



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي التبسي - تبسة
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية



الموضوع

متطلبات تفعيل سوق الأوراق المالية لتمويل التنمية في الاقتصاديات المغاربية دراسة حالة (الجزائر- تونس- المغرب)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الإقتصادية
تخصص: تمويل التنمية

إشراف الدكتور:
❖ مختار عيواج

إعداد الطالبة:
❖ خولة عزاز

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة العربي التبسي - تبسة	أستاذ محاضر - أ-	د/ عبد الحميد حفيظ
مقررا	جامعة الجزائر 03-الجزائر	أستاذ محاضر - أ-	د/ مختار عيواج
ممتحنا	جامعة محمد البشير الابراهيمي - برج بوعريريج	أستاذ	أ.د/ الجودي صاطوري
ممتحنا	جامعة العربي التبسي - تبسة	أستاذ محاضر - أ-	د/ فضيلة بوطورة
ممتحنا	جامعة العربي التبسي - تبسة	أستاذ محاضر - أ-	د/ وئام ملاح
ممتحنا	جامعة محمد البشير الابراهيمي - برج بوعريريج	أستاذ محاضر - أ-	د/ ميلود زكري

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

تنفيذا لقوله صلى الله عليه وسلم " من صنعَ إليكم معروفاً فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئوا به فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه "

وإن كان المعروف هنا العلم فإن من الأدب أن يلتزم الشخص منا بتقديم الشكر والثناء الجميل لمن أرشد وهدى ودل إلى طريق العلم.

لذا أتقدم بخالص شكري وتقديري، لأستاذي الفاضل د. عيواج مختار، أستاذ بكلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 3، لتفضله بقبول الإشراف على هذه الأطروحة، وله عظيم امتناني على ما بذله معي من جهد وما قدمه لي من توجيهات في سبيل إكمال هذه الأطروحة على أكمل وجه.

كما أتقدم بخالص شكري وتقديري إلى جميع أساتذتي الذين تتلمذت على أيديهم بكلية العلوم الاقتصادية جامعة تبسة، دون استثناء وأخص بالذكر: الأستاذة فضيلة بوطورة، الأستاذ عبد الحميد حفيظ، الأستاذ عبد السلام زايد، الأستاذة أمينة مالكية، الأستاذة هند زمولي أختي الغالية، وإلى الأستاذة والصديقة غاليتي مموم سعيدة التي لم تبخل علي بوقت أو علم أو نصيحة أو إشارة حتى اكتملت على هذا النحو أسأل الله أن يجعل هذا الجهد الذي بذلته معي في ميزان حسناتها وأن يجزيها عني خير جزاء.

كما أتوجه بجزيل الشكر لكل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل.

إهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما وبارك فيه؛

إلى كل أفراد عائلتي، أهلي أقاربي، صديقاتي وأصدقائي؛

إلى كل الذين أحبهم، أخواتي إخوتي في الله رفيقات ورفقاء دربي، لن أذكر أحد لكيلا أنسى أحد؛

إلى كل طالب للعلم من أجل العلم؛

إلى كل من علمني حرفاً؛.

الف

1- فهرس المحتويات:

الصفحة	العنوان
	الشكر وعرافان
	إهداء
I	فهرس المحتويات
VII	فهرس الجداول
VIII	فهرس الأشكال
IX	فهرس الملاحق
X	الملخص بالعربية
X	الملخص بالانجليزية
IX	الملخص بالفرنسية
أ-ي	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: أساسيات حول كفاءة أسواق الأوراق المالية
2	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية
2	المطلب الأول: مفهوم ومتطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية
2	أولاً: مفهوم أسواق الأوراق المالية
4	ثانياً: متطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية
6	المطلب الثاني: أقسام أسواق الأوراق المالية
6	أولاً: السوق الفورية (الحاضرة)
8	ثانياً: السوق الآجلة
9	المطلب الثالث: تنظيم أسواق الأوراق المالية
9	أولاً: المتعاملون في أسواق الأوراق المالية
11	ثانياً: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية
12	المبحث الثاني: أدوات التعامل في أسواق الأوراق المالية
12	المطلب الأول: أدوات الملكية
13	أولاً: الأسهم العادية
17	ثانياً: الأسهم الممتازة
18	ثالثاً: نماذج تقييم الأسهم
21	المطلب الثاني: أدوات الدين
21	أولاً: مفهوم السندات

22	ثانيا: أنواع السندات
25	ثالثا: نماذج تقييم السندات
29	المطلب الثالث: المشتقات المالية
29	أولا: عقود الخيارات
32	ثانيا: العقود المستقبلية والآجلة
33	ثالثا: عقود المقايضة أو المبادلة
34	المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية
34	المطلب الأول: ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية
34	أولا: مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية
35	ثانيا: أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية
37	المطلب الثاني: متطلبات ومؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية
37	أولا: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
41	ثانيا: مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية
45	المطلب الثالث: صيغ كفاءة أسواق الأوراق المالية
45	أولا: الصيغة الضعيفة
46	ثانيا: الصيغة المتوسطة
50	ثالثا: الصيغة القوية
52	خلاصة الفصل الأول
53	الفصل الثاني: دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية
53	المبحث الأول: مفاهيم أولية حول التنمية الاقتصادية:
53	المطلب الأول: ماهية التنمية الاقتصادية
53	أولا: مفهوم التنمية الاقتصادية
55	ثانيا: أهمية وأهداف التنمية الاقتصادية
56	ثالثا: متطلبات وعناصر التنمية الاقتصادية
57	المطلب الثاني: التفرقة بين التنمية وبعض المفاهيم المشابهة لها
57	أولا: الفرق بين التنمية والنمو الاقتصادي
59	ثانيا: الفرق بين التنمية والمفاهيم الأخرى
60	المطلب الثالث: مؤشرات التنمية الاقتصادية
60	أولا: مؤشرات الناتج والدخل
61	ثانيا: المؤشرات الاجتماعية

65	المبحث الثاني: آليات تمويل التنمية الاقتصادية
65	المطلب الأول: أساسيات حول تمويل التنمية الاقتصادية
65	أولاً: مفهوم تمويل التنمية الاقتصادية
66	ثانياً: خصائص التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية
67	ثالثاً: أهمية التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية
68	المطلب الثاني: المصادر الداخلية لتمويل التنمية الاقتصادية
68	أولاً: الادخار الاختياري
69	ثانياً: الادخار الإجباري
71	ثالثاً: التمويل المصرفي والتمويل عن طريق الأسواق المالية
72	المطلب الثالث: المصادر الخارجية لتمويل التنمية الاقتصادية
72	أولاً: القروض الخارجية
73	ثانياً: المساعدات الأجنبية
73	ثالثاً: التجارة الخارجية والاستثمارات الأجنبية
74	رابعاً: المؤسسات الدولية
76	المبحث الثالث: أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية
76	المطلب الأول: وظيفة تنمية الاستثمارات وتوجيهها
76	أولاً: الوظيفة التمويلية
77	ثانياً: الوظيفة التوزيعية
81	المطلب الثاني: وظيفة تأمين السيولة، تخصيص الموارد، وتحويل المخاطر
81	أولاً: وظيفة تأمين السيولة
83	ثانياً: التخصيص الكفء للموارد المالية
83	ثالثاً: تحويل المخاطر
84	المطلب الثالث: وظيفة إضفاء الشفافية
84	أولاً: الوظيفة الإعلامية
85	ثانياً: الوظيفة التقييمية (تقييم الشركات)
87	خلاصة الفصل الثاني
88	الفصل الثالث: تحليل كفاءة أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، تونس، المغرب)
89	المبحث الأول: واقع سوق الأوراق المالية الجزائرية
89	المطلب الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية الجزائرية
89	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية الجزائرية

90	ثانيا: أهمية ومبررات إنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر
91	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية الجزائرية
91	أولا: الفاعلون بسوق الأوراق المالية الجزائرية
95	ثانيا: أسواق التداول في سوق الأوراق المالية الجزائرية
100	المطلب الثالث: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الجزائرية
101	أولا: مؤشرات حجم السوق
102	ثانيا: مؤشرات سيولة السوق
103	المبحث الثاني: واقع سوق الأوراق المالية التونسية
103	المطلب الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية التونسية
103	أولا: نشأة سوق الأوراق المالية التونسية
105	ثانيا: أهداف سوق الأوراق المالية التونسية
106	ثالثا: مزايا الاستثمار في سوق الأوراق المالية التونسية
106	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية التونسية
106	أولا: الفاعلون بسوق الأوراق المالية التونسية
108	ثانيا: أسواق التداول في سوق الأوراق المالية التونسية
109	ثالثا: الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية التونسية
112	المطلب الثالث: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التونسية
113	أولا: مؤشرات حجم السوق
114	ثانيا: مؤشرات سيولة السوق
115	المبحث الثالث: واقع سوق الأوراق المالية المغربية
115	المطلب الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية المغربية
115	أولا: نشأة سوق الأوراق المالية المغربية
117	ثانيا: أهداف سوق الأوراق المالية المغربية
117	ثالثا: مهام سوق الأوراق المالية المغربية
118	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية المغربية
118	أولا: الفاعلون في سوق الأوراق المالية المغربية
119	ثانيا: أسواق التداول في سوق الأوراق المالية المغربية
122	المطلب الثالث: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية المغربية خلال الفترة (2003-2018)
123	أولا: مؤشرات حجم السوق
124	ثانيا: مؤشرات سيولة السوق

126	خلاصة الفصل الثالث
127	الفصل الرابع: تشريح لواقع التنمية الاقتصادية في الدول المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب)
128	المبحث الأول: عرض التجربة التنموية في الجزائر
128	المطلب الأول: الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر
128	أولا: مرحلة الاقتصاد الموجه (1962-1989)
130	ثانيا: مرحلة الإصلاحات الاقتصادية والتحول نحو اقتصاد السوق (1989-2000)
134	ثالثا: تقييم الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية
135	المطلب الثاني: الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر (2001-2019)
135	أولا: المخطط الثلاثي - برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)
137	ثانيا: المخطط الخماسي الأول - البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009)
139	ثالثا: المخطط الخماسي الثاني - برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014)
141	رابعا: البرنامج الخماسي للنمو (2015-2019)
142	المطلب الثالث: مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000-2018)
143	أولا: تطور مؤشرات النمو الاقتصادي
144	ثانيا: تطور رصيد الحساب الجاري والدين الخارجي
145	ثالثا: تطور أهم المتغيرات الاجتماعية
146	المبحث الثاني: عرض التجربة التنموية في تونس
146	المطلب الأول: الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية في تونس
146	أولا: أهم مميزات مناخ الجيل الأول من الإصلاحات
147	ثانيا: أهداف الجيل الأول من الإصلاحات
148	المطلب الثاني: الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في تونس
148	أولا: المخطط العاشر (2001-2006)
150	ثانيا: المخطط الحادي عشر (2007-2011)
150	ثالثا: المخطط الثاني عشر (2011-2014)
152	رابعا: مخطط التنمية (2016-2020)
154	المطلب الثالث: تحليل أداء الاقتصاد التونسي خلال الفترة (2000-2018)
154	أولا: تطور مؤشرات النمو الاقتصادي
155	ثانيا: تطور رصيد الحساب الجاري والدين الخارجي
156	ثالثا: تطور أهم المتغيرات الاجتماعية
157	المبحث الثالث: عرض التجربة التنموية في المغرب

157	المطلب الأول: مضمون الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية في المغرب
157	أولاً: مرحلة التخطيط الاقتصادي
159	ثانياً: مرحلة التصحيح الاقتصادي
160	ثالثاً: مرحلة التثبيت الاقتصادي
161	رابعاً: برنامج التكيف الهيكلي
162	المطلب الثاني: مضمون الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في المغرب
162	أولاً: المخطط الخماسي (2000-2004)
163	ثانياً: المبادرة الوطنية للتنمية البشرية (2005-2011)
164	ثالثاً: مخطط تسريع التنمية الصناعية (2014-2020)
165	المطلب الثالث: تحليل أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000-2018)
166	أولاً: تطور مؤشرات النمو الاقتصادي
166	ثانياً- تطور رصيد الحساب الجاري والدين الخارجي
167	ثالثاً: تطور أهم المتغيرات الاجتماعية
169	خلاصة الفصل الرابع
170	الفصل الخامس: قياس أثر أسواق الأوراق المالية على تمويل التنمية الاقتصادية بالدول المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها
171	المبحث الأول: مدخل إلى نموذج الانحدار الخطي المتعدد
171	المطلب الأول: صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد
171	أولاً: تعريف نموذج الانحدار الخطي المتعدد
172	ثانياً: خطوات الانحدار الخطي المتعدد
173	ثالثاً: فرضيات الانحدار الخطي المتعدد
174	المطلب الثاني: تقدير وتقييم نموذج الانحدار الخطي المتعدد
174	أولاً: تقدير معالم نموذج الانحدار الخطي المتعدد
175	ثانياً: تقييم نموذج الانحدار الخطي المتعدد
177	المطلب الثالث: مشاكل الانحدار الخطي المتعدد
177	أولاً: مشكلة التعدد الخطي
179	ثانياً: مشكلة عدم ثبات ثبات تبان الخطأ
181	ثالثاً: مشكلة الارتباط الذاتي للبقايا
184	المبحث الثاني: تقدير وتقييم نماذج الانحدار
184	المطلب الأول: التعريف بالمتغيرات

184	أولاً: المتغيرات التابعة
184	ثانياً: المتغيرات المستقلة
185	المطلب الثاني: تقييم نماذج انحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي وتحليلها إحصائياً
185	أولاً: النموذج الجزائري
190	ثانياً: النموذج التونسي
192	ثالثاً: النموذج المغربي
193	المطلب الثالث: تشخيص البواقي وتحليل النماذج إقتصادياً
193	أولاً: النموذج الجزائري
195	ثانياً: النموذج التونسي
197	ثالثاً: النموذج المغربي
199	المبحث الثالث: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، تونس، المغرب)
199	المطلب الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية المغربية
199	أولاً: العقبات الاقتصادية
202	ثانياً: العقبات الهيكلية
203	ثالثاً: العقبات التنظيمية، التشريعية والثقافية
204	المطلب الثاني: متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، تونس، المغرب)
204	أولاً: سبل زيادة الطلب للتعامل في الأسواق المالية
207	ثانياً: سبل زيادة العرض للتعامل في الأسواق المالية
208	ثالثاً: التكامل بين أسواق الأوراق المالية المغربية
209	المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتفعيل أسواق الأوراق المالية المغربية
209	أولاً: تعريف الهندسة المالية
210	ثانياً: منتجات الهندسة المالية الإسلامية
214	ثالثاً: دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية المغربية:
216	خلاصة الفصل الخامس
218	الخاتمة
230	قائمة المراجع
248	قائمة الملاحق

2- فهرس الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	حق والتزام كل من بائع ومشتري عقد خيار الشراء	30

31	حق والتزام كل من بائع ومشتري عقد خيار البيع	02
33	الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	03
59	أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية الاقتصادية	04
101	تطور مؤشرات كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة (2003-2018)	05
112	تطور مؤشرات كفاءة بورصة تونس خلال الفترة (2003-2018)	06
123	تطور مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية المغربية خلال الفترة (2003-2018)	07
136	مضمون برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)	08
186	نتائج النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	09
188	معامل تضخم التباين لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	10
189	نتائج النموذج المعدل لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	11
190	نتائج النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي	12
192	نتائج النموذج المقدر لأثر سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي	13
194	المشاكل القياسية للنموذج المعدل لانحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	14
196	المشاكل القياسية لنموذج انحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي	15
197	المشاكل القياسية لنموذج انحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي	16
201	حجم الاقتصاد الخفي في الدول المغاربية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2017	25
202	الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية المغاربية	26

3- فهرس الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	ربحية بائع ومشتري عقد خيار الشراء	30
02	ربحية بائع ومشتري عقد خيار البيع	32
03	تمثيل لشكل التصفية	46
04	ردة فعل الأسعار بصدور معلومة جديدة في سوق متوسطة الكفاءة	48
05	سلوك البواقي المتوسطة المجمع في الأشهر التي تسبق الاشتقاق	48
06	سلوك البواقي المتوسطة المجمع يوم الإعلان عن إعطاء التوزيعات	49
07	عمليات وسطاء بورصة الجزائر سنة 2017	97
08	أسواق التداول في سوق الأوراق المالية التونسية	108
09	الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية التونسية	109

138	مضمون البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009)	10
140	مضمون برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014)	11
142	تطور مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000-2018)	12
154	تطور مؤشرات أداء الاقتصاد التونسي خلال الفترة (2000-2018)	13
165	تطور مؤشرات أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000-2018)	14
183	مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Waston	15

4- فهرس الملاحق:

الصفحة	العنوان	الرقم
248	مضمون البرنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009)	01
249	مضمون برنامج دعم النمو الاقتصادي (2010-2014)	02
250	تطور مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000-2018)	03
251	تطور مؤشرات أداء الاقتصاد التونسي خلال الفترة (2000-2018)	04
253	تطور مؤشرات أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000-2018)	05
254	النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	06
254	النموذج المقدر المعدل لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	07
254	النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي	08
255	النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي	09
255	اختبار جاك بيرا لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	10
255	اختبار مضاعف لاقترانج لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	11
256	اختبار ARCH لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري	12
256	اختبار جاك بيرا لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي	13
256	اختبار مضاعف لاقترانج لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي	14
256	اختبار ARCH لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي	15
257	اختبار جاك بيرا لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي	16
257	اختبار مضاعف لاقترانج لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي	17
257	اختبار ARCH لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي	18

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية، ليطم فيما بعد قياس مدى كفاءة هذا النوع من الأسواق في النهوض بالتنمية الاقتصادية في الدول المغاربية (الجزائر، تونس والمغرب) وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد وفق طريقة المربعات الصغرى، ومن ثم التعرف على أهم المعوقات التي تحول دون تطور هذه الأسواق، حتى يتم بعدها الوقوف على أبرز متطلبات تطويرها والتي تقتضي الحد من هاته العوائق وتعمل على الرفع من كفاءتها، وقد توصلت الدراسة إلى أن أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة ما تزال بعيدة عن تحقيق أهدافها المسطرة، إلا أنه يوجد تفاوت معتبر فيما بينها من حيث درجة الأداء والتطور، فبالنسبة للسوق المغربية والسوق التونسية هي نشطة نوعا ما، بالمقارنة مع السوق الجزائرية التي مازالت تتميز بأداء جد ضعيف يكاد أن يكون منعدما فهي لا تحتوي على أدنى مستويات الكفاءة حيث عرفت مؤشرات قياس كفاءتها انخفاضاً وقيماً متدنية.

كما توصلت الدراسة إلى إنعدام تأثير أسواق الأوراق المالية المغاربية (الجزائر، تونس والمغرب) على التنمية الاقتصادية وهذا من خلال نتائج "نماذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة (مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر الرسملة البورصية، حجم التداول، معدل دوران السهم)، ولذلك يبقى على حكومات الدول المغاربية إرساء مقومات أساسية تسمح بتوفير المناخ الاستثماري لأسواق أوراقها المالية مع ضرورة اعتماد إصلاحات تمس الجوانب التشريعية والتنظيمية، مع تطوير مؤشرات كفاءة أسواقها، ولعل إضفاء طابع الإسلامية على تعاملاتها من بين أهم تلك المقومات التي يمكن من خلالها تشجيع وتفعيل هذا النوع من البدائل التمويلية في دعم مشروعاتها التنموية، وهذا لا يكفل استقطاب المدخرات المحلية فحسب، بل أيضا رؤوس الأموال الأجنبية التي تبحث عن فرص ملائمة للاستثمار خصوصا بعد تنامي مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: كفاءة أسواق الأوراق المالية، التنمية الاقتصادية، الاقتصاديات المغاربية، الناتج المحلي الإجمالي، نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

Abstract :

This study aimed to capture various theoretical aspects related to the efficiency of stock markets and financing economic development to be measured later on the efficiency of this type of market in the promotion of economic development in the Maghreb countries (Algeria, Tunisia and Morocco), using the multi linear regression method according to the least squares method, and then to identify the most important obstacles that prevent the development of these markets, until after that, the most important development requirements that require limiting these obstacles and working to raise their efficiency are identified. The study concluded that the Maghreb stock markets under study are still far from achieving their goals, but there is a significant discrepancy between them in terms of the degree of performance and development. As for the Moroccan and Tunisian market it is somewhat active, compared to the Algerian market, which is still characterized by a very weak performance that is almost non-existent as it does not contain the lowest levels of efficiency, as indicators of measuring its efficiency were known as decreasing and of low values.

The study also found the lack of influence of the Maghreb stock markets (Algeria, Tunisia and Morocco) on economic development, and this is through the results of "multiple linear regression models of the relationship between GDP and independent variables (index of the number of listed

companies, stock market index, turnover, turnover rate Arrow), therefore, it remains for the governments of the Maghreb countries to lay down basic foundations that allow the provision of the investment climate for their stock markets, with the necessity of adopting reforms that affect the legislative and regulatory aspects.

With the development of indicators of the efficiency of its markets, and perhaps the Islamicization of its dealings is among the most important elements that can encourage and activate this type of financing alternatives in support of its development projects, this not only ensures attracting domestic savings, but also foreign capital that is searching for suitable opportunities for investment, especially after the growing globalization of stock markets.

Key words: Efficiency of Stock Markets, Economic Development, Maghreb Economies, Gross Domestic Product, Multiple Linear Regression Model.

Sommaire:

Cette étude visait différent à saisir différents aspects théoriques liés à l'efficacité des marchés boursiers et au financement du développement économique à mesurer ultérieurement sur l'efficacité de ce type de marché dans la promotion du développement économique dans les pays du Maghreb (Algérie, Tunisie et Maroc), en utilisant la méthode de régression multi linéaire selon la méthode des moindres carrés, puis d'identifier les obstacles les plus importants qui empêchent le développement de ces marchés, jusqu'à ce que les exigent de développement les plus importantes qui nécessitent de limiter ces obstacles et travailler pour augmenter leur efficacité soient identifiées. L'étude a conclu que les marchés boursiers maghrébins à l'étude sont encore loin d'atteindre leurs objectifs, mais il existe un écart important entre eux en termes de degré de performance et de développement. Quant au marché marocain et tunisien, il est quelque peu actif, par rapport au marché algérien, qui se caractérise toujours par une très faible performance quasi inexistante car il ne contient pas les plus bas niveaux d'efficacité, comme indicateur de mesure de son efficacité étaient connues comme décroissantes et de faibles valeurs.

L'étude a également constaté le manque d'influence des marchés boursiers maghrébins (Algérie, Tunisie et Maroc) sur le développement économique, et ce à travers les résultats de modèles de régression linéaire multiple de la relation entre PIB et variables indépendantes (indice du nombre de sociétés cotées, indice boursier, chiffre d'affaires, taux de rotation Flèche), il reste donc aux gouvernements des pays du Maghreb à poser les bases de base permettant de fournir le climat d'investissement à leurs marchés boursiers, avec la nécessité d'adopter des réformes qui affecter les aspects législatifs et réglementaires. Avec le développement d'indicateurs d'efficacité de ses marchés, et peut-être l'islamisation de ses transactions est parmi les éléments les plus importants qui peuvent encourager et activer ce type d'alternatives de financement à l'appui ses projets de développement, cela ne garantit pas seulement d'attirer l'épargne intérieure, mais aussi des capitaux étrangers à la recherche d'opportunités d'investissement adaptées, notamment après la mondialisation croissante des marchés boursiers.

Mots clés: Efficacité des marchés boursiers, développement économique, économies du Maghreb, produit intérieur brut, modèle de régression linéaire multiple.

الله

مقدمة:

تعتبر التنمية الاقتصادية بمفهوم عام عن العملية التي بمقتضاها يكون الانتقال من حالة التخلف إلى حالة التقدم، وذلك بإدخال تغييرات جذرية في الهيكل الاقتصادي للبلاد، وبذلك فهي تعد قضية اقتصادية وحضارية، تتداخل فيها عوامل اقتصادية واجتماعية وبيئية، لتكون أحد التحديات الأساسية التي تسعى كل دول العالم المتقدمة منها والنامية لمواجهةها والإبداع فيها، بل وتجعلها في مقدمة أولوياتها، وفي هذا الصدد فقد لجأت الدول النامية عامة والعربية خاصة في إطار الانتقال نحو اقتصاد السوق كخطوة منها لتحقيق التنمية الاقتصادية، إلى تبني برامج تنموية لإصلاح اقتصادها، والتوجه نحو التحرير المالي بغية الإسراع في وتيرة التنمية وتمكين اقتصاديات تلك الدول من التكيف مع الصدمات الخارجية.

هذا وقد رافق ظهور قضية التنمية بروز أهمية التمويل التنموي كإحدى المشكلات الاقتصادية، إذ أن تحقيق التنمية الاقتصادية يكون انطلاقا من حسن تسيير واستغلال الموارد المالية التي يتم جمعها من مختلف مصادرها الداخلية و/أو الخارجية، وباعتبار أسواق الأوراق المالية تلعب دورا استراتيجيا وهاما في تأمين الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد، فهي بذلك تمثل خيارا استراتيجيا لتمويل التنمية الاقتصادية.

حيث تعتبر العلاقة بين المتغيرات الحقيقية والمتغيرات المالية من الدراسات التي لاقت اهتمام الباحثين، سيما ما تعلق منها بتحديد اتجاه العلاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، فالبعض يرى أن تطور القطاع المالي يرفع من معدل تراكم رأس المال مما يؤدي إلى تحقيق تنمية اقتصادية، في حين يرى البعض الآخر أن التنمية هي التي تؤدي إلى حدوث التطور في القطاع المالي، وتركزت وجهة النظر الثالثة على وجود علاقة تبادلية تجمع بين الفرضيتين السابقتين، تنص على أن اتجاه العلاقة السببية يتبع مرحلة التطور الاقتصادي التي يمر بها البلد.

إذ تعد أسواق الأوراق المالية أحد الدعائم الرئيسية للقطاع المالي، الذي يعتبر بمثابة المحرك الأساسي للتنمية الاقتصادية وبذلك فإن تأثير أسواق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية يبدو مزدوجا، فهي من ناحية علاقة تمويلية، حيث تؤدي هذه الأسواق من خلالها دورا مهما في تعبئة المدخرات، وبالتالي توفير التمويل للقطاعات الإنتاجية، ومن ناحية أخرى علاقة إنتاجية، حيث تعمل على زيادة فعاليات وحجم الإنتاج وتطوير نشاط المشاريع، وانطلاقا من ذلك وفي ظل ما يشهده العالم اليوم من عولمة مالية، وانفتاح اقتصادي، فقد أصبح وجود وتطوير أسواق الأوراق المالية ضرورة حتمية، وباتت الحاجة ملحة نحو تعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة، وهو ما يكون بتفعيل أسواق الأوراق المالية بغية تعزيز مكانتها في تمويل التنمية الاقتصادية.

نظرا للمكانة التي باتت تحتلها أسواق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة، وكذا توفير وحلق فرص استثمارية للفوائض المالية المتاحة، فضلا عن أنها تساهم إلى حد كبير في جلب واستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية قصد توظيفها والاستفادة منها، فقد حاولت الدول النامية عامة والمغربية خاصة (الجزائر- تونس- المغرب) الاستفادة من ذلك من خلال تبنيها مجموعة من الإصلاحات، بهدف إعادة هيكلة وتنظيم وتحديث القطاع المالي، وذلك بإنشاء أسواق مالية كخطوة عملية لدعم وتقوية آليات تمويل التنمية الاقتصادية.

تعاني أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، تونس، المغرب) من عدة معوقات تقف ورائها البيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق سواء منها التشريعية والتنظيمية أو الثقافية، وأمام كل هذه المعوقات تصبح الحاجة جد ملحة للبحث عن متطلبات لتفعيل هذه الأسواق، ذلك أن تطور هذه الأخيرة سيساعدها على أن تلعب دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية وبالتالي تلبية الاحتياجات التنموية، ليكون إضفاء طابع الإسلامية على تعاملاتها من بين أهم تلك المتطلبات.

1- مشكلة الدراسة:

تتميز الدول المغربية بالعديد من الخصائص المتشابهة، سواء من حيث هيكل اقتصادها، أو مستوى التنمية الذي وصلت إليه، أو النظام المالي الذي تعتمد عليه، وفي إطار التحلي عن النظام الاقتصادي المخطط والاتجاه نحو اقتصاد السوق كان لزاما على كل من الجزائر، تونس، والمغرب، تبني جملة من الإصلاحات الاقتصادية الشاملة، والتي انبثق عنها إنشاء أسواق لإصدار وتداول الأوراق المالية كآلية لتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل المشاريع التنموية التي تضمنتها تلك الإصلاحات، وفي خضم العولمة المالية التي يشهدها العالم المعاصر فقد سعت تلك الدول بدورها لتطوير أسواقها المالية والرفع من كفاءتها في تمويل التنمية الاقتصادية، فبالرغم من مرور زمن على إنشاء أسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب، لا تزال تعتبر من الأسواق حديثة النشأة.

مما تقدم تتضح معالم إشكالية الدراسة، المطروحة في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تفعيل أسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب لتمويل اقتصادياتها؟

2- التساؤلات الفرعية للدراسة:

تنبثق من الإشكالية المطروحة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بكفاءة أسواق الأوراق المالية؟

- كيف يتم تمويل التنمية الاقتصادية؟
- في ماذا تتمثل أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية؟
- هل يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب بالكفاءة ذاتها؟
- ما طبيعة العلاقة بين المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي في كل من الجزائر، تونس، والمغرب؟ وهل تعكس الواقع الاقتصادي؟
- فيما تتمثل أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة؟

3- فرضيات الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية المنبثقة عنها يمكن صياغة الفرضيات التالية:

3-1- الفرضية الرئيسية:

أسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب بحاجة لجملة من المتطلبات حتى تتمكن من القيام بوظائفها على أكمل وجه، فهي لا تملك القدر الكافي من الكفاءة الذي يعزز مكانتها في تمويل التنمية الاقتصادية، مما انعكس على انعدام تأثير المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي في الدول محل الدراسة.

3-2- الفرضيات الفرعية:

يندرج ضمن الفرضية الرئيسية مجموعة من الفرضيات الفرعية بيانها كالتالي:

- تعبر كفاءة أسواق الأوراق المالية على تمتعها بالقدر الكافي من المرونة في الاستجابة لمجمل التغيرات التي يشهدها السوق، ولا يكون ذلك إلا عند تميزها بخاصية الشفافية، الإفصاح، وتوفير السيولة؛
- يتم تمويل التنمية الاقتصادية من مصادر داخلية تتمثل في كل من الادخار الاختياري والإجباري، النظام المصرفي، وأسواق الأوراق المالية، كما يمكن الاعتماد على مصادر خارجية باللجوء إلى الدول الأجنبية والمؤسسات الدولية التي تمنح التمويل في شكل قروض خارجية، مساعدات، هبات، أو استثمارات أجنبية؛
- تحتل أسواق الأوراق المالية مكانا هاما في الاقتصاديات المعاصرة، فهي أداة فعالة في تعبئة المدخرات وتوفير الاحتياجات التمويلية اللازمة للمشاريع القائمة أو التي هي قيد الإنشاء، وبالتالي فهي تمتلك من المقومات ما يجعلها مساهم رئيسي في إحداث وتلبية متطلبات تمويل التنمية الاقتصادية؛
- نظرا لتشابه الخصائص الهيكلية لكل من الجزائر، تونس، والمغرب فهي تمتاز بالكفاءة نفسها من حيث أسواق الأوراق المالية المتاحة على مستواها؛

- سعت الدول المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب) من خلال تبنيتها لمختلف الخطط التنموية بداية بالجيل الأول ووصولاً للجيل الثاني من الإصلاحات، إلى إصلاح الظروف الاقتصادية والاجتماعية وحتى البيئية، حيث استطاعت من خلالها تحقيق نتائج إيجابية انعكست على الأوضاع الاقتصادية لهاته الدول بالدرجة الأولى وعلى الأوضاع الاجتماعية بالدرجة الثانية؛
- انعدام العلاقة بين مؤشرات سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية التي تقاس بمؤشر الناتج المحلي الإجمالي في كل من الجزائر، تونس، والمغرب؛
- يعتبر وجود آليات متطورة وتشريعات محكمة ضرورة ملحة من أجل ضمان إقامة أسواق كفؤة للأوراق المالية في الدول محل الدراسة، تتوافر فيها معايير الإفصاح المالي والشفافية، وكذا ترسيخ الهندسة المالية الإسلامية، مما يسمح بتزويد أسواق الأوراق المالية المغاربية بأدوات مالية جديدة تزيد من كفاءتها في تمويل التنمية الاقتصادية.

4- أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من الأهمية ذاتها التي يوليها جل الباحثين وعلماء الاقتصاد لكل من أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية، خاصة في ظل التحرر المالي الذي بات يشهده العالم اليوم، إذ أصبحت أسواق الأوراق المالية تشكل أهم مصادر التمويل الداخلي للتنمية الاقتصادية، فهي تقوم بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل مختلف المشاريع التنموية، مما يجعلها مؤشراً يعكس درجة انفتاح الاقتصاد الوطني وتطوره، وفي ظل عدم كفاية مدخرات كل من الجزائر، تونس، والمغرب لتغطية نفقات المشاريع التنموية فقد جاءت هذه الدراسة للتعرف على طبيعة تأثير أسواق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية في الدول المغاربية محل الدراسة، وإبراز مختلف المعوقات التي تقف أمام تطورها ومن ثم محاولة اقتراح حلول للنهوض بها.

5- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة لتحقيق جملة من الأهداف يمكن إيجازها في النقاط الآتية:

- إزالة الغموض عن مختلف المفاهيم المتعلقة بالموضوع المدروس مثل: كفاءة أسواق الأوراق المالية، وتمويل التنمية الاقتصادية، وتوضيح العلاقة بينهما؛
- تحديد مدى كفاءة أسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب؛
- تشريح واقع التنمية الاقتصادية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب؛

- إعطاء صورة واضحة عن دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب، تحليلاً وقياسياً؛
- محاولة تحديد معيقات تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية في الجزائر، تونس، والمغرب، من أجل استنباط أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تفعيل هذا النوع من الأسواق في هذه الدول محل الدراسة.

6- البعد المكاني والزمني للدراسة:

سيتم حصر كل من البعد المكاني والزمني للدراسة في الآتي:

- 6-1- البعد المكاني:** يشمل البعد المكاني للدراسة ثلاث دول مغاربية، والمتمثلة في كل من الجزائر، تونس، والمغرب، حيث تعتبر من الدول التي تعاني اختلالات اقتصادية ناتجة عن سوء تسيير الموارد المالية والاقتصادية المحلية، وعليه سيتم دراسة علاقة تأثير أسواق الأوراق المالية على تمويل التنمية الاقتصادية ممثلة بالناتج المحلي الإجمالي، وذلك لمعرفة جدوى تفعيل وتطوير هذه الأسواق داخل الأنظمة المالية ثم آثارها على النشاط الاقتصادي ككل.

- 6-2- البعد الزمني:** سيتم التركيز على الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2018، وهي مرحلة الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية التي شهدت خلالها الدول المغاربية العديد من الأحداث التي أثرت وبقوة على أدائها التنموي وأداء أسواقها المالية، والمتمثلة في:

- الانتعاش الاقتصادي الناجم عن ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية؛
- أزمة الرهن العقاري سنة 2008 التي تطورت قنوات انتشارها وتسريها، وكيفية انتقالها حتى للدول المغاربية لما لها من ارتباط اقتصادي مع الدول المعولمة للأزمة؛
- ثورة الربيع العربي سنة 2011 والتي كان لها تأثيراً واضحاً على الاقتصاد التونسي خاصة؛
- الأزمة النفطية سنة 2014 التي كان تأثيراً مباشراً خاصة على الاقتصاد الجزائري.

7- منهج الدراسة:

من أجل ضمان الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، سيتم الاستعانة بالمنهج التالية كوسيلة أساسية في معالجة هذه الدراسة:

- 7-1- المنهج الوصفي:** سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي وذلك قصد إجراء مسح نظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية وكذا سرد بعض المفاهيم المتعلقة بالتنمية الاقتصادية، وتشخيص العلاقة بينهما.

7-2- المنهج التحليلي: يعتبر المنهج التحليلي أسلوب مناسب يساعد على فهم وتحليل واقع أسواق الأوراق المالية المغربية محل الدراسة، وكذا من أجل تحليل واقع اقتصاديات هذه الدول من أجل التوصل لطبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في الدول محل الدراسة، والاستعانة ببعض المعطيات الإحصائية الخاصة بتطور كل من مؤشرات أسواق الأوراق المالية المغربية محل الدراسة وكذلك مؤشرات أداء اقتصاديات هاته الدول، بالإضافة إلى اتباع بعض الأساليب الرياضية لتقدير النموذج الرياضي الذي يعبر عن العلاقة الخطية بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع وكل من مؤشر عدد الشركات المدرجة، ومؤشر الرسالة البورصية، مؤشر حجم التداول ومعدل دوران السهم باعتبارها متغيرات مستقلة في هذا النموذج.

8- خطة الدراسة:

من أجل دراسة متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية كآلية لتمويل التنمية في الاقتصاديات المغربية، سيتم تقسيم الدراسة إلى خمسة فصول، حيث يعالج الأول أساسيات حول كفاءة أسواق الأوراق المالية، من خلال تقديم إطارا مفاهيميا حولها، مع تحديد أدوات التعامل فيها، بالإضافة للتطرق لموضوع كفاءة هذه الأسواق، أما الفصل الثاني والمعنون بدور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، فمن خلال المبحث الأول سيتم التطرق إلى مفاهيم أولية حول التنمية الاقتصادية، ليتم تخصيص المبحث الثاني للتعرف على آليات تمويل هذه التنمية، بينما تفرد المبحث الثالث لتشخيص أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، في حين سيتناول الفصل الثالث تحليلا لكفاءة أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، تونس، المغرب)، بدراسة واقع سوق الأوراق المالية الجزائرية، ثم التونسية ثم المغربية، كما سيتم من خلال الفصل الرابع تشريح لواقع التنمية الاقتصادية في الدول المغربية (الجزائر، تونس، المغرب)، بالوقوف على عرض مضمون التجربة التنموية في كل دولة من الدول الثلاث، ليتم في الفصل الأخير التحليل القياسي لدور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية بالدول المغربية محل الدراسة ومتطلبات تفعيلها، بداية بتخصيص مبحث لعرض مدخل إلى نموذج الانحدار الخطي المتعدد، من ثم سيتم تقدير النماذج، وفي الأخير سيتم تخصيص مبحث كامل لتحديد متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية المغربية.

