بأن هذا الأخير يشهد التذبذب خلال السنوات محل الدراسة، انطلاقا من تحليل نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الأجمالي و الحجم المتبادل بين سنتي 2009 و 2010 نجد بأنه سجل انخفاضا في سنة 2010 بالمقارنة مع سنة 2009 بما مقداره 7483 وهذا الانخفاض يرجع إلى التقلب في سعر سهم صيدال خلال سنة 2010.

نستنتج أن عدد الشركات المدرجة غير كاف لوحده على تحديد الرسملة البورصية وكذلك حجم المعاملات لا يكفي لوحده في تحديد الرسملة البورصية وإنما عندما يتضافرهاذين المتغيرين مع رأس مال السوق تؤثر على الرسملة البورصية هذا أثبتته اختبار فيشر. وبالتالي مساهمة السوق المالي الجزائري في دعم النمو الاقتصادي ضئيلة وعليه نثبت صحة الفرضية رقم 03.

4- في إطار قياس النمو الاقتصادي إضافة إلى الناتج الداخلي الخام توجد بعض المؤشرات مساعدة على ذلك منها مستوى الدخل القومي وبالتالي نثبت صحة الفرضية رقم 04.

II-اقتراحات :

من خلال ما تم التوصل إليه:

أولاً: على مستوى الإمارات العربية المتحدة

- 1-نوصي بزيادة قدرةالبلد على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر حتى يساهم معدل القيمة السوقية بشكل جيد في دعم الناتج المحلي الخام .
- 2- باعتبار مؤشر السوق مرآة عاكسة لجميع المعاملات التي تتم في السوق، نوصي بوضع آليات من شأنها تحقيق استقرار مؤشر السوق.
- 3-تشجيع عوامل الجذب للإستثمار في الأوراق المالية حتى يبقى عدد الشركات المدرجة في زيادة وبالتالي تساهم التدفقات بشكل أكثر في معدل النمو الاقتصادي.

ثانياً : على مستوى الجزائر

- 4- إدراج أكبر عدد ممكن من الشركات في السوق المالي الجزائري حتى يزداد رأس مال السوق وبالتالي تتحسن الرسملة البورصية.

5- القرار الاستثماري يجب أن يكون مبنيًا على مؤشرات موضوعية حتى يكون للسوق المالي دور كبير في رفع معدل النمو الاقتصادي.

6- الاهتمام بنوعية المؤسسات المدرجة وإضفاء الشفافية على المعلومات المصرح بها بحيث تكون هذه الأخيرة تعكس المركز المالي الحقيقي للمؤسسات ، حتى يكسب السوق ثقة المستثمرين وتزداد ديناميكية السوق في دعم النمو الاقتصادي.

7- البحث عن مؤشرات معيارية ذات دلالة قوية تعكس بصدق حالة السوق ووضعية الاقتصاد الكلي.

III- الآفاق :

مهما قمنا به من مجهود وبالرغم من تعدد طرق الدراسة ولكن يبقى الجهد البشري يتسم بالنقص وفتح الآفاق لهذه الدراسة من خلال:

- انجاز نفس الدراسة مع البحث عن مؤشرات معيارية قياسية تعتمد في تقدير معدل النمو الاقتصادي.

- البحث عن محددات قياسية للاستثمار في الأوراق المالية وانعكاسها على النمو الاقتصادي.

- باعتبار جانب المالية السلوكية من المواضيع ذات الاهتمام المشترك، نفتح آفاقًا لتحليل الجانب البسيكولوجي للمقبلين على الاستثمار في الأوراق المالية وربطها بالاقتصاد الحقيقي .