9- الدراسات السابقة:

من بين أهم الدراسات السابقة التي تضمنت ولو جانبا من الموضوع المدروس، يمكن ذكر الآتي:

9-1- دراسة سعاد يحي: المعنونة بـ دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها - دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)-، وهي أطروحة دكتوراه بجامعة بسكرة للسنة الدراسية 2019، وقد هدفت إلى الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، والتعرف على الأسواق المالية

الخليجية وآفاق تطورها ودورها في تنمية الاقتصاد الخليجي وقياس أثر مؤشرات الأسواق المالية على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، لتتوصل إلى أن الأسواق المالية الخليجية حديثة التنظيم مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة وما تزال درجة تحقيق أهداف إنشائها متواضعة إذ لم تنجح بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها في الاقتصاد المحلي، كما توصلت إلى انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذه الأسواق وهذا من خلال نتائج نموذج الانحدار للعلاقة بين المتغير التابع ممثلاً في الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة (المؤشر العام لأسعار السوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات، عدد الأسهم)، وإن وجدت العلاقة فهي بين متغير واحد باستثناء دولة البحرين وقطر ظهرت العلاقة بين متغيرين، وأحد هذين المتغيرين هو مؤشر العام لأسعار السوق ظهر سالب أي وجود علاقة عكسية بين النمو الاقتصادي والتقلبات في أسعار أسهم السوق.

9-2- دراسة إيمان رحال: المعنونة بـ "تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل الاقتصاد خلال الفترة (2005-2015)"، قدمت هذه الأطروحة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة بسكرة، لسنة 2017، وقد هدفت لدراسة وتحليل واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومدى مساهمتها في تمويل احتياجات المشاريع الاستثمارية في اقتصاديات الدول العربية باستخدام المنهج التحليلي، ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية تتسم بالتفاوت في مستويات الكفاءة والأداء نظراً للاختلاف في فترات إنشائها ومدى الاعتماد على هذه الآلية كأحد قنوات التمويل، في الوقت الذي تشابه فيه هذه الدول من حيث طبيعة اقتصادياتها وهيكلها الاقتصادية وتوافرها على مناخ استثماري وبيئة اقتصادية خصبة، وهو ما يستدعي ضرورة التوجه نحو تكامل وترابط هذه الأسواق نظراً للآثار النفعية التي تظهر في دعم قدرة وطاقة هذه الدول التمويلية في تنفيذ المشاريع الإستراتيجية وكذا قدراتها التنافسية لمواجهة التحديات الخارجية، كذا التقليل من تكلفة رأس المال وإعادة توزيع الاستثمارات بين دول العربية، ويساهم كذلك في تعزيز وجذب الاستثمارات الأجنبية ويعمل على توفير الحوافز نحو استقرار رؤوس الأموال المحلية وتشجيعها للاستثمار في الداخل بدلاً من البحث عن فرص للاستثمار في الأسواق العالمية.

9-3- دراسة عبد الحفيظ خزان: الموسومة بـ "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من (2002 إلى 2013)"، وهي رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، بجامعة بسكرة، للسنة الجامعية 2014، حيث هدفت هذه الدراسة إلى فهم العلاقة بين سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي، ومن ثم بحث مدى مساهمة سوق عمان للأوراق المالية في رفع مستويات ومعدلات النمو الاقتصادي باستخدام الأسلوب الإحصائي القياسي من خلال تحليل السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار الذاتي للمتجه ونموذج تصحيح متجه الخطأ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من متغيرات تطور

سوق عمان للأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في حين لا توجد علاقة سببية متجهة من النمو الإقتصادي نحو تطور سوق عمان الأوراق المالية وهذا يعني وجود اتجاه أحادي السببية في المدى الطويل، كما أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة سببية في المدى القصير في الاتجاهين.

9-4- دراسة Razika BELHABIB: المعنونة بـ "Essai d'étude de la relation entre les marchés financiers et la croissance économique dans les pays du Maghreb"، قدمت هذه الرسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بجاية، 2008، هدفت الدراسة إلى دراسة العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب) باستخدام الأسلوب التحليلي وذلك من خلال دراسة الخصائص الاقتصادية وواقع التنمية وأداء الأسواق المالية ومكوناتها في هذه الدول، وتوصلت الدراسة إلى الدور الذي لعبته الإصلاحات المالية التي اعتمدها كل من بورصتي المغرب وتونس في تحسين مستوياتها، في المقابل تأخرت مثل هذه الإصلاحات في بورصة الجزائر وهو ما جعل أداؤها جد ضعيف، وعند المقارنة بين هذه البورصات من حيث الواقع والحجم والنشاط تكون السوق المغربية هي الأحسن، أما بالنسبة للتنوع في الأدوات المالية المتداولة تكون السوق التونسية هي الأفضل في ذلك، كما توصلت إلى أن الأسواق المالية للدول المغاربية ليست على مستوى من الكفاءة يسمح لها أن تؤدي دورا نشطا في عملية النمو الاقتصادي.

9-5- دراسة Meriem BENCHABANE: التي جاءت بعنوان "Étude comparative des marchés financiers maghrébins cas: Maroc, Algérie, Tunisie"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية بجامعة تيزي وزو لسنة 2012، حيث عاجلت الباحثة من خلالها التطور المتواجد على مستوى أسواق المال في كل من المغرب وتونس والجزائر خلال الفترة (2000-2010) باستخدام الأسلوب التحليلي، ومن ثم المقارنة بين أسواق هذه الدول، وذلك عن طريق الاطلاع على هندستها ودراسة بعض مؤشرات أداء هذه الأسواق، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أنه هناك تقدم ملحوظ ومسجل في بورصة المغرب وتبعها بورصة تونس التي تعتبر أسواق مالية ناشئة، أما بورصة الجزائر تظل في خمود وتأخر.

9-6- دراسة Mohamed Masoud Najeb: الموسومة بـ "The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth"، قدمت هذه الدراسة إلى المجلة الدولية لقضايا الاقتصاد والمالية، العدد 04، المجلد 03، سنة 2013، وقد سلط الضوء على العلاقة السببية بين أسواق الأوراق المالية وأداء النمو الاقتصادي من حيث الأدب النظري ليتم استعراض مجموعة من الدراسات النظرية والتجريبية المتعلقة بهذا الموضوع، ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن هناك علاقة طردية بين كفاءة أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى القصير والطويل على حد سواء.

لقد تناولت الدراسات السابقة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية بطريقة نظرية أكثر منها كمية وتحليلية، بحيث كان للجانب النظري النصيب الأكبر في هذه الدراسات، وان استخدمت الأسلوب الكمي فقد اقتصر على دراسة العلاقة بين المؤشرات البورصية ومعدلات النمو الاقتصادي أو بين المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي، كما أنها لم تعطي حلولاً فعالة من أجل النهوض بهذه الأسواق وتفعيل دورها وتطوير أدائها في الاقتصاد.

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث:

- طريقة عرض المضمون وطريقة التحليل لمتغيرات الدراسة اللذان يختلفان بشكل واضح مع الدراسات السابقة؛
- التعمق في دراسة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية؛
- الإحاطة بشيء من الحداثه بواقع أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، تونس، المغرب)، وذلك خلال الفترة (2003-2018)؛
- الأخذ بعين الاعتبار مدى تأثير كل من: الانتعاش الاقتصادي الناجم عن ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية، أزمة الرهن العقاري سنة 2008، ثورة الربيع العربي سنة 2011، الأزمة النفطية سنة 2014 على أداء المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، تونس، المغرب)؛
- تطبيق الأسلوب القياسي لتحديد طبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية في الدول المغربية محل الدراسة، من خلال استخدام نموذج الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية، بحيث تم اعتماد على النتائج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، ليتم دراسة تأثير المؤشرات البورصة عليه؛
- وأخيراً الوقوف على أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تفعيل دور أسواق الأوراق المالية المغربية محل الدراسة في تمويل التنمية الاقتصادية.

الفصل الأول -

أساسيات حول كفاءة أسواق الأوراق المالية

الفصل الأول - أساسيات حول كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تحتل أسواق الأوراق المالية دوراً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، إذ تعتبر الوجه الجديد لتمويل اقتصاديات الدول الحديثة التي تعتمد على القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال، وهو ما يجعلها من أهم مكونات السوق المالي التي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، وذلك من خلال توظيف المدخرات في أدوات مالية قادرة على تحقيق السيولة للمستثمر عند الحاجة للتمويل.

يتم على مستوى أسواق الأوراق المالية التمييز بين ثلاثة أنواع رئيسية من الأدوات الاستثمارية المتداولة، يتمثل النوع الأول في الأدوات الاستثمارية التي تعطي سلسلة من التدفقات النقدية عبر الزمن والتي تعرف بـ "أدوات الدين"، بينما يتمثل النوع الثاني في الأدوات الاستثمارية التي يكون لها مشاركة في الأرباح المستقبلية للشركة وتعرف بـ "أدوات الملكية"، أما النوع الثالث فيعرف بـ "الأدوات المالية المشتقة"، وهي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول رئيسية تمثل موضوع العقد، كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية.

تساهم أسواق الأوراق المالية في توجيه رأس المال للمجالات الأكثر ربحية، الأمر الذي يتطلب قدرًا عالياً من الكفاءة وذلك من خلال إتاحة المعلومة للمستثمرين في نفس الوقت وبنفس النوعية، بما يضمن تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، وتعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزاً بالنسبة للمستثمرين لزيادة عملية الاستثمار في السوق من خلال حشد وتخصيص الموارد اللازمة بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار.

وتفصيلاً لما ذكر أعلاه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاث التالية:

المبحث الأول - الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني - أدوات التعامل في أسواق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث - كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول-الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية:

أسواق الأوراق المالية هي تلك الأسواق التي يتم من خلالها التعامل بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، مما يجعلها تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد، يكمن في تمويلها لمختلف المشاريع الاقتصادية، فهي تمثل نقطة التقاء بين الوحدات التي تحقق فوائض أو عجزات مالية، وقد تكون هذه الوحدات إما أفراداً أو مؤسسات أو قطاع حكومي، ولتحديد مختلف الجوانب المفاهيمية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لابد من التعرض للعناصر التالية:

المطلب الأول- مفهوم ومتطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية:

تعتبر أسواق الأوراق المالية الفضاء الذي على مستواه يلتقي عارضو وطالبو التمويل، ويتطلب إنشائها توافر جملة من الشروط التي تضمن بقائها واستمرارها كآلية تمويلية واستثمارية داعمة للاقتصاد، وهو ما سيتم التفصيل فيه ضمن الآتي:

أولاً- مفهوم أسواق الأوراق المالية:

يمكن التفصيل في مفهوم أسواق الأوراق المالية من خلال التعرض لكل من:

1- تعريف أسواق الأوراق المالية: قدمت العديد من التعريفات لأسواق الأوراق المالية، حيث عرفت بأنها:

"هيكل مؤسسي منظم وآلية لخلق وتداول الأصول المالية".¹

"سوق كغيرها من الأسواق يلتقي من خلالها قوى العرض والطلب وتحدد على أساسها الأثمان إلا أنها تختلف عن غيرها في كون التعامل في الأسواق السلعية يكون على الثروة ذاتها، في حين أنه في أسواق الأوراق المالية يجري التعامل في حقوق على هاته الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المساهمين، والسندات التي تصدرها الحكومات والشركات"². وعلى هذا الأساس ظهرت أسواق الأوراق المالية، نتيجة لحاجة بعض الجهات إلى تمويل ووجود فوائض مالية لدى بعض الجهات الأخرى، وكذلك نتيجة لتعذر تصفية الشركات عند رغبة أحد أو بعض المساهمين في الانسحاب من الشركة، حيث تباع حصصهم وتشتري دون تصفية أو بيع لأصول المشروع، لذلك، فإن التعامل في هذه

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق (دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية)، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009، ص 14.

² المرجع نفسه، ص 20.

الأسواق لا يجرى على الثروة ذاتها (السلع كما هو الحال في الأسواق السلعية) وإنما يجرى على حقوق هذه الثروة والتي تتمثل في الأسهم والسندات.¹

"آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية في تحول الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، وينعكس عن وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين)".²

"تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل التي يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة والتي تتمثل في أدوات الملكية وهي الأسهم بأنواعها، وأدوات المديونية وهي السندات بأنواعها".³

وبالتالي فأسواق الأوراق المالية هي: "ذلك الفضاء الذي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، وتنقسم إلى سوق أولية يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية بقيمتها الاسمية وأخرى ثانوية يتداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية بقيمتها السوقية - بيعا وشراء-، وحتى تنشيط لا بد من وجود تدفق مستمر للأموال التي تبحث عن الاستثمارات، مع وجود مشاريع قادرة على استيعاب هذه الأموال وتوجيهها نحو استثمارات رابحة وآمنة".

2- خصائص أسواق الأوراق المالية: تتميز أسواق الأوراق المالية عن الأسواق التقليدية بمجموعة من الخصائص الجوهرية التي يمكن بيانها على النحو التالي:⁴

- صفات السوق التقليدية لا بد وأن تكون لسلع موجودة بالفعل، بينما في سوق الأوراق المالية تكون السلع غائبة أو تتم الصفقات بناء على عينات منها؛

- تتعدد السلع في السوق التقليدية، بينما في سوق الأوراق المالية هناك سلعة من طبيعة واحدة ولها خصائص محددة؛

¹ عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2006، ص 29.

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 21.

³ Mohamed masoud Najeb, **The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth**, International Journal of Economics and Financial Issues, international academic, Vol 03, N 04, P 790, available at: www.econjournals.com.

⁴ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك-منشآت التأمين- البورصات)، المكتبة العصرية، القاهرة، مصر، 2009، ص 297.

- تختلف قيمة الصفقات في السوق التقليدية، أما في سوق الأوراق المالية فإن عدد الصفقات التي تعقد كثيرة وتتسم بسخامة حجمها فضلا عن علانية التعامل؛
- يتم التعامل في السوق بين البائعين والمشتريين، أما في سوق الأوراق المالية فيتم التعامل من خلال ممثلين للبائعين والمشتريين وهم السماسرة الذين لا يحق لغيرهم أن يجري المعاملات داخل البورصة.

ثانياً- متطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية

يتطلب قيام أسواق الأوراق المالية توافر مجموعة من المتطلبات الضرورية، وأخرى كافية، يمكن إيجازها في الآتي:¹

1- المتطلبات الضرورية: تتمثل في الشروط الإجبارية اللازم لقيام سوق للأوراق المالية، ومن بين أهم هذه المتطلبات:

1-1- توفير الاستقرار السياسي للدولة: وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى إلى تخفيض معدلات التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار، ويرتبط بذلك ضرورة الاهتمام بالمرافق العامة المواصلات والاتصالات المختلفة.

1-2- تشجيع القطاع الخاص: لقيام سوق أوراق مالية يجب أن يكون المستثمر الأساسي هو القطاع الخاص.

1-3- وجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفؤ: يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساس الذي يعمل على تعبئة المدخرات، ويحقق هذا المتطلب لسوق المال الحجم المناسب من المدخرات.

¹ عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص ص 96-98.

* تشجيع دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي يتم من خلال: تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق، توافر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور، منح القطاع الخاص بعض المزايا الضريبية لتدعم دوره في التنمية الاقتصادية، وجود عدد كاف من الشركات المساهمة، وجود نظام ضريبي مرن وغير مغال في أسعاره.

1-4- وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفؤة في الدولة: يتطلب قيام سوق أوراق مالية في دولة ما، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفؤة في هذه الدولة مثل: شركات التأمين والشركات المالية وبنوك الاستثمار وشركات السمسرة وشركات إدارة المخاطر، وهذه المؤسسات المالية تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في هذه السوق.

1-5- القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات: ويتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية التي تناسب رغبات جميع المستثمرين، بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

2- المتطلبات الكافية لقيام أسواق الأوراق المالية: يوجد ثلاث شروط كافية مطلوبة لقيام هذه الأسواق:

2-1- أدوات التعامل في السوق: ممثلة بأسهم وسندات الشركات المساهمة والتي سيتم التفصيل فيها من خلال العنصر المتضمن لأدوات التعامل في أسواق الأوراق المالية.

2-2- أنظمة التداول: تساهم الابتكارات التكنولوجية وشبكات الاتصال في الحد من الوساطة البشرية ومن تكاليف المعاملات، وتميز تقنية التداول بسرعة تنفيذ الصفقات من خلال المقابلة التلقائية لأوامر البيع والشراء، والعمل على زيادة الشفافية، ويبقى تطور أنظمة التداول مستمر نظرا لما تنتجه الهندسة المالية من صور وأشكال لأدوات مالية مستحدثة في مجال التداول، ولأن الإنترنت أصبحت أحدث ابتكار في جميع المجالات أدى ذلك إلى استخدامها في عمليات التداول، وبالتالي حدوث تطور هائل في نظام التداول في البورصة، الأمر الذي جعل هذا النظام يعمل على جذب المستثمرين والممولين بمزاياه العديدة، وفي ما يلي بعض منها:¹

- إتاحة الفرصة للمستثمر لمراقبة تنفيذ تعاملاته ومتابعة استثماراته في أي وقت ومن أي مكان؛

- إمداد العميل ببيانات السوق لحظيا؛

- تسهيل عملية التداول وتقليل الاعتماد على الوسطاء؛

- تفادي أخطاء عدم وضوح البيانات أو تزيف توقيع المستثمرين وسرقة الأسهم؛

- الاستفادة من رسوم السمسرة المخفضة المفروضة على هذا النوع من التداول عبر الإنترنت؛

¹ حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 04، المجلد 02، جامعة ورقلة، الجزائر، ديسمبر 2013، ص ص 125 - 126.

- تمكين العميل من الحصول على أقصى درجات السرية والأمان للأوامر والمعلومات.

2-3- أنظمة التقاص والتسوية: ويقصد بالمقاصة معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، وبالتالي تحديد التزامات كل طرف تمهيدا للتسوية، أما التسوية فيقصد بها التحويل الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع، وتسليم المئمن (أي توثيق نقل ملكية المئمن كالأوراق المالية) من البائع إلى المشتري، وبالرغم من إمكانية التفريق بين المقاصة والتسوية من الناحية النظرية، إلا أنه في الواقع العملي يتولى كلا الوظيفتين في الغالب شركة واحدة يطلق عليها عادة شركة المقاصة، أو بيت المقاصة، حيث تقوم هذه الشركة بعملية المقاصة والترتيب مع أطراف أخرى (كحافظ الأوراق المالية ونظام معين للمدفوعات النقدية) لإتمام عملية التسوية، وبالرغم من عدم شعور المتعاملين بدور آليات المقاصة والتسوية في إتمام الصفقات إلا أن لها دورا كبيرا في تسهيل مبادلة الأوراق المالية في الاقتصاد، وتقليل مخاطر تسويتها، خاصة فيما يتعلق بالتحكم في المخاطر المنبعثة من نفس النظام في حالة الأزمات.¹

المطلب الثاني - أقسام أسواق الأوراق المالية:

تنقسم أسواق الأوراق المالية حسب طبيعة العمليات الممارسة في كل قسم من أقسامها إلى سوقان فرعيتان متكاملتان فيما بينهما، وهاتان السوقان هما:

أولاً- السوق الفورية (الحاضرة):

السوق الفورية أو ما يعرف بالسوق الآنية هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمستثمرين، حيث تجري التعاملات الفورية على الأصول، وتنقسم هذه السوق إلى:

1- السوق الأولية (سوق الإصدار): وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها، وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها، أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل.

عادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية (الأسهم السندات) مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار والاككتاب في الأسهم قد يكون خاصا أو مغلقا (أي مقتصر على المؤسسين وحدهم) وقد يكون عاما أو مفتوحا (عن

¹ محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى العالمي الثالث حول "الاقتصاد الإسلامي"، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، مارس 2003، ص ص 7-8.

طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها)، أما الاكتتاب في السندات فيتم من خلال نشرة الاكتتاب التفصيلية* وغالبا ما يكون عاما، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتتاب فيها.¹

2- السوق الثانوية: وهي السوق التي يجري فيها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، ومعنى آخر يتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك، إذ سبق أن باعها في السوق الأولية ولذلك يطلق على هذه السوق أيضا اسم "سوق التداول"²، وتنقسم السوق الثانوية إلى:

2-1- السوق المنظمة: تعرف أيضا هذه السوق بالبورصة، وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتتم عمليات التداول فيها من خلال نظام المزايدة في مكان مخصص لذلك يسمى المقصورة، والهدف من تنظيم هذه السوق هو حماية المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية، وتأخذ شكلين:³

2-1-1- السوق المنظمة المركزية: يقصد بها البورصة المركزية أي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق ومن مثيلاتها: بورصة نيويورك للأسهم وبورصة طوكيو وبورصة لندن؛

2-1-2- السوق المنظمة المحلية: ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

2-2- السوق غير المنظمة: يطلق اصطلاح السوق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصة، والتي يطلق عليها بالسوق الموازي، التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ويتم تقسيم السوق المنظمة إلى:⁴

* نشرة الاكتتاب التفصيلية هي مستند تصدره الشركات التي ستقوم بطرح أوراق مالية جديدة للبيع، توضح من خلاله تفاصيل وأحكام وشروط الطرح، وأيضا الوضع المالي للشركة وكيفية استغلال حصيلة الأموال الناتجة عن الطرح، ومعلومات مهمة أخرى قد تؤثر على قرارات المستثمرين.

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، عمان، الأردن، 2007، ص 18.

² عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 30.

³ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الأوراق المالية الأردنية)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، الجزائر، 2016، ص 19.

⁴ علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإحصاء العلمي ومكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2012، ص 113-116.

2-2-1- السوق الثالثة: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد لشراء أو بيع تلك الأوراق في أي وقت وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي تمارس دورا منافسا للأعضاء المتخصصين في السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير، إضافة إلى بيوت السمسة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق، هو من خلال بيوت السمسة التي تعمل في السوق الثالث.

2-2-2- السوق الرابعة: يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب، هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله، بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسة، كما قد يحمل عليها صفقة بصفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب مقابل خدماته.

2-2-3- أسواق أخرى: إلى جانب الأسواق الثلاث التي سبقت الإشارة إليها، هناك أسواق أخرى يخلقها بطريق مباشر أو غير مباشر السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها، ويمارس النشاط في هذه الأسواق سماسة الخصم، وتجار الطلبات الكبيرة.

ثانيا- السوق الآجلة:

وهي السوق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل، حيث تجري التعاملات الآجلة على الأصول، وتتفرع هذه الأسواق إلى:

1- سوق العقود المستقبلية: وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل (ورقة مالية) في تاريخ لاحق، على أن يدفع المشتري الثمن عند التسليم، أما سبب التعامل في أسواق العقود المستقبلية من قبل طرفي العقد (البائع والمشتري) يتمثل في رغبتهما بتخفيف مخاطر التغييرات السعرية للأصل محل التعاقد التي يمكن أن تحصل في المستقبل، وبالذات عندما يتوقع المشتري ارتفاع سعر السلعة أو الأصل المتعاقد عليه في الفترة

اللاحقة، ولذلك فهو يقوم بشرائها بالسعر الحالي، أو بسعر يتم الاتفاق عليه، ويتم تسليم البائع السلعة للمشتري لاحق.¹

2- سوق حقوق الخيار: وهو السوق الذي يتم فيه تداول أوراق مالية تتضمن حق الاختيار للمتعامل، وحق الاختيار هذا قد يكون اختيار بيع، أو اختيار شراء، والذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، أو في تاريخ محدد، بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقاً، إذ في هذه الحالة يكون متاحاً لصاحب حق الاختيار تنفيذ عقد الاختيار، أو عدم تنفيذه، ومقابل حصوله على حق الاختيار هذا فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمن يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد، ولا يوفر حق الاختيار لحامله حقاً مباشراً في ملكية المشروع أو أرباحه ما لم يتم تنفيذ عقد الاختيار، أي ما لم يتحقق لمشتري الورقة المالية محل الاختيار ملكيتها فعلاً، بعد تنفيذ العقد.²

3- سوق عقود المبادلات: وهو السوق الذي يتم من خلاله مبادلة نوع من الأصول أو التدفقات النقدية مقابل أصل أو تدفق نقدي آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد مثل مبادلة العملات.³

المطلب الثالث - تنظيم أسواق الأوراق المالية:

تخضع أسواق الأوراق المالية إلى تنظيم محكم من خلال المتعاملين فيه، أو الجهات المسيّرة له، وهو ما سيتم عرضه بإيجاز ضمن الآتي:

أولاً - المتعاملون في أسواق الأوراق المالية:

يتعامل في أسواق الأوراق المالية العديد من الأطراف يمكن تصنيفهم حسب الهدف من التعامل، وحسب عرض/طلب التمويل إلى الأصناف التالية:

1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل إلى أربعة مجموعات رئيسية، وهي:⁴

¹ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006، ص 51.

² المرجع نفسه، ص 52.

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار إثراء، عمان، الأردن، 2010، ص 349.

⁴ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص ص 14 - 15.

1-1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة للاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق وتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

1-2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوط والصعود لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

1-3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

1-4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

1-4-1- المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية؛

1-4-2- المستثمر العادي: ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2- تصنيف المتعاملون حسب عرض/ طلب التمويل: يمكن تقسيم المتعاملون في أسواق الأوراق المالية إلى:¹

1-2- فئة المقرضين (العارضين): وهم الجهات التي تمتلك الفوائض المالية وتسعى لاستثمارها بهدف تحقيق عائد، وقد يكون المستثمرين على هيئة شركات أو صناديق استثمار أو حكومات أو بنوك أو صناديق التقاعد أو أفراد؛

2-2- فئة المصدرين (الطالبين): وهي الجهات المصدرة للأوراق المالية كالشركات المدرجة وصناديق الاستثمار والحكومات والبلديات وغيرها، والتي تبحث عن التمويل من خلال بيع الأوراق المالية للمستثمرين؛

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟، دار الراية، عمان، الأردن، 2012، ص 37.

2-3- فئة الوسطاء: ويمثل الوسطاء حلقة الوصل بين المصدرين للأوراق المالية والمستثمرين، حيث تعمل تلك الجهات على الجمع بين البائع والمشتري للورقة المالية أو بيع الإصدارات الجديدة للمستثمرين، ومن أمثلة ذلك، بنوك الاستثمار وشركات الوساطة وشركات الإيداع.

ثانياً- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية:

تتواجد هذه الهيئات على مستوى أسواق الأوراق المالية العريقة مثل بورصات أمريكا، بريطانيا، طوكيو وفرنسا، حيث تلعب دوراً حيوياً في توفير الظروف المناسبة للتسيير الجيد للبورصة، ومن أهم هذه الهيئات ما يلي:¹

1- لجنة الأوراق المالية والبورصة: ظهرت هذه اللجنة سنة 1933 بالولايات المتحدة الأمريكية، وذلك على إثر الأزمة الاقتصادية الشهيرة عام 1929، كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة في البداية هو التحقيق في أسباب ونتائج الأزمة والتي أدت إلى انخفاض أسعار الأسهم بشكل حاد من 386 دولار إلى 40 دولار، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة، وإعلام كل الأطراف بكل ما يتعلق بالأسهم والسندات المسعرة، ورصد ومنع جميع الأعمال التي يراد منها المضاربة والتأثير على الأسعار بالارتفاع أو الانخفاض، ومن أهم مهامها: تقييم الأوراق المالية، تصنيف المؤسسات التي تقوم بصفقات في البورصة، التسجيل في جداول البورصة، ونشر كل المعلومات المتعلقة بالأسعار.

2- لجنة عمليات البورصة: ظهرت للوجود بفرنسا سنة 1967، وهي مستوحاة في كثير من جوانبها من لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة الأمريكية، وهي عبارة عن هيئة إدارية تقوم بالإشراف على سير ومراقبة المعلومات من جهة، وحمايتها من التسرب إلى بعض المتعاملين قبل وصولها إلى البورصة من جهة أخرى، كما تعمل اللجنة على مراقبة جميع العمليات سواء ما تعلق بها من إصدار وتداول.

نظراً لأهمية هذه الهيئة فإنها تختلف من دولة إلى أخرى من حيث عدد الأعضاء والمهام الموكلة لها، ويرجع ذلك لعدة عوامل، منها عدد الأسواق المالية وحجم نشاط السوق، كما تتشكل هذه اللجنة من رئيس وممثل عن البنوك، ممثل للمؤسسات المدرجة في البورصة، ممثل عن الجمعيات المتخصصة في مجال الاستثمار المالي، ممثل للحكومة، ممثل للمحكمة العليا، وممثل عن مجلس المحاسبة، كما تعمل هذه الهيئات على ممارسة السلطة التأديبية على المتدخلين في البورصة، إذا ما خالفوا القوانين المعمول بها، وهذا لحماية السوق من الاختيارات (الأزمات) وعمليات المضاربة المفرطة والمبالغ فيها، كما يوكل لهذه اللجنة حق دراسة طلبات الدخول إلى البورصة والتأشير عليها.

¹ مختار عيواج، بورصة الأوراق المالية ودورها في خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2013، ص ص 54-55.

3- مجلس الأوراق المالية والاستثمارات: في عام 1986 تم إنشاء هذا المجلس في بريطانيا بهدف تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في البورصة، ويعبر عن هيئة تشرف على البورصة متكونة من مجموعة أعضاء مهنيين، يتم تعيينهم بقرار وزاري في فترة تصل في أغلب الأحيان إلى أربعة سنوات بناء على اقتراح من الهيئة الممثلة للمؤسسات التي تقوم بالإصدار والمستثمرين والوسطاء ومؤسسات الاستثمار، وتمثل مهام الهيئة في: تسجيل وقيد وشطب الأوراق المالية من القائمة الرسمية ومن السوق الثانوية، ويمكن للجنة عمليات البورصة معارضة قراراتها، تحديد قواعد سير بورصة الأوراق المالية، الرقابة على الصفقات التي تتم على الأوراق المالية من خلال تحديد الأسعار، والإشراف على العروض العامة للشراء، مراقبة المتعاملين الموجودين تحت وصايته من خلال اعتماد شركات البورصة، وتسليم ونزع التراخيص الخاصة بالأفراد الذين يعملون بإسمها، مراقبة ومعاينة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايته إذا لم يحترموا القواعد العامة للتعامل، أو عند عدم الوفاء بالتزاماتهم، تبني الأطراف المشاركة في الصفقات، تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمات الاستثمارية، القيام بالتحقيق في ملف الترشيح للحصول على وظيفة الوساطة، كما يحق للمجلس فرض عقوبات تأديبية على مؤدي الخدمات الاستثمارية في السوق.

ختاماً لما تقدم في هذا المبحث يتضح أن أسواق الأوراق المالية هي الفضاء المادي أو الافتراضي الذي يتطلب قيامه جملة من الشروط الضرورية والكافية، ويلتقي فيه كل من المستثمرين والمدخرين لتبادل السيولة فيما بينهم من خلال أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل، تتداول في كل من السوق الفورية أو الآجلة، وينظم عمل السوق من خلال المتعاملين فيه والجهات التي تسهر على إدارته وتسييره.

المبحث الثاني - أدوات التعامل في أسواق الأوراق المالية:

يتداول في أسواق الأوراق المالية أشكالاً عدة من الأدوات المالية منها ما يعبر عن الملكية وهي الأسهم بأنواعها، وأخرى تعبر عن المديونية وهي السندات بأنواعها، ومنها ما تمثل حق لعقد مشتق من عقد أصلي، ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى ثلاثة مجموعات أساسية كما يتضمنه الآتي:

المطلب الأول - أدوات الملكية:

أدوات الملكية هي عبارة عن: "صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، وتعبر عن حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيبه في موجودات الشركة عند تصفيتها"¹، ويمكن تقسيم أدوات الملكية إلى الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010، ص 47.

أولاً - الأسهم العادية:

تمثل أحد أهم أنواع أدوات الملكية المتداولة في أسواق الأوراق المالية، ويتحدد مفهومها من خلال كل من:

1- تعريف الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه: "وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية للمالكين وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.¹

2- خصائص الأسهم العادية: للأسهم العادية خصائص عديدة، أهمها:²

1-2- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستثمر حتى تصفية الشركة؛

2-2- حق الأولوية: أصحاب الأسهم العادية لهم حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام؛

2-3- قابلية التحويل: يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها؛

2-4- حق التصويت: يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي؛

2-5- المرونة: تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فهي قد تصدر بصيغ مختلفة.

3- أنواع الأسهم العادية: سيتم التعرف لأنواع الأسهم العادية من حيث؛ طريقة تداولها، ومن حيث طبيعة الاستثمار:³

3-1- من حيث طريقة تداولها في السوق: يمكن تصنيف الأسهم العادية من حيث طريقة تداولها في سوق الأوراق المالية إلى:

¹ محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006، ص 88.

² معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2009، ص ص 94-95.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري، عمان، الأردن، 2009، ص ص 245-275.

3-1-1-1- سهم لحامله: يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالكيها، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنقل الملكية من المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم؛

3-1-1-2- السهم الاسمي: يتم إصداره باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، وعند انتقال الملكية من مستثمر لآخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين في الشركة المصدرة؛

3-1-1-3- السهم الإذني أو لأمر: وفيه يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة المصدرة للسهم؛

3-2-1- من حيث طبيعة الاستثمار: يمكن تقسيم الأسهم من حيث مدى قبولها من قبل المستثمر إلى ما يلي:

3-2-1-1- الأسهم المتميزة: وهي أسهم الشركات العريقة الراسخة ذات التاريخ الطويل في تحقيق معدلات عائد مقبولة ونمو مرتفع لفترات طويلة؛

3-2-1-2- أسهم النمو: وهي تلك الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنتسب إليه الشركة؛

3-2-1-3- أسهم الدخل: وهي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدل أكثر من المتوسط، تتميز باستمرارية حصول حاملها على الإيرادات الجارية من توزيع الأرباح وبمعدل أكبر من متوسط السوق؛

3-2-1-4- الأسهم الدفاعية: تتميز باستمرارية حصول حاملها على العوائد الجارية حتى لو دخل الاقتصاد في مرحلة الركود، وعادة تكون مثل هذه الأسهم قادرة على تحقيق عائد أفضل من المتوسط؛

3-2-1-5- أسهم المضاربة: وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع درجة المخاطر على الاستثمار بها والناجمة عن احتمالات عدم تحقيق ربح عادي أو تحقيق خسارة أو أنها تحقق ربح غير عادي.

4- تحليل عائد ومخاطرة الأسهم: وهو ما سيتم التفصيل فيه من خلال الآتي:

4-1- تحليل العائد: يعبر العائد عن المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلا نظير استثماره لأمواله بهدف تنمية وزيادة ثروته وتعظيم أملاكه.¹ ويتم حساب معدل عائد السهم بالعلاقة:²

$$R = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

حيث: R: معدل العائد من الأسهم، D: التوزيعات الفعلية، P₀: سعر السهم في اللحظة t₀ (سعر الشراء)، P₁: سعر السهم في اللحظة t₁ (سعر البيع).

إذا كان معدل العائد الاسمي تم تحقيقه نتيجة استثمار في بيئة يشوبها التضخم فلا بد من حساب معدل العائد الخالي من التضخم وفق العلاقة:³

$$R_t^r = \frac{(1 + R^n)}{1 + \tau} - 1$$

حيث: τ_n: التضخم، R_t^r: معدل العائد الفعلي، Rⁿ: معدل العائد الاسمي.

بالنسبة لمعدلات العوائد المحققة في فترات عديدة (n فترة)، يتم الوصول لمتوسطها رياضيا من خلال المتوسط

$$R_G = \sqrt[n]{(1 + R_1)(1 + R_2)...(1 + R_n)} - 1$$

الهندسي وفق العلاقة:⁴

أما بالنسبة للعائد المتوقع الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه نتيجة الاستثمار في السهم، مما يجعله مضطر لإدخال عنصر التنبؤ على العوائد الممكنة التحقيق لتأخذ شكل توزيع احتمالي، ويتم حساب العائد المتوقع وفقا لما يلي:⁵

$$COVAR(A, m) = \sum_{t=1}^n (R_{A_t} - \overline{R_A})(R_{m_t} - \overline{R_m})$$

حيث: E(R_i): متوسط العائد المتوقع، R_i: العوائد المحتملة، P(R_i): وهي الاحتمالات للعوائد المحتملة.

¹ عمر عبو وآخرون، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 01، المجلد 01، جامعة المسيلة، الجزائر، مارس 2017، ص 102.

² ربيعة عبو ونيل بوليف، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 02، المجلد 01، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، سبتمبر 2017، ص 169.

³ عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 30.

⁴ المرجع نفسه، ص 30.

⁵ Yves simon et Delphine Lautier, **Techniques financières Internationales**, 8^e édition, economica, Paris, France, 2003, P 384.

4-2-2- تحليل المخاطرة: تتقلب أسعار الأسهم بشكل كبير خلال فترة زمنية قصيرة، نتيجة الاضطرابات السياسية والأنباء والإشاعات المرتبطة بالبيئة الاقتصادية والاجتماعية وتغير الإجراءات والقرارات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة، والتي عادة ما يكون لها انعكاساتها على أداء أسواق الأوراق المالية.¹

وتنقسم المخاطر إلى نوعين: منتظمة تتعلق بظروف السوق عامة لا يمكن تجنبها بالتنوع، ومخاطر غير منتظمة تتعلق بظروف الشركة، وتوجد عدة مقاييس لقياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية أهمها:

4-2-1- الانحراف المعياري: يقيس الانحراف المعياري مدى تشتت قيمة العوائد المتوقعة، ويعطى وفق العلاقة

$$\delta = \sqrt{\sum P[R_i - E(R_i)]^2}$$

المالية:²

حيث: δ : الانحراف المعياري، R_i : العوائد المحتملة (التوقع الرياضي للعائد مقابل احتمال وقوعه)، $E(R_i)$: العائد المتوقع للعوائد المحتملة، P_i : احتمالات المخاطرة.

4-2-2- معامل الاختلاف: يقيس معامل الاختلاف مقدار مخاطر الورقة المالية، ويكون ذلك للمفاضلة بين الأوراق المالية ذات العوائد المختلفة، وتعطى علاقة معامل الاختلاف كالتالي:³

$$VC = \frac{\delta}{E(R_i)}$$

4-2-3- التباين: بالنسبة للمخاطر المنتظمة فإن من أنسب المقاييس المستخدمة لقياسها هو التباين بين عائد السهم وعائد السوق (التغير العام في حركة أسعار الأسهم)، ويتم حساب التباين وفق المعادلة التالية:⁴

$$COVAR(A, m) = \sum_{t=1}^n (R_{A_t} - \bar{R}_A)(R_{m_t} - \bar{R}_m)$$

حيث: R_{A_t} : معدل عائد سهم A في الزمن t، \bar{R}_A : القيمة المتوقعة لعائد السهم A، R_{m_t} : معدل عائد السوق في الزمن t، \bar{R}_m : القيمة المتوقعة لعائد السوق، و n: عدد المشاهدات.

¹ سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2006، ص 15.

² سنحون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، العدد 31، المجلد 02، جامعة قسنطينة، الجزائر، جوان 2009، ص 126.

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سابق، ص 79.

⁴ عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 32.

4-2-4- معامل بيتا: يعد من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة، ويقاس حساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق، أي أنه مقياس لتوافق عائد ورقة مالية مع مجموعة من الأوراق في السوق، والتي تشكل محفظة السوق، ولحساب معامل بيتا يجب أولاً حساب التباين المشترك بين عائد الورقة المالية وعائد السوق، والذي يمثل حاصل ضرب معامل الارتباط في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية وعائد السوق، ويكتب على الشكل التالي:¹

$$\beta = \frac{COVAR(R_m, R_i)}{\delta_m^2}$$

حيث: R_m : معدل عائد المحفظة للسوق، R_i : معدل عائد السهم، و δ_m^2 : تباين معدل عائد المحفظة.

ثانياً- الأسهم الممتازة:

وتعتبر الأسهم الممتازة أيضاً أداة من أدوات الملكية، وسيتم التعرف عليها من خلال ما يلي:

1- تعريف الأسهم الممتازة: وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية²، تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تشبه السندات في أن لها توزيعات أرباح ثابتة تدفع دورياً، وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة، وأصحابها يعتبرون ضمن مالكي الشركة، ومن ناحية أخرى تختلف عن السندات في أن توزيعات الأرباح الدورية الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى (ما عدا توزيعات الأسهم العادية)، وأن هذه التوزيعات ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات، وتختلف عن الأسهم العادية في أن أصحابها ليس لهم حق التصويت مثل أصحاب الأسهم العادية.³

2- أنواع الأسهم الممتازة: تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:⁴

1-2- الأسهم مجمعة الأرباح: وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب ما، وذلك قبل إجراء أي

¹ ربيعة عبو ونبييل بوفليح، دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية (مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي

السعودي)، مجلة أبعاد اقتصادية، العدد 01، المجلد 07، جامعة بومرداس، الجزائر، جوان 2017، ص 48.

² معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2015، ص ص 100-101.

³ حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كتب عربية، 2012، ص ص 14-15، متاح على الموقع:

www.mediafire.com/?9tcl9i4b0sma1no, 13/12/2017, 22:25.

⁴ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الاسكندرية، مصر، 2007، ص ص 102-104.

توزيعات لحملة الأسهم العادية، ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق السهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة، كما يسقط هذا الحق على حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح.

2-2- الأسهم المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وهو حق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

2-3- الأسهم القابلة للتحويل: تعتبر قابلية السهم الممتاز للتحويل إلى سهم عادي ميزة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه السهم إلى سهم عادي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي.

2-4- الأسهم القابلة للاستدعاء: يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقبليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة، والقابلية للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعر بأن لديها فائضاً من الأموال يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين.

ثالثاً- نماذج تقييم الأسهم:

تختلف نماذج تقييم الأسهم بين نماذج التوزيعات ونماذج الربحية، وتمثل هذه النماذج في:

1- النموذج الأساسي: يعبر هذا النموذج عن الحالة التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، أي أن النمو الدوري لهذه التوزيعات يساوي الصفر، والقيمة الحقيقية وفق هذا النموذج تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن، إضافة إلى القيمة الحالية للسعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية فترة الحياة، فالسعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية الفترة هو نفسه مجموع التوزيعات المستحقة بعد نهاية الفترة حتى مالاخاتمة، وعليه تكون القيمة الحقيقية كالتالي:¹

$$P_0 = \frac{D_t}{r}$$

¹ خيرة بلحمري، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية - دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت، تونس، وفلسطين خلال الفترة 2007-2014)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 90.

حيث: P_0 : القيمة الحقيقية للسهم، D_1 : توزيعات الفترة 1، و r : معدل الاستحداث.

2- نموذج جوردن شابيرو **GRDEN SHAPIRO**¹: يفترض هذا النموذج التوزيعات التي يتحصل عليها حملة الأسهم تزداد وفق معدل نمو ثابت g حتى نهاية فترة الحياة n - تقول إلى الملائمة، وتكون القيمة الحقيقية للسهم كالتالي:

$$P_0 = D_1 \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n}{r-g}$$

وبما أن n تقول إلى ما لا نهاية فالنموذج يواجه حالتين:

- حالة $r > g$: فإن القيمة $\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n$ تقول إلى 0 ومنه تكون:²

$$P_0 = \frac{D}{r-g}$$

- حالة $r < g$: فإن P_0 تكون غير معرفة، وهذا أمر غير واقعي خاصة أنه من المستحيل أن تجد شركة تنمو بمعدل نمو الاقتصاد، لأن معدل نمو الاقتصاد ينعكس في n بينما معدل نمو الشركة ينعكس في g .³

وحتى تكون الشركة بصدد النمو الثابت للتوزيعات يجب أن يكون نمو الشركة ممولا ذاتيا، أي مردودية استثمارات الشركة لا يجب أن تتطور، ومعدل توزيع الأرباح يجب أن يبقى ثابتا. وفي ظل هذه الشروط يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، وفق صيغة جديدة كما يلي:⁴

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r-g}, B_1 = E_0 R, D_1 = B_1 q$$

حيث: B_1 : الربح في نهاية السنة 1 ($t=1$)، q : الأرباح الموزعة، R : مردودية الأموال المستثمرة من طرف الشركة، E_0 : الأموال الخاصة في بداية الفترة 1 ($t=1$) مقسومة على عدد أسهم الشركة.

وباعتبار: $g = R(1-q)$ فإن علاقة القيمة تصبح:⁵

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r-g(1-q)}$$

¹ عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 33.

² Frederic Mishkin, **Monnaie, Banque et marchés financiers**, 8^{ème} édition, Pearson Education, Paris, France, 2007, P 172.

³ عبد الحميد حفيظ، المرجع نفسه، ص 34.

⁴ المرجع نفسه، ص 34.

⁵ المرجع نفسه، ص 34.

3- النموذج متعدد المراحل: قليلا ما توجد شركات تتسم توزيعاتها بالنمو الثابت، والكثير منها من تتسم توزيعاتها بتقلب معدلات نموها ومن ثم يمكن تقدير قيمة السهم لهذه الشركات باستخدام المعادلة:¹

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+r)^t} + \left(\frac{D_{n+1}}{r-g_n} \frac{1}{(1+r)^t} \right)$$

حيث: t : فترة النمو غير العادي (المرتفع)، g_s : معدل النمو غير العادي في التوزيعات، g_n : معدل النمو العادي في التوزيعات، و D_{n+1} : التوزيعات للسهم العادي في الفترة $n+1$.

4- نموذج باتش BATES²: وهو نموذج يقوم بتقييم السهم انطلاقا من مضاعف ربحيته الذي يعطى بالعلاقة:

$$PER = \frac{P}{B}$$

حيث: PER : مضاعف ربحية السهم، و B : الربح الصافي للسهم.

ويعتبر مضاعف الربحية Price Earning مؤشرا يدل على مدى التضخم أو الانكماش الحاصل في الأسعار السوقية للسهم، ويستخدم بكثرة من طرف المختصين ومحلي أسواق الأوراق المالية لتحديد فرص الشراء المناسبة، فهم يعتبرون الأسهم ذات مضاعف الربحية الضعيف بالنسبة لمعدل السوق - النسبة المعيارية للسوق - مسعرة بأقل من قيمتها في السوق، وبذلك تمثل فرصة استثمارية.³

وكما تم التحصل على مضاعف الربحية في الفترة 1، يمكن أيضا الحصول على مضاعف الربحية في الفترة n وفق

$$PER_n = PER_0 \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^n - \frac{q}{0.1} \frac{1+g}{g-r} \left[1 - \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^n \right].01$$

الصيغة الآتية:⁴

حيث: الأرباح تنمو بمعدل g ثابت حتى التاريخ n ، معدل توزيع الأرباح ثابت، PER_n : مضاعف الربحية للفترة n ، PER_0 : مضاعف الربحية للفترة 0 - سنة التقييم -، q : معدل توزيع الأرباح.

5- نموذج هولت HOLT: هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار فترة نمو التوزيعات الأرباح على المساهمين، بالإضافة إلى مقارنة مضاعف ربحية الشركة مع مضاعف ربحية لسوق وذلك وفق العلاقة:⁵

$$\frac{PER_s}{PER_m} = \frac{B_{SO}}{B_m} \times \frac{(1+R_s + C_s)^n}{(1+R_M + C_m)^n}$$

¹ خيرة بلحمري، مرجع سابق، ص 91.

² المرجع نفسه، ص 91.

³ عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 36.

⁴ المرجع نفسه، ص 36.

⁵ Patrice Vizzavona, *Marchés financiers*, 2^{ème} édition, Atol editions, Neuilly-sur-seine, France, 2002, PP 262-263.

حيث: PER_m, PER_s : مضاعف ربحية الشركة والسوق على التوالي، B_m, B_{SO} : ربح الشركة والربح المتوسط للسوق على التوالي، R_m, R_s : العوائد المنتظرة من النمو للشركة والسوق على التوالي، C_m, C_s : العوائد الثابتة المنتظرة من النمو للشركة والسوق على التوالي.

ووفق هذا النموذج تكون أسهم الشركة ممتازة وجيدة إذا كان مضاعف ربحية الشركة أكبر من مضاعف ربحية السوق أي عندما تكون النتيجة أكبر من الواحد.

6- نموذج ويت باك وكيسور Whit Beck & kisor: هذا النموذج يعتبر أن مضاعف الربحية المؤسسة يتم على أساس متغيرات وصفية تترجم قيمتها، ويصاغ هذا النموذج وفق العلاقة التالية:¹

$$PER_s = a + a(P_1X + P_2Y + P_3\sigma + \varepsilon)$$

حيث: يفترض أن الشركة في مرحلة نمو و $X Y$: خصائص لشركة، كما أن: a : الشركة من دون نمو، X : معدل النمو المتوقع للأرباح، P_1 : معامل يحدد في السوق حسب نسبة النمو المتوقع، Y : معدل توزيع الأرباح المتوقع، P_2 : معامل يحدد في السوق حسب نسبة توزيع الأرباح، σ : الانحراف المعياري للأرباح لكل سهم، P_3 : معامل لتغير الأرباح يتحدد في السوق، و ε : الخطأ.

المطلب الثاني - أدوات الدين:

تعتبر السندات أوراق مالية طويلة الأجل، لذلك فهي تعتبر أهم أدوات الدين المتداولة في أسواق الأوراق المالية، والتي يمكن التفصيل فيها أكثر من خلال الآتي:

أولاً - مفهوم السندات:

يتحدد مفهوم السندات من خلال بيان تعريفها وخصائصها على النحو التالي:

1- تعريف السندات: السندات تمثل "دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق".²

¹ Patrice Vizzavona, *Op-cit*, P 264.

² سميحة بن بجاوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية -دراسة حالة الدول العربية-، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 40.

تكتسي السندات أهمية خاصة بالنسبة للنشاط الاقتصادي، من خلال تمكين المؤسسات أو الحكومات من الاقتراض لتمويل أنشطتها بتحديد أسعار فائدة تسمى بتكلفة الاقتراض (وهو السعر المدفوع مقابل استئجار الأموال من أصحاب الفوائض المالية).¹

2- خصائص السندات: تتميز السندات بعدة خصائص أهمها:²

- تطرح بأجال محددة وتلتزم الجهة المصدرة برد قيمتها خلال فترة الاستحقاق التي تتراوح بين 5 و30 سنة، ويمكن أن تطرح لمدة أقل أو أكثر؛
- يمثل السند دينا على الجهة المصدرة له (حكومة- شركة- مؤسسة)، ويعتبر حامله دائنا لتلك الجهة، وبالتالي فالسند ليس صك مشاركة أو ملكية؛
- يحصل حامل السند على فائدة ثابتة في مواعيد محددة، دون النظر إلى أرباح أو خسائر المصدر؛
- بعض أنواع السندات قابلة للتداول سواء في الأسواق المنظمة أو غير المنظمة، وبعضها قابل للاستدعاء أو الاسترداد؛
- صاحب السند له حق الأولوية في الحصول على قيمة السند قبل حملة الأسهم في حالة الإفلاس أو التصفية.

ثانيا- أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات إلى عدة أنواع، وفيما يلي عرض موجز لذلك:

1- من حيث جهات الإصدار: وتنقسم إلى:³

1-1- السندات الحكومية: هي صكوك متساوية القيمة تمثل دينا في ذمة الحكومة، وتتداول بالطرق التجارية وتكون دائمة أو مستهلكة، وعادة ما تقوم وزارة المالية ممثلة في الخزينة العمومية بإصداره لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لتمويل العجز في ميزانيتها أو لمواجهة التضخم، وتصدر الحكومة السندات عن طريق الاكتتاب العام، أو طرحها في البورصة بصفة تدريجية، أو الاستعانة بالمصارف لبيعها، وتتميز هذه السندات بكونها خالية من المخاطر، وتتمتع السندات الحكومية بأن العائد عليها معفى من الضريبة مع عدم تعرضها للمخاطر، لكن تظهر مخاطر تقلبات

¹ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, Financial Markets**, 7th edition, Pearson Addison-Wesley, Boston, 2004, P 4.

² علاء إبراهيم عبد المعطي، أذون وسندات الخزانة العامة (دراسة مقارنة)، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2016، ص ص 41-42.

³ سليم قط، مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص ص 99-101.

أسعار الفائدة السوقية في حالة سندات طويلة الأجل، وتتميز السندات الحكومية بأنها تكون قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول، وتنقسم إلى:

1-1-1- أذونات الخزينة وسندات الخزينة: أذونات الخزينة هي أداة دين قصيرة الأجل تهدف الحكومة من خلال إصدارها إلى تمويل عجز مؤقت في الميزانية العامة، وبالنسبة لسندات الخزينة هي أداة طويلة الأجل، وتنقسم إلى نوعين هما: أوراق نقد الخزينة وتتراوح مدة استحقاقها بين السنة إلى 10 سنوات وسندات الخزينة مدتها من سنة إلى 40 سنة.

1-1-2- صكوك المديونية وشهادات الاستثمار: بالنسبة لصكوك المديونية هي سندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، وشهادات الاستثمار هي سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة وهي على ثلاثة أنواع: سندات مدتها عشر سنوات، ولا تسترد القيمة ولا الفوائد إلا بعد انتهاء المدة، سندات دين تعطي لصاحبها الفوائد المستحقة على الشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

1-2- سندات الهيئات المحلية والمؤسسات والدوائر الرسمية: تصدر لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية طويلة الأجل وتتسم غالباً بنفس خصائصها من حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها وهي على نوعين، سندات إجبارية عامة والتي تضمن بالنفوذ الضريبي للإدارة المصدرة لها، وسندات العوائد وتضمن من خلال إمكانية الحصول على عوائدها من المشروع.

1-3- السندات الصادرة عن المؤسسات الأهلية: تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار، أهم ميزات إصدارها بمعدلات فائدة مرتفعة على السندات الحكومية، بالمقابل من أهم عيوبها تعرض حاملها لمخاطر أكثر من حامل سندات الخزينة.

2- أنواع السندات حسب قابلية التحويل: تنقسم السندات من حيث قابلية التحويل إلى:¹

1-2- سندات قابلة للتحويل: تمثل السندات القابلة للتحويل نوع من أنواع السندات التي تصدرها الشركات، حيث تؤدي إلى تحقيق معدل فائدة ثابت حتى تاريخ الانتهاء ليتم استرداد قيمتها ككل، بينما تأتي السمة المميزة للسندات القابلة للتحويل في إمكانية التحويل إلى أسهم عادية خاصة بالشركة المصدرة في فترات معينة من السنة.

¹ عقبة خضير، أثر الاستثمار غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الدوحة)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص ص 52-53.

2-2- سندات غير قابلة للتحويل: لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

3- أنواع السندات حسب العوائد: وفق معيار العائد فإنه يمكن التمييز بين عدد كبير من السندات والتي جاءت به إبتكارات المهندسة المالية في أسواق الأوراق المالية ومنها:¹

3-1- سندات ذات فائدة ثابتة: وهي تلك السندات التي تتضمن قيمة كوبون ثابت طول الأجل ويكون متفق عليها مسبقا ضمن شروط الإصدار ويتم سداد هذه الفوائد في تاريخ محدد من كل عام، وهذه النوعية من السندات تضمن لحاملها عائدا ثابتا وهو ما يرغبه الكثير من المستثمرين، وتتأثر هذه السندات بأي تغيرات تطرأ على أسعار الفائدة في السوق في الآجال القصيرة، نظرا للعلاقة العكسية بين أسعار السندات السوقية وسعر الفائدة السوقية.

3-2- سندات ذات معدل فائدة متغيرة: استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتماشى مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وفي السندات ذات سعر الفائدة العائم يتم ربط سعر فائدتها بسعر فائدة على أصل مالي آخر قصير الأجل يتسم بحساسيته للتغير الحاصل في أسعار الفائدة السوقية، سواء كان التغير بفعل التضخم أو تغير سعر الفائدة الحقيقي.

3-3- سندات لا تحمل معدلات كوبون: وهي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل موعد استحقاقها، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية (المستردة) مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر.

4- أنواع السندات حسب الضمان: ويمكن التمييز بين نوعين من السندات من خلال هذا المعيار، هما:²

4-1- السندات المضمونة: وهذا مغطى برهن على أصول معينة كالعقارات مثلا، ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها، وفي حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته، كما أن عقد إصدار السندات قد ينص على وجود وصي أو أمين على الإصدار، وعادة

¹ سليم قط، مرجع سابق، ص 104.

² المرجع نفسه، ص 102.

ما يكون بنكا يطلق عليه البنك الأمين، حيث يكون البنك الضامن في دفع قيمة السندات في حالة عدم قدرة الشركة المصدرة على ذلك.

4-2- السندات غير المضمونة: عند إصدار هذا النوع من السندات لا تلتزم الشركة المصدرة لها بتعيين أي أصل من أصولها كضمان وإنما يعتمد الدائنون في تلك الحالة على قوة المركز المالي للشركة كضمان لسداد التزاماتها في مواعيدها المقررة.

5- حسب آجال الاستحقاق: وهنا يعتمد على مدة الأجل كمقياس وهي على ثلاثة أنواع:¹

5-1- سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي تقل مدتها عادة عن السنة، ويتم التعامل بها في السوق النقدية، من مميزاتها درجة مخاطرة منخفضة وعائد أقل وسيولة مرتفعة.

5-2- سندات متوسطة الأجل: وهي التي تزيد مدتها على السنة إلى خمس أو سبع سنوات، لها فائدة أعلى عن تلك سندات قصيرة الأجل ومخاطرة متوسطة.

5-3- سندات طويلة الأجل: وهي التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وتمتد مدتها إلى أكثر من عشرين سنة، تكون درجة مخاطرتها أكبر وسيولة أقل وعائد أعلى مقارنة بسندات قصيرة والمتوسطة الأجل.

ثالثا- نماذج تقييم السندات:

سيتم استعراض نماذج تقييم السندات، من خلال ما يلي:

1- نموذج القيمة الحالية: يعبر هذا النموذج عن التقييم الراهن لدخل المستثمر الذي يمكن الحصول عليه في المستقبل، وهو حاصل جمع التدفقات النقدية المستحدثة (الفائدة السنوية أو الكوبون + القيمة الاسمية) التي يحققها السند من تاريخ إصداره حتى تاريخ الاستحقاق، وتعطى وفق العلاقة الآتية:²

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{F}{(1+r)^n}$$

$$P_0 = C \left[(1+r)^{-1} + (1+r)^{-2} + \dots + (1+r)^{-n} \right] + F(1+r)^{-n}$$

وبما أن: $C_1 = C_2 = \dots = C_n$ فإن:

¹ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013، ص ص 43-44.

² Sébastien bossu, Philippe Henrotte, **finance des marchés: technique quantitatives et applications pratique**, dunod éducation, Paris, France, 2008, P 40.

تمثل المعادلة الأخيرة مجموع متتالية هندسية أساسها $(1+r)^{-1}$ حدها الأول 1 وعدد حدودها n ، لتصبح العلاقة من الشكل التالي:¹

$$P_0 = C \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} + F(1+r)^{-n}$$

حيث: P_0 : القيمة الحالية، C : الكوبون، r : معدل الاستحداث، n : أجل الاستحقاق، F : القيمة الاسمية.

وفي حالة السند لا نهائي (سرمدي) فإن كوبوناته ستدفع هي الأخرى بصفة غير نهائية ومن ثم فإن قيمته الحالية له تكون كالتالي:²

$$P_0 = \frac{C}{r}$$

وإذا كانت الكوبونات تدفع m مرة في السنة، فإن القيمة الحالية يمكن الوصول إليها بعد حساب معدل الكوبون التناسبي إذا كان معدل الكوبون المعطى سنوي، وكذلك معدل الاستحداث الذي يتناسب مع دفع الكوبونات الجديدة والذي ويسمى بمعدل الاستحداث الفعلي، وذلك وفق الآتي:³

$$i' = \frac{i}{m}$$

حيث: i' : معدل الكوبون التناسبي، i : معدل الكوبون السنوي، m : معدل الاستحداث السنوي.

وتعطي القيمة الحالية في هذه الحالة كالتالي:⁴

$$P_0 = \frac{C}{m} \cdot \frac{1 - \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{-m \cdot n}}{\frac{r}{m}} + F \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{-m \cdot n}$$

أما في حالة استحداث الكوبونات بصفة مستمرة فإنها ستواجه أثر التناقص المستمر الناتج عن استمرارية الاستحداث، وتصبح القيمة الحالية بعد حساب معدل الاستحداث الفعلي (الخصم)، وفق العلاقة التالية:⁵

$$P_0 = C \left[\frac{1 - e^{-nr}}{e^r - 1} \right] + F e^{-nr}$$

لتصبح القيمة الحالية في هذه الحالة:⁶

$$r' = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1$$

$$\lim_{m \rightarrow \infty} r' = \lim_{m \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 = e^r - 1$$

$$r' = e^r - 1$$

¹ عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 41

² المرجع نفسه، ص 41

³ المرجع نفسه، ص 41.

⁴ المرجع نفسه، ص 42.

⁵ Sébastien bossu, Philippe Henrotte, **Op-cit**, P189.

⁶ عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 42.

أما عندما تكون بصدد كوبونات تدفع بصفة مستمرة وتستحدث بصفة مستمرة أيضا فإن القيمة الحالية استنادا

لما سبق تصبح:¹

$$P_0 = \frac{C}{r}(1 - e^{-nr}) + Fe^{-nr}$$

2- تحليل الحساسية: سيتم التعرف على حساسية تغير أسعار السندات نتيجة تغير أسعار الفائدة في السوق من خلال الآتي:

1-2- متوسط أجل استحقاق السند **La duration**²: متوسط أجل استحقاق السند يعبر عن الفترة اللازمة لاسترداد قيمته، وهو مؤشر يقيس مدى حساسية سعر السند للتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة في السوق (معدل الاستحداث أو معدل الخصم)، ويمكن احتسابه باستخدام المعادلة الآتية:

$$D = C \sum_{t=1}^T t \frac{(1+r)^{-t}}{P} + TF \frac{(1+r)^{-T}}{P}$$

أي أن:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^T tC_t(1+r)^{-t} + TF(1+r)^{-T}}{\sum_{t=1}^T tC_t(1+r)^{-t} + F(1+r)^{-T}}$$

حيث: D : متوسط أجل الاستحقاق، P : القيمة الحقيقية للسند (السعر)، T : أجل الاستحقاق، t : سنة الاستحداث (وتمتد من السنة 1 حتى أجل الاستحقاق)

يظهر من خلال المعادلة السابقة أن كل من معدل الكوبون، معدل الاستحداث وأجل الاستحقاق، هي عوامل أساسية لهم دور في تحديد متوسط أجل الاستحقاق، وذلك وفق الآتي:³

- زيادة معدل الاستحداث تؤدي إلى تقليل القيمة الحالية لكل تدفق، وكون متوسط أجل الاستحقاق يعتمد على ضرب القيمة الحالية للتدفقات بالسنة t ، فإن معدل الاستحداث المرتفع يؤدي إلى تخصيص متوسط أجل الاستحقاق، مما يعني وجود علاقة عكسية بين متوسط أجل الاستحقاق ومعدل الاستحداث؛

- زيادة معدل الفائدة على السندات يؤدي إلى رفع القيمة الحالية وبالتالي سعر السند، هذه الزيادة في السعر تؤدي إلى تخفيض متوسط أجل الاستحقاق، لذلك فهناك علاقة عكسية ما بين متوسط أجل الاستحقاق ومعدل الكوبون؛

¹ عبد الحميد حفيظ، المرجع نفسه، ص 42.

² المرجع نفسه، بالاعتماد على:

André farber et al, **finance**, Pearson education, France, 2004, PP 163-164.

³ عبد الحميد حفيظ، المرجع نفسه، ص 43.

- زيادة موعد الاستحقاق يؤدي إلى زيادة متوسط أجل الاستحقاق، وبالتالي يكون السند أكثر حساسية للتغيرات في سعر الخصم، والانخفاض في موعد الاستحقاق يؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق وبالتالي يكون السند أقل حساسية للتغيرات في سعر الخصم، لذلك هناك علاقة طردية ما بين أجل الاستحقاق السند ومتوسط أجل استحقاق السند.

2-2- معدل الحساسية¹: بعدما تم التعرض إلى متوسط أجل الاستحقاق كمؤشر على حجم التغير في سعر السند نتيجة لتغير معدل الاستحداث، وكذلك التوصل إلى كون السندات ذات الموعد الاستحقاق الطويل يكون متوسط أجل استحقاقها كبيرا وتكون أكثر حساسية لتغيرات سعر الخصم، وحساب نسبة التغير في قيمة السندات نتيجة لتغير معدل الاستحداث، يتم استخدام ما يسمى بمتوسط أجل الاستحقاق المعدل *Duration modifiée* أو معامل الحساسية *Coefficient de sensibilité*، الذي يعطى بالعلاقة الآتية:

$$D_m = \frac{D}{1+r} = -\frac{p'(r)}{p(r)}$$

حيث: D_m : متوسط أجل الاستحقاق المعدل (معامل الحساسية).

ولحساب التغير في سعر السند انطلاقا من معامل الحساسية نتيجة تغير معدل الاستحداث بمقدار Δr ، يستعان بعلاقة تايلور يونق *Young Taylor* التقريبية من الدرجة الأولى المعطاة كالتالي:

حيث: $P(r + \Delta r)$: السعر الجديد للسند نتيجة تغير سعر الخصم بمقدار Δr .

$$\begin{aligned} P(r + \Delta r) &\approx P(r) \left[1 - \frac{D}{1+r} \Delta r \right] \\ P(r + \Delta r) &\approx P(r) [1 - D_m \Delta r] \end{aligned}$$

هذه العلاقة لا تصلح إلا للتغيرات الكبيرة نوعا ما في معدل الاستحداث، لاعتبار متوسط أجل الاستحقاق المعدل يعبر عن علاقة من الدرجة الأولى -خطية- بين السعر -القيمة الحقيقية- ومعدل الاستحداث.

2-3- التحذب²: يعبر تحذب سعر السند اتجاه تغير معدل الاستحداث عن العلاقة الدالية من الدرجة الثانية التي تتميز بنوع من الدقة في حساب السعر على مستوى مجالات تغير أصغر، من المجالات التي يستخدم فيها متوسط أجل الاستحقاق المعدل، وتحذب السند يعرف بالعلاقة الموالية:

$$conx = \frac{\sum_{t=1}^T t(1+r)c_t(1+r)^{-t} + T(t+1)F(1+r)^{-T}}{(1+r)^2 P}$$

حيث: COX : تحذب السند.

¹ عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 44.

² المرجع نفسه، ص 45.

ويمكن حساب تغير سعر السند نتيجة تغير معدل الاستحداث بمقدار Δr انطلاقاً من التحدب، من خلال

الاستعانة بعلاقة تايلور يونغ Taylor Young التقريبية من الدرجة الثانية، وفقاً لما يلي:

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) + P'(r)\Delta r + P''(r) \frac{\Delta r^2}{2}$$

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) \left[1 - \frac{D}{1+r} \Delta r + COX \frac{\Delta r^2}{2} \right]$$

$$P(r + \Delta r) \approx P(r) \left[1 - D_m \Delta r + COX \frac{\Delta r^2}{2} \right]$$

المطلب الثالث - المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول التي تمثل موضوع العقد، والتي تنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات وغيرها، حيث تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم أنواع هذه المشتقات المالية يمكن ذكر الآتي:

أولاً - عقود الخيارات:

تعتبر أحد أنواع المشتقات المالية، ونوعاً من الأوراق المالية المتداولة في السوق الآجلة، ويتحدد مفهومها كالاتي:

1- مفهوم الخيارات: عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل، وبطبيعة الحال فإن رغبة مشتري العقد في التعامل سوف تتوافر إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للشئ محل العقد في صالحه، وفي الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في الشراء فإنها تسمى خيارات الشراء، أما الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في البيع فإنها تسمى خيارات البيع، والتاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد، والسعر المحدد في العقد للتنفيذ يسمى سعر التنفيذ، وهناك العديد من عقود الخيارات التي تعطي الحق في التنفيذ في أي وقت حتى تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في أي يوم من تاريخ إبرام لعقد وحتى آخر يوم محدد في العقد للتنفيذ) وهذه العقود تسمى بعقود الاختيار الأمريكية American Options أما عقود الاختيار التي يتاح فيها فقط التنفيذ في آخر يوم لصلاحية العقد فتسمى عقود الاختيار الأوروبية European Options¹.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 39.

2- أنواع عقود الخيارات: هناك العديد من أنواع عقود الخيار، لكن أهم هذه الأنواع من العقود تتمثل في:

1-2- عقد خيار الشراء: هو عبارة عن اتفاق يحصل بموجبه المشتري على حق خيار شراء أوراق مالية من البائع في تاريخ معين بالسعر المسمى في العقد مقابل التزامه بأداء ثمن الخيار¹، والجدول الموالي يمثل حق والتزام كل من بائع ومشتري عقد خيار الشراء:

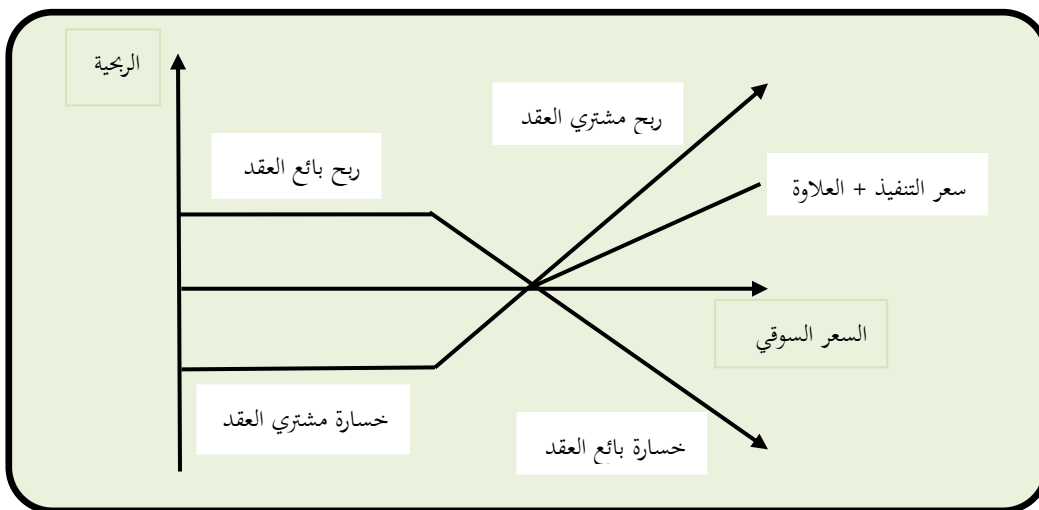
الجدول رقم (01) - حق والتزام كل من بائع ومشتري عقد خيار الشراء

نوع العقد	محرم العقد أو البائع		مشتري العقد	
	الالتزام	الحق	الالتزام	الحق
عقد اختيار الشراء	الالتزام ببيع الشيء محل التعاقد للمشتري (مشتري عقد الخيار) وبسعر التنفيذ المحدد وقبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.	يستلم مكافأة أو علاوة من مشتري العقد وتسمى سعر الخيار	يلتزم بدفع المكافأة أو العلاوة لحرر العقد أو ما يسمى بسعر الخيار	يملك الحق في أن يشتري (أو لا يشتري) إذا رغب في ذلك للشيء محل العقد من محرم العقد بسعر التنفيذ المحدد وقبل إنتهاء صلاحية العقد.

المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 42.

يمثل الشكل الموالي ربحية بائع ومشتري عقد الشراء:

الشكل رقم (01) - ربحية بائع ومشتري عقد خيار الشراء



Source: Didier Davydoff, Les indices Boursiers, Economica, Paris, France, 1998, p p 67-68.

¹ مسعودة بن لخصر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال (دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 53.

يتضح من خلال الشكل أعلاه:

- في حالة السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ: تكون خسارة بائع ومشتري عقد خيار الشراء كما يلي:

- مشتري خيار الشراء من مصلحته تنفيذ العقد وتكون أرباحه محدودة تعادل الفرق بين سعر السهم السوقي وسعر التنفيذ؛
- بائع خيار الشراء يحقق أرباح غير محدودة.

- في حالة السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ: تكون خسارة بائع ومشتري عقد خيار الشراء كما يلي:

- مشتري خيار الشراء لا ينفذ العقد وخسائره محددة بقيمة العلاوة؛
- بائع خيار الشراء يحقق أرباحا محددة بقيمة العلاوة.

2-2- عقد خيار البيع: وفقا لهذا النوع يقدم أحد المستثمرين الذي لديه توقع بانخفاض السعر بشراء حق اختيار بيع يعطيه الحق في بيع سهم معين بسعر التنفيذ الذي يتم الاتفاق عليه وذلك في مقابل مكافأة يقوم بدفعها للمستثمر الآخر (محرر حق الاختيار)¹، والجدول الموالي يبين حق والتزام كل من بائع ومشتري عقد خيار البيع:

الجدول رقم (02) - حق والتزام كل من بائع ومشتري عقد خيار البيع

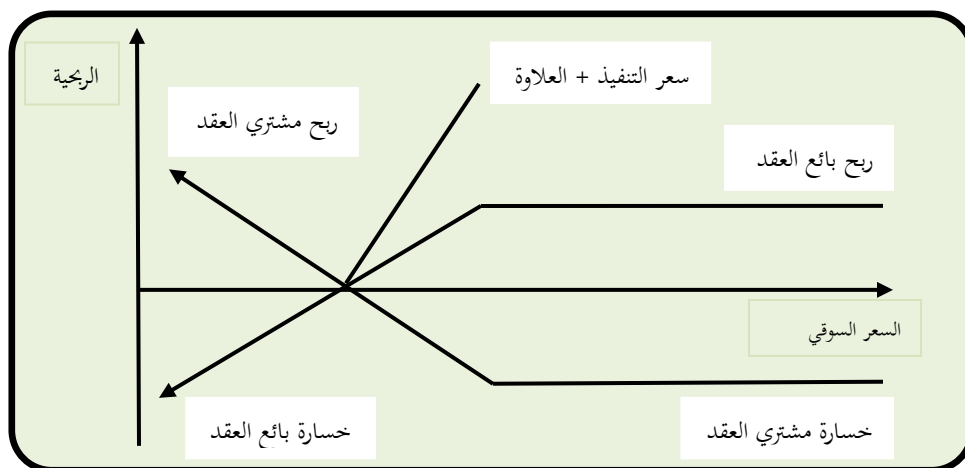
مشتري العقد		محرر العقد أو البائع		نوع العقد
الحق	الالتزام	الحق	الالتزام	
يملك الحق في أن يبيع الشيء محل العقد إلى محرر العقد أو بائعه وبسعر التنفيذ المحدد في العقد وفي أي تاريخ قبل إنتهاء صلاحية العقد.	يلتزم بدفع المكافأة أو العلاوة لمحرر العقد أو ما يسمى بسعر الخيار	يستلم مكافأة أو علاوة من مشتري العقد وتسمى سعر الخيار	الالتزام بشراء الشيء محل التعاقد من المشتري (إذا اختار المشتري ذلك) وبسعر التنفيذ المحدد وقبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد.	عقد اختيار البيع

المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 42.

يمثل الشكل الموالي ربحية بائع ومشتري عقد خيار البيع:

¹ مسعودة بن لخضر، مرجع سابق، ص 53.

الشكل رقم (02) - ربحية بائع ومشتري عقد خيار البيع



Source: R.Brealey & S.Myers, **Principes de Gestion Financiere**, 7^e édition, Pearson Education, France, 2003, PP 635-636.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن العقد ينفذ إذا كان سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي للسهم، وتزداد أرباح خيار البيع عندما تكون قيمة الأصل تتجه إلى الانخفاض بالمقارنة بسعر التنفيذ، أي أنه يتم تنفيذ خيار البيع عندما تكون قيمة السوقية للأصل أقل من سعر التنفيذ.

ثانياً- العقود المستقبلية والآجلة

تعرف كل من العقود المستقبلية والعقود الآجلة كالاتي:

1- العقود المستقبلية: هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظراً لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يحترم.¹

2- العقود الآجلة: يتم إبرامها بين المستثمرين من أجل شراء أو بيع سلعة معينة عند سعر محدد في تاريخ محدد، ويجب تمييز هذه العقود عن الخيارات من حيث أنها لا تعطي الحق في الشراء أو البيع، بل تلزم بالبيع أو الشراء.²

3- الفرق بين العقود المستقبلية والآجلة: يمكن تلخيص أهم الفروقات بينهما في الجدول الموالي:

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 16.

² كامل دريد آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2015، ص 109.

الجدول رقم (03) - الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
هي عقود مكيفة بالمدة والحجم وتاريخ التسليم	هي عقود معيارية (منظمة) في المدة والحجم وتاريخ التسليم
عدم إمكانية المتاجرة بالعقد مجانا	تكون المتاجرة بالعقود مجانا في الأسواق
الربح والخسارة يتم معرفتها فقط عند تاريخ التسليم	كل العقود تسوى بحسب السوق لمعرفة الربح والخسارة
الهامش في حالة واحدة يوم الصفقة الأصلي	الهامش يكون للصيانة ومستمر ضد تقلبات الأسعار
توجد مخاطر عدم التنفيذ	لا يتم التعامل بين البائع والمشتري بصورة مباشرة وإنما من خلال بيوت التسوية
يمكن أن يتم التعامل في السوق الموازية	يمكن التعامل في أسواق منظمة
أغلب تسويتها تتم بالتسليم الفعلي للأصل موضوع التعاقد	أغلبها تتم عن طريق المقاصة بمعرفة صافي العملية من ربح أو خسارة.

المصدر: نوري موسى شقيري، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2015، ص ص 170-171.