قائمة المراجع

قائمة المراجع

I- المراجع باللغة العربية:

- 1- البنا جلال ، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى للطباعة، الطبعة الأولى 2006.
- 2- النجار فريد ، البورصات والهندسة المالية، الإسكندرية 1998-1999.
- 3- الحناوي محمد صالح ، نihal فريد مصطفى، جلال العبد ، تقييم الأسهم والسندات، ا الدار الجامعية، الإسكندرية 2007.
- 4- الحناوي محمد صالح ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 5- الراشد وائل إبراهيم ، حركة عشوائية أم تنبؤات؟ - كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت.
- 6- حنفي عبد الغفار ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 7- حنفي عبد الغفار ، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 8- رجال السعدي، نظرية الاحتمالات، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية 2005.
- 9- طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، عمان -الأردن 2008.
- 10- عزوز عبد الرزاق ، الكامل في الإحصاء، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011.
- 11- فروخي جمال ، نظرية الاقتصاد القياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
- 12- قدي عبد الحميد ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.

- 13- نوزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشاني "مقدمة في المالية العامة" دار المناهج للنشر والتوزيع.
- 14- يوسف الصديقي عبد اللطيف ، الدوسري راشد حماد ، معجم الاحصاء، دار الراتب الجامعية، بيروت لبنان 2001.

II- الأطروحات، الرسائل، المقالات، المنتقيات

أولا: الأطروحات

- 1- سيدي أحمد كبداني، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية : دراسة تحليلية وقياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، 2012-2013.
- 2- عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007.
- 3- محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، 1999.
- 4- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر (03)، 2011-2012.

ثانيا: الرسائل

- 5- سعيده تلي، التنبؤ بالمدودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009.
- 6- عبد الرزاق عريف ، أهمية التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة 2008.

- 7- بيوض محمد العيد، تقييم الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة في الاقتصاديات المغاربية، دراسة مقارنة تونس، الجزائر، المغرب. مذكرة ماجستير جامعة فرحات عباس سطيف 2011/2010.
- 8- عبد الغفور دادن، محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية، حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009. مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2001.
- 9- رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2011.

ثالثا: المقالات والملتقيات

- 10- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مقال منشور بمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة العراق، العدد الخاص بمؤتمر الكلية 2013.
- 11- حدة رايس، مروة كرامة، مقال بعنوان تقييم التجربة الجزائرية في مجال جذب الاستثمار الأجنبي في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية -دراسة تحليلية-2012.
- 12- هواري سويسي وعبد القادر دبون، الخصوصية والسوق المالية في سياق التحولات الاقتصادية في الجزائر، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 2003.
- 13- براق محمد، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية -الأوروبية، جامعة سطيف، 2004.
- 14- زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21/22 نوفمبر 2006.

15- دالي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية، مداخلة مقدمة في ملتقى الدولي حول سياسات التمويل، جامعة بسكرة، 2006.

III- المراجع والأبحاث والدراسات باللغة الأجنبية:

- 16- Admane O.Hoang- ky. Ouaklin Statistique.OPU, Alger, 2006
- 17- ArnaudThauvron ,Annaick Guyvarc'h.DSCG2 finance, editions foucher-vanves, 2008.
- 18- Franck Moreau, Afplane.Comprendre et gérer les risques, paris,2002.
- 19- Gean –Baptiste Hugot,le Guide Capital–Investissement,paris,2000.
- 20- Gérard Garibaldi, L'analyse stratégique, Achevé d'imprimer joue Paris ,3ème édition, 2002.
- 21- Griffiths Degos, Gestion Financière, édition d'organisation, paris, deuxième tirage2001.
- 22- Jean–Claude Augros, Michel quérue, risque de taux d'intérêt et gestion bancaire, paris2000.
- 23- Mondher Bellalah, gestion des risques de taux d'intérêt et de change ,de boegk.
- 24- Pierre Ramage, Finance de Marché, paris.
- 25- Pierre vernimmen ,finance d'entreprise, Dalloz, 6ème édition, 2005.