ثالثاً- عقود المقايضة أو المبادلة: تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع شهرية، نصف سنوية،...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.¹

مما تقدم ضمن هذا المبحث يتضح أن أسواق الأوراق المالية تمتاز بتنوع الأدوات المتداولة فيها من أدوات ملكية ممثلة في الأسهم العادية والممتازة، إلى أدوات الدين المتمثلة أساساً في السندات بمختلف أنواعها، إلى المشتقات المالية التي تعتبر وليدة الهندسة المالية التي باتت تغزو الأسواق المالية في الآونة الأخيرة.

المبحث الثالث - كفاءة أسواق الأوراق المالية

يعد موضوع السوق الكفؤة إحدى أهم الموضوعات في أدبيات أسواق الأوراق المالية، وتعتمد السوق الكفؤة على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة، حيث تتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية، وهو ما سيتم التفصيل فيه ضمن الآتي:

المطلب الأول - ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 385.

يعتبر اصطلاح كفاءة أسواق الأوراق المالية من المفاهيم الشائعة وكثيرة الدراسة في الوقت الراهن، خاصة مع تزايد أهمية ومكانة أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وتوضح ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال:

أولاً- مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية

يتضح مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة: "هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات الحاصلة في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات"¹.

وفي هذا السياق فإن عدم الكفاءة يعني أن الأسعار في السوق لا تستجيب على وجه السرعة للمعلومات الجديدة، وامتلاك قسم من المستثمرين لبعض البيانات والمعلومات عن الشركة أو الشركات التي يتم تداول أسهمها وحجبها عن المستثمرين الآخرين، مما يشكل فجوة تؤدي إلى آثار تنعكس بدورها على مقدار الأرباح التي يحققها كل مستثمر في السوق المالي، وهذه الفجوة تدفع المستثمر الذي يشعر بعدم تحقيق عدالة الحصول على البيانات والمعلومات إلى اتخاذ قرار الامتناع عن التعامل في هذه السوق، مما يؤدي إلى تخفيض عمليات التداول والتأثير على سمعة السوق المالي.²

وبالتالي فالكفاءة ترتبط ارتباطاً وثيقاً ومباشراً بالفترة الزمنية التي تتطلبها السوق لترجمة كل المعلومات الجديدة وعكسها على الأسعار وإيصالها لجميع المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وبنفس الكمية وبتكلفة منخفضة، وباختصار يمكن القول أنه بتوفر الإفصاح والشفافية في المعلومات يعني وجود كفاءة بسوق الأوراق المالية وغياها يعني غياب للكفاءة.

2- خصائص أسواق الأوراق المالية الكفؤة: يمكن إبراز أهم خصائص أسواق الأوراق المالية الكفؤة فيما يلي:³

¹ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص ص 103-104.

² كامل دريد آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012، ص 70.

³ عبد القادر متولي، مرجع سابق، ص ص 103-104.

1-2- الشفافية: تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات وحجمها وحجم التداولات في كل وقت، وبدقة تامة سواء أثناء التداول أو بعد التداول وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها بشكل متساو وعادل دون فصل للبعض على حساب الآخرين.

2-2- الإفصاح: هو الإعلان عن كل المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في سوق المال والتي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض والطلب على الورقة المالية، وذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل وصحي للمستثمر يعينه على اتخاذ قراره الاستثماري واتخاذ قرارات الشراء والبيع وتقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح هو جوهر العملية الاستثمارية والذي يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري ويدعم ويرسخ الثقة بين المستثمرين.

2-3- توفير السيولة: وتعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة وسهولة متى ما اتفق الطرفان، وبأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجريت السلعة نفسها (إلا إذا كانت هناك معلومة جديدة وجوهرية يمكن أن تؤثر على السعر السوقي للسلعة الاستثمارية)، بحيث لا يكون هناك تغيير كبير ومفاجئ في سعر السهم بين تداول وآخر، وحتى يملك السوق السيولة يجب أن يملك عمقا كافيا من خلال عدد كبير من المشترين والبائعين الذي يضمنون استمرارية التداول من خلال رغبتهم في إجراء التداولات بأسعار قريبة من السعر السوقي للسهم وفقا لكل مرحلة من مراحل حركة سعر السهم.

ثانياً - أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية:

هناك تصنيفات متعددة للكفاءة في سوق الأوراق المالية، منها:

1- التصنيف حسب التخصيص الكفؤ للموارد: حسب هذا المعيار يوجد نوعين من الكفاءة:¹

1-1- الكفاءة الخارجية (كفاءة المعلومات): الكفاءة من حيث التخصيص الكفؤ للموارد هي كفاءة المعلومات حول الأسعار وتسمى أحيانا الكفاءة الخارجية للسوق، وتحقق كفاءة السوق المالي الخارجية عندما يحصل جميع المتعاملين في السوق على المعلومات والبيانات الجديدة بالسرعة المطلوبة وفي الوقت نفسه وبدون كلفة إضافية وبفرص متكافئة، وأن تكون هذه المعلومات دقيقة وحقيقية، مما يعني أن حركة الأسعار ستكون على أساس المعلومات وليس الإشاعات.

1-2- الكفاءة الداخلية: تعني كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية، مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية عن العملات للوسطاء الماليين، ودون أن يتاح لصناع السوق

¹ كامل دريد آل شبيب، مرجع سابق، ص 74-75.

فرصة تحقيق هامش ربح مغالى فيه، وبذلك فإن كفاءة الأسعار تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، إذ ينبغي أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتحقق، وأن تكون كلفة إتمام الصفقات عند حدها الأدنى وبالسرية المحددة، وتقاس كفاءة التشغيل بعدد الأوامر المفقودة أو التي تفشل لعدم صحتها والوقت المستغرق بين إصدار الأمر وتنفيذه.

2- التصنيف حسب مثالية كفاءة سوق الأوراق المالية: حسب هذا المعيار يتم التمييز بين نوعين من الكفاءة:

2-1- الكفاءة الكاملة: يقصد بالكفاءة الكاملة للسوق أن لا يكون فاصل زمني بين ورود المعلومة للسوق وتحليلها وتغيير فوري للسعر بناء على تلك المعلومة سواء أكانت أنباء سارة ترفع سعر السهم أو أنباء غير سارة تخفض قيمة السهم¹، وحتى تكون كفاءة السوق كاملة لا بد من توفر جملة من الشروط أهمها:²

- أن تكون المعلومات متوفرة في السوق لكل المستثمرين بسرعة وبدقة، وبدون كلفة؛
- توقعات المستثمرين عقلانية ورشيدة ومتجانسة، وهذا يتطلب أن تكون ثقافتهم المالية واحدة؛
- عدم وجود ضرائب وتكاليف لبيع وشراء الأوراق المالية؛
- أي مستثمر مهما كان حجم رأس ماله يستطيع الشراء والبيع بالسوق؛
- يفترض أن يكون في الأسواق منافسة كاملة، بحيث لا يوجد مستثمر أو مجموعة من المستثمرين يستطيعون التأثير على أسعار الأوراق المالية؛
- نمط المستثمر في الأسواق هو نمط المستثمر المتحفظ الذي لا يقبل أن يخاطر بالاستثمارات، إلا إذا توقع أن هنالك عائد يعوضه عن هذه المخاطرة، فهذا النمط من المستثمرين هو الذي ينطبق عليه نظريات الاستثمار وقواعدها مثل أن العلاقة ما بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية وأن المنافع المتحصلة من الاستثمار متناقصة.

2-2- الكفاءة الاقتصادية: تستند الكفاءة الاقتصادية إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم نفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، وبذلك فإنه استناداً إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالٍ من المرونة، يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في

¹ نوري موسى شقيري وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012، ص 100.

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، الأردن، 2015، ص 148.

نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الإسمية للورقة المالية.¹

المطلب الثاني - متطلبات ومؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

سيتم التعرف على متطلبات ومؤشرات أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

أولاً - متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تتمثل أهم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية في الآتي:

1- توافر المعلومات والسيولة: يتم التداول في أسواق الأوراق المالية اعتماداً على المعلومات والبيانات المتوفرة في السوق، ويتم اتخاذ قرارات التمويل انطلاقاً من الحاجة والرغبة في توفير السيولة، وهو ما يجعل كل من المعلومة والسيولة من أهم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية، وهو ما يوضحه الآتي:

1-2- توافر المعلومة: تتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها، وتلعب المعلومات دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية حيث تساعد على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات من العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص السوق الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وأيضاً قدرة المستثمرين على فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.²

تتوقف فعالية أسواق الأوراق المالية على مدى فاعلية نظامها الإعلامي الاقتصادي عامة وعلى نظام المعلومات الخاصة بهذا النوع من الأسواق، وبالفعل فإن نظام الإعلام الاقتصادي الفعال يفرض أن تكون المعلومات الخاصة بالاستثمار وبمحيطه دقيقة وبكمية وافرة، ويمكن الحصول عليها دون تمييز بين المتدخلين في السوق.³

¹ خالد عيجوي، متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 27، المجلد 02، جامعة الخلفة، الجزائر، أوت 2016، ص 9.

² محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 131.

³ بومدين نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2015، ص 40.

تقوم المعلومات بدور هام في أسواق الأوراق المالية، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء أو بيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات من العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وتنعكس أهميتها في ثقة المستثمرين والمتعاملين بالسوق، وتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة ضئيلة ومنفعة كبيرة، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة، والمعلومات المتاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين ولكن في الأمد الطويل لابد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية.

2-2- توفير السيولة: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني إمكانية تحويل أي شكل من الموجودات إلى شكل آخر في فترة زمنية قصيرة وبدون خسارة في قيمتها وبدون تغيير في السعر، أي المقدرة على بيع موجود مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الموجود طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر، والموجودات السائلة لها قابلية للتسويق بسرعة، فإذا انخفضت سيولة الموجود انخفضت قابليته للتسويق وأصبح إعطاء خصومات أو عمولات أكبر لبيعه¹، وعليه، فإن السيولة التي تعد إحدى السمات الرئيسية لكفاءة السوق، تعني القدرة على الشراء والبيع بسهولة مما يؤدي إلى رفع كفاءة السوق من خلال المساهمة في:²

- تشجيع الاستثمار في أسواق الأوراق المالية؛
- تحسين تخصيص رأس المال للمستثمر في ضوء الفرص الاستثمارية؛
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة مما يساهم في اتساع حجم السوق؛
- إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات.

2- عدالة السوق ورشادة سلوك المستثمر: من بين المتطلبات اللازمة لكفاءة أسواق الأوراق المالية اتصاف السوق بالعدالة من جهة، وتحلي المستثمر بصفة الرشادة والعقلانية من جهة أخرى:

1-2- عدالة السوق: يقصد بها أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات، حيث أنه في الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات السوق على

¹ إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 23، المجلد 08، جامعة تكريت، العراق، 2011، ص 119.

² الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص ص 261.

التأكد من أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين، كما أنها تعطي فرصة متساوية لكل من يرغب في التعامل بورقة مالية ما.¹

2-2- رشادة سلوك المستثمر²: يتطلب تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، ويسعى المستثمر لتعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر، ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق الكفاءة في هذه الأسواق من خلال:

- تكوين محفظة مالية تتسم بالكفاءة بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليلها؛
- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة؛
- الموازنة بين الأرباح الإيرادية والأرباح الرأسمالية بناء على مستوى الربحية بعد دفع الضريبة ومن ثم قد يختار المستثمر المؤسسات التي توزع جزء ضئيلاً من الأرباح إذا كانت الضريبة مرتفعة؛
- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة لاختيار التوليفة الأفضل وعدم العمل بالشائعات.

وعادة ما يبني المستثمر قراراته الرشيدة بناء على تكلفة المعاملات، ويساهم انخفاض تكلفة المعاملات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تحقيق ما يلي:

- خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح لتجار الأوراق المالية المتخصصين وصناع السوق لتحقيق أرباح غير عادية؛
- توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وإنهاء مختلف العمليات في وقت معقول؛
- إزالة القيود المؤسسية أو المعلوماتية غير المبررة على التعامل في الأوراق المالية مع إمكانية التجزئة الكاملة لجميع الأوراق المالية محل التعامل.

3- كفاءة الإطار العام المنظم للسوق: يتحدد ذلك من خلال الآتي:

3-1- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم عملاءهم بالأوراق المالية الخاصة بهم، وللوصول إلى درجة عالية من الأمان وانضباط بين المتعاملين ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:³

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف، الاسكندرية، مصر 2003، ص 412

² الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص ص 262-263.

³ الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص 263.

- ضمان المنافسة النزيفة بين المتعاملين من خلال توافر عدد كبير من المستثمرين؛
- نفي وجود قوة احتكارية على الأسعار؛
- إزالة العوائق على الاستثمار من خلال حرية دخول وخروج رؤوس الأموال؛
- وضع قوانين لحماية المستثمر خاصة صغار المستثمرين؛
- متابعة الإدارة من قبل المساهمين حتى لا تترك فرصة للإدارة غير الفعالة من أن تبقى تتمتع بامتيازات طويلة دون أن تحقق عوائد مقبولة.

3-2- الهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي: من أهم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية وتطويرها وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة للسوق، فنشاطه يستند إلى عدة قوانين وقواعد تنظمه وتوفر الحماية للمستثمر فضلا عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق، وعليه، فإنه للوصول إلى تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية لابد من توفر ما يلي:¹

- هيكل مؤسسي وتنظيمي يعمل على الخصوص إلى إحكام الرقابة على التعاملات في أسواق الأوراق المالية؛
- قوانين منظمة للسوق والتي تخص إصدار الأوراق المالية وتداولها، شروط دخول المؤسسات إلى البورصة، قوانين حماية المستثمر، هذه القوانين تسعى من خلالها إلى تحقيق الأهداف الآتية:
- توفير المعلومات بشفافية عن الأوراق المالية المتداولة في البورصة أمام المستثمرين والمتعاملين في السوق؛
- منع التزيف والغش أو ممارسات غير مشروعة تؤثر على تداول الأوراق المالية؛
- حماية المستثمر في الأوراق المالية سواء وقت الإصدار أو التعامل أو التداول؛
- زيادة حجم الاستثمارات والتخصيص الأمثل للموارد وزيادة الفعالية في التنظيم وإدارة رؤوس الأموال.

3-3- متطلبات أخرى: بالإضافة إلى ما سبق هناك متطلبات أخرى تضمن كفاءة أسواق الأوراق المالية من بينها:²

- تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري؛
- استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين؛

¹ المرجع نفسه، ص ص 263-264.

² مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 105.

- الاستفادة من التطورات التكنولوجية مثل افتتاح موقع الكتروني للسوق، وتطبيق النظام المحاسبي المالي الالكتروني؛
- ضرورة العمل على تسريع انجاز المعاملات مثل نقل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري، فكلما كانت العملية سريعة قلت مخاطر المستثمرين وبالتالي ازدياد إقبالهم على السوق بيعا وشراء؛
- الدور الرقابي لهيئة سوق الأوراق المالية حيث تعد الرقابة أحد أهم الاختصاصات التي تمارسها الهيئة، وذلك بهدف تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها وتوفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية والارتقاء بكفاءة السوق؛
- وضع حدود لتغيرات الأسعار يعني وضع حدود دنيا وعليا لتغيرات أسعار الأسهم والسندات في أسواق الأوراق المالية مما يضمن استقرار الأسعار، وإذا افترضنا أنه قد حدث خلل في التوازن بين طلبات البيع والشراء بسبب تداول معلومات جديدة أو إشاعات فإن الأسعار ستتحرك في نطاق محدود؛
- تطوير الموارد البشرية من خلال تطوير مهارات العاملين ومستويات أدائهم.

ثانياً- مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

يعد مؤشر السوق مقياساً حقيقياً لأداء أسواق الأوراق المالية، فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق، ويعبر عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة فيه، إذ يعكس أسعار المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها، ولقياس أداء أسواق الأوراق المالية هناك العديد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه من أهمها:

1- مؤشرات حجم السوق: على عكس السوق المحدود يتسم السوق بالسعة عند وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء، وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية، والفرق بين السوق العميق والسوق المتسع، هو أنه في السوق العميق يكون أوامر البيع والشراء مستمرة عند مستويات أعلى وأدنى من سعر السوق، أما السوق المتسع فتكون فيه الأوامر ليس فقط مستمرة ولكن أيضاً كبيرة¹، ويتم حسابه بإحدى الطريقتين:

1-1- مؤشر معدل القيمة السوقية (رسملة السوق): يقاس المؤشر بنسبة الرسملة البورصية التي تعني القيمة السوقية لأسهم رأس مال المؤسسات المقيدة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي، أي:²

$$\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المسجلة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 407.

² نزار كاظم الخيطاني وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية (الإطار العام وأثرها على السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي)، الطبعة الثانية، دار البازوري، عمان، الأردن، 2015، ص 134.

حيث يرتبط هذا المؤشر ارتباطاً وثيقاً بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، ويعد مؤشر ربحية السوق مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق.

1-2- مؤشرات عدد الشركات المسجلة في البورصة: ويشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية (السوق المنظمة)، إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة.¹

2- مؤشرات سيولة السوق: وهو مؤشر يقيس مدى إمكان وتيسر بيع وشراء الأوراق المالية في السوق محل الاعتبار، ويقاس مستوى السيولة من خلال مؤشرين هما:

1-2- مؤشرات حجم التداول: وهو قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، وهو يعكس حجم السيولة المتواجدة في الاقتصاد بصفة عامة، ويستخرج هذا المؤشر من خلال الصيغة الآتية:²

$$\text{حجم التداول} = \text{عدد الأسهم المتداولة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

2-2- معدل دوران السهم: ويشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات في سوق التداول خلال فترة زمنية معينة³، ويستخرج هذا المؤشر من خلال الصيغة الآتية:⁴

$$\text{معدل دوران السهم (\%)} = (\text{إجمالي الأسهم المتداولة أو حجم التداول} / \text{القيمة السوقية}) * 100$$

3- مؤشري درجة التذبذب في العوائد وتركز السوق: إضافة للمؤشرات السابقة فإن كفاءة أسواق الأوراق المالية تقاس كذلك من خلال مؤشري درجة تركيز العوائد ودرجة تذبذب السوق على النحو التالي:

1-3- مؤشرات درجة التذبذب في العوائد: تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال، وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة الموالية:⁵

¹ Vahid Puryan, **The Causal Relationship between Economic Growth, Banking Sector Development and Stock Market Development in Selected Middle-East and North African Countries**, International Journal of Economics and Financial Issues, N03, Vol 07, international academic, 2017, P 578, available at: www.econjournals.com.

² عبد العليم نجاح عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية وأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث، أربد، الأردن، 2014، ص 241.

³ Vahid Puryan, **Op-cit**, P 578.

⁴ نزار كاظم الخيطاني وحيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص 135.

⁵ الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص 266.

$$TV = \frac{(R_m - \bar{R})^2}{N}$$

حيث: TV : تمثل درجة التذبذب في العوائد، R_m : العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق، \bar{R} : متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق، N : عدد سنوات مشاهدات.

يؤدي انخفاض درجة التقلب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، ومنه فإن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية للتطور كفاءة أسواق الأوراق المالية.

3-2- مؤشر درجة تركيز السوق: يوضح هذا المؤشر ما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدود من الشركات أم موزعا على عدد كبير منها، وعادة ما يقاس ذلك بحساب حصة أكبر عشرة شركات من إجمالي رأس المال السوقي.¹

4- مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية: يقصد بكفاءة التسعير أن تعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة والمؤثرة على مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة، وينبغي أن تتسم المعلومات بالسرعة والدقة والتكلفة المنخفضة، وتنعكس الكفاءة على التخصيص الكفء للموارد، بحيث يزداد الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات التي لها مستقبل اقتصادي متميز، كما ترتبط كفاءة التسعير بكفاءة التشغيل التي تعني قدرة السوق على مواجهة الخلل في الأسعار بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة المعاملات، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية من خلال المؤشرين المواليين:²

4-1- مدى توافر مصادر المعلومات: تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة لكل من الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداولة أوراها في السوق، وهي سمة من سمات الدول التي توجد بها أسواق مالية متقدمة، ويتمثل هدف هذه الهيئات في كيفية توفير المعلومات للمستثمر في الأوراق المالية، وعلى الخصوص المعلومات والتحليل التي تخص الاقتصاد العالمي والمحلي ومختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وكذا مؤشرات عن ماضي ومستقبل المؤسسات، وذلك حتى يكون أمام المستثمر جميع البيانات والمعلومات لاتخاذ قرار الاستثمار وذلك من أجل زيادة ثقته في المؤسسة التي يتعامل في أوراها المالية.

4-2- مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية: تعتبر أسعار الفائدة وأسعار التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في حركة أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات الاقتصادية إلى وجود علاقات عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي

¹ عبد العليم نجاح عبد الوهاب أبو الفتوح، مرجع سابق، ص 242.

² الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص ص 266-267.

يطلب المستثمر معدلا مرتفعا الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية وذلك في كل أسواق المال المتقدمة التي يوجد بها علاقة عكسية بين معدل التضخم وأسعار الأوراق المالية، وهي مؤشر عن مدى كفاءة أسواق الأوراق المالية.

لقياس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم، فإنه يتم الاعتماد على تحليل علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل، والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، وكلما كانت استجابة الأسعار في سوق رأس المال للتغير في التضخم قليلة كلما انعكس على نقص كفاءة التسعير في البورصة.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار، فقد أثبتت الدراسات الاقتصادية وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية في البورصة، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يغري المستثمر بالتخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية والاتجاه للاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية، ومن ثم تنسم أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة بوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية، ولقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية، يتم استخدام علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ تغير معدل الفائدة كمتغير مستقل ومؤشر عام للأسعار كمتغير تابع وكلما اقترب معامل الارتباط من الواحد الصحيح، كلما أدى ذلك إلى أن استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون إيجابية بالنسبة للتغير في معدلات الفائدة.

المطلب الثالث - صيغ كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعتبر المعلومة المتحصل عليها من خلال التعامل في أسواق الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في المساهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، أي أن طبيعة المعلومة في حد ذاتها تحدد درجة كفاءة تلك السوق، والتي تظهر في صيغ مختلفة سيتم التطرق إليها من خلال الآتي:

أولاً - الصيغة الضعيفة:

سيتم التعرف على الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية وكذا طرق اختبارها من خلال ما يلي:

1- تعريف الصيغة الضعيفة: تشير الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية إلى كون القيمة السوقية للسهم تحدد على أساس المعلومات التاريخية مثل حجم الصفقات السابقة أو حركة أسعار الأسهم للأيام أو الأسابيع أو الأشهر أو السنوات الماضية، وتؤكد هذه الصيغة بأن التغيرات السعرية المتتالية تسير بطريقة عشوائية، فهي مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط.¹

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 150.

2- اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية: لقد تم اختبار الكفاءة في صيغتها الضعيفة من خلال العديد من المداخل، ومن أهم هذه المداخل ما يلي:

1-2- اختبار الارتباط الذاتي¹: يقيس معامل الارتباط الذاتي من الرتبة k درجة الترابط بين عائد الأصل i للفترة t

وعائده الملاحظ لفترة سابقة k ويقاس بالصيغة الآتية:

$$P_{ik} = \frac{Cov(R_{i,t}, -R_{i,t-k})}{\sigma(R_{i,t})\sigma(R_{i,t-k})}$$

حيث: P_{ik} : معامل الارتباط الذاتي، $R_{i,t-k}$: عائد الأصل i لفترة سابقة k ويرمز له بالفترة t-k، $R_{i,t}$: عائد

الأصل i لفترة t، $Cov(R_{i,t}, -R_{i,t-k})$: التغير بين عوائد $R_{i,t}$ و $R_{i,t-k}$ ، $\sigma(R_{i,t})$: الانحراف المعياري لعوائد

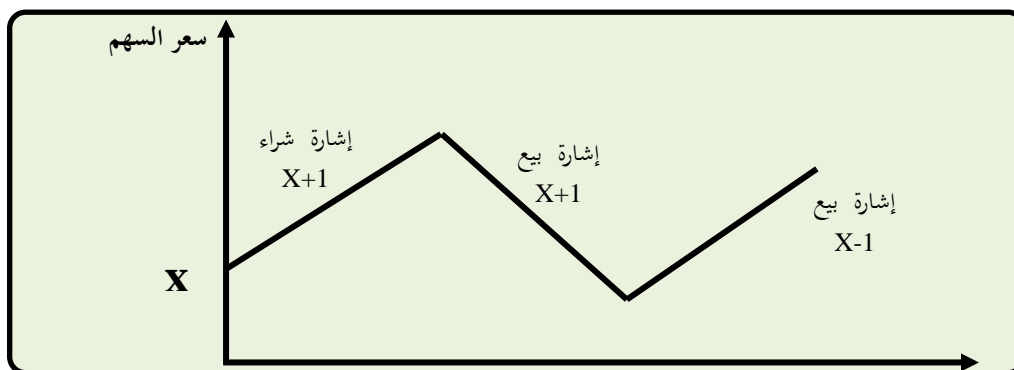
الأصل i للفترة t، و $\sigma(R_{i,t-k})$: الانحراف المعياري لعوائد الأصل i للفترة t-k.

إذا كان معامل الارتباط الذاتي يختلف عن الصفر دل على عدم وجود كفاءة في السوق وأن المستثمرين لديهم إمكانية توقع الأسعار المستقبلية انطلاقاً من الأسعار في الماضي، أما إذا كان لا يختلف عن الصفر دل ذلك على كون الأسعار تتحرك بشكل عشوائي وهو ما يتماشى مع فرضية الكفاءة في صيغتها الضعيفة.

2-2- تقنية التصفية²: تعتمد تقنية التصفية على تبني جملة من القواعد للمتاجرة بالأوراق المالية تقوم على مبدأ

الحركة التاريخية للأسعار، يمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له عائداً متميزاً مقارنة بباقي المستثمرين، الذين لا يتبعون هذه التقنية والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (03) - تمثيل لشكل التصفية



المصدر: عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 63.

¹ براهمي زرزور وعبد الحميد حفيظ، كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "التسويق الإسلامي"، جامعة ألانيا، تركيا، 3-5 ماي 2017، ص 5-6.

² المرجع نفسه، ص 7.

يظهر الشكل رقم (03) أنه عند ارتفاع الأسعار عن $X+1$ تكون هناك إشارة شراء، أما عند انخفاضها عن $X+1$ دل ذلك على ضرورة البيع، ومرة أخرى عندما تعود السوق للارتفاع فإن هناك إشارة للشراء في حدود $X-1$ ، وهذه التقنية مستمدة من التحليل الفني الذين يعتمد على حركة الأسعار في الماضي لتحديد اتجاه السوق وتوقيت الشراء والبيع.

ثانياً- الصيغة المتوسطة:

سيتم التعرف على الصيغة المتوسطة (النصف قوية) لكفاءة أسواق الأوراق المالية وطرق اختبارها من خلال مايلي:

1- تعريف الصيغة المتوسطة: هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة، كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة، الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة وكذلك التقارير المالية التي تتاح للجمهور¹، وعلى المستثمر الحاصل على هذه المعلومات الانتظار لفترة ليتأكد بأن هذه المعلومات تحقق ارتفاعاً أو انخفاضاً في أسعار الأسهم، وأن الاستجابة في بادئ الأمر قد تكون صحيحة أو غير صحيحة، لذا لا بد من الانتظار للتأكد من الاستجابة صحيحة.²

2- اختبار الصيغة المتوسطة لكفاءة أسواق الأوراق المالية: تعددت الدراسات التي درست كفاءة أسواق الأوراق المالية في صيغتها المتوسطة، من بينها:

1-2- طريقة البواقي³: تهدف هذه الطريقة لاختبار كفاءة السوق المالي في ظل نوعين من الأحداث، ويكون ذلك من خلال حساب العائد غير العادي للسهم في الأيام قبل وبعد صدور معلومات جديدة، والعائد الغير عائد للأسهم هو عبارة عن العائد الطبيعي الذي ينتظره المستثمرون في السهم في هذا اليوم والعائد الملاحظ في السوق خلال فترة تقدر عادة بيوم، ويعطى بالعلاقة الآتية:

$$e_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

حيث: e_{it} : العائد الغير عادي للأصل i خلال اليوم t أو البواقي أو الفائض، R_{it} : عائد السوق خلال اليوم i ، $(\alpha_i + \beta_i R_{mt})$: العائد الطبيعي الذي ينتظره المستثمرين في السهم وبحسب نموذج السوق.

¹ فيصل محمود الشواور، بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، عمان، الأردن، 2008، ص 50.

² مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودرها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 82.

³ براهمي زرزور وعبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 08، بالاعتماد على:

وقياس ردات الفعل الإجمالية للأصل i نتيجة صدور معلومة جديدة، يكون من خلال العوائد غير العادية أو البواقي قبل صدور المعلومة وبعد صدورها بين الفترة T و T - وذلك وفق العلاقة الآتية:

$$RC_i = \sum_{t=T}^T e_{it}$$

حيث: RC_i : مجموع العوائد الغير عادية للفترة الممتدة بين T و T -.

وبما أن السوق المالي يتكون من عدد كبير من الأصول تصبح العلاقة التي تعطي مجموع البواقي المتوسطة لأصول السوق خلال اليوم t كما يلي:

$$RM_t = \sum_{i=1}^N \frac{e_{it}}{N}$$

حيث: RM_t : العائد الغير عادي المتوسط لأصول السوق خلال اليوم t أو البواقي المتوسط.

ومنه، فإن العائد غير العادي المتوسط المجمع أو المتبقي للأصول خلال الفترة الممتدة بين T و T - يكون كالآتي:

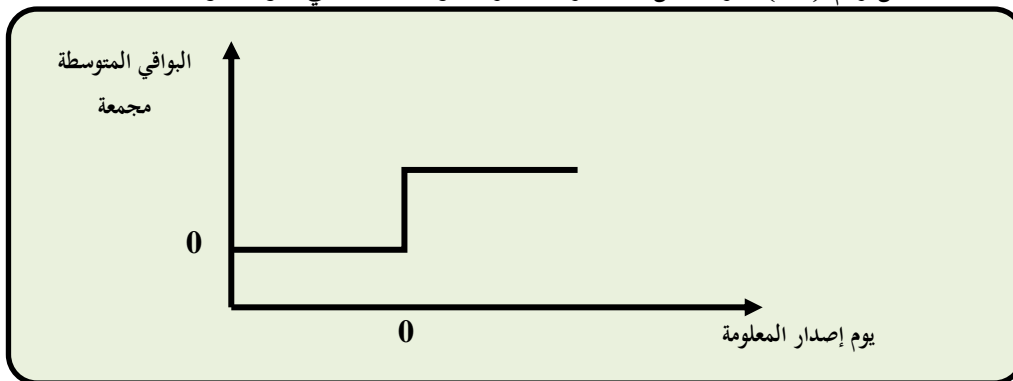
حيث: RMC : العائد الغير عادي المتوسط للأصول خلال الفترة T و T -.

$$RMC = \sum_{t=1}^N \sum_{i=1}^N \frac{e_{it}}{N}$$

تكون السوق كفاءة في صيغتها نصف القوية وفقا لهذه العلاقة إذا كان

العائد غير العادي المتوسط المجمع لا ينحرف عن الصفر قبل صدور المعلومة مثل ما هو في الشكل التالي:

الشكل رقم (04)- ردة فعل الأسعار بصدور معلومة جديدة في سوق متوسطة الكفاءة



المصدر: براهمي زرزور وعبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 08، بالاعتماد على:

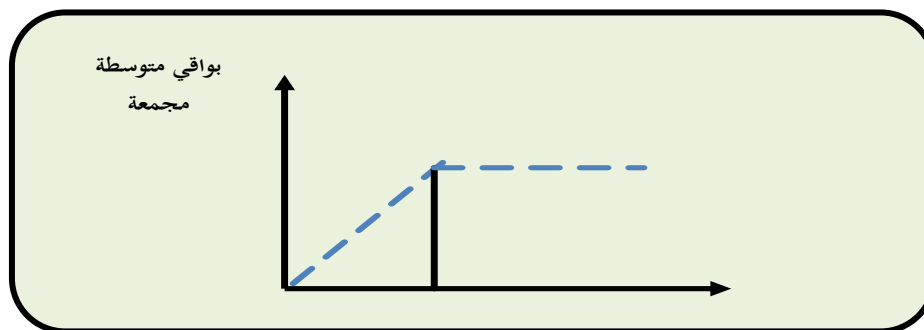
D.Morissette, *Op-cit*, P 488.

2-2- طريقة اشتقاق سهم¹: اشتقاق السهم يعني تقسيمه إلى مجموعة من الأسهم، ويتم إجراء مثل هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة، من أجل تسهيل عملية تداولها من قبل صغار المستثمرين، وهذه الطريقة في

¹ براهمي زرزور وعبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص ص 09-10.

اختبار الكفاءة تقوم على استخدام طريقة البواقي السابقة لاختبار أثر اشتقاق الأسهم على العوائد الغير عادية المتوسطة المجمع، وقد غطت هذه الدراسة عملية اشتقاق 940 سهم مقيدة في بورصة نيويورك New York لفترة زمنية ممتدة بين جانفي 1927 وديسمبر 1959، ليلاحظ أن العوائد غير العادية المتوسطة المجمع للأسهم المشتقة ارتفعت خلال 29 شهرا قبل الاشتقاق لتستقر نسبيا بعد ذلك، وهو ما يظهره الشكل الموالي:

الشكل رقم (05) - سلوك البواقي المتوسطة المجمع في الأشهر التي تسبق الاشتقاق



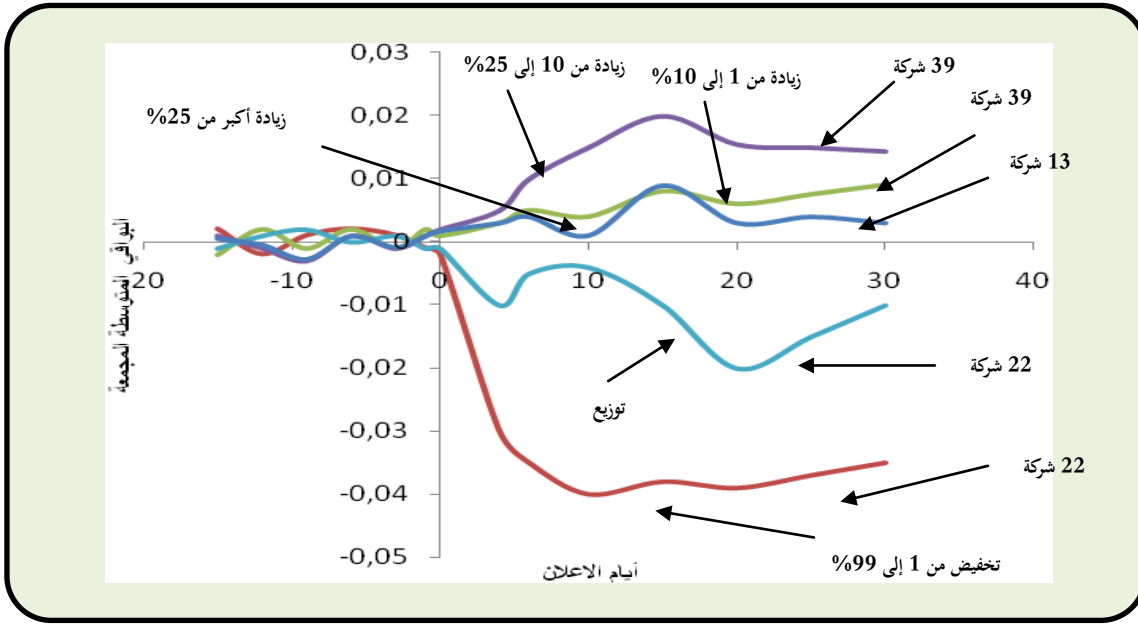
المصدر: براهمي زرزور وعبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 09.

خلص فاما Fama وفريقه وفق ما هو موضح في الشكل أن ارتفاع العوائد غير العادية المتوسطة للأسهم لا يتعلق بالاشتقاق بحد ذاته، بل يتعلق بكون الشركات التي تقرر الاشتقاق في العادة تكون أسهمها قد عرفت ارتفاع في القيمة السوقية بشكل معتبر، وهو الشيء الذي يفسر الزيادة في العوائد الغير عادية المتوسطة المجمع خلال 29 شهرا التي تسبق الاشتقاق وبعد الاشتقاق وصدور المعلومة.

2-3- الإعلان عن توزيع الأرباح¹: يدل توزيع الأرباح على وجود تدفق مالي يصدر من شركة لذلك إذا توافرت معلومات حول زيادة معدل توزيع الأرباح لمجموعة أسهم معينة فإنها تؤدي إلى زيادة الأسعار والعكس في حالة انخفاض معدل التوزيع وهو ما تبناه بويتيت Pettit في دراسته له سنة 1972، عندما قام بحساب العوائد غير العادية المتوسطة المجمع لـ 135 شركة قامت بتغيير معدلات توزيع أرباحها على المساهمين. ونتائج ذلك مبينة في الشكل الموالي:

¹ براهمي زرزور وعبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص 10-11، بالاعتماد على:

الشكل رقم (06) - سلوك البواقي المتوسطة المجموعة يوم الإعلان عن إعطاء التوزيعات



المصدر: براهمي زرزور وعبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص11، بالاعتماد على:

Source: D.Morissette, Op-cit, P 493.

استخلص بوتيت Pettit من خلال الشكل أن ارتفاع معدلات التوزيع يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم وانخفاضها يؤدي إلى انخفاض في أسعارها، وأن ردة فعل السوق بشأن ارتفاع الأسعار وانخفاضها نتيجة معلومات جديدة بخصوص ارتفاع وانخفاض معدلات التوزيع يكون بشكل سريع بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا مميّزا على حساب الآخرين، وهو ما يؤيد فرضية كفاءة السوق في صيغتها نصف القوية*.

ثالثا-الصيغة القوية:

سيتم التطرق إلى الصيغة القوية لكفاءة أسواق الأوراق المالية وطرق واختبارها من خلال ما يلي:

1- تعريف الصيغة القوية: هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين، وحينها يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي، إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى، لذلك فإنه من

* لا بد من الإشارة أن دراسة بوتيت تم تأييدها فيما بعد من طرف Aharony أهروني، وسواري Swary سنة 1980 وكذلك Brauer براير سنة 1981 وسميرلوك Smirlock وياويتز Yawitz سنة 1984.

المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي، وبالتالي يمكن تحديد الأسواق الكفؤة من هذا النوع من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية.¹

2- اختبار صيغة الكفاءة القوية: يتم اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية في صيغتها القوية، من خلال وسيلتين أساسيتين، تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة وهما:²

1-2- العاملون بالشركة: يمتلك كبار العاملين بالشركات ميزة عن باقي المستثمرين في السوق بقدرتهم على معرفة المعلومات بسرعة، لذلك يمكن اختبار الفرضية القوية للكفاءة انطلاقاً من مدى قدرة هؤلاء العاملين من تحقيق أرباح غير عادية أثناء التعامل في الأوراق المالية للشركة التي يعملون بها، وقد أيدت العديد من الدراسات في هذا الصدد، قدرة كبار العاملين بالشركة على تحقيق أرباح غير عادية من وراء المتاجرة بالأوراق المالية قد تفوق أرباح المستثمر العادي، وهو ما يجعل منه أمراً وارداً ما لم يمنع بقوانين تصدرها الهيئات المسيرة للبورصات، وذلك بمنع كبار العاملين من استغلال أوضاعهم بالشركة لتحقيق منافع خاصة لهم أو لأقربائهم، ولعل الدراسة التي قدمها كل من أرشادي Aarshadi وإيسال Eysel سنة 1991 حيث أكد أن القانون الصادر سنة 1984 بالولايات المتحدة الأمريكية والخاص بمعاينة كبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة من الاستفادة من معلومات خاصة بالشركة واستغلالها لحساباتهم الشخصية قبل نشرها لتحقيق أرباح غير عادية، حيث ألزم هذا القانون هؤلاء بإبلاغ لجنة البورصة عن معاملاتهم المالية، حيث تستطيع هذه اللجنة رفع دعاوى قضائية لاسترجاع الأرباح المحققة من وراء مثل هذه العمليات، ولقد لاحظ الباحثون أن سلوك العاملين بالشركة قد تغير جذرياً بعد صدور هذا القانون حيث انخفضت مشترياتهم من أسهم الشركة التي يعملون بها عندما تتوفر لديهم معلومات عن رغبة طرف معين للسيطرة على الشركة.

2-2- المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية: تمتلك المؤسسة المالية المتخصصة القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، وكذا استخدام أدوات التحليل المالي، ومن ثم القدرة على التوقع باتجاهات السوق، وقد تم اختبار فرض الصيغة القوية للكفاءة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبلها مع ما يحققه المستثمر العادي، وقد أثبتت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، وهو ما جاء به شوقي Shawky سنة 1982 وكذلك فيات Viet وشيني Cheny سنة 1982، حيث أكدوا عدم قدرة هذه المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، الأمر الذي يشير إلى عدم توافر ميزة خاصة لهذه المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية.

¹ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 50.

² عبد الحميد حفيظ وبراهي زرزور، مرجع سابق، ص ص 12-13.

ختاماً لما تضمنه هذا المبحث يتضح أن كفاءة أسواق الأوراق المالية موضوع في غاية الأهمية للتنمية الاقتصادية، لتحققها لابد من توافر جملة من المتطلبات التي تعتبر بمثابة الشروط التي بتواجدها تتحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالي، ولقياس هاته الأخيرة يمكن الاعتماد على العديد من المؤشرات والصيغ التي نادى بها الباحثون وأصلوها في أبحاثهم.

خلاصة الفصل الأول:

تضمن الفصل الأول أساسيات حول كفاءة أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال عرض مختلف العناصر التي توضح الإطار النظري لهذا المفهوم بمختلف جوانبه، ليتم التوصل خلاله للنتائج التالية:

- 1-** تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد أهم مكونات السوق المالي، فهي تعد القناة التي تيسر تدفق الأموال بطريقة مباشرة من الفئات ذات الفائض المالي إلى الفئات ذات العجز المالي، حيث يتم خلالها تداول الأوراق المالية بيعة وشراء إما في السوق الأولية عند إصدارها لأول مرة أو في السوق الثانوية عند التعامل بالأوراق التي سبق إصدارها في السوق الأولى.
- 2-** تمثل الأوراق المالية طويلة الأجل السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، وتتنوع بين أوراق مالية تعبر عن الملكية وهي الأسهم سواء كانت عادية أو ممتازة، وأوراق مالية تعبر عن المديونية وهي السندات بمختلف أنواعها، أما المشتقات المالية فهي أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي والتي تقسم إلى عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، وعقود المبادلة.
- 3-** تعكس أسواق الأوراق المالية الكفاءة طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للورقة المالية من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر من جهة أخرى باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار، وتنقسم كفاءة السوق إلى كفاءة كاملة تتحقق عندما تكون المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى النتائج المحددة قليل جداً بشأن سعر الورقة المالية، والكفاءة الاقتصادية والتي تتحقق عند وجود فترة زمنية بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية.
- 4-** هناك عدة مؤشرات لقياس الأداء في أسواق الأوراق المالية، لمعرفة درجة نضج السوق وتقدمها، ومن أهم تلك المؤشرات حجم السوق والتي تقاس بمؤشرين أساسيين هما مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات، ومؤشرات سيولة السوق المتمثلة في مؤشر حجم التداول، ومعدل دوران السهم.
- 5-** لإقامة سوق كفؤة للأوراق المالية يجب توفر العديد من المتطلبات، أهمها توفر المعلومات والسيولة الكافية باعتبارها من الأهداف الهامة للمستثمرين، بالإضافة إلى عدالة السوق إذ يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل، تكلفة المعاملات باعتبارها من أهم الشروط الضرورية لقيام سوق كفؤة، ورشادة سلوك المستثمر، ودرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين، والهيكلة المؤسسية والتنظيمي والتشريعي فوجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة.

الفصل الثاني - دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية

الفصل الثاني - دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية:

تعتبر عملية تحقيق التنمية الاقتصادية في أي مجتمع ضرورة حتمية، إذ أن مفهومها ينطبق على البلدان المتخلفة والتي تمتلك إمكانيات التقدم ولكنها لم تقم بعد باستغلال مواردها، فهي تساعد على نقل المجتمع من وضعه المتخلف إلى وضع آخر يعد متقدما، وذلك من خلال إحداث توسع اقتصادي مقصود والذي لا يمكن أن يحدث دون تدخل الحكومة، ويتحقق من خلال زيادة محسوسة في مستوى الإنتاج بزيادة في الطاقات الإنتاجية والاستثمارية للبلد، مما يساهم في رفع مستوى المعيشة وتحقيق الرفاه الاقتصادي الذي ينعكس على الجوانب الاجتماعية، الصحية والتعليمية وغيرها.

هذا وتعد مشكلة التمويل أكبر العقبات التي تقف عائقا أمام تحقيق التنمية الاقتصادية والتي تؤثر بها تأثيرا مباشرا، خاصة مع اتساع اهتمامات التنمية والتغيرات الدولية التي تحتم تقليص الفجوة بين الدول المتقدمة والنامية، ومما لاشك فيه أن هذا الأمر يتطلب رؤوس أموال كبرى لتساهم في تقليص تلك الفجوة.

في هذا السياق برز دور أسواق الأوراق المالية التي أضحت بديلا رئيسيا في مجال تمويل التنمية الاقتصادية، تعمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية والتي تخدم التنمية الاقتصادية، فهي توفر الموارد المالية اللازمة لسير النشاط الاقتصادي عن طريق توفير المنشآت والأدوات والأسواق القادرة على تجميع المدخرات اللازمة للاستثمار، فالحكم على مدى تقدم اقتصاد دولة ما يكون من خلال التقدم الذي بلغه النظام المالي فيها، وذلك نظرا لارتباط التنمية الاقتصادية ارتباطا وثيقا بتنمية القطاع المالي، فالأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية ينعكس إيجابا على التنمية الاقتصادية.

تفصيلا لما ذكر أعلاه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاث التالية:

المبحث الأول - مفاهيم أولية حول التنمية الاقتصادية؛

المبحث الثاني - آليات تمويل التنمية الاقتصادية؛

المبحث الثالث - أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية.

المبحث الأول - مفاهيم أولية حول التنمية الاقتصادية:

أصبح مفهوم التنمية الاقتصادية منذ سنة 1945 يحتل مكانا بارزا، فهي بمفهومها الشامل والمعاصر عملية تخص جميع مستويات الحياة ومجالاتها، وتحميد هذه العملية يتوقف على عدة عوامل تتفاوت أهميتها من طرف لآخر ومن بلد لآخر فشغلت قضية التنمية العالم النامي والمتخلف في علاقته بنفسه من جهة وبالعالم المتقدم من جهة أخرى.

المطلب الأول - ماهية التنمية الاقتصادية:

تمثل التنمية الاقتصادية أحد المقاييس الاقتصادية التي تساهم في الانتقال من حالة اقتصادية إلى أخرى بهدف تحسين الوضع السائد، وتحدد ماهية التنمية الاقتصادية من خلال التعرض للعناصر التالية الذكر:

أولاً - مفهوم التنمية الاقتصادية:

سيتم التعرف على مفهوم التنمية الاقتصادية من خلال الآتي:

1- تعريف التنمية الاقتصادية: تعرف التنمية الاقتصادية بأنها:

"عملية حضارية شاملة ترتبط بخلق أوضاع جديدة ومتطورة، وذلك يعتمد اعتمادا كليا على جدية صانعي القرار في الالتزام بتحقيق التغيير من واقع متخلف إلى واقع متطور في كافة المجالات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، بل وحتى في المجال العسكري تحتاج الدولة دائما إلى التطور والمتابعة والتدريب على أحدث الوسائل والتكنولوجية المستخدمة".¹

"العملية التي يتم فيها زيادة الدخل الحقيقي زيادة تراكمية وسريعة ومستمرة عبر فترة من الزمن بحيث الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وحماية الموارد المحددة من التلوث والحفاظ على الموارد الغير متجددة من النضوب".²

"تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب جديدة أفضل ورفع مستويات الإنتاج من خلال إنماء المهارات والطاقات البشرية وخلق تنظيمات أفضل، هذا فضلا عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن، فالتنمية الاقتصادية عملية يزداد بواسطتها الدخل القومي للاقتصاد خلال فترة زمنية طويلة، وإذا كان معدل التنمية أكبر من معدل نمو السكان، فإن متوسط دخل الفرد الحقيقي سيرتفع".³

¹ اسماعيل محمد بن ناقة، اقتصاد التنمية (نظريات- نماذج- استراتيجيات)، دار أسامة، عمان، الأردن، 2012، ص 9.

² عصام عمر مندور، التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتغيير الهيكلي في الدول العربية (المنهج- النظريات- القياس)، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011، ص 28.

³ الشريف ربحان وإيمان بومود، أسواق الأوراق المالية الناشئة وعلاقتها بتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، جامعة القدس، العدد 34، فلسطين، أكتوبر، 2014، ص ص 378-379.

وبالتالي فالتنمية الاقتصادية هي عملية نقل الاقتصاد الوطني من حال التخلف إلى حال التقدم أو بمعنى أدق هي عملية الانتقال إلى وضع اجتماعي متقدم، وهذا الانتقال يكون من خلال تحسين الأساليب الإنتاجية، رفع مستويات المعيشة والتعليم والصحة العامة، بالإضافة إلى تحسين المهارات والقدرات البشرية.

2- خصائص التنمية الاقتصادية: من خلال التعريف السابقة يمكن الوصول إلى أن التنمية الاقتصادية تتميز بجملة من الخصائص من بين أهمها:

- الاهتمام بتحقيق الأهداف التنموية المعتمدة على وجود استراتيجيات عمل مناسبة تهدف للوصول إلى معدل النمو الاقتصادي المطلوب؛
- التوجه نحو تحسين البيئة الداخلية للمجتمع؛
- الاعتماد على الجهود الاقتصادية الذاتية لتحقيق التنمية الاقتصادية المعززة؛
- الحرص على استغلال الموارد والإمكانات حسب ما يطلبه الواقع الاقتصادي؛
- الاستفادة من التكنولوجيا المتطورة التي تقدم دعماً مناسباً للتنمية الاقتصادية عن طريق الاستثمار في الإمكانيات والطاقات العلمية والمعرفية المتنوعة مما يساهم في تطوير العديد من المجالات من أهمها الأبحاث والتعليم.

ثانياً- أهمية وأهداف التنمية الاقتصادية:

تتمثل أهمية وأهداف التنمية الاقتصادية في مايلي:

1- أهمية التنمية الاقتصادية: للتنمية الاقتصادية أهمية كبيرة في حياة الفرد والمجتمع الاقتصادي عامة، وذلك نظراً لما تحقّقه من أهداف اقتصادية واجتماعية وبيئية وسياسية، وتتمثل أهميتها في:¹

- تحقيق الأمن القومي للدولة؛
- زيادة الدخل الحقيقي، وبالتالي تحسين معيشة المواطنين؛
- توفير فرص عمل أفضل؛
- تحسين وضع ميزان المدفوعات؛
- تقليل الفوارق الاجتماعية والاقتصادية بين طبقات المجتمع؛
- توفير السلع والخدمات المطلوبة لإشباع حاجات المواطنين وتحسين المستوى الصحي والتعليمي والثقافي؛

¹ أحمد يوسف دودين، التنمية الإدارية والاقتصادية في الوطن العربي (نظرياً وتطبيقياً)، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 163.

- القدرة على تسديد الديون.

2- أهداف التنمية الاقتصادية: عند الحديث عن نهوض البلد وعن التنمية، لا بد أن يكون هنالك أهداف وقد تختلف باختلاف التركيب الاقتصادي والاجتماعي للبلد والأهداف هي:¹

- تحقيق السيادة والاستقلال الاقتصادي؛

- زيادة الرفاهية للأفراد؛

- استثمار الموارد الطبيعية والبشرية؛

- التصنيع؛

- التنوع في الصادرات.

ثالثاً- متطلبات وعناصر التنمية الاقتصادية:

تمثل كل من متطلبات وعناصر التنمية الاقتصادية في الآتي:

1- متطلبات التنمية الاقتصادية: حتى تتحقق التنمية الاقتصادية هناك جملة من المتطلبات التي من الضروري توفرها، ومن بين هذه المتطلبات:²

- التخطيط وتوفير البيانات والمعلومات اللازمة؛

- توفير الموارد البشرية المتخصصة؛

- توفير الأمن والاستقرار اللازم؛

- نشر الوعي التنموي بين المواطنين؛

- الإنتاج بجودة وتوفير التكنولوجيا الملائمة؛

- وضع السياسات الاقتصادية الملائمة.

2- عناصر التنمية الاقتصادية: هناك عناصر يجب بحثها عند المباشرة بأي عملية نمو أو تنمية سواء أكانت قصيرة أم طويلة الأجل وهذه العناصر تلازم المخططين ومنفذي العملية التنموية باستمرار، وهي:³

¹ أحمد يوسف دودين، مرجع سابق، ص 163.

² المرجع نفسه، ص 166.

³ محمود علي الشرقاوي، النمو الاقتصادي وتحديات الواقع، دار غيداء، عمان، الأردن، 2016، ص ص 47-48.

2-1- العمالة: إن الكفاءة والخبرة شرطان لا بد منهما لكي تستطيع العمالة التعامل مع طرق ووسائل الإنتاج الحديثة، وبعبارة أخرى إن الأعداد الهائلة من العمالة غير المدربة وغير الكفؤة والماهرة أي التي لا قدرة لها على التعامل مع ماكينة حديثة أو حاسوب معقد، قد تشكل عائقا على التنمية الاقتصادية ويظهر هذا واضحا في كثير من البلدان التي تعاني البطالة إلا أنها توظف عمالة أجنبية ماهرة في قطاعات العمل كافة خصوصا الصناعة والخدمات ناهيك عن أصحاب الكفاءات كأساتذة الجامعات ومدراء المصارف والأطباء، لأن هذا سوف يخلق فرص عمل جديدة مع الوقت.

2-2- رأس المال: والقصد هنا وسائل الإنتاج المناسبة كما ونوعا بما في ذلك مستلزمات الاستفادة منها، إن عرض رأس المال يعتمد على مستوى الادخار، وهذا الادخار يشكل الفرق بين الدخل والإنفاق.

2-3- الموارد الطبيعية: وبعد هذا العنصر مساعدا فهناك من الدول التي لا تمتلك الثروات الطبيعية لكنها عملاق اقتصادي كاليابان، بينما معظم الدول العربية تضم كميات هائلة من الثروات الطبيعية لكن هذه البلدان مازالت نامية.

2-4- الإدارة والتنظيم: يجب أن يتماشى التنظيم مع ما يتفق وعادات وتقاليد وأعراف ومعتقدات المجتمع.

2-5- التكنولوجيا: أي معرفة السبل الكفيلة بتحويل الخامات إلى سلع وخدمات ويظهر هنا دور التكنولوجيا أكثر من ظهوره في اختراع أنواع جديدة من السلع أو تطوير الموجود منها وبعبارة أخرى فعناصر الإنتاج الأرض والعمل ورأس المال بحاجة إلى أنواع عديدة من التكنولوجيا التي تنتج العديد من السلع والخدمات.

المطلب الثاني - التفرقة بين التنمية وبعض المفاهيم المشابهة لها:

هناك العديد من المصطلحات التي تتداخل ومصطلح التنمية الاقتصادية، وفيما يلي عرض موجز للفرق بينها وبينهم:

أولا- الفرق بين التنمية والنمو الاقتصادي:

من الصعب التمييز بين مصطلح النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، كون هذه الأخيرة الأكثر ذكرا وارتباطا إذا ذكر النمو، لذا سيتم من خلال هذا الجزء التمييز بينهما والتوصل إلى الفرق الجوهرى بينهما.

1- تعريف النمو الاقتصادي: يعرف على أنه "الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة من طرف الفرد في محيط اقتصادي معين، وبالتالي فهو ظاهرة كمية يقاس في بلد ما بالزيادة المستمرة للسكان والنتائج الفردي".¹

والنمو الاقتصادي رياضياً هو التغيرات النسبية للنتائج المحلي الإجمالي (GDP) بين فترتين، أي:²

$$g = \frac{GDP_T - GDP_{T-1}}{GDP_{T-1}} = \frac{\Delta GDP}{GDP_{T-1}}$$

أما النمو الاقتصادي في حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي فإنها تساوي الفرق بين معد النمو الاقتصادي (g)

ومعدل النمو السكاني (n)، أي:³

$$g_{percapita} = g - n$$

$$g_{percapita} = \frac{GDPPC_T - GDPPC_{T-1}}{GDPPC_{T-1}}$$

كما يمكن التعبير عن الصيغة السابقة بما يلي:

حيث: $GDP_{percapita}$: حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، $GDPPC$: حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

2- الاختلاف بين مفهومي النمو والتنمية الاقتصاديين: يفرق الاقتصاديون بين مفهومي النمو والتنمية الاقتصادية من حيث أن النمو الاقتصادي يعني ارتفاع النسبة المئوية للإنتاج العام محسوبا بالأسعار الثابتة أي الارتفاع الحقيقي للدخل القومي، إذ يمكن للبلد الذي يعتمد اقتصاده على إنتاج وتصدير مواد معينة أن يحقق نمواً اقتصادياً عن طريق رفع إنتاج هذه المواد شريطة أن لا تنخفض أسعار هذه المواد في الأسواق العالمية، فالنمو السريع والقصير الأجل لا يسفر بالضرورة عن تنمية اقتصادية حقيقية بمعنى حدوث تغيير في هيكل أو بنية الاقتصاد يؤدي إلى تحسين حياة المجتمع.⁴

إذا كان النمو الاقتصادي يشير إلى مجرد الزيادة الكمية في متوسط الدخل الفردي الحقيقي الذي لا يرتبط بالضرورة بحدوث تغييرات هيكلية اقتصادية أو اجتماعية، فإن التنمية الاقتصادية ظاهرة مركبة تتضمن النمو الاقتصادي كأحد عناصرها الهامة، مقروناً بحدوث تغيير في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والعلاقات الخارجية، بل التنمية تتمثل في تلك التغييرات العميقة في الهياكل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للدولة، وفي العلاقات التي تربطها بالنظام الاقتصادي الدولي التي يكون من شأنها تحقيق زيادات تراكمية قابلة للاستمرار في الدخل الفردي الحقيقي

¹ وليد بشيشي وسليم مجلخ، دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة ولبنان، 2017، ص 310.

² المرجع نفسه، ص 311.

³ المرجع نفسه، ص 311.

⁴ محمود علي الشرقاوي، مرجع سابق، ص 46.

عبر فترة ممتدة من الزمن، إلى جانب عدد من النتائج الأخرى غير الاقتصادية، والمفهوم العكسي للتنمية هو التخلف، أما المفهوم العكسي للنمو فه الركود أ الكساد الاقتصادي.

والجدول الموالي يعطي توضيحا أكبر عن أوجه الاختلاف بين التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي:

الجدول رقم (04) - أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية الاقتصادية

النمو الاقتصادي	التنمية الاقتصادية
يتم بدون اتخاذ أية قرارات من شأنها إحداث تغيير هيكلية للمجتمع.	عملية مقصودة (مخططة) تهدف إلى تغيير البنية الهيكلية للمجتمع لتوفير حياة أفضل لأفراده.
يركز على التغيير في الحجم أو الكم الذي يحصل عليه الفرد من السلع والخدمات.	تهتم بنوعية السلع والخدمات نفسها.
لا يهتم لشكل توزيع الدخل الحقيقي الكلي بين الأفراد.	تهتم بزيادة متوسط الدخل الفردي الحقيقي خاصة بالنسبة للطبقة الفقيرة.
لا يهتم مصدر زيادة الدخل القومي.	تهتم بمصدر زيادة الدخل القومي وبتنويعه.

المصدر: عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص 95.

ثانيا- الفرق بين التنمية والمفاهيم الأخرى:

أهم الفروقات بين التنمية وبقية المصطلحات تتمثل في:¹

1- التنمية والتقدم والتطور الاقتصادي: التقدم الاقتصادي هو الزيادة بين فترة وأخرى لمتوسط الناتج الحقيقي، متوسط الدخل الحقيقي، ومتوسط الاستهلاك الحقيقي للسكان، ويعرف R,Barre التقدم بأنه: "نمو الموارد المتاحة بنسبة تفوق نمو السكان"، ويعبر التقدم الاقتصادي عن "مجموع التحسينات في الميدان الاقتصادي والاجتماعي، المرافقة للنمو"، أما التطور فلغَةً يعني الحركة إلى الأمام، وفي المجال الاقتصادي يعني تقدماً اقتصاديا ما نحو أهداف محددة مسبقاً، إما كمية؛ كزيادة المنتج، أو نوعية؛ كتوزيع أفضل للمداخيل داخل الدولة؛ فالتطور إذا يدل على التغيير والحركة، وغالباً ما يستعمل للدلالة على الحالة الاقتصادية لبلد ما أو لقطاع ما، فنقول مثلاً: التطور الاقتصادي أو التطور الصناعي لبلد ما خلال فترة معينة، وهو ليس مرادفاً للتنمية ولا للنمو؛ إذ إنه يمكن أن يكون هناك تطور في المجال الصناعي بوتيرة أخف من تزايد السكان، فهنا لا يوجد نمو، كما أنه ليس مرادفاً للتنمية؛ إذ إنه يمكن أن يكون هناك تطور اقتصادي دون أن يكون مصحوباً بتغييرات هيكلية وذهنية تضمن استمرارية وانتظام هذا التطور؛ أي أنه لا توجد تنمية.

¹ جلال خشيب، النمو الاقتصادي (مفاهيم ونظريات)، شبكة الألوكة، متاح على الموقع: www.alukah.net, 27/07/2019, 15:44.

2- التنمية والانطلاق الاقتصادي: يشيع استعمال مفهوم الانطلاق الاقتصادي في الكتابات التي تُعنى بشؤون التنمية، وهو ترجمة للمصطلح الإنجليزي Take off، أو المصطلح الفرنسي Décollage، وهناك من يترجمه إلى: "انطلاقة اقتصادية"، ويستند المعجم الاقتصادي في تحديد هذا المفهوم إلى نظرية روستو؛ حيث ينص على أن روستو استخدم هذه الكلمة في نظريته عن التطور الاقتصادي، الذي قسمه إلى خمس مراحل، ومرحلة الانطلاق: هي المرحلة التي تنهزم من خلالها القوى المقاومة للتقدم، ويبدأ عندها ناتج الفرد في المتوسط في الازدياد حاملاً معه تغييرات جذرية في فنون الإنتاجية التي تقوم بها فئة من أفراد المجتمع تميزت بصدق العزيمة، وروح التجديد والابتكار.

إذا يرجع الفضل في تحليل هذا المفهوم وبيانه إلى أستاذ التاريخ الاقتصادي بجامعة كامبريدج، المفكر روستو في كتابه: "مراحل النمو الاقتصادي"، الذي اعتبر فيه أن التنمية "ظاهرة حتمية" تمر بها الدول مرحلياً، والمسألة فقط أن هناك دولاً بدأت قبل الأخرى في السياق الخطي للتنمية.

3- التنمية والتغيير والتحديث الاقتصادي: كثيراً ما يحدث الخلط بين مفهوم التنمية والتغيير والتحديث، فالفارق بينها أن التغيير لا يؤدي بالضرورة إلى التقدم والارتقاء والازدهار؛ فقد يتغير الشيء إلى السالب، بينما هدف التنمية هو التغيير نحو الأفضل بوتيرة متصاعدة، متقدمة ومستمرة، فالتنمية - كما ضح أنفا- تعني الزيادة في القدرة الإنتاجية بشكل يرفع مستوى المعيشة مادياً وثقافياً وروحياً، مصحوباً بقدرة ذاتية متزايدة على حل مشاكل التنمية، أما التحديث فهو جلب رموز الحضارة الحديثة وأدوات الحياة العصرية، مثل: التجهيزات التكنولوجية، والمعدات الآلية، والسلع الاستهلاكية، في الحقيقة لم تصمد نظريات التحديث أمام الانتقادات الموجهة إليها لسبب بسيط جداً، وهو أنها تجاهلت الخصائص النوعية للعالم الثالث أو المتخلف، ووقوع هذه النظريات التحديثية أسيرة النموذج الغربي، لأنها لم تهتم بحقيقة النمو الاجتماعي والإمكانات الذاتية للعالم الثالث.

المطلب الثالث - مؤشرات التنمية الاقتصادية:

تحتاج التنمية الاقتصادية مجموعة من المؤشرات، إما من أجل تقييم الوضع التنموي الحالي بهدف صياغة السياسات والخطط وتحديد الأهداف، أو لأجل تقييم النتائج التنموية المتوصل إليها، ونظراً للتحويلات الواسعة التي تعرفها التنمية باستمرار فإن مؤشرات التنمية الاقتصادية عرفت بدورها تطورات هامة، سيتم التطرق لأبرزها من خلال التالي:

أولاً - مؤشرات الناتج والدخل:

تعتمد مؤشرات الناتج والدخل على قياس التنمية من خلال نصيب الفرد من الناتج أو الدخل الحقيقي الإجمالي، وهو ما يعبر عنه بمعدل الدخل الفردي الحقيقي، وقد استعمله البنك الدولي لمقارنة الظواهر التنموية عالمياً وميز فيه بين

ثلاث مجموعات من الدول: ذات الدخل الفردي الضعيف، ذات الدخل الفردي المتوسط (وتضم مجموعتين من الدول) وذات الدخل المرتفع.¹

تنطوي معايير الدخل على أربعة معايير فرعية، وهي:²

1- معيار الدخل القومي الكلي: تعتمد بعض الدول على الدخل القومي الكلي في قياس التنمية الاقتصادية بدل متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي، إلا أن هذا المقياس لم يلقى قبولا في الأوساط الاقتصادية، وذلك لأن زيادة الدخل -أو نقصه قد لا يؤدي إلى بلوغ نتائج إيجابية- أو سلبية، فزيادة الدخل القومي لا تعني نموا اقتصاديا عندما يزداد السكان بمعدل أكبر، ونقص الدخل القومي لا تعني تحلفا اقتصاديا عندما ينخفض عدد السكان، كذلك يتعذر الاستفادة من هذا المقياس حينما تنتشر الهجرة من دولة إلى أخرى.

2- معيار الدخل القومي الكلي المتوقع: يقترح البعض قياس التنمية الاقتصادية على أساس الدخل المتوقع وليس الدخل الفعلي، فقد يكون لدى الدولة موارد كامنة غنية كما يتوافر لها الإمكانيات المختلفة للاستفادة من هاته الموارد، إضافة إلى ما بلغته من تقدم تقني، في هذه الحالة يوصى بعض الاقتصاديين أن تؤخذ في الاعتبار تلك المقومات عند قياس حجم الدخل، غير أن هذا المعيار توجه إليه نفس الإنتقادات التي توجه للمعيار السابق، فضلا عن صعوبة تقدير وقياس تلك الثروات الكامنة والمتوقعة في المستقبل.

3- معيار متوسط الدخل: يعتبر متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي الحقيقي أكثر المعايير استخداما وأكثرها صدقا عند قياس مستوى التقدم الاقتصادي في معظم دول العالم، إلا أن هناك العديد من المشاكل والصعاب التي تواجه الدول النامية للحصول على أرقام صحيحة تمثل الدخل الحقيقي للفرد، من بين هذه الصعاب، أن إحصاءات السكان والدخول غير كاملة وغير دقيقة.

ثانيا- المؤشرات الاجتماعية:

ظهرت المؤشرات الاجتماعية في أواخر الستينات لمعالجة نقائص المؤشرات المتعارف عليها في التعبير عن الوقائع والتغيرات الاجتماعية والاقتصادية، من خلال توسيع التحليلات الإحصائية الاقتصادية لتضم طيفا واسعا من القضايا الاجتماعية، ومن بين أهم تلك المؤشرات في قياس التنمية الاقتصادية:

¹ عبد اللطيف مصطفى وعبد الرحمن سانية، دراسات في التنمية الاقتصادية، مكتبة حسين العضوية، بيروت، لبنان، 2014، ص 45.

² إيمان عطية ناصف وعلى عبد الوهاب نجا، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق (النظريات، الاستراتيجيات، التمويل)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007، ص ص 97-98.

1- مؤشرات الصحة: هناك العديد من المؤشرات التي تستخدم لقياس مدى التقدم الصحي، تتجلى أهمها فيما يلي:¹

- عدد الوفيات لكل ألف من السكان، عدد الوفيات لكل ألف طفل من السكان، معدل الوفيات للأطفال دون سن الخامسة، معدل الوفيات من الأطفال الرضع (أقل من سنة)، فارتفاع معدل الوفيات يعني عدم كفاية الخدمات الصحية وعدم كفاية الغذاء وسوء التغذية والتي تعتبر من مؤشرا التخلف؛
- معدل توقع الحياة عند الولادة، أي متوسط عمر الفرد، فكلما زاد دل ذلك على درجة التقدم الصحي فالتقدم الاقتصادي والعكس صحيح؛
- جودة الخدمات الصحية المقدمة للأفراد من أهمها: عدد الأفراد لكل طبيب، عدد الأفراد لكل سرير بالمستشفيات؛
- نسبة الإنفاق على الصحة إلى إجمالي الناتج المحلي وكذلك إلى إجمالي الإنفاق الحكومي.

2- مؤشرات التعليم: للتعليم أثر واضح على جانبي الإنتاج والاستهلاك، فالإنفاق على التعليم يعتبر استثمارا وليس استهلاكاً، لما يحققه هذا الاستثمار البشري من عوائد مرتفعة سواء للأفراد أو للمجتمع ككل، ومن أهم المؤشرات التي تستخدم في التعرف على المستوى التعليمي والثقافي ما يلي:²

- نسبة المتعلمين الذين يعرفون الكتابة والقراءة من أفراد المجتمع؛
- نسبة المسجلين في مراحل التعليم المختلفة من أفراد المجتمع؛
- نسبة الإنفاق على التعليم إلى إجمالي الناتج المحلي، وكذلك إلى إجمالي الإنفاق الحكومي.

3- مؤشرات التغذية: تعاني الدول النامية من عدم قدرتها على تدبير الغذاء الأساسي لسكانها، فعلى الرغم من الإنتاج العالمي للغذاء قد ازداد، إلا أن زيادة إنتاج الغذاء فيها الدول النامية يلاحق الزيادة في عدد سكانها، وترتب على ذلك زيادة اعتماد الدول النامية على إنتاج دول أخرى، ولعلاج هذا الموضوع يتطلب الأمر زيادة الاهتمام بالقطاع الزراعي وتطويره وتقديم المنح والمعونات للمشروعات الزراعية التي سترتب على إقامتها زيادة إنتاج الغذاء.³

ومن أهم المؤشرات التي تستخدم للتعرف على مستوى التغذية في المجتمع، ما يلي:⁴

¹ أحمد رمضان نعمة الله وآخرون، التنمية الاقتصادية ومشكلاتها (مشاكل الفقر، التلوث البيئي، التنمية المستدامة)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 106.

² محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 117.

³ أحمد رمضان نعمة الله وآخرون، مرجع سابق، ص 107.

⁴ محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، مرجع سابق، ص 118.

- متوسط نصيب الفرد من السرعات الحرارية خلال اليوم؛

- نسبة النصيب الفعلي من السرعات الحرارية إلى متوسط المقررات الضرورية للفرد.

4- مؤشرات نوعية الحياة المادية: تعتبر المعايير الصحية والتعليمية ومعايير التغذية معايير فردية تعتمد على ناحية اجتماعية بذاتها، أما معيار نوعية الحياة المادية فهو معيار اجتماعي مركب يتضمن أكثر من جانب من جوانب الحياة، ولذا، فإنه أكثر شمولاً مقارنة بالمعايير الفردية، ويتكون هذا المعيار من ثلاثة مؤشرات فرعية هي:¹

- توقع الحياة عند الميلاد (مؤشر صحي للكبار)؛

- معدل الوفيات بين الأطفال (مؤشر صحي للصغار)؛

- معرفة القراءة والكتابة (مؤشر تعليمي).

5- دليل التنمية البشرية: في منتصف الثمانينات وبداية التسعينات اتضح للقائمين على التنمية بصفة عامة وللمنظمات الدولية بصفة خاصة، أن عمليات التنمية تتم بالبشر وللبشر، لذلك فقد تم التوصل سنة 1990 إلى مؤشر للتنمية البشرية يجمع بين كل من التعليم، الصحة، والدخل، وهو مقياس حديث نسبياً توصل إليه برنامج الأمم المتحدة، وبذلك يعد دليل التنمية البشرية من المعايير المركبة، حيث يتكون من ثلاثة أدلة جزئية أو فرعية:²

5-1- دليل توقع الحياة: وهو يجمع بين مؤشري طول الحياة والصحة؛

5-2- دليل التعليم: حيث يرتبط التعليم بتحسين نوعية الحياة وسهولة الوصول إلى المعرفة، كما يساهم بفاعلية في تمكين الفرد من الحصول على فرص العمل؛

5-3- دليل الناتج المحلي الإجمالي: الذي يجمع العديد من المؤشرات الاقتصادية المؤثرة على حياة الأفراد.

التنمية البشرية هو مؤشر مركب للتنمية، تحدد القيم القصوى والدنيا لكل المتغيرات الثلاث، ليتم تطبيع المؤشر في معدل محصور بين الصفر والواحد الصحيح يحسب من خلال العلاقة التالية:³

$$\text{مؤشر التنمية البشرية IDH} = \frac{1}{3} (\text{مؤشر العمر المتوقع}) + \frac{1}{3} (\text{مؤشر التعليم}) + \frac{1}{3} (\text{مؤشر الناتج المحلي الإجمالي})$$

¹ محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، مرجع سابق، ص 120.

² سعد طه علام، التنمية والمجتمع، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر، 2006، ص 249، كتاب متاح على الرابط:

https://books?id=mehVDwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ar&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onpage&q&f=fals, 03/08/2019, 17:44.

³ واين نافزيجر، التنمية الاقتصادية، ترجمة هبة عز الدين حسين وياسر عز الدين حسين، دار حميثرا، القاهرة، مصر، 2018، ص 65.

يأخذ هذا المؤشر قيما تتراوح بين 0 و1، وتقسم الدول حسبها إلى ثلاث مجموعات:¹

- دول ذات تنمية بشرية منخفضة لما: $IDH < 0.5$ ؛
- دول ذات تنمية بشرية متوسطة لما: $0.5 < IDH < 0.8$ ؛
- دول ذات تنمية بشرية مرتفعة لما: $0.8 < IDH < 1$.

علما انه قد تضمن تقرير التنمية البشرية لعام 2010 تعديلا جزئيا لكيفية حساب المؤشر في أبعاده الثلاث وتغيرت معادلة حساب مؤشر التنمية البشرية لتصبح:

$$\text{مؤشر التنمية البشرية IDH} = (\text{مؤشر العمر المتوقع} + \text{مؤشر التعليم} + \text{مؤشر الناتج المحلي الإجمالي}) \times \frac{1}{3}$$

وبذلك اعتمد دليل التنمية البشرية 2010 تصنيفا للدول يختلف عن التصنيف السابق، حيث صنفها في أربع مجموعات:

- دول ذات تنمية بشرية مرتفعة جدا؛
- دول ذات تنمية بشرية مرتفعة؛
- دول ذات تنمية بشرية متوسطة؛
- دول ذات تنمية بشرية منخفضة.

ختاما لما تقدم ضمن هذا المبحث يتضح جليا أن التنمية الاقتصادية تمثل العصب المحرك لأي هيكل اقتصادي في كل دولة من العالم نظرا للأهداف المحورية التي تسعى لتحقيقها عملية التنمية، هاته الأخيرة لتحقيقها لا بد من توافر جملة من المتطلبات والعناصر التي تمثل أساس عوامل الإنتاج في البلاد، التي إذا توافرت وتم استغلالها بأمثلية توجت عملية التنمية الاقتصادية بما ترمي لتحقيقه بوصولها للأولويات المحددة مسبقا، كما أنه ولقياس المستوى التنموي الذي توصلت له الدولة بغية المقارنات الزمنية والدولية لا بد من الاعتماد على جملة من المؤشرات التي تجمع بين الجانبين الاقتصادي والاجتماعي لعملية التنمية، حيث يعد مستوى النمو الاقتصادي أهم تلك المؤشرات الاقتصادية بينما يعد معدل التنمية البشرية من بين أهم المؤشرات الاجتماعية لعملية التنمية.

¹ عبد اللطيف مصبطني وعبد الرحمان بن سانية، دراسات في التنمية الاقتصادية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2014، ص 54.

المبحث الثاني - آليات تمويل التنمية الاقتصادية:

بتوفير مصادر التمويل يمكن لعملية التنمية الاقتصادية السير بخطى أسرع، ويستعان بالمدخرات الأجنبية لاستكمال النقص في المدخرات الوطنية، ومن هنا فإن دراسة التنمية تقتضي الإحاطة بمصادر الادخار الوطني (المصادر الداخلية لتمويل التنمية) ومصادر الادخار الأجنبي (المصادر الخارجية لتمويل التنمية).