- 37- BENCHABANE Meriem , E'TUDE COMPARATIVE DES MARCHES FINANCIERS MAROC.ALGERIE.TUNISIE, Magister, université Tizi-ouzou2012

- 38- Julio Ramos Tallada Liens entre les flux de capitaux et le développement financier 2011-
- 39-MARCHE FINANCIER ET CROISSANCE , DEMBELE Esaie ECONOMIQUE EN COTE D'IVOIRUNE ANALYSE DEDELA CAUSALITE AU SANS DE GRANGER 07/2010
- 40 - By Zouheir ABIDA, Imen Mohamed SGHAIER -Afflux de capitaux, taux de change réel et développement financier : évidence empirique pour les pays du Maghreb 2011
- 41-GUERID Omar, L'investissement direct étranger en Algérie: Impacts, opportunités et entraves 2008.
- 42-Abdelkarim Yahyaoui♣ et Atef Rahmani, Développement financier et croissance économique : Rôle de la qualité des institutions, 2009.
- 43- AKA Brou Emmanuel, LE ROLE DES MARCHÉS DE CAPITAUX DANS LA CROISSANCE ET LE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES 2012
- 44 -Karim Dahou, Haibado Ismael Omar, Mike Pfister, AFRIQUE : DÉVELOPPER LES MARCHÉS FINANCIERS POUR LA CROISSANCE ET L'INVESTISSEMENT 2009.
- 45-Mercier SALNAVE, Déterminants et Impact de l'Investissement Direct Etranger sur la croissance économique en Haïti (1970 – 2000) 08/2004
- 46- Ameth Saloum Ndiaye, Une croissance économique forte et durable est-elle possible dans un contexte de fuite massive des capitaux en zone franc ?, 2012

- 47-NABIL ALIMI& NAHED BEN KHEDHER, FLUX DE
CAPITAUX – INVESTISSEMENT :
ANALYSES STATIQUE ET DYNAMIQUE EN DONNEES DE
PANEL.
- 45-Mahjouba Zaiter Lahimer, L'impact de capitaux privés sur la
croissance économique dans les pays en développement.2011.
- 48- William Rolland SODJAHIN, IMPACTS DU DEVELOPPEMENT
DES MARCHESBOURSIERS SUR LA CROISSANCE
ECONOMIQUE AU CANADA2003.
- 49-THI_EMOKHO DIOP, D_EVELOPPEMENT FINANCIER ET
CROISSANCE _ECONOMIQUE : LA
STRUCTURE FINANCI_ERE JOUE T-ELLE UN ROLE?, M_EMOIRE
PRESENTE
COMME EXIGENCE PARTIELLEDE LA MA^ITRISE EN
_ECONOMIQUE, UNIVERSIT_E DU QU_EBEC _A
MONTR_EAL,2013

II – المواقع الإلكترونية:

- 1- www.kenanaonline.com/posts
- [//q8se.blogspot.com/2012/03/blog-post_02.html](http://q8se.blogspot.com/2012/03/blog-post_02.html):2-http
- 3-www.islamhouse.com/p/179693
- 4-www.gulfbase.com/site/interfase/index.aspx
- 5-[www.xbs-me.com/home page.aspx](http://www.xbs-me.com/home%20page.aspx)
- 6-www.albankadawli.org/-en cache-pages similaires
- 7- [www. kuwaitse.comportal/./r quotes-osp](http://www.kuwaitse.comportal/./r%20quotes-osp)

- 8- www.byblosbank.comib/nenscenter/financidal-reports/
- 09- www1.kku.edu.sa/conferences/ssefp
- 10- www.arab-ency.com/index.php?module...func
- 11- <http://www.startimes.com/?t=22119921>
- 12- http://www.caus.org.lb/PDF/EmagazineArticles/bouhothaqtisadiah63-64ola_adelaliabedal3al.pdfle11/06/2016..
- 13- http://q8se.blogspot.com/2012/03/blog-post_02.html
- 14- <http://www.djelfa.info/vb/showthread.php?t=279782>
- 15- www.ingdz.net/vb/archive/index.php/t-23770.html
- 16- <http://www.iinvest.org.eg>
- 17- <http://www.tadawul.net/forum/showthread.php?t=123>
- 18- Islamfoin.go.forum.net