المطلب الأول - أساسيات حول تمويل التنمية الاقتصادية:

يشكل التمويل أحد الدعائم الأساسية لدعم وتطوير القوى المنتجة، فهو يساعد على تنمية وتوسيع المشاريع المنتجة وقبل الشروع في تفصيل صيغ التمويل التي يمكن من خلالها تمويل التنمية الاقتصادية لابد أولاً من تحديد ماهية التمويل وخصائص وأهمية التمويل من خلال أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال العناصر التالية:

أولاً - مفهوم تمويل التنمية الاقتصادية:

يتضح مفهوم تمويل التنمية الاقتصادية من خلال الآتي:

1- تعريف التمويل: يعرف التمويل في شكله العام بأنه:

"إمكانية حصول المشروع على الموارد المالية اللازمة، فبناءً عليها يتحدد: حجم المشروع، وإمكانياته وكذا العائد الذي يمكن تحقيقه".¹

"الإمداد بالأموال في وقت الحاجة إليها".²

"هو وضع خطط للحصول على الموارد المالية، ومن ثم استخدام هذه الموارد بشكل يؤدي إلى زيادة فعالية عمليات وانجازات المؤسسة إلى حد الأقصى".³

مما سبق يمكن أن يعرف التمويل على أنه: مجموع الطرق المالية والقرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال عقلاني بما في ذلك الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى زيادة فعالية العملية الإنتاجية.

¹ سعد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار طيبة، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2004، ص 64.

² طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2010، ص 21.

³ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص 19.

2- تعريف تمويل التنمية الاقتصادية: تمويل التنمية الاقتصادية يعرف على أنه:

"تجميع المال وتقديمه إلى أصحاب العجز، سواء لغرض الاستهلاك أو الاستثمار في مشاريع يتوقع أن تحقق أرباحا تغطي تكلفة هذه الأموال، إذ هناك طرفان أساسيان يتمثلان في أصحاب الفائض المالي من جهة وأصحاب العجز المالي من جهة أخرى، وفي بعض الحالات يوجد طرف ثالث يسمى الوسيط المالي، الذي عادة ما يتمثل في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وتسمى العملية في هذه الحالة بالتمويل عن طريق الوساطة المالية وهو ما يعرف بالتمويل غير المباشر، ليسمى بالتمويل المباشر عندما يكون عن طريق أسواق الأوراق المالية".¹

"الدعامة الرئيسية لتوفير متطلبات واحتياجات عمليات التنمية التي تتطلب تعبئة أكبر قدر ممكن من الموارد المالية، حيث يحقق هيكل التمويل الأفضل أكبر معدلات للتنمية بشكل مستمر ومتزايد عبر الزمن والتي تعود بالمنفعة على الاقتصاد والمجتمع ككل".²

وبالتالي فتمويل التنمية الاقتصادية هي عملية انتقال رؤوس الأموال غير الموظفة من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز من أجل توظيفها بشكل فعال، وتكون عملية الانتقال هذه من خلال الوسطاء الماليين، ليشكل التمويل بذلك أحد المقومات الأساسية لتحقيق تنمية اقتصادية للبلاد، من خلال توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها.

ثانياً- خصائص التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية:

يمكن حصر أهم خصائص التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية فيما يلي:³

- نظام التمويل المباشر يتم عن طريق أسواق الأوراق المالية، ويقوم على النظرية النيوكلاسيكية في الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية والدور المركزي للادخار؛
- تمويل ذاتي مرتفع للمؤسسات حيث يمكن اعتبار اقتصاد الأسواق المالية اقتصاد الأموال الخاصة، خصوصاً في حالة التمويل عن طريق إصدار الأسهم؛
- لا تهمل الوساطة في هذا النظام وإنما تعتبر كفرع في السوق؛

¹ شوقي بوقبة، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية (دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة)، عالم الكتب الحديث، أريد، الأردن، 2013، ص 12.

² إيمان رحال، تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل الاقتصاد خلال الفترة (2005-2015)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2017، ص 141.

³ عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 104.

- مشكلة إعادة التمويل ليست أساسية والعودة إلى البنك المركزي جزئية لأن البنوك التجاري لا تعود لتستدين من البنك المركزي؛
- المديونية للخزينة العمومية يتم تحديدها بجرية وتعتبر بشكل جيد عن العلاقات بين العرض والطلب على رؤوس الأموال؛
- يلجأ البنك المركزي في هذا النظام إلى استخدام سياسة السوق المفتوحة.

ثالثاً- أهمية التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية:

- لقد تزايد الاهتمام بالتمويل من خلال أسواق الأوراق المالية نتيجة تضافر مجموع من العوامل، منها ما هو دولي ومنها ما هو محلي يتعلق بالأوضاع الداخلية لكل دولة، من أهم هذه العوامل:¹
- عجز الدولة عن تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تتطلب في الغالب رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر في خزينة الدولة، الشيء الذي يدفع بالدولة ربما للاقتراض الخارجي وما يترتب عنه من تبعات وخيمة تطل استنزاف موارد الأجيال اللاحقة، أو اللجوء إلى الاقتراض الداخلي سواء من البنك المركزي أو من البنوك التجارية ما يؤدي إلى مزاحمة ومنافسة القطاع الخاص في الحصول على القروض؛
 - عدم قدرة البنوك التجارية على توفير التمويل متوسط وطويل الأجل لعدة أسباب، من أهمها مشاكل التعرض لمخاطر التضخم مخاطر قصر آجال مواردها المالية؛
 - تسرب كمية معتبرة من المدخرات خارج الدورة الاقتصادية نتيجة زيادة الوعي والثقافة الإسلامية في كثير من الدول الإسلامية وغير الإسلامية بحزمة التعامل بالربا، فواكب ذلك البحث عن قنوات بديلة تخلو من المحظورات الشرعية بغية الاستفادة من تلك المدخرات؛
 - جلب الاستثمار الأجنبي بتمويل التنمية المحلية من خلال السماح للأجانب من تلك الأوراق المالية للشركات المحلية، أو إصدار الشركات المحلية لأوراق مالية في الأسواق المالية الدولية؛
 - قدرة أسواق الأوراق المالية على تنشيط المشاريع الصغيرة والمتوسطة ذات الأفاق المستقبلية الواعدة من خلال إيجاد تمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل المصرفي الذي غالباً ما يكبل ويكبح قدرات المشاريع ذات الأحجام الصغيرة والمتوسطة على التطور والنمو.

¹ عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص ص 104-105.

المطلب الثاني - المصادر الداخلية لتمويل التنمية الاقتصادية:

تمثل مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية أساس أي عملية تنموية، نظرا لأهميتها في تمويل التنمية الاقتصادية في الدول النامية والمتقدمة، وسيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى هذه المصادر على النحو التالي:

أولاً - الادخار الاختياري:

يقصد بالادخار الاختياري ذلك الجزء من الدخل الذي يقوم الأفراد بادخاره بمحض إرادتهم، ويعتبر الادخار الفردي تابعا للدخل، أي أن هناك علاقة دالية بين الدخل والادخار، حيث أن الادخار يمثل المتغير التابع بينما الدخل المتغير المستقل، أي أنه كلما زاد الدخل أدى ذلك إلى زيادة الادخار بمعدلات متزايدة عبر الزمن، وهذا ما يسمى بالميل الحدي للادخار.

يتحدد حجم الإنفاق الاستهلاكي للأفراد وكذلك مدخراتهم بعاملين: الدخل الممكن التصرف فيه، والميل الحدي للاستهلاك، لأن الاستهلاك يرتبط بالعوامل الشخصية والموضوعية وهي ثابتة في أغلب الأوقات، الأمر الذي يبين أن التغيرات في الادخار ومن ثم في الإنفاق الاستهلاكي في المدة القصيرة تتوقف على مستوى الدخل، وليس على الميل الاستهلاكي، لأن هذا الأخير يزيد بزيادة ضئيلة عندما يزيد الدخل.¹

ويضم الادخار الاختياري صيغتين لتمويل التنمية الاقتصادية تتمثلان في:

1- مدخرات القطاع العائلي: تمثل مدخرات القطاع العائلي الفرق بين الدخل المتاح (أي الدخل بعد تسديد الضرائب) وبين الإنفاق على أوجه الاستهلاك المختلفة، وتعتبر مدخرات القطاع العائلي أهم مصادر الادخار في الدولة النامية بالمقارنة مع الدول المتقدمة، وتتمثل مصادر مدخرات القطاع العائلي في:²

- المدخرات التعاقدية كأقساط التأمين والمعاشات وحصيلة الصناديق المختلفة التي تنشئها الهيئات والمؤسسات، حيث تنفق هذه الأوعية في طبيعتها الإلزامية واتصافها بقدر من الاستقرار؛
- الزيادة في الأصول النقدية الخاصة بالأفراد، الذين يحتفظون بها في صورة نقود أو أصول أخرى كالحلى والمجوهرات أو تأخذ شكل الودائع في صناديق التوفير أو المصارف، سواء الجارية أو الآجلة أو تستخدم في شراء الأوراق المالية من الشركات أو الأوراق المالية المختلفة؛

¹ الطيب داودي، الاستراتيجية الذاتية لتمويل التنمية الاقتصادية، دار الفجر، القاهرة، مصر، 2008، ص ص 58-59.

² محمد عبد العزيز عجمية ومحمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية (مفهومها، نظريتها، سياساتها)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص ص

- الاستثمار المباشر في اقتناء الأراضي والمزارع والمتاجر والمساكن والتي تنتشر أكثر ما تنتشر في البيئات الريفية حيث يصاحب الاستثمار الادخار لأن المدخر هو نفسه المستثمر.

2- مدخرات قطاع الخاص: أي ما تقوم المنشآت والشركات الزراعية والصناعية والتجارية والخدمية بادخاره، وتعتبر مدخرات هذا القطاع أهم مصادر الادخار عموماً في الدول المتقدمة اقتصادياً، ويتوقف ادخار قطاع الأعمال على الأرباح المحققة وعلى سياسة توزيع تلك الأرباح، فكلما كانت الأرباح كبيرة كلما زادت المدخرات، كذلك كلما كانت سياسة توزيع الأرباح غير مستقرة ومنظمة فإنه يترتب على ذلك زيادة ادخار المنشآت في فترات الرواج والرخاء بينما تميل إلى الانخفاض أو الاختفاء في فترات الكساد والركود.¹

ثانياً- الادخار الإجباري:

يقصد به ذلك الجزء من دخول الأفراد والذي يقتطع بطريقة إلزامية بغرض تمويل الاستثمارات لأغراض التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومعنى ذلك أن هذا النوع من الادخار لا يصدر عن قرارات الأفراد للقيام به وإنما يكون لفرض الدولة لبعض الضرائب على الدخل، ولا يمكن للفرد سحب أو استعمال هذا النوع من المدخرات الإجبارية.

تعتبر الاحتياطات التي تقتطعها الشركات والمؤسسات من أرباحها من مصادر الادخار الإجبارية، يضاف إليها التأمين الإجباري والادخار الناتج عن مقدرة بعض الشركات والمؤسسات على تحديد أسعار منتجاتها تزيد على تكاليف الإنتاج، وعليه فإن مدخرات القطاع الفردي تكون ناتجة عن عمل وجهد الفرد وتعرف في أية فترة زمنية بأنها الفرق بين الدخل الجاري للأفراد، وبين نفقاتهم الجارية في الإنفاق الاستهلاكي مضافاً إليه الضرائب المباشرة.²

وينقسم الادخار الإجباري إلى الصيغ التالية:

1- الادخار الحكومي: تتكون مدخرات القطاع الحكومي من الفرق بين الإيرادات الجارية المتمثلة أساساً في الضرائب المباشرة وغير المباشرة والرسوم والضرائب الجمركية وغيرها وبين الإنفاق الجاري الذي يعني تلك الأموال التي تنفقها الحكومة على مرافقها التقليدية كالأمن والدفاع والصحة والتعليم وغيرهم، وفي المجالات غير التقليدية مثل نفقات الدولة على الخدمات المختلفة وتكاليف الدعم وما إلى ذلك.

تتوقف المدخرات الحكومية على مرحلة النمو الاقتصادي الذي تلعبه الدولة، فالمجتمع الذي قطع مرحلة كبيرة في التنمية الاقتصادية يرتفع بها معدل الادخار الحكومي أكثر من ذلك المجتمع الذي لا يزال في بداية المراحل الأولى

¹ محمد عبد العزيز عجمية ومحمد علي الليثي، مرجع سابق، ص 241.

² الطيب داودي، مرجع سابق، ص 59.

للتنمية، وتكمن زيادة المدخرات الحكومية في إتباع أسلوبين في وقت واحد أولهما ترشيد الإنفاق العام وثاني زيادة الموارد السيادية، ويتمثل الأسلوب الثاني في زيادة موارد الدولة بالأخص مواد القطاع الإنتاجي العام لأن التركيز على زيادة الضرائب قد يؤدي إلى ظهور نتائج سلبية لأن الطاقة الضريبية للأفراد محدودة، وقد يكون ذلك ممكناً في التوسع في الضرائب المفروضة على الدخل العالية والسلع الكمالية وما إليها، كما أن حصيلة الصادرات تؤدي إلى زيادة مدخرات القطاع الحكومي والمتمثلة في زيادة الضرائب المفروضة على هذا القطاع.¹

2- التمويل بالتضخم: التمويل التضخمي أو ما يسمى بالتمويل عن طريق عجز الميزانية العامة، ما يعني اللجوء إلى الاقتراض لسد الفجوة بين الإيرادات والنفقات العامة من البنك المركزي أو من الجمهور أو من الخارج، ويعتبر التمويل التضخمي من بين أحد الوسائل الأساسية التي تلجأ إليها مختلف الحكومات لتحويل الموارد من استخداماتها الحالية إلى الاستثمارات التي تفضلها، بمعنى نقل الموارد من الاستهلاك إلى الاستثمار وبالتالي زيادته.²

يوضح التمويل بالعجز عن طريق الإصدار النقدي الاختلاف بين التضخم كظاهرة، والتضخم كوسيلة، فمن المعروف أن التضخم ظاهرة اقتصادية تنتج من زيادة التدفقات النقدية عن السلعية، حيث يؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار، وأما التضخم كوسيلة فينشأ عادة من الاختلال المالي الذي ينتج من زيادة وسائل النقد المتاحة نتيجة للإصدار النقدي الذي يهدف لتمويل العجز في الميزانية العامة وهو ما يطلق عليه اصطلاح التمويل بالعجز أو التمويل التضخمي حيث تزداد كمية النقود وحجم السيولة بقدر يتجاوز معدل الزيادة في الدخل القومي الحقيقي، وقد تلجأ كثير من الدول النامية إلى الإصدار النقدي لتمويل التنمية الاقتصادية، كما تلجأ الدول المتقدمة إلى التوسع في هذا الإصدار النقدي من أجل تحريك الأنشطة الإنتاجية لزيادة الإنتاج وفرص العمالة وجميع الموارد الاقتصادية الأخرى التي تؤدي في النهاية إلى زيادة الإنتاج القومي.³

3- الادخار الجماعي: وهي المدخرات التي تقتطع من دخول بعض الجماعات بطريقة إجبارية طبقاً لتشريعات معينة ملزمة بقانون، ويتمثل هذا الادخار في أرصدة صناديق التأمينات الاجتماعية بأنواعها المختلفة وهي متعلقة بالعاملين في الجهاز الإداري للدولة والهيئات العامة وفي الوحدات الاقتصادية التابعة لها، حيث تقدم هذه الأموال المجتمع إلى الهيئات المختلفة التي تحتاج إليها في صورة استثمارات تمثلها أحياناً أوراق مالية مختلفة، وما يميز هذا الادخار عن باقي الادخارات الإجبارية هو أن الأفراد المساهمين في تكوينها يحصلون على مزايا مباشرة مثل الخدمات الصحية، والتعويضات، والمعاشات، ويعني هذا أن الادخار إلى جانب إسهامه في تمويل التنمية الاقتصادية، فإنه يسهم أيضاً في

¹ الطيب داودي، مرجع سابق، ص 61.

² عمار زيتوني، التمويل التضخمي وأهميته في الدول النامية، مجلة الإحياء، العدد 01، المجلد 07، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2005، ص 374-375.

³ إبراهيم متولي حسن المغربي، الآثار الاقتصادية للتمويل بالعجز، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 79-80.

استقرار العلاقات الاجتماعية بين الأفراد عن طريق تأمين حياتهم ومستقبلهم وضمان حقوقهم، ولذا فهو أكثر قبولاً لدى الأفراد والهيئات عن الأنواع الأخرى للادخار الإجباري.¹

4- القروض العامة الداخلية: إن ضعف الوعي الادخاري وعدم صلابة الإيمان بالتنمية وتمويلها دفع بالسلطات إلى اللجوء للتكوين الادخاري الإجباري كالضرائب، لكن قصور الطاقة الضريبية وضعف إدارتها جعلها تلجأ إلى بديل لا جبر فيه ألا وهو القروض العامة، وتعرف القروض العامة الداخلية بأنها المبالغ المالية التي تحصل عليها الدولة عن طريق الاستدانة من قبل شخص معنوي آخر مقيم فيها سواء كان من الأفراد أو البنوك أو الهيئات الخاصة أو العامة مع التعهد بردها ودفع فائدة عنها وفقاً لشروط معينة.²

5- الضرائب: تعتبر الضرائب الوسيلة التي يتم بموجبها تحويل جزء من الدخول لدى الأفراد والشركات إلى الحكومة، وهذه الضرائب تستخدمها الحكومة لأغراض الإنفاق الجاري وكذلك لأغراض الاستثمار، وأن النوع الثاني من الإنفاق هو الذي يساعد على تحقيق التنمية ويرفع من معدل نمو الناتج ونمو تراكم رأس المال، والسياسة الضريبية الناجحة والتي تساعد على دفع عملية التنمية الاقتصادية يجب أن تهدف إلى جملة أمور أهمها:³

- يجب أن تستهدف تعبئة الفائض الاقتصادي وتوجيهه لأغراض التنمية؛
- يجب أن تستهدف الحد من الاستهلاك وخاصة غير الضروري؛
- يجب أن يكون الهيكل الضريبي مرناً بحيث يستجيب للتغيرات الاقتصادية الجارية؛
- يجب أن تستهدف أيضاً تغيير نمط الاستثمار، كذلك الحد من تفاوت مستويات الدخول ومستويات الاستهلاك المختلفة.

ثالثاً- التمويل المصرفي والتمويل عن طريق الأسواق المالية:

تحتاج التنمية الاقتصادية إلى كل من القطاع المصرفي والسوق المالية من أجل عملية التمويل، وسيتم التعرف على هاذين النوعين من التمويل من خلال التالي:

1- التمويل المصرفي: تعتبر المصارف بأشكالها المختلفة أهم المنشآت المالية في تزويد قطاع الأعمال بالاحتياجات التمويلية المتنوعة نظراً لعدم كفاية مواردها الذاتية، وتمثل احتياجات قطاع أعمال سواء أكان عاماً أو خاصاً وسواء

¹ مصطفى عبد اللطيف وسانية عبد الرحمن، مرجع سابق، ص ص 226-227.

² المرجع نفسه، ص 227.

³ مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية - نظريات وسياسات وموضوعات -، دار وائل، عمان، الأردن، 2007، ص ص 192-193.

كان يعمل في مجال الصناعة أو الزراعة أو التجارة أو الخدمات الأخرى، في تمويل كل من رأس المال الثابت ورأس المال العام، أي تتمثل في احتياجاتها إلى كل من القروض الطويلة والقصيرة الأجل.¹

2- التمويل عن طريق الأسواق المالية: تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في النشاط الاقتصادي، بفعل ما تقدمه من خدمات أصبحت من أكبر الدعائم التي تعزز نمو هذه الاقتصاديات وتطورها، وإن الأداء الجدي لهذه الأسواق يعني قدرتها على تعبئة المدخرات وتوجيهها للفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية، التي تخدم أغراض النمو وحسن أداء الاقتصاد ويتطلب هذا وجود ضوابط وتشريعات لإزالة أي مشكلات أو عوائق تؤثر على أداء الأسواق المالية.²

المطلب الثالث - المصادر الخارجية لتمويل التنمية الاقتصادية:

تلجأ الدول النامية إلى التمويل الخارجي بمصادره المختلفة لتمويل خططها التنموية عند عدم كفاية مصادرها الداخلية، وسيتم إبراز هذا النوع من مصادر التمويل من خلال التالي:

أولاً - القروض الخارجية:

وهي الأموال التي تقرضها مصادر الإقراض الأجنبية المتعددة إلى الدول بناء على مجموعة من القواعد والأسس المالية والتجارية السائدة وفقا لظروف السوق مع التعهد بردها، وبدفع فائدة عليها وفق شروط متفق عليها، وتنقسم هذه القروض من حيث الشروط التي تمنح على أساسها إلى قروض تجارية والتي تحدد شروطها المالية وفقا لأسواق رأس المال الدولية، وقروض سهلة والتي تعقد بشروط ميسرة تتضمن عنصر الهبة، ويمكن التمييز بين نوعين من القروض:³

1- القروض العامة: وهي تلك القروض التي تحصل عليها حكومة الدولة المقترضة من خارج حدودها على أسس تجارية من الجهات المقرضة سواء كانت حكومية أو هيئة تابعة لها أو هيئات دولية أو إقليمية.

2- القروض الخاصة: وهي تلك القروض التي تحصل عليها الدول المقترضة من الأفراد أو الهيئات الأجنبية الخاصة.

¹ محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، مرجع سابق، ص 263.

² مصطفى عبد اللطيف وسانية عبد الرحمن، مرجع سابق، ص ص 231-232.

³ مازن حسن باشا، التمويل الخارجي وأثره على الهيكلة في القطاعات الاقتصادية، دار الأيام، عمان، الأردن، 2014، ص ص 19-20.

ثانيا- المساعدات الأجنبية:

المساعدات الخارجية عبارة عن انسياب رؤوس الأموال من الدول المتقدمة والمؤسسات الدولية، وفقا لشروط ميسرة بعيدا عن القواعد والأسس التجارية والمالية السائدة في الأسواق المالية والدولية، مما يقلل من أعباء خدمة التدفقات المالية على الدولة المستقبلية لها، ويمكن التمييز بين ثلاثة أشكال من المساعدات، وهي:¹

1- القروض الميسرة: تمتاز عن القروض التجارية بما يسمى بعنصر الهبة، والمتمثل بالشروط المالية التي تمنحها الدول المانحة للدول المستقبلية فيما يتعلق بانخفاض سعر الفائدة أو عدم وجوده نهائيا، وطول مدة السداد، ووجود فترة سماح، بالإضافة لإمكانية تسديد القروض كليا أو جزئيا بعملة الدول المستقبلية للقروض، وقد تكون هذه القروض مقيدة أو غير مقيدة، فالقروض المقيدة هي التي يفرض فيها على الدول المستلمة للقروض أن تنفقه على استيراد السلع والخدمات من الدول المانحة للقروض، أما القروض غير المقيدة فهي التي تسمح للدولة المستلمة باستيراد السلع والخدمات من مصادر أخرى.

2- الهبات: وهي التي تقدم لتمويل مشاريع صغيرة ومحدودة مثل: مشاريع القطاع الخاص، والمشاريع الاجتماعية، أو من أجل تشجيع الصناعة، والهدف من تقديم هذه المساعدات هو تحسين الأوضاع الاجتماعية والمعيشية للدولة المستلمة لها.

3- المساعدات الغذائية والفنية: وتشمل الاستشارات والدراسات، ووضع برامج التدريب وكذلك تقديم المعدات والآلات والمنح الدراسية، بالإضافة إلى تقديم الغذاء والدواء وغير ذلك من متطلبات الحياة والعيش الكريم.

ثالثا- التجارة الخارجية والاستثمارات الأجنبية:

تعد كلا من التجارة الخارجية والاستثمارات الأجنبية أحد الأساليب التمويلية للتنمية الاقتصادية، حيث:

1- التجارة الخارجية: العلاقة بين التجارة الخارجية والتنمية الاقتصادية تركز على جانبي التخصص واتساع حجم السوق، فقيام التجارة يؤدي إلى اتساع حجم السوق مما يزيد من التخصص المؤدي إلى تخصيص الموارد بأكثر كفاءة، فيزداد النمو الاقتصادي ورفاهية المجتمع، وبالتالي فإن هذا الدور الفاعل للتجارة الخارجية كونها تمكن من توفير حافز فعال للنمو الاقتصادي.²

¹ سامر علي عبد الهادي، التمويل الخارجي وأثره على الفجوات الاقتصادية، دار الأيام، عمان، الأردن، 2015، ص ص 60-61.

² عبد الغفار غطاس ومحمد زوزي، أثر تحرير التجارة الخارجية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1980-2011)، مجلة الباحث، العدد 15، المجلد 15، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015، ص 285.

2- الاستثمارات الأجنبية: ويقصد بها تلك الاستثمارات في مشروعات يملكها ويديرها الأجانب سواء كانت الملكية كاملة أو كانت بحصة تكفل السيطرة على إدارة المشروع، وغالبا ما تكون في صورة مشروعات تمارس نشاطها في الدول النامية، أو فروع لشركات أجنبية في الخارج.¹

يأتي الاستثمار الأجنبي ومعه عناصر تميزه، متمثلة في التكنولوجيا وحلق وظائف جديدة، ومعارف إدارية، وتشجيع الدخول في سوق التصدير، والدول النامية بأمس الحاجة إليها، فالاستثمار الأجنبي يمثل أهمية كبرى لكل من المستثمر والدول المضيفة له، بالنسبة للمستثمر، فإن الفوائد المتوقعة تتمثل في مد السوق الداخلي للشركة من خلال الاقتراب من الموارد الطبيعية مثل البترول، وتنوع النشاط الإنتاجي أما بالنسبة للدول النامية، فإن هناك العديد من الاعتبارات التي تجعل من الاستثمارات الأجنبية ضرورة بالنسبة لها:²

- الاستثمار الأجنبي هو مصدر لتدفق رأس المال اللازم لتمويل عجز الميزان التجاري الذي تعاني منه الكثير من الدول النامية؛
- يعوض الاستثمار الأجنبي النقص الحاد في الادخار القومي الذي تعانيه الكثير من الدول النامية وذلك لتمويل عمليات التنمية والاستثمار؛
- ونظرا لأنه من الضروري القيام بقدر من الاستثمار وذلك للحفاظ على نمو اقتصادي بعيد المدى، فالاستثمار الأجنبي يساعد الاقتصاد على التأقلم مع الصدمات الاقتصادية الخارجية إذا ما أحسن إدارته؛
- يساهم الاستثمار في تنمية قطاع التصدير؛
- الاستثمار الأجنبي يساهم في تنمية أنشطة البحوث والتطوير في الدولة المضيفة؛
- الاستثمار الأجنبي يتضمن نقل التكنولوجيا، وكنيجة لذلك فإن مهارات العمال ستتطور وسوف تفتح قنوات التسويق والتصدير.

رابعا- المؤسسات الدولية:

يتمثل كل من البنك الدولي والشركات متعددة الجنسيات في أهم المؤسسات الدولية التي تقدم التمويل للتنمية الاقتصادية، وهو ما سيتم تفصيله ضمن الآتي:

¹ عبد الله خبايا، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2014، ص 101.

² محمد عثمان مختار، الاستثمار الأجنبي المباشر ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية في السودان خلال الفترة (2000-2012)، مجلة أماراباك، العدد 13، المجلد 4، جامعة قطر، قطر، 2013، ص ص 19-20.

1- البنك الدولي: تلعب المؤسسات المالية الدولية لاسيما البنك الدولي دورا متزايد الأهمية في إدارة وتوجيه معظم المشكلات الاقتصادية للدول النامية، وفي تشخيص هذه المشكلات طبقا للرؤية الخاصة بها، وفرض الحلول وتقديم التوصيات والمقترحات لعلاجها، ويكمن دور البنك الدولي في كونه لا يتوقف فقط على حجم ومقدار ما تقدمه هذه المؤسسات من قروض ومساعدات للتنمية -رغم قتلها عن الاحتياجات المتزايدة للتنمية في هاته الدول- وإنما كذلك لما يترتب عن إقدام البنك الدولي على تمويل أحد المشروعات في دولة معينة من دفع العديد من الهيئات والمؤسسات ووكالات المساعدات الأخرى إلى الإقدام والمشاركة في تمويل هذا المشروع باعتبار أن إقدام البنك على التمويل بمثابة شهادة صلاحية تثبت سلامة إعداد هذا المشروع.¹

2- الشركات متعددة الجنسيات: الشركات متعددة الجنسيات هي عبارة عن مؤسسات تجارية تشتمل على كيانات في بلدين أو أكثر بصرف النظر على الشكل القانوني لهذه الكيانات وميادين نشاطها، تعمل بموجب نظام لاتخاذ القرارات يسمح بوضع سياسات مترابطة استراتيجية مشتركة من خلال مركز أو أكثر لاتخاذ القرارات، تربط فيها الكيانات عن طريق ملكية أو غير ذلك بشكل يدمج لواحدة منها أو أكثر بممارسة تأثير ملحوظ على أنشطة الكيانات الأخرى وخصوصا بالمشاركة في المعلومات الواردة ومسؤوليات مع الآخرين.

وتتميز الشركات متعددة الجنسيات سواء كانت خاصة أو عامة بموقعها الاستراتيجي العالمي في تسيير مواردها الاقتصادية والفنية الخاصة بالإنتاج إذ تعمل في ظل شروط الاحتكار الأقلية للمشروعات وليست وفقا لشروط المنافسة الحرة، وهذه الشركات على الرغم من أنها تستثمر الجزء الكبير من مواردها في العديد من الدول وذلك بواسطة فروعها المتواجدة عبر الدول النامية إلا أنها تبقى دائما مرتبطة بهذه الأخيرة والتي تسيطر على الغالبية العظمى من الأموال وتظل تابعة لها وهذا ما أدى بالتحكم في رقابتها الموزعة بصفة نسبية حسب مصالح الشركة.²

ختاما لما تقدم ضمن هذا المبحث يمكن القول أن آليات تمويل التنمية الاقتصادية تتنوع بين المصادر الداخلية التي تحصل من خلالها الدولة على الأموال اللازمة لانطلاق مشاريعها التنموية انطلاقا من مدخراتها المحلية الاختيارية والإجبارية، وبين مصادر خارجية ممثلة في القروض، المساعدات والهبات، إضافة إلى إمكانية اللجوء إلى المؤسسات الدولية كالشركات متعددة الجنسيات والبنك الدولي، كما ويعد التمويل من خلال أسواق الأوراق المالية مصدرا ذاتيا هاما للسيولة لإتمام عملية التنمية الاقتصادية.

¹ مصطفى عبد اللطيف وسانية عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 262.

² هایل عبد المولى طشطوش، المشروعات الصغيرة ودورها في التنمية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2012، ص ص 49، 50.

المبحث الثالث - أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية:

تعد أسواق الأوراق المالية أحد الدعائم الأساسية للتنمية الاقتصادية، فالعلاقة بينهما مزدوجة، من ناحية علاقة تمويلية حيث تؤدي هذه السوق دورا مهما في تعبئة المدخرات، وبالتالي توفير التمويل اللازم للقطاعات الإنتاجية، ومن ناحية أخرى علاقة إنتاجية حيث تعمل على زيادة حجم الإنتاج وتطوير نشاط المشاريع، وبالتالي تعمل على تغطية الحاجات المحلية من السلع والخدمات وتصدير الفائض، وما يتبعها من أثر إيجابي على الميزان التجاري للدولة، مما يؤدي إلى زيادة المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية، وهو ما سيتم التفصيل فيه ضمن المطالب التالية:

المطلب الأول - وظيفة تنمية الاستثمارات وتوجيهها:

تقوم أسواق الأوراق المالية بوظيفة أساسية تتمثل في تنمية الاستثمارات وتوجيهها، فهي تقوم بتجميع المدخرات ومن ثم توجيهها باتجاه الاستثمارات طويلة الأجل، وفي هذا الخصوص تقوم السوق بوظيفتين رئيسيتين، تتمثل أولاهما في تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاعين العام والخاص وتسمى بالوظيفة التمويلية، والثانية تتمثل في إعادة هيكلة المؤسسات العمومية والخاصة وتسمى بالوظيفة التوزيعية.

أولاً - الوظيفة التمويلية:

توفر أسواق الأوراق المالية التمويل اللازم للقطاع الخاص من أجل تحسين أداء الشركات ورفع من كفاءتها، وتمنح القطاع العام وسائل إضافية لتحسين سياستها في كافة المجالات، وذلك من خلال:

1- دور السوق في تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع الخاص: يتعدى دور أسواق الأوراق المالية من مجرد التوفيق بين وحدات العجز ووحدات الفائض إلى التأثير في توجيه المدخرات للأكثر كفاءة من وحدات العجز، وهو ما يؤثر إيجاباً على التنمية الاقتصادية، حينما تملك وحدات العجز فرصاً استثمارية أفضل من وحدات الفائض، حيث تساهم هذه الأسواق عن طريق تجميع واستثمار هذه المدخرات متدنية الإنتاجية الحدية، وإتاحتها لوحدات العجز في القطاع الخاص والأفراد المتسمة بارتفاع الإنتاجية الحدية لوحدات رأس المال، ومن ثم تخفيض مخاطر السيولة ورفع إنتاجية رأس مال القطاع الخاص.¹

فأسواق الأوراق المالية تعمل على تزويد المتعاملين بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر التقلب في الأسعار وفي نفس الوقت تقلل من أعباء وتكاليف

¹ عبد الوهاب شمام وعمار زودة، الدور التمويهي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 02، المجلد 02، جامعة ميله، الجزائر، ديسمبر 2016، ص 8-9.

المعلومات مما يشجع الأفراد والقطاعات الأخرى على الادخار والاستثمار، وبالتالي تعمل السوق على الموازنة بين قطاعات الفائض وقطاعات العجز المالي، بما يخدم كذلك تمويل الخطط والمشاريع الاستثمارية للقطاع الخاص.¹

2- دور السوق في تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع العام: قبل أن تطلع الحكومات بدور كبير في النشاط الاقتصادي، كانت فقط تعمل على طرح أذون الخزانة لسد العجز المؤقت في الميزانية العمومية، وذلك تجنباً للآثار التضخمية غير المرغوبة التي تحدثها عملية سد العجز من خلال إصدار النقود، لكن مع تزايد دور الدولة في تحمل أعباء التنمية الاقتصادية ومع تعاظم حجم الدين الحكومي، لجأت الحكومات إلى إحلال سندات الخزانة، ذات البعد الزمني الطويل محل أذون الخزانة في تمويل احتياجاتها، وهو ما يعني انصرافها إلى أسواق الأوراق المالية، لكن دون تخليها بالكامل عن السوق النقدية والتي يتم فيها السيطرة على الكتلة النقدية، وبالتالي فأسواق الأوراق المالية هي مصدر هام لتمويل عجز الميزانية وأداة مفيدة لتطبيق سياسة نقدية فاعلة في ذات الوقت.

تعتبر أسواق الأوراق المالية من أهم وسائل تمويل العجز في ميزانية الدولة، فلقد تطور مجال نشاط الدولة الحديثة سواء في الجانب الاقتصادي أو الاجتماعي وكذا الحال على جميع الأصعدة وعلى مختلف المستويات، وهذا التدخل المتزايد للدولة الحديثة يتطلب نفقات عمومية كبيرة تخص أجور ورواتب الموظفين والإعانات الاجتماعية، التحويلات والسلع والخدمات الخاصة بالتسيير وكذا التجهيزات العمومية، غير أن هذه النفقات الضخمة تحتاج إلى أموال قد تعجز على تغطيتها الإيرادات العمومية، وتصبح الدولة أمام وضعية عجز الدولة أمام وضعية عجز الميزانية، من أهم وسائل القضاء عليه هو إصدار الدولة لسندات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية.²

ثانياً - الوظيفة التوزيعية:

تعمل أسواق الأوراق المالية من خلال هذه الوظيفة على إحداث تغييرات هيكلية على مستوى القطاعين العام والخاص، وذلك بتسهيل النمو الخارجي للمشاريع أو ما يسمى بتحويل الهياكل الصناعية، وأيضا بتحويل ملكية المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص بمعنى حوصصة هذه المؤسسات، وذلك على النحو التالي:

1- تحويل الهياكل الصناعية: تساهم أسواق الأوراق المالية من خلال هذه الوظيفة في تحقيق النمو الخارجي للمؤسسات أو ما يعرف بتحويل الهياكل الصناعية، ويمكن تعريف النمو الخارجي بأنه: "أسلوب بواسطته يمكن أن تطور مؤسسة وضعها الصناعي والتجاري بطريقة غير مباشرة بالإشراف على مؤسسة (أو مؤسسات أخرى) بدون أن توسع

¹ سليم قط، مرجع سابق، ص 28.

² عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر)، رسالة ماجستير، غير منشورة، قسم العلوم التجارية، جامعة تبسة، الجزائر، 2006، ص ص 121-122.

بطريقة مباشرة أصولها التجارية أو الصناعية، ويتحقق هذا النمو من خلال حيازة الرقابة أو الإشراف على إنتاج تابعة قانونا لمؤسسة أخرى، وذلك بأخذ مشاركات (المساهمة) في هذه المؤسسة، والتي يمكن أن تصل إلى حد تغيير شخصيتها المعنوية أو ذمتها المالية، مثل هذه العمليات يمكن أن تمول من خلال إصدار أوراق مالية دون ضرورة اللجوء إلى الموارد المالية للمؤسسة، ويمكن إنجاز ذلك بسهولة كبيرة عندما تكون أسهم المؤسسة المستهدفة محل تسعير في البورصة.¹

2- خصوصية المؤسسات العمومية: انتهجت الكثير من دول العالم سياسات الإصلاح الاقتصادي، وذلك من خلال تحرير الاقتصاد والعمل بمبدأ آليات السوق، مما أدى إلى توسيع قاعدة الملكية الخاصة وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد، وبالتالي تصفية القطاع العام وتحويل إدارة المنشآت إلى القطاع الخاص، وهو ما يعرف بالخصوصية، وسيتم التعرف على دور أسواق الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية من خلال ما يلي:

2-1- دور أسواق الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية: تقوم الدولة بطرح كل أو جزء من أسهم رأس المال للبيع للجمهور من خلال البورصة، وعند ذلك يتطلب الأمر القيام بتقسيم الشركة وتقدير عدد الأسهم وتحديد الأسعار التي تباع بها الأسهم، ثم تطرح للاكتتاب العام وقد يكون هذا الطرح كلياً أو جزئياً، فأما إذا كان الطرح كلياً فإن ذلك يستلزم توافر مجموعة من الشروط لعل أهمها أن تكون البورصة على قدر عالٍ من الكفاءة وذات طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع، كما أنه يجب أن تتوفر مدخرات محلية وأن تكون ثقافة البورصة منتشرة في أوساط المستثمرين وصغار المدخرين على حد سواء، لذلك فإن هذا النوع من العروض لا يناسب الكثير من دول العالم غير المتقدم لما تتسم به بورصاتها من عدم الكفاءة وصغر الحجم وقلة المدخرات.²

إن اللجوء إلى قناة أسواق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية يؤثر بالإيجاب على أدائها، فهو يشتمل على زيادة نسبة الأسهم المسجلة حديثاً التي لم تكن موجودة من قبل مما يؤدي إلى التأثير على شقي السوق (الإصدار والتداول)، فبالنسبة لسوق الإصدار، فإنها تؤثر عليها من الجهتين، الأولى تنشيط العرض إذ تغذي السوق بخصم ضخمة من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المؤسسات، والثانية تنشيط الطلب إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم، وتنمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساساً لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة، إضافة إلى إصدارها بأسعار أدنى من القيمة نسبياً فتحتوي من ثم على علاوة سوق، وهكذا يتم بفضل هذه الطريقة زيادة أعداد المساهمين، أحياناً قد تتضاعف بالمقارنة بعددهم الأصلي، أما

¹ عبد السلام بن جدو، مرجع سابق، ص 123.

² مختار حميدة، التخصصة عن طريق أوراق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، مجلة الباحث، العدد 07، المجلد 07، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص 296.

بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتها تكتسب قدرا أكبر من الحيوية والنشاط، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق، لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطا إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها، لهذه الأسباب لجأت كثير من الدول إلى اتخاذ البورصة كطريق رئيسي لتحويل الملكية.¹

ويمكن التمييز بين أسلوبين من أساليب خوصصة المؤسسات العمومية عن طريق البورصة:²

2-1-1-1- البيع بالمزايدة: والمقصود بهذا الأسلوب أن تعلن الحكومة عن نيتها في بيع أسهم المؤسسة بالتزايد وعلى كل من يريد الاكتتاب أن يحدد عدد الأسهم التي يرغب في شرائها ويقترح السعر، وفي يوم المزايدة تقبل قائمة المكتتبين الذين اقترحوا السعر الأعلى، والتي تغطي كل الأسهم المصدرة للاكتتاب فيشترى الأسهم بالسعر الأكثر انخفاضاً في قائمتهم، ويتميز هذا الأسلوب بأنه يحيل لسوق الأوراق المالية تحديد قيمة المؤسسة بدلا من تحديدها من طرف بيوت الخبرة المالية، فقد لجأت بريطانيا إلى استعمال هذه الطريقة لتجنب بيع الأصول العمومية بأسعار رخيصة، فتبين لها نظريا أن البورصة تسمح عن طريق المزايدة بتحديد الأسعار الحقيقية.

إلا أن هذه الطريقة تشوبها بعض النقائص ذلك أن البيع بالمزايدة لا يشجع كثيرا صغار المدخرين بسبب ما يكتنفه من غموض وتعقيد مقارنة بالبيع بسعر محدد، كما أن ميول الحكومات إلى توسيع المشاركة الشعبية يعمل على عدم تطبيق المزايدة بالمعنى الفعلي لها فقد تعطي الأولوية لصغار المدخرين على حساب مؤسسات توظيف الأموال.

2-1-1-2- البيع بسعر محدد: وفق هذا الأسلوب تحدد الحكومة أسعار الأسهم، وتعتبر هذه الطريقة الأقل خطرا حيث لا يشكك في سعر البيع، وعليه فالمشترين لديهم علم مسبق بأسعار هذه الأسهم فإذا كان على قدر كاف من الجاذبية يجعل نجاح العملية مضمونا، كما أن العملية هنا تتسم بالشفافية والوضوح، فشرط العرض معلنة في البورصة ولدى الوسطاء الماليين وفي الصحافة المالية، كما أن شروط المساهمة تكون واضحة.

2-2- مزايا اللجوء إلى أسواق الأوراق المالية لتنفيذ الخوصصة: من أبرز مزايا اللجوء لأسواق الأوراق المالية لخوصصة المؤسسات العمومية ما يلي:³

¹ حولة مناصرة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1999-2014)-، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص 186.

² مختار حميدة، مرجع سابق، ص ص 296-297.

³ المرجع نفسه، ص ص 300-301.

2-2-1- البورصة تعتبر المكان الأنسب لتحويل الملكية: البورصة هي المكان الطبيعي والتقليدي لتغيير ملكية المؤسسات، لا فرق في ذلك بين المشروعات الخاصة والعامة، ومن ثم فإن تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق البورصة يمثل إنهاء لحالة القطيعة والخصام بينها وبين السوق، تلك القطيعة التي غرست بذورها مع تأميم المشروع، وانتقاله إلى ملكية الدولة.

2-2-2- الخصخصة عن طريق البورصة تحقق مبدأ العدالة في التوزيع: فالعرض في البورصة عرض حر لا تميز فيه لمكتب على آخر (فيما عدا بعض القواعد، كتفضيل صغار المكتتبين على غيرهم، أو مواطني الدولة على الأجانب، أو بيان نسب التوزيع عند حدوث فائض) وبالتالي لا تثار بشأنها أوجه النقد التي قيلت بخصوص بعض المؤسسات التي خصخصة بالطرق الأخرى، والتي تتسم بتفضيل مكتب على آخر لاعتبارات قد تكون سياسية.

2-2-3- تساعد البورصة على تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة: نظرا للمناخ المحيط بالمؤسسة العمومية من حيث أنها تضم عددا كبيرا من العاملين من ناحية، وأنها تمثل ملكية الشعب من ناحية ثانية، وأن إجراء تغيير ملكيتها محاط عادة بمخاطرة إعادة تأميمها مع تغيير التوجهات السياسية والحزبية من ناحية ثالثة، فإن تنمية مبدأ المساهمة الشعبية والعمالية يمثل استرضاء للشعب والعمال معا، كما يمثل حماية لسياسة تحويل الملكية ذاتها، إذ أن تفكير الحكومات القادمة "خاصة ذات التوجهات الاشتراكية" في إدارة تأميم المؤسسات التي تم بيعها يظهر أكثر صعوبة إذا تم بيع هذه المؤسسات العمومية للشعب والعاملين فيها، تمثل البورصة منفذا جيدا لتحقيق ذلك الهدف من حيث كونها طريقا مفتوحا لكافة طوائف المستثمرين بغير تحديد، لذلك فهي تحقق هدف توسيع قاعدة الملكية بتكثيف الطلب المتولد عن القاعدة العريضة من المستثمرين.

2-2-4- الحفاظ النسبي على قيمة الأصول: إذ يفضل العدد الكبير من المشتريين المهتمين بالبورصة، وبفضل تسهيل تطبيق مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة التي تعتبر أحد خطوط الدفاع عن المؤسسات ضد إعادة تأميمها، فإنه يتوقع حدوث إقبال على أسهم المؤسسات المراد تحويل ملكيتها، هذا الإقبال ينبغي مراعاته حين تحديد سعر العرض.

2-2-5- تسهيل تحويل الملكية: إذ يفضل العدد الكبير من المشتريين المهتمين بالبورصة، وبفضل تسهيل تطبيق مبدأ المساهمة الشعبية والعمالة التي تعتبر أحد خطوط الدفاع عن المؤسسات ضد إعادة تأميمها، فإنه يتوقع حدوث إقبال على أسهم المؤسسات المراد تحويل ملكيتها، هذا الإقبال ينبغي مراعاته حين تحديد سعر العرض.

2-2-6- تنشيط أسواق الأوراق المالية: لا شك أن اللجوء لقناة أسواق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية يؤدي إلى التأثير على شقي السوق "الإصدار، والتداول"، فبالنسبة لسوق الإصدار، فإنها تؤثر عليها من جهتين، الأولى تنشيط العرض إذ تغذي السوق بخصم ضخم من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المؤسسات، والثانية تنشيط الطلب إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من

المستثمرين القدامى في السوق ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم، وتنمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساسا لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة، أما بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتهما تكتسب قدرا أكبر من الحيوية والنشاط، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق، لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطا إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها، لكل هذه الأسباب لجأت كثير من الدول إلى اتخاذ البورصة كطريق رئيس لتحويل الملكية.

المطلب الثاني - وظيفة تأمين السيولة، تخصيص الموارد، وتحويل المخاطر:

بالإضافة إلى وظيفة تأمين الاستثمارات وتوجيهها، تؤدي أسواق الأوراق المالية كل من وظيفة تأمين السيولة، وتخصيص الموارد، ووظيفة تحويل المخاطر، وسيتم التعرف على هذه الوظائف من خلال التالي:

أولاً - وظيفة تأمين السيولة:

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في تمويل مختلف الاستثمارات من خلال توفير السيولة بشكل مستمر من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات، مما يوفر الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية.¹

تؤمن أسواق الأوراق المالية سوقا مستمرة حرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية، وهذا يشجع المستثمرين على اختلاف أنواعهم على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية تمكنهم من تصفية استثماراتهم في حالة بيع الأوراق المالية، وتنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار، كما أن استثمار الأموال في المشروعات الكبيرة دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميع لهذه الأموال، ومنه فإن أسواق الأوراق المالية وخاصة السوق النشطة في التعامل يمكن أن تحقق معظم رغبات المتعاملين وبالقدر الذي يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في جدول التعامل إلا أنه يجب الذكر بأن ليس كل ورقة مالية تتمتع بنفس الدرجة من السيولة.²

¹ أحلام براحيلي وزير عياش، أثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 01، المجلد 04، جامعة سطيف، الجزائر، 2018، 242.

² سليم قط، مرجع سابق، ص 26.

يقصد بالسيولة القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة، أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق، بسعر محدد ومعروف، وعدم حصول تغير كبير وفجائي في عرض السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية¹، ومن متطلبات السيولة اتساع وعمق السوق بالإضافة إلى مساهمة أعضاء السوق:

1- اتساع السوق: ويقصد باتساع السوق أن هناك عددا كبيرا من أوامر البيع والشراء للورقة المالية قادمة من جهات مختلفة لا ارتباط بينهما، وهو ما ينتج عنه حجم تداول كثيف، وعلى العكس من ذلك يعني ضيق السوق أن هناك عدد قليلا من أوامر البيع والشراء من نفس الجهات ولا تؤدي إلى حجم تداول محدود، ومع اتساع السوق تزيد فرص استقرار الأسعار تبعا لزيادة حجم الأوامر وزيادة عدد المتعاملين، ويقلل ذلك من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وهو ما يضعف من دافع تأجيل القرار لدى البائع أو المشتري المحتمل².

2- عمق السوق: أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري³، وتتمكن أسواق الأوراق المالية من توفير العمق المطلوب حتى يتمتع السوق بسيولة كافية، وعليه يجب على تلك الأسواق أن تجذب أعدادا كبيرة ومختلفة من المستثمرين من حيث الأنواع والأحجام والجنسيات والأهداف، مما يجد ويقلل من أية تقلبات سعرية في الأدوات الاستثمارية والمدرجة في تلك الأسواق⁴.

3- مساهمة أعضاء السوق: بالنسبة للأوراق المالية التي يتسم سوقها بحركة نشطة (أي التي تصل أوامر البيع والشراء لها من لحظة لأخرى)، يلعب السماسرة داخل البورصة الدور الأكبر في توفير السيولة المطلوبة لها، إذ من خلالها تتم مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، وإذا ما وقع خلل شديد بين العرض والطلب فيتدخل صناع السوق مبدئين استعدادهم لشراء الفائض أو بيع المزيد من تلك الأوراق، أما بالنسبة للأوراق المالية التي يكون التعامل فيها أقل نشاطا فيفترض أن يكون لكل نوع منها متخصص في صناعة سوقها، حيث يقف هذا الأخير على استعداد دائم لتنفيذ الأمر سواء كان أمرا للشراء أو أمرا للبيع، إذن فتوفير السيولة وتخفيض تكلفة المعاملات هي ليست فقط نتيجة لوجود أعداد كبيرة من المستثمرين وصغار المدخرين الراغبين في توظيف أموالهم بأدوات مضمونة العائد، بل أيضا نتيجة وجود فئة من الوسطاء لهم أهمية تحقيق الربط بين المصدرين والمستثمرين⁵.

¹ عبد القادر بودي وأحمد بوسهمين، ماهية بورصة الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الوطني الثاني حول "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، جامعة أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007، ص 21.

² عبد السلام بن جدو، مرجع سابق، ص 129.

³ عبد القادر بودي وأحمد بوسهمين، المرجع نفسه، ص 21.

⁴ سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص 34.

⁵ عبد السلام بن جدو، المرجع نفسه، ص 130.

ثانيا- تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية:

بالنسبة لدور أسواق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، فإنها تقوم بدورين متميزين: إحداهما مباشر والآخر غير مباشر ويعزى الدور المباشر إلى أن المستثمرين عند ما يشترون أسهم شركة ما، فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع تحقق حصيلة كبيرة للإصدار الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل، أما الدور غير المباشر فينتج من أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين من ثم تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض¹، والكفاءة في تخصيص الموارد تتوقف على مدى توفر سمات الكفاءة في أسواق الأوراق المالية، ويتحسن التخصيص الأمثل للاستثمارات مع زيادة توافر المعلومات في هذه الأسواق حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة².

تعمل أسواق الأوراق المالية في أدائها للوظيفة الأولى على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات أما في يتعلق بالتخصص الأمثل للموارد فإن أسواق الأوراق المالية التي تتسم بالكفاءة تسعى جاهدة إلى توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.³

ثالثا- تحويل المخاطر:

يعتبر الاستثمار المادي من مجالات الأعمال التي تواجه المخاطر نتيجة لعدم التأكد المرتبط بحجم الطلب على السلع والخدمات التي يقدمها هذا المشروع الاستثماري بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي تؤثر على الأرباح المستقبلية لهذا الاستثمار، ولقد كان لإصدارات الأوراق المالية من خلال أسواق الأوراق المالية دورا هاما في السماح للعديد من صغار المستثمرين بتقديم رأس المال المخاطر لتمويل عدد كبير من الصناعات وقد ساهم هذا الدور في قيام المستثمرين بإختيار مجالات الاستثمار التي تحقق أكبر عائد على أموالهم مقابل تحمل المخاطر المرتبطة بهذا العائد.

يتم تداول الأوراق المالية من خلال السوق الثانوية، طالما لم يلحق تاريخ استحقاق تلك الورقة، وقد يمتد تداول الأوراق المالية إلى ما لانهاية، حيث يتم تداول السهم طالما أن الشركة المصدرة له مستمرة في الوجود، ومنه فإن الاحتفاظ بورقة مالية معينة حتى تاريخ استحقاقها يؤدي إلى حصول حامل الورقة المالية على قيمة الاسترداد لها من مصدر هذه

¹ خيرة بلحمري، مرجع سابق، ص ص 52-54.

² رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسطنطين، الجزائر، 2011، ص 17.

³ نسرين بوتة، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة (دراسة لواقع التجربة المغربية)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 13.

الورقة، إلا أنه لا يشترط الاحتفاظ بالورقة المالية حتى تاريخ الاستحقاق، إذا أن وجود سوق للأوراق المالية يمنع وجوب انتظار المستثمرين حتى تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي يملكونها حتى يستردوا أموالهم مما يوفر تكلفة الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق بالنسبة للمستثمرين خاصة في حالة رغبتهم في تعديل مكونات محفظتهم المالي مع ما يتماشى مع توقعاتهم المستقبلية.

المطلب الثالث - وظيفة إضفاء الشفافية:

تسعى أسواق الأوراق المالية إلى إضفاء الشفافية على المعاملات في الأوراق المالية من خلال وظيفتين هامتين هما: الوظيفة الإعلامية والوظيفة التسعيرية (الشمسية).

أولاً - الوظيفة الإعلامية:

تقدم أسواق الأوراق المالية معلومات دائمة عن الشركات المقيدة بالبورصة وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية ومؤشرات أسعار أوراقها المالية ومعلومات عن أوضاع البورصة سواء للمستثمرين أو المدخرين مما يجذب المدخرات ويقلل من المخاطر¹، تؤدي هذه الأسواق دوراً مهماً في توفير المعلومات لصالح المستثمرين عن إمكانيات الشركات التي يجري تداول صكوكها في هذه السوق أو التي تنوي طرح إصدارات جديدة، وهي بذلك تساهم في تدعيم القرارات الاستثمارية للمستثمرين المحتملين وتمكين المستثمرين الحاليين من تحقيق رقابة محكمة على الشركات²، حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في إحكام الرقابة المالية على إدارة الشركات، حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها، علاوة على مساهمتها في التوجيه الإداري للشركات، والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها الموظفون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمة ومصالح الملاك³.

كما تستمد أسواق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة، يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي -يفترض أنها متوافرة- هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة بما يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعني انخفاض تكلفة الأموال، أي انخفاض تكلفة الاستثمار، أما

¹ صالح مفتاح وفريدة معارفي، دور البورصة التمويلي -مع الإشارة إلى حالة الجزائر، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الوطني الثاني حول "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، جامعة أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007، ص 74.

² عبد السلام بن جدو، مرجع سابق، ص 133.

³ نور الهدى دحمان، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 37، المجلد 01، جامعة القدس، فلسطين، أكتوبر 2015، ص 358.

الدور غير المباشر، يتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.¹

ثانياً - الوظيفة التقييمية (تقييم الشركات):

تعمل أسواق الأوراق المالية على تقييم الشركات ومن ثم الأوراق المالية التي تصدرها، كما تقوم بتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

1- تقييم الشركات: إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق هي تلك التي قد استوفت عدداً من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين السار العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية وقوائم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها²، تعتبر البورصة وسيلة لتقدير أو تحديد قيمة الشركات بالإعلان في كل جلسة عن سعر ورقة مالية معينة، ومن ثم يستطيع المستثمر المهتم بإعداد تقديرات لما ستكون عليه قيمة الشركة مستقبلاً، آخذاً بعين الاعتبار الظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، الوطنية وحتى الدولية لاتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة.³

أسواق الأوراق المالية تمثل سلطة رقابية غير مباشرة على كفاءة الشركات التي يتداول أوراقها المالية في السوق، وذلك من خلال التقارير الدورية التي تنشر في الأسواق عن أوضاع الشركات المدرج، فهي تضمن سلامة تقييم الشركات عن طريق سلامة تقييم أسهمها، الأمر الذي يترتب عليه حسن توجيه المدخرات.⁴

2- تحديد أسعار الأوراق المالية المناسبة: هذه الوظيفة الأساسية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بوظيفة توفير السيولة، حيث لا يجب أن يوفر السوق المالي تسهيل التسويق على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضاً على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته، وأسواق الأوراق المالية لها دوراً في ذلك من خلال أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم

¹ صلاح الدين شريط وحجيلة بن وارث، فعالية المناخ الاستثماري وأثره في سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، المجلد 10، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص ص 368-369.

² عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 24.

³ أحلام برحاييلي وزير عياش، مرجع سابق، ص 242.

⁴ بومدين نورين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 10، المجلد 05، جامعة البصرة، العراق، 2013، ص ص 125-126.

وبعمالئهم، كل هذا يعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يبيع مضطرا بخسارة، وهذه الوظيفة تحقق تنمية الإدخار ومنه ارتفاع الاستثمار وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي.¹

كما يؤدي نظام عمل أسواق الأوراق المالية إلى تحقيق أسعار عادلة وهذا من خلال قانون العرض والطلب إذ أن التقاء العرض والطلب عند نقطة معينة يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن²، بالإضافة إلى توفير الحافز والدافع الحيوي لدى الجماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة، إضافة إلى القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.³

يتدعم دور قوى السوق في تحقيق التوازن وتحديد الأسعار العادلة، من خلال فئة من المتدخلين في السوق تسمى بصناع السوق، وبخلاف السماسرة تقوم هذه الفئة بالتعامل لحسابها الخاص، أي أنها تشتري وتبيع لصالحها محققة بذلك التوازن في السوق واستقرار الأسعار، فإذا وجدت أن العرض يفوق الطلب تتدخل في السوق مشتريّة، وإذا زاد الطلب عن العرض تتدخل تلك الفئة كبائعة، وذلك لأنه لديها مخزون من الأوراق المالية تستخدم لتصحيح قوى العرض والطلب في الوقت المناسب، أما في السوق الأولية والتي مهمتها الأساسية التمويل أو تخصيص الموارد، فإن تحديد سعر عادل يقترب من سعر البورصة للأسهم الجديدة، يجب أن يراعي الزيادة أو النقص في قيمة الأصول مستقبلا (الموقف الجديد أو قيمة الأصول بعد إعادة التقويم الاقتصادي وليس المحاسبي) والعائد المتوقع للسهم وقت الاستثمار (العائد المتحقق في البورصة)، ذلك أن التسعير الدائم للأوراق المالية الذي يجري في البورصة، يلغي بصفة كبيرة معدلات العائد المطلوب عند اصدار صكوك جديدة.⁴

ختاما لما تقدم ضمن هذا المبحث يتضح أن دور أسواق الأوراق المالية في توفير التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية يتمحور بشكل أساسي في ثلاث وظائف أساسية الأولى في سبيل ضمان بقاء واستمرار الثانية، وتلك الوظائف تتمثل أساسا في تأمين الاستثمارات وتوجيهها، تأمين السيولة، تخصيص الموارد، تحويل المخاطر، وكذا إضفاء طابع الشفافية.

¹ عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، تفعيل دور بورصة الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي (دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية من 1988 إلى 2013)، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 01، المجلد 02، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص ص 39-40.

² أحلام برحايبي وزير عياش، مرجع سابق، ص 242.

³ نسرين بوتة، مرجع سابق، ص 20.

⁴ عبد السلام بن جدو، مرجع سابق، ص ص 136-137.

خلاصة الفصل الثاني:

انطلاقاً مما سبق وبعد دراسة دور وأهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية تم الوصول للنتائج التالية:

1- تهدف التنمية الاقتصادية إلى نقل الاقتصاد الوطني من حال التخلف إلى حال التقدم، وإحداث مثل هذه النقلة يتطلب توفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية، الذي يتم من خلال مصدرين رئيسيين هما التمويل الداخلي الذي تحتاجه كل من الاقتصاديات النامية والمتقدمة، والتمويل الخارجي الذي قد يشكل عبئاً على الدول النامية، نظراً للآثار التي يخلفها عليها من تبعية وكذلك مشكلة المديونية.

2- تعتبر أسواق الأوراق المالية جزءاً من الأسواق التمويلية، وقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدین الأخيرين إلى نمو سريع في حجم هذا النوع من الأسواق، لتثبت بذلك نجاعتها في مجال تمويل التنمية على وجه الخصوص، وذلك راجع لأهميتها البالغة في الحياة الاقتصادية، إذ تستمد هذه الأهمية من مجموعة الوظائف الاقتصادية التي تقوم بها.

3- لا تقتصر وظائف أسواق الأوراق المالية على مجرد تلبية الحاجات التمويلية للقطاعين العام والخاص من خلال إصدارها للأوراق المالية، بل تتمتع بالكثير من الوظائف الأخرى، أبرزها وظيفة تنمية الاستثمارات وتوجيهها، فهي توفر الفرصة لأصحاب العجز المالي سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات أو حكومات للحصول على رؤوس أموال جديدة، وتقدم للمدخر فرصة استثمار مدخراته مع إمكانية تسهيلها بسهولة، مع عدد من الميزات الهامة الكفيلة بتوجيه المستثمرين إلى الاستثمار في الأوراق المالية المناسبة والتي تتمثل في: السيولة، الرقابة على الأداء، الإعلام، التسعير، العادلة والشفافية في التداول.

4- كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بارزاً في تأمين السيولة، وذلك من خلال التشجيع على زيادة معدل الادخار وجعله أكثر جاذبية، لما يوفره من سيولة، ومن ثم تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة، وتعد هذه الآلية فعالة في تخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، فهي تضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، حيث تتجه المؤسسات الواعدة إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية.

5- من جهة أخرى تساهم أسواق الأوراق المالية بدور كبير في إضفاء الشفافية على التعامل في الأوراق المالية ودعم قرار المتعاملين عليها، وذلك من خلال وظيفتين هامتين هما: الوظيفة الإعلامية والوظيفة التثمينية، حيث تؤدي الوظيفة الإعلامية دوراً مهماً في توفير المعلومات لصالح المستثمرين، وهي بذلك تساهم في تدعيم القرارات الاستثمارية للمستثمرين المحتملين وتمكين المستثمرين الحاليين من تحقيق رقابة محكمة على الشركات، أما بالنسبة للوظيفة التثمينية فيتم من خلالها تقييم الشركات ومن ثم الأوراق المالية التي تصدرها على ضوء آخر المعلومات المتوفرة عنها، كما يتم تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، مما يساهم في تحويل المخاطر من مستمر إلى آخر، مع منع وجوب انتظار المستثمرين إلى تاريخ استحقاق الورقة المالية التي يملكونها حتى يستردوا أموالهم.

الفصل الثالث -
تحليل كفاءة أسواق الأوراق المالية المغاربية
(الجزائر، تونس، والمغرب)

الفصل الثالث- تحليل كفاءة أسواق الأوراق المالية المغربية:

لقد أدت العولمة المالية دورا هاما وبارزا في نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية في الكثير من دول العالم خاصة الاقتصاديات النامية، ومن مميزات هذه العولمة درجة الترابط الكبير بين معظم أسواق الأوراق المالية، إذ أصبحت كل الأسواق وكأنها سوق عالمية واحدة مفتوحة لكل المتعاملين، إلا أن درجة الاستفادة منها يختلف من بلد لآخر.

وفي الوقت الذي أصبحت فيه أسواق الأوراق المالية من أهم ركائز الهيكل الاقتصادي للدول المتقدمة والنامية على حد سواء لاتزال الأسواق العربية على وجه العموم والأسواق المغربية على وجه الخصوص في مرحلة النشوء والتطور، فعلى الرغم من كل الإمكانيات المتوفرة في الدول المغربية وبالتحديد الجزائر إلا أنها مازالت تعاني من الضعف والركود في أسواق أوراقها المالية، وأمام الكثير من العوائق تصبح الحاجة لتطوير أسواق الأوراق المالية المغربية ضرورة جد ملحة، لما لها من دور كبير في تأمين متطلبات التمويل وكذا توفير وحلق فرص استثمارية للفوائض المالية المتاحة، فضلا على أنها تساهم إلى حد كبير في جذب واستقطاب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة في الخارج قصد توظيفها والاستفادة منها، وهذا هو الدور المتنامي الأهمية لأسواق الأوراق المالية والذي أصبح اليوم محددًا رئيسيًا لكفاءة الأداء الاقتصادي للدولة ومعدلات النمو المتحققة بها.

في هذا الصدد وبغاية التعرف على واقع أسواق الأوراق المالية المغربية محل الدراسة، سيتم تقسيم الفصل إلى ثلاث

مباحث:

المبحث الأول- واقع سوق الأوراق المالية الجزائرية؛

المبحث الثاني- واقع سوق الأوراق المالية التونسية؛

المبحث الثالث- واقع سوق الأوراق المالية المغربية.

المبحث الأول- واقع سوق الأوراق المالية الجزائرية:

جاء قرار إنشاء سوقا للأوراق المالية في الجزائر نتيجة للإصلاحات التي مست الاقتصاد الوطني مباشرة بعد الأزمة المالية العالمية التي عرفها العالم سنة 1986، وخاصة بعد الانخفاض الرهيب في أسعار النفط في السوق الدولية، وانعكاسه على الدخل القومي باعتبار أن مداخيل الجزائر من العملة الصعبة تأتي بنسبة كبيرة من المحروقات، فبدت ملامح تكريس نظام اقتصادي جديد، بصدور مراسيم تنفيذية متتالية تخص إنشاء هذا النوع من السوق.

المطلب الأول- مدخل لسوق الأوراق المالية الجزائرية:

كان التفكير في إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر متمخضا عن هدف دفع عجلة التنمية على المستوى الاقتصادي والاجتماعي ودعم الإصلاحات المتبناة تحضيرا للمناخ المساعد لإرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل نظام التمويل في الجزائر، وهو ما يوضحه الآتي:

أولا- نشأة سوق الأوراق المالية الجزائرية:

جاءت فكرة إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر في إطار الإصلاحات التي أعلن عنها سنة 1987 وتم إقرارها سنة 1988 خصوصا القانونين 01-88 و 03-88 الصادرين بتاريخ 1988/01/12 المتعلقين على التوالي باستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية وإنشاء صناديق المساهمة، حيث أصبحت المؤسسات العمومية شركات مساهمة (SPA) قسم رأسمالها الاجتماعي إلى عدد من الأسهم التي وزعت بين صناديق المساهمة وأصبحت تخضع لأحكام القانون التجاري المعدل بقوانين سنة 1988، ما عجل بضرورة التوجه لإقامة سوق مالية تتداول فيها هذه الأسهم والتي لا يتصور نظام لشركات الأسهم بدونها.¹

كانت البداية سنة 1990 بإنشاء مؤسسة القيم المنقولة (SVM: Société des Valeurs Mobilière) وهي شركة مساهمة رأسمالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة بقيمة 320000 دج لينتقل سنة 1992 إلى 9.32 مليون دج مع تعديل مركزها الاجتماعي حيث أصبحت تحمل تسمية بورصة القيم المنقولة (BVM: Bourse des Valeurs Mobilière) غير أن بورصة الجزائر لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وعدم تكييف القانون التجاري حسب قواعد اقتصاد السوق، وفي هذا السياق تم تسجيل صدور النص التشريعي رقم 08-93 بتاريخ

¹ طارق خاطر وسمية بلقاسمي، تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (1999-2013)، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 02، المجلد 06، جامعة باتنة 1، الجزائر، ديسمبر 2016، ص 338.

1993/04/25 المتعلق بالقانون التجاري والذي ينص على إدراج إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للدخار وكذا تعريف القيم المنقولة التي تستطيع إصدارها المؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة.¹

ليسجل بتاريخ 23 ماي من نفس السنة صدور النص التشريعي رقم 93-10 الذي أقر إنشاء بورصة القيم المنقولة واعتبر العاصمة المكان الوحيد الذي تتم فيه الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما تم وضع هيئتين لتنظيمها وتسييرها هما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) فضلا عن توضيح مهام الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، ليتوالى في هذا الإطار صدور المراسيم والأنظمة القانونية التي سمحت بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة القسم لمنقولة، حيث تم الافتتاح الرسمي لها سنة 1997، لتنتقل فعليا في 4 أوت 1999 بانضمام أربعة أوراق مالية إلى البورصة هي: سهم صيدال، سهم رياض سطيف، سهم فندق الأوراسي، سند شركة سونطراك.²

ثانيا- أهمية ومبررات إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر:

تتمثل كل من أهمية سوق الأوراق المالية الجزائرية ومبررات إنشائها فيما يلي:

1- أهمية سوق الأوراق المالية الجزائرية: إن إنشاء بورصة الجزائر يعتبر مبدءا أساسيا في اقتصاد السوق، وضرورة لمسايرة متطلبات العصرنة الاقتصادية العالمية، وعلى هذا الأساس فإن بورصة الجزائر لها أهمية كبيرة سواء على الساحة المالية أو الاقتصادية، وتكمن في كونها مصدرا لتمويل الاقتصاد الوطني، تسمح للمؤسسات الخاصة أو العمومية أو الدولة بتوفير رأس المال الضروري لتمويل استثماراتها (تجهيزات، مصانع، آلات، طرق، مدارس... الخ)، من خلال النداء العام للدخار، كما لها دور في جذب رأس المال الفائض غير الموظف في الاقتصاد الوطني، وتحوله من مال عاطل حامل لا أثر له في الاقتصاد إلى رأس مال موظف فعال له الأثر الإيجابي، تمثل البورصة مرآة للنشاط الاقتصادي وهذا باعتبارها حلقة اتصال بين مختلف الفعاليات الاقتصادية مثل البنوك، الشركات، المدخرين، الأسر، مما يؤهلها إلى أن تغطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار.³

¹ الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر: رهانات وتحديات التنمية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والإجتماعية، العدد 02، المجلد 19، جامعة عنابة، الجزائر، جوان 2013، ص 50.

² طارق خاطر، سمية بلقاسمي، مرجع سابق، ص 338.

³ أبو عبد الرحمان، بورصة الجزائر واقعها وآفاقها، متاح على الرابط:

2- مبررات إنشاء سوق الأوراق المالية الجزائرية: تتمثل المبررات الأساسية لإنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر في:¹

- زيادة النمو الاقتصادي، وزيادة دور القطاع الخاص في التنمية؛
- محدودية القطاع المصرفي في جذب المخدرات المحلية؛
- جذب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطين الأرصدة المهاجرة؛
- المساعدة في سياسة الخوصصة.

المطلب الثاني- تنظيم سوق الأوراق المالية الجزائرية:

من أجل التعرف أكثر على واقع سوق الأوراق المالية الجزائرية وحب التعرض من خلال هذا المطلب إلى أهم الفاعلون بالسوق، وكذا التعرف على أسواق تداول الأدوات المالية فيها.

أولاً- الفاعلون بسوق الأوراق المالية الجزائرية:

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين الذين يتمثلون في:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، وهي هيئة تنظيمية مستقلة ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي تتولى مهمة التنظيم والإشراف على سوق القيم المنقولة من خلال السهر بوجه الخصوص على ضمان حماية المدخرين والمستثمرين في الأوراق المالية أو غيرها من المنتجات المالية، وكذلك ضمان السير الحسن والشفافية لعمليات البورصة، وحتى تتمكن من أداء مهامها تتوفر للجنة صلاحيات تنظيمية ورقابية واسعة منحها إياها القانون، فهي تسن الأنظمة والتعليمات كما تمنح التأشيرات والموافقات والتراخيص للمؤسسات والوسطاء المتدخلين على مستوى السوق، زيادة على مهام الرصد والمراقبة والتحقيق من أجل ضمان سلامة وأمن سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى صلاحيات تأديبية وتحكيمية من خلال النظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، وأيضا التحكيم في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة.²

¹ فاطمة الزهراء بن شعيب وسيف الجين، إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر(الفعالية والأداء)، مجلة المالية والأسواق، العدد 03، المجلد 02، جامعة مستغانم، الجزائر، ص 124.

² Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB: COMMISSION D'ORGANISATION ET DE SURVEILLANCE DES OPÉRATIONS DE BOURSE), Rapport Annuel 2014, PP 7- 8.

2- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV): هي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475 مليون دينار جزائري، تم إنشائها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، غير أن التأسيس الفعلي لها كان بتاريخ 25 ماي 1997، حيث تمثل شركة تسيير القيم المنقولة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، وأصبحت تحمل اسم شركة تسيير بورصة القيم بموجب القانون 03-04 الصادر بتاريخ 17 فبراير 2003 المتمم والمعدل للقانون 93-10.¹

تعمل هذه الشركة تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة وتمارس مجموعة من المهام المتمثلة في التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة، تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة، التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة، تسيير نظام التداول والتسعير، ونشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.²

وقد عرف رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة منذ تأسيسها العديد من الزيادات حيث انتقل من 24 مليون في 1997 إلى 475.2 مليون دج سنة 2010 بعد المصادقة على نظامها الأساسي، ليرتفع مجددا إلى 477.2 مليون دج سنة 2012 بانضمام بنك (BNP Paribas El Djazair) بحصة قدرها 2 مليون دج.³

3- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB): عبارة عن أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يقومون بإجراء مفاوضات تتناول القيم المنقولة شرط أن تكون داخل البورصة ويحول لهم إدارة القيم المنقولة لحساب الزبائن⁴، ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا ثمانية وسطاء* في عمليات البورصة وتتمثل المهام التي يمكن للوسيط ممارستها في التفاوض لحساب الغير، الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة، التسيير الفردي للمحفظة بموجب عقد مكتوب، تسيير محافظ هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية، ضمان الأداء الجيد في الإصدار والاكتتاب في الأوراق المالية، التفاوض للحساب الخاص، حفظ وإدارة القيم المنقولة، وكذا إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة رأس المال، وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.⁵

¹ Site officiel de la "COSOB", <https://www.cosob.org>, 24/08/2018, 11:58.

² Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, <http://www.sgbv.dz>, Rapport d'Activité 2010, Mars 2011, PP 4-5.

³ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013, P 53.

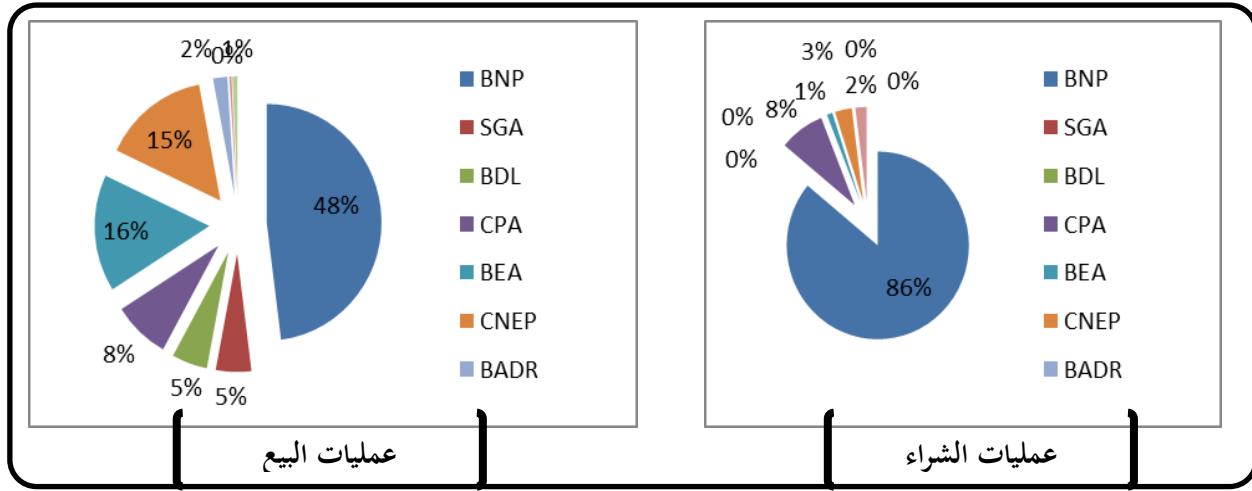
⁴ ريمة ذهبي، الاستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013، ص 189.

* الوسطاء المعتمدون من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك، القرض الشعبي الجزائري، بنك البركة، بنك السلام الجزائري.

⁵ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013, **Op-cit**, P45.

أوكلت مهمة الوساطة في بادئ الأمر للبنوك وشركات التأمين، إلى غاية سنة 1999 أين تم اعتماد أربع شركات وساطة تضم كل منها مجموعة من المؤسسات المالية بالإضافة إلى وسيط واحد ذو رأس مال خاص سنة 2000، غير أن الصعوبات التي واجهت مؤسسات الوساطة أدت إلى حلها والعودة إلى النظام الأول الذي يعهد بهذه الوظيفة إلى البنوك، ويوضح الشكل أدناه وسطاء بورصة الجزائر وتوزيع عملياتهم:

الشكل رقم (07) - عمليات وسطاء بورصة الجزائر سنة 2017



Source: Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2017, P 40.

يظهر الشكل أعلاه سيطرة BNP PARIBAS El Djazair على السوق سنة 2017، حيث استحوذت على نسبة 86% من عمليات الشراء الإجمالية وعلى 48% من المبيعات الإجمالية للأوراق المالية، الأمر الذي جعلها أفضل وسيط لسنة 2017، أما بالنسبة للبنوك العامة، فقد ساهمت بنسبة 15% فقط من حجم المشتريات الإجمالية، و35% من حجم المبيعات الإجمالية، خلال سنة 2017.¹

4- المؤتمن المركزي للسندات (Algérie-Clearing): هي شركة ذات أسهم، تأسست بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسير القيم المنقولة، وتكون عملية المساهمة في رأس مالها مفتوح للوسطاء في عمليات البورصة، وللشركات المصدرة للسندات ولشركة تسير بورصة القيم المنقولة، أما الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون.²

تتولى هذه الهيئة القيام بثلاث مهام رئيسية هي فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات المتدخلين مركزة على حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين، إنجاز

¹ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2017, Op-cit, P40.

² Site officiel de la "COSOB", op- cit, 25/08/2018, 09 :55

المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)، التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN) ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق.¹

وصل رأسمال الجزائر للمقاصة سنة 2013 إلى 240 مليون دج في شكل مساهمات ست بنوك عمومية (الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي بحصة قدرها 17.8% لكل منهم، بنك التنمية المحلية 13.6%، القرض الشعبي الجزائري 8.59%) وشركتين مسعرتين في البورصة (مجمع صيدال 2.34%، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي 4.43%).²

5- ماسك الحسابات-حافظ السندات (TCC): يتمثل في البنوك والمؤسسات المالية، والوسطاء في عمليات البورصة، والشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرة، يكونون معتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومنخرطين في المؤمن المركزي للسندات³، حيث يوفر ماسك الحسابات خدمات عديدة أهمها حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها، تطبيق العمليات على السندات وإعلام أصحاب السندات بتنفيذ عملياتهم، حركات حساباتهم، العمليات على السندات التي تتعلق بسندات يؤتمن عليها والتي يمكن أن يمارس عليها صاحبها حقا ما.⁴

6- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM): تأسست بمقتضى الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وتهدف لتكوين محفظة القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، فهي تتولى جمع المدخرات وتوفير بدائل استثمارية للذين لا يملكون الخبرة الكافية لاستثمار مدخراتهم مباشرة في السوق ما يضمن تسييرا أفضل وأكثر أمانا لمخاطهم، ويتم التمييز بين نوعين من هذه الهيئات:⁵

6-1- شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير (SICAV): وهي شركات مساهمة تخضع لأحكام القانون التجاري هدفها الأساسي تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين، وحسب المرسوم التشريعي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 فإن الحد الأدنى لرأس مالها يقدر بـ 5 ملايين دج، وتجدر الإشارة إلى أنه توجد في الجزائر

¹ Site officiel de la "SGBVM: La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières", <http://www.sgbv.dz>, 25/08/2018, 12:48.

² Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013, **Op-cit**, P5.

³ طارق خاطر وسمية بلقاسمي، مرجع سابق، ص 342.

⁴ Site officiel de la "COSOB", **op- cit**, 28/08/2018, 20:25.

⁵ طارق خاطر وسمية بلقاسمي، مرجع سابق، ص ص 342-343.

شركة استثمار ذات رأسمال متغير وحيدة وهي "شركة الاستثمار المالي" (SICAV CELIM) والتي تم اعتمادها 1998.

6-2- الصندوق المشترك للتوظيف (FCP): يشترك في امتلاكه حاملي الحصص التي يتكون منها رأس ماله ولا يتمتع الصندوق بالشخصية المعنوية إذ هو مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة، وحسب المرسوم التشريعي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 فقد حدد رأس المال الأدنى للصندوق بـ 1 مليون دج.

ثانيا- أسواق التداول في سوق الأوراق المالية الجزائرية:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر سوقا للأسهم وسوق لسندات الدين، حسب ما يوضحه الآتي:

1- سوق الأسهم: تتكون سوق الأسهم من سوقين فرعيين هما:

1-1- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى المدرجة في البورصة وهي:

1-1-1- مجمع صيدال: الناشط في القطاعي الصيدلاني، تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في سنة 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين "بيوتيك (BIOTIC) سنة 1971" و"فارمال (PHARMAL) سنة 1975".

سنة 1985 غيرت هذه الشركة اسمها لتصبح تحت التسمية التجارية "صيدال"، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لسنة 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم، وفي سنة 1993 تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة، وفي فيفري 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 20% من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 ملين سهم، في سبتمبر 1999 وبعد استيفاء شروط القبول المنصص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج بـ 800 دينار جزائري.¹

¹ Site officiel de la "SGBVM", Op-cit, 29/08/2018,12:47.

1-1-2- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة، بدأت نشاطها في 2 ماي 1975، وكانت تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة حتى عام 1983، حيث تم توصيفها كمؤسسة اشتراكية وذلك ضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، فأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أفريل 1983)، وعدل الفندق في 12 فيفري 1991 من وضعه القانوني وأصبحت مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار تحت الإسم الاجتماعي "مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي"، وتنفيذا لبرامج الخوصصة تقرر في سنة 1999 طرح 20% من أسماؤها المقدر للاكتتاب العام، وفي 14 فيفري 2000 وبعد استيفائها شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية (قدر مبلغ الإدراج بـ 400 دينار جزائري).¹

1-1-3- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات، وهي شركة ذات أسهم برأس مال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في جويلية 2005 من قبل مجموعة مستثمرين وطنيين، وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009، وشهدت سنة 2010 زيادة أخرى في رأس مالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين، في نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب، وانصب مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم، في مارس 2011 تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011، وقدر سعر الإدراج بـ 830 دينار جزائري.²

1-1-4- شركة روية للعصائر: الشركة ذات الأسهم (أن سي أ-روبية) هي شركة خاصة تنشط في قطاع الصناعات الغذائية، خاضعة للقانون الجزائري، وقد تأسست سنة 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ذ م م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" تحت العلامة التجارية "الروبية"، قامت هذه المؤسسة برفع رأس مالها المقدر بـ 849.195 دج بنسبة 25% من خلال الطلب العلني على الادخار بإصدار 2122988 سهم عادي جديد بقيمة إسمية 100 دج وبسعر إصدار قدره 400 دج، حيث حددت فترة الاكتتاب بين 07 و 25 أفريل 2013.

¹ Site officiel de la "SGBVM", **Op-cit**, 29/08/2018,12:51.

² **Ibid**, 29/08/2018,13:15.

سنة 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم، وفي سنة 2006 ارتفع رأس مال الشركة من 109 مليون إلى 152 مليون دينار جزائري، وفي سنة 2008 تم تغيير الإسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى "أن سي أ روية ش.ذ.أ."، وكذلك رفع رأس المال الشركة من 792 مليون دينار جزائري إلى 849 مليون دينار جزائري، وفي سنة 2011 تم صدور قرار الإدارة في 27 ماي 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 جانفي 2012، وفي أفريل 2013 شرعت مؤسسة أن سي أ- الرويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25٪ من رأس المال، أي ما يعادل 849 مليون دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم، وفي جويلية 2013 وبعد استيفائها شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-رويبة في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 جويلية 2013، وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دينار جزائري.¹

1-1-5- شركة بيوفارم: الناشطة في المجال الصيدلاني، والتي انضمت رسميا إلى البورصة في أفريل 2016، حيث طرحت 20٪ من رأسمالها، يشار إلى أن سوق الأسهم قد عرفت سنة 2006 انسحاب أول شركة تم تسعير أسهمها في بورصة الجزائر (1999/09/13) وهي مجمع رياض سطيف، التي انبثقت من عملية إعادة الهيكلة لشركة (SEMPAC) سنة 1983 وحولت بعدها إلى شركة مساهمة سنة 1990 برأمال قدره 100 مليون دج ارتفع إلى 850 مليون دج سنة 1994 ثم 4 مليار دج سنة 1998 مقسمة على 4 مليون سهم، وقد تقرر دخول الرياض إلى البورصة في 29 أفريل 1998 في إطار عملية خوصصة المؤسسات العمومية المحددة من قبل المجلس الوطني لمساهمات الدولة، حيث تقرر رفع رأس مالها الاجتماعي بـ 25٪ ليصبح 5 ملايين دج من خلال إصدار 1 مليون سهم عادي جديد بقيمة اسمية قدرها 1000 دج وبسعر إصدار قدره 2300 دج، خلال فترة اكتتاب من 02 نوفمبر إلى 15 ديسمبر 1998.²

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تم إنشائها سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة³، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند

¹ Site officiel de la "SGBVM, Op-cit, 29/08/2018,13:20.

² Ibid, 30/08/2018,13:45.

³ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012، العدد 41، 15 جويلية 2012.

انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة لها من خلال توفير سوق محكمة للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، حتى سنة 2014 لم تدرج أي مؤسسة في إطار هذا السوق.¹

2- سوق سندات الدين: تتكون هذه السوق بدورها من سوقين هما:

1-2- سوق سندات الدين: تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة، وهذه السوق شهدت منذ بداية نشاط البورصة إدراج عدد من السندات على النحو التالي:

2-1-1- شركة سونطراك: تعتبر أول متعامل اقتصادي يدخل إلى البورصة، حيث طرحت سندات للاكتتاب في 10 أكتوبر 1998 بقيمة ابتدائية 5 ملايين ومبلغ إضافي بـ 7.126 مليار دج لمدة 5 سنوات، وبنسبة فائدة تقدر بـ 13% وقد استوفى القرض السندي لسونطراك مدة استحقاقه في 4 جانفي 2003.²

2-1-2- مؤسسة سونلغاز: تم إنشاء الشركة الوطنية للكهرباء والغاز "SONELGAZ" سنة 1969 وهذا وفقا للأمر رقم 69-59 المؤرخ في 26 جويلية 1969، لتكون بديلة لمؤسسة غاز وكهرباء الجزائر "EGA" التي تم حلها بموجب نفس المرسوم، فتم تعزيز احتكار انتاج شركة "SONELGAZ" لنقل وتوزيع واستيراد الطاقة الكهربائية، وأيضا احتكار تسويق الغاز الطبيعي في المناطق الداخلية من البلاد، في سنة 1993 وفي إطار إعادة هيكلة المؤسسات العمومية تم إنشاء ست مؤسسات جديدة* على مستوى سونلغاز، وأصبحت كل هذه الفروع مستقلة نسبيا عن مؤسسة سونلغاز وكان نشاطها متماشيا مع السوق واستراتيجية الدولة الجزائرية، في حين ظل نمط التسيير في هذه المرحلة مركزيا من طرف المؤسسة الأم، وبموجب المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 01 جوان 2002 المتضمن القانون الأساسي للشركة الوطنية للكهرباء والمسامة سونلغاز على أنها شركة مساهمة، حيث تحولت سونلغاز من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى شركة ذات أسهم (SPA) تحوز الدولة رأسمالها وفي سنة 2004 تحولت إلى شركة قابضة وأطلق عليها اسم "مجمع سونلغاز".³

¹ عبد الوهاب شمام، طبعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مجلة آفاق للعلوم، العدد 02، المجلد 01، جامعة الجلفة، الجزائر، 2016، ص 159.

² Site officiel de la "SGBVM", **Op-cit**, 30/08/2018,15:50.

* تمثلت المؤسسات الستة في (KAHRIF) مؤسسة أشغال الكهرباء الريفية، (KAHRAKIB) مؤسسة تركيب الهياكل والمنشآت الكهربائية، (KANAGAZ) مؤسسة إنجاز القنوات لنقل وتوزيع الغاز، (INERGA) مؤسسة أشغال الهندسة المدنية، (ETTERKIB) مؤسسة أشغال التركيب الصناعي، و(AMC) مؤسسة صناعة العدادات الكهربائية وأجهزة القياس والمراقبة.

³ Notice D'information, **EMPRUNT OBLIGATAIRE SONELGAZ**, Visa COSOB N° 06 /01 du 26 Avril 2006, Mai 2006, P P 16-17.

قامت سونلغاز بإصدار أول قرض سندي في 23 ديسمبر 2004 بقيمة 20 مليار دج بمعدلات فائدة 3% للشريحة الأولى، 3.25% للشريحة الثانية، 3.5% للشريحة الثالثة، ثاني إصدار كان في 29 مارس 2005 بقيمة 10 مليار دج بمعدلات فائدة 3.5% للشريحة الأولى، 4% للشريحة الثانية، 4.2% للشريحة الثالثة، كما قامت بإصدار قرض سندي لمواجهة الطلب المتزايد على المصادر الطاقوية في 2005 بقيمة 15 مليار دج لمدة 6 سنوات بمعدلات فائدة متزايدة 3.5%، 3.75%، 4%، 4.25%، 5%، 7%، وإصدار جديد تم أيضا في 14 ماي 2006 بقيمة 11.65 مليار دج بمعدلات فائدة 4.65% للشريحة الأولى و 4.85% للشريحة الثانية، أما آخر قرض سندي فتم إصداره في 01 جوان 2008 بقيمة 30 مليار دج لمدة 6 سنوات بمعدلات فائدة متزايدة 3.75%، 4%، 4.5%، 5%، 5.5%، 6.5%¹.

2-1-3- شركة الخطوط الجوية الجزائرية: قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية في 01 ديسمبر 2004 بطرح سندات قيمتها 14.18 مليار دج للاكتتاب العام في بورصة الجزائر حيث تم تحديد مدة القرض بـ 6 سنوات وبمعدل فائدة 6 سنوات وبمعدل فائدة متزايد 3.75%، 3.75%، 4.5%، 4.5%، 6%، كان الهدف من طرح القرض هو اقتناء أربع طائرات من نوع (A330-220) لمواكبة أحدث تكنولوجيات لنقل الجوس ولمنافسة الشركات الأجنبية الموجودة في الجزائر.²

2-1-4- شركة اتصالات الجزائر: أصدرت الشركة سندات عادية في 17 أكتوبر 2006 بقيمة 21.59 مليار دج تاريخ استحقاقها أكتوبر 2011، بمعدل فائدة تصاعدي 4%، 4.5%، 7.9%، وكان الهدف من الإصدار هو تمويل البرنامج التطويري لشبكة الهاتف النقال لشركتها الفرعية موبيليس.³

2-1-5- شركة دحلي (SPA DAHLI): شركة مساهمة تنشيط في مجال العقار والفندقة، تأسست في 09 أكتوبر 1996 بعد التعديل القانوني للشركة الاقتصادية المختلطة (SAHLI) بين الشركة السابقة (Onafex) وشركة (Daewoo) بتاريخ 24 ماي 1988، وقد تم اقتناؤها في سبتمبر 2001 من قبل مؤسسة التأمين وإعادة التأمين الخاصة بالشراكة مع 4 أشخاص معنويين وشخصين طبيعيين، حيث أصدرت في 11 جانفي 2009 قرضا سنديا قدر بـ 8.3 مليار دج لمدة 7 سنوات (تاريخ الاستحقاق 11 جانفي 2016) بفوائد متزايدة 4%، 4.25%، 4.75%، 5.25%، 5.75%، 6.25%، 6.75%⁴. كما منحت (COSOB) تأشيرة لعدد

¹ Site officiel de la "COSOB", op- cit, 30/08/2018,13:33.

² طارق خاطر وسمية بلقاسمي، مرجع سابق، ص 346.

³ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2006, P 45.

⁴ Notice D'information Pour Emission Obligataire Grand Public SPA.DAHLI, visa COSOB N° 08-03 Du 11 novembre 2008, P P 4- 11.

من المؤسسات من أجل إصدار قروض سنديّة خارج البورصة (Obligations négociables de gré-à-gré) هذه الشركات هي: (ALGERIE) (ENTP) (EEPAD TISP) (ETRH B HADDAD) (MLA).¹

2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية تأسست سنة 2008 وتحصي حاليا في المجموع 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 40 مليار دينار جزائري، ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.²

المطلب الثالث- قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الجزائرية:

عرفت سوق الأوراق المالية الجزائرية تطورات مست مؤشرات كفاءتها، والتي تظهر من خلال الجدول التالي:

¹ طارق خاطر وسمية بلقاسمي، المرجع نفسه، ص 347.

² Site officiel de la "COSOB", op- cit, 30/08/2018, 14:45

الجدول رقم (05) - تطور مؤشرات كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة (2003 - 2018)

المؤشر	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات المدرجة	3	3	3	2	2	2	2	3
الرسملة البورصية (مليون \$)	143.64	140.27	90.82	95.7	97.2	92.2	91.1	106.1
حجم التداول (مليون \$)	0.23	0.12	0.09	0.33	0.20	0.31	0.18	0.16
معدل دوران السهم (%)	0.16	0.09	0.06	0.35	0.22	0.31	0.21	0.16
المؤشر	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة	3	3	4	4	4	5	5	5
الرسملة البورصية (مليون \$)	135.6	127.2	124.7	110.7	90.6	88.0	84.6	369.4
حجم التداول (مليون \$)	2.13	1.35	1.06	0.93	0.67	0.79	0.67	1.99
معدل دوران السهم (%)	1.59	1.05	0.85	0.78	0.7	0.89	0.78	1.4

المصدر: إعداد الطالبة استنادا إلى:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2004، النشرة الفصلية الربع الأول 2006.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات من 2005 إلى 2018.
- التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر، المتاحة على الموقع: www.cosob.org.

يتضح من خلال الجدول أن سوق الأوراق المالية الجزائرية تفتقر إلى الكفاءة وهو ما يوضحه تطور وتحليل المؤشرات

التالية:¹

أولا- مؤشرات حجم السوق:

هناك مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية هما عدد الشركات المدرجة بالسوق، وقيمة الرسملة البورصة، وسيتم من خلال هذا الجزء دراسة كل مؤشر على حدى، من أجل معرفة مدى اتساع حجم سوق الأوراق المالية الجزائرية:

¹ تحليل الطالبة استنادا إلى معطيات الجدول رقم 07.

1- عدد الشركات المدرجة: يتضح من خلال الجدول أعلاه قلة عدد الشركات المقيدة ببورصة الجزائر، حيث بقي مقتصرًا على ثلاث شركات فقط خلال السنوات (2003، 2004، 2005)، غير أن هذا العدد انخفض إلى شركتين سنة 2002 واستمر هذا الوضع إلى غاية 2009، ليرتفع مرة أخرى إلى 3 شركات سنة 2010 وبقيت بورصة الجزائر محافظة على هذا العدد خلال السنتين الموالتين 2011 و2012، بعد دخول شركة أليانس للتأمينات سنة 2010 كأول شركة تأمين خاصة تدخل ضمن الشركات المدرجة لتقوي قسم الأسهم في بورصة الجزائر، وبعد الإدراج الرسمي لمجمع رويبة سنة 2013، استقر عدد الشركات المدرجة عند 4 شركات إلى غاية قيام شركة بيوفارم للصناعة الصيدلانية في 13 أبريل 2016 بطرح 20% من أسماؤها في البورصة، لتبلغ بذلك عدد الشركات المدرجة 5 شركات خلال سنة 2016، لتبقى مقتصرة على خمس شركات فقط خلال السنتين 2017 و2018 وهي: مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، أن-سي-رويبة الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، ومؤسسة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني.

2- الرسملة البورصية: تعد بورصة الجزائر من أضعف البورصات العربية من حيث مؤشر الرسملة البورصية، فالجدول يظهر الانخفاض الحاد في قيمة الرسملة البورصية خلال فترة الدراسة فبعد أن كانت 143.64 سنة 2003 انخفضت إلى 91.1 سنة 2009 أي بمعدل انخفاض قدر بـ 56.67% تقريبًا، لتعود هذه القيمة للارتفاع خلال السنتين 2010 و2011 نظرا لدخول شركة أليانس للتأمينات إلى السوق، والتي كان لها الأثر السريع على قيمة الرسملة، لتشهد بعدها السوق انخفاضًا في القيمة السوقية لتبلغ ذروتها سنة 2017، وهذا ما يعكس ظاهرة العزوف عن الاستفادة من خدمات هذه السوق في الجزائر، لترتفع سنة 2018 بسبب ارتفاع مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر.

ثانيا- مؤشرات سيولة السوق:

هناك مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما: نسبة التداول، ومعدل الدوران، واللذان تطورا حسب ما يظهره الجدول السابق على النحو التالي:

1- حجم التداول: بالنسبة لسيولة السوق يلاحظ أن القيمة المتداولة للأسهم ضعيفة جدا طيلة فترة الدراسة مع العلم أن الانخفاض في هذه القيمة راجع إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة من جهة، وكذلك إلى تدني عدد أيام التداول والذي يقتصر على يومي تداول في الأسبوع من جهة أخرى، وقد قدرت هذه القيمة سنة 2009 بـ 313.0 ألف دولار أمريكي، لترتفع هذه القيمة وتبلغ 2.13 مليون دولار أمريكي سنة 2011 والسبب وراء هذا الارتفاع راجع لإدراج شركة أليانس للتأمينات في البورصة وطرحها لأكثر من 1000 سهم للتداول، لتعاود الانخفاض في السنوات الموالية فتبلغ سنة 2017 قيمة 672.7 ألف دولار أمريكي، لترتفع سنة 2018 إلى 1.99 مليون دولار أمريكي

بسبب ارتفاع عدد الأسهم المتداولة نتيجة اعتماد بورصة الجزائر لنظام جديد للتداول الالكتروني سنة 2018، مما سمح بالقيام بعمليات بيع وشراء الأسهم عبر شبكة الانترنت.

2- معدل دوران السهم: كما أن معدل دوران السهم والذي يعتبر أيضا مؤشر يقيس مقدار السيولة الموجودة في السوق جد منخفض حيث بلغ سنة 2009 نسبة 0.31%، ليرتفع إلى 1.59% سنة 2011 وهذا راجع لانخفاض أحجام التداول فيها وقلة أيام التداول، بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها، لتبدأ بالانخفاض في السنوات الموالية حتى تصل هذه النسبة 0.78% سنة 2017 لترتفع إلى 1.4% مما يدل على أن السوق غير نشطة، وأنها لا تتمتع بقدر كاف من السيولة.

ختاما لما تقدم ضمن هذا المبحث يتضح جليا أنه وبالرغم من مرور حقبة زمنية معتبرة منذ إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر إلا أنها مازالت تتميز بقلة المتدخلين فيها سواء من ناحية الوسطاء الذين ينحصرن في عدد قليل من المؤسسات، أو من ناحية عدد الشركات المدرجة، مما انعكس على قلة الأوراق المالية المتداولة وقلة عمليات البيع والشراء، ليظهر ذلك من خلال مؤشرات أداء السوق التي لم يحقق أي منها تطور يذكر، وهذا يبين ضعف السوق الجزائري في جذب المدخرات للقيام بالعملية المعاكسة ألا وهي عملية تمويل الاقتصاد الوطني.

المبحث الثاني - واقع سوق الأوراق المالية التونسية:

عملت الحكومة التونسية على غرار الدول العربية الأخرى على إنشاء ووضع القوانين ذات العلاقة بتنظيم سوق الأوراق المالية، وذلك لاقتناعها بالدور الذي تلعبه في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية التي تعمل على تنمية الاقتصاد الوطني، وسيتم تحليل واقع وكفاءة سوق الأوراق المالية التونسية على النحو التالي:

المطلب الأول - مدخل لسوق الأوراق المالية التونسية:

من أجل التعرف أكثر على سوق الأوراق المالية التونسية وجب التعرض إلى:

أولا - نشأة سوق الأوراق المالية التونسية:

تعود أولى التجارب في هذا المجال عند إنشاء مكتب التصفية والمقاصة والذي استمر نشاطه من 1937 إلى 1945، فقد شهدت هذه الفترة أول إصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة

فرنسية سنة 1939، وهذا يعد مؤشرا ولو مبدئي لظهور سوق ثانوي، وفي عام 1945 تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة (OTCVM) نتيجة لتحسن الأوضاع.¹

كما عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الاستعماري قبل استقلالها سنة 1956، لكن الفترة الممتدة من الاستقلال وحتى سنة 1968 فقد توقفت بورصة تونس عن العمل، وفي سنة 1969 أنشأت البورصة كسوق منظمة وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد بموجب القانون 13-69 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد، وكان هذا في ظلل السياسة الاقتصادية العامة التي تعطي أهمية كبيرة للقطاع الخاص ومع بداية وضع أسس نظام اقتصادي يعتمد على آليات السوق، كما قامت السلطات التونسية بنشر أول قانون للاستثمارات وأعلنت عن إعادة انطلاق بورصة تونس للقيم المنقولة BVTM في ماي 1970 كأول تاريخ لأول تسعيرة وتداول للقيم المنقولة بها، ثم صدور القانون رقم 1988/13 بدأت سوق القيم المنقولة تمارس نشاطها كسوق منظمة سنة 1989 وتتولى مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم إدارة السوق، والتحقق من سلامة التعامل فيها.²

فهي إذا تعد حديثة العهد نسبيا إذا ما قورنت بباقي البورصات الناشئة مثل البورصة المصرية، كما أنها بقيت تلعب دورا هامشيا حيث كان ينظر إليها أنها عبارة عن مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية، ولم تكن تمثل بديلا عن التمويل البنكي السائد في تلك الفترة، بل أكثر من ذلك فإن دورها في تمويل الاقتصاد بقي محدودا نظرا لهيمنة الدولة والبنوك التجارية على تمويل الاقتصاد، مما أدى إلى ظهور مستويات مرتفعة من التضخم.

فخلال الثمانينات كان ينظر إلى البورصة على أنها مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية بدلا من كونها مرآة للاقتصاد تلعب دورا محوريا في تمويل المؤسسات، مما أدى إلى انخفاض رأس المال السوقي للبورصة التونسية في تلك الفترة حيث لم يتجاوز في نهاية 1986 نسبة 1% (نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي).

ولتجاوز الدور الضئيل الذي كان تتضطلع به البورصة التونسية تبنت الحكومة التونسية برنامج إصلاح هيكلي وذلك مع حلول سنة 1986، حيث شمل هذا البرنامج جميع القطاعات الاقتصادية والمالية بما في ذلك السوق المالية من خلال خلق إطار قانوني ومؤسسي حديث تتمكن من خلاله السوق المالية من تحقيق الأهداف الاقتصادية المنوط بها

¹ عيسى شقيب وأزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 01، المجلد 07، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 53.

² المرجع نفسه، ص 54.

المتمثلة في تعبئة وجمع الموارد وتوظيفها في الأهداف التي تتلائم ومتطلبات تحقيق التنمية، حيث كانت الإصلاحات تخص الإجراءات المتعلقة بمراجعة النظام الجبائي للاستثمار في الأوراق المالية وبعث أدوات وآليات مالية جديدة.¹

ويمكن إيجاز أهم المحطات في تاريخ بورصة تونس في التالي:²

- فيفري 1969: إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية؛
- نوفمبر 1994: إصدار القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية وذلك بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق؛
- نوفمبر 1995: إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم، يمتلكها حصريا وسطاء البورصة بالتساوي؛
- أكتوبر 1996: انطلاق العمل بنظام التداول الإلكتروني (NSC)؛
- أبريل 1998: انطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997؛
- ديسمبر 2007: انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة والتحول إلى تشغيل آخر نسخة نظام التداول الإلكتروني (NSC)؛
- جانفي 2009: تغيير طريقة احتساب مؤشر توناندكس بالاعتماد على الرسملة السوقية المتاحة للتداول والتوقف عن نشر مؤشر BVMT الذي بدأ نشره منذ سبتمبر 1990؛
- ماي 2009: إنشاء صندوق المتعاملين في سوق الأوراق المالية لضمان المخاطر غير التجارية؛
- أوت 2009: بعث مجلة إسداء الخدمات المالية لغير المقيمين؛
- نوفمبر 2012: تنظيم الدورة الأولى لصالون البورصة والخدمات المالية "أنفستيا".

ثانيا- أهداف سوق الأوراق المالية التونسية:

من أهداف سوق الأوراق المالية التونسية ما يلي:³

- إدراج سندات جديدة بتسعيرة البورصة؛

¹ عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص ص: 147-149.

² Site officiel de la "Bourse du tunis", www.bvmt.com, 05/09/2018, 20:11.

³ **Ibid**, 05/09/2018, 20:30.

- تنظيم المبادلات وتسعير السندات في أحسن الظروف من المساواة والأمان والشفافية؛
- نشر كل المعلومات المتعلقة بالسوق، وتطوير البورصة والترويج لها؛
- المساهمة الفاعلة في نشر الثقافة المالية في اتجاه ترسيخ توجيه الادخار نحو البورصة في عادات المدخرين وإرساء التمويل عن طريق البورصة في ثقافة تسيير الشركات التونسية؛
- اكتساب مكانة أساسية في القطاع المالي التونسي؛
- فتح أبواب الطموح أمام الشركات التونسية بتمكينها من تصور مشاريع أكبر مع إنجاز أسرع بما يمكنها من تقليص آجال نموها و من بلوغ مستوى العالمية؛
- المساهمة في نشر ثقافة الشفافية والتسيير الرشيد على أوسع نطاق؛
- المساهمة في إشعاع تونس على محيطها الإقليمي.

ثالثا- مزايا الاستثمار في سوق الأوراق المالية التونسية:

- توفر سوق الأوراق المالية التونسية العديد من المزايا منها:
- إطار قانوني وترتيبي متطور ومطابق للمعايير الدولية؛
- تقنية تداول متقدمة، توفر النجاعة والأمان؛
- نظام مقاصة وتسوية شفاف مطابق للمعايير الدولية مع تسوية خلال 3 أيام؛
- نظام لضمان حسن إنهاء المعاملات؛
- اشتراط المهنية، وصلابة الوضعية المالية والنزاهة على جميع المتدخلين ضمانا لمصالح المستثمرين.

المطلب الثاني- تنظيم سوق الأوراق المالية التونسية:

يتحدد تنظيم سوق الأوراق المالية التونسية من خلال المتدخلون الفاعلون في أسواق التداول المتاحة على مستواها، والأدوات المالية المتداولة فيها، وهو ما سيتم ترجمته في الآتي:

أولا- الفاعلون بسوق الأوراق المالية التونسية:

تضم سوق الأوراق المالية التونسية مجموعة من المتعاملين النشطين على مستواها المتمثلين في كل من:

1- شركات وساطة: وهي شركات خاضعة لترخيص مسبق، تتولى حصريا نشاط تبادل السندات في البورصة.¹

2- هيئة السوق المالية: وهي سلطة رقابية اشرافية مستقلة، أنشئت بموجب القانون رقم 97-117 الصادر في 14 نوفمبر 1994، حيث تتولى حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية، السير الحسن للسوق، وممارسة عملية الرقابة على المتدخلين، فضلا عن تأطير السوق من خلال مشاركة الهيئة في إعداد القوانين والنصوص التي تدعم نشاط المتدخلين والحفاظ على حقوق المستثمرين.²

3- الشركات التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية: تأسست التونسية للمقاصة في 28 ديسمبر 1993 تحت تسمية "الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية" وقد جاء القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية ليؤكد وجودها القانوني ويحدد مهامها، فهي المودع المركزي للأوراق المالية والمتصرف في منظومة الدفع والتسليم، وتعتبر من أهم أعمدة البنية السلاماتية لسوق رؤوس الأموال التونسي وتوفر مجموعة واسعة من خدمات ما بعد السوق، ومن أهم أهداف التونسية للمقاصة: تأمين سلامة الأرصدة المحفوظة بمنظومة الإيداع المركزي، ضمان تسوية المعاملات حسب مبدأ التسليم مقابل الدفع، الحد من المخاطر المرتبطة بعمليات التسليم والدفع بين مختلف الأطراف المتدخلة، وتطبيق أفضل المعايير والتوصيات الدولية في مجال الأوراق المالية.³

4- صندوق ضمان عمليات السوق: يهدف إلى تسوية العمليات المنجزة بالبورصة في أحسن الظروف، ويتم تمويله عن طريق مخصصات مختلفة يدفعها الوسطاء بالبورصة بهدف تغطية مخاطر الطرف المقابل في عملية التداول.⁴

5- صندوق ضمان المتعاملين بالبورصة: يهدف صندوق ضمان المتعاملين في سوق الأوراق والأدوات المالية إلى تغطية المخاطر غير التجارية والمتمثلة في عجز وسيط بالبورصة بالالتزام بتعهداته، ويرتبط تدخل الصندوق بإعلان هيئة السوق المالية عن عجز الوسيط بالبورصة عن الوفاء بالتزاماته، وتعتبر المخاطر غير الجارية عن عجز أي وسيط بالبورصة عن الوفاء بالتزاماته فيما يخص: إرجاع الأموال التي تم إيداعها أو تحويلها له لفائدة متعامله بأي عنوان كان، دفع مبالغ مالية على إثر عملية تداول أوراق مالية موضوع أمر تمت إحالته طبقا للتراتب الجاري بها العمل، دفع مبالغ مالية تم تسليمها أو تحويلها إليه من قبل المتعاقد معه في إطار معاملة خاضعة للتسجيل بالبورصة، تسليم الأوراق المالية إثر عملية

¹ Site officiel de la "Bourse du tunis", **Op-cit**, 06/09/2018, 14:38.

² Conseil du marché financier (bvmt), Rapport Annuel 2012, Tunis, 2012, P P 16- 17.

³ Site officiel de la "Tunisie Clearing", www.tunisieclearing.com, 12/09/2018, 20:42.

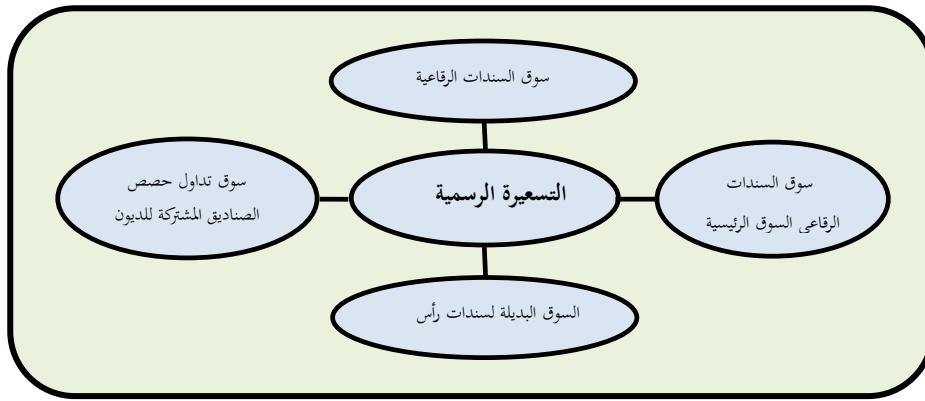
⁴ Site officiel de la "Bourse du tunis", **Ibid**, 12/09/2018, 22:12.

تداول، تسليم الأوراق المالية التي تسلمها من المتعاقد معه في إطار معاملة خاضعة للتسجيل بالبورصة، وكذا إرجاع أوراق مالية صادرة عن طريق المساهمة العامة ومضمنة بحسابات متعامليه.¹

ثانياً- أسواق التداول في سوق الأوراق المالية التونسية:

تشمل تسعيرة بورصة تونس الأسواق الموضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (08) - أسواق التداول في سوق الأوراق المالية التونسية



Source: Site officiel de la "Banque Centrale de Tunisie", www.bct.gov.tn, 13/09/2018, 23:53.

من خلال الشكل يتضح أن سوق الأوراق المالية التونسية تضم كلا من:²

1- السوق الرئيسية لسندات رأس المال: وهي مفتوحة للشركات خفية الاسم التي تستجيب لعدد معين من مقاييس فتح رأس المال للعموم والحجم والأداء والسيولة والشفافية، حيث تحوي حاليا 81 شركة.

2- السوق البديلة لسندات رأس المال: مفتوحة للشركات الصغرى والمتوسطة ذات الآفاق الواعدة، عدد المؤسسات المدرج بها 4 شركات، وتهدف للسماح للمؤسسات التونسية وخصوصا الصغرى والمتوسطة منها والتي لا يمكن لها أن تدرج ضمن السوق الرئيسية، بالالتحاق بهذه السوق بشروط ميسرة، وكذا الحث على إنشاء شركات بواسطة الطلب العمومي للادخار، لا سيما بتخصيص جزء من هذه التمويلات لفائدة المشاريع الكبرى عند إحداثها.

3- سوق السندات الرقاعية: وهي تخص سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات العمومية المحلية، وكذلك كل سندات الدين القابلة للتداول في هذه السوق والتي تصدرها أي مؤسسات خاصة.

¹ Site officiel de la "Bourse du tunis", **op-cit**, 13/09/2018, 21:13.

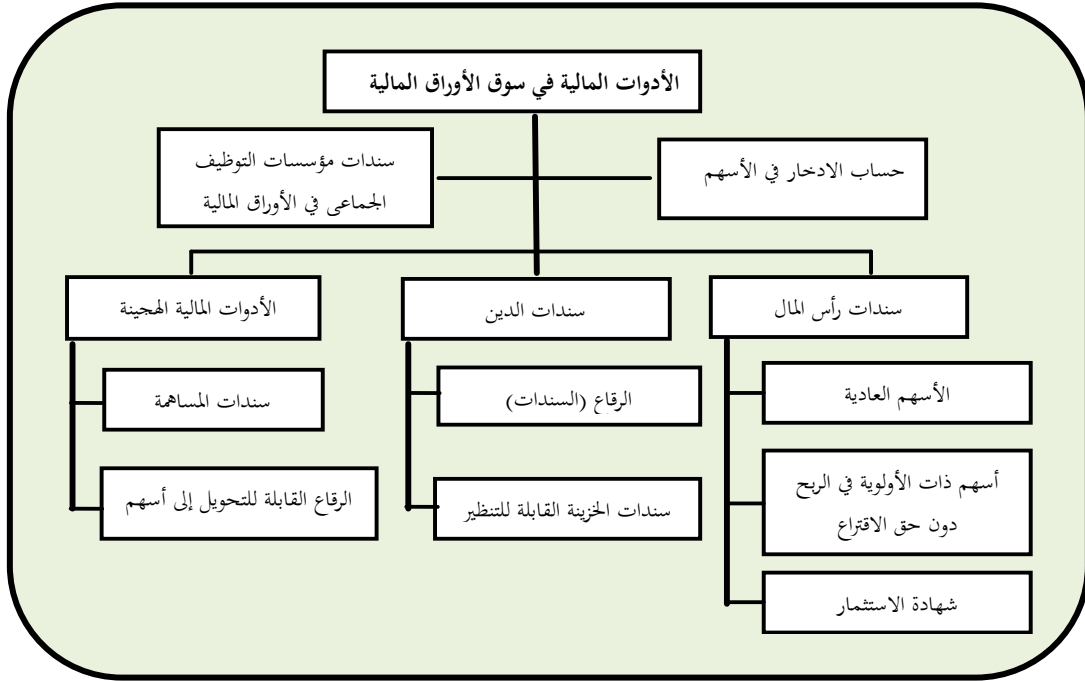
² Site officiel de la "Banque Centrale de Tunisie", **op-cit**, 14/09/2018, 20:11.

4- سوق تداول حصص الصناديق المشتركة للديون.

ثالثا- الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية التونسية:

توفر بورصة تونس للمستثمرين مجموعة متنوعة من الأدوات المالية، تستجيب كل واحدة منها إلى أهداف مغايرة حسب مستوى المخاطرة والمردودية أو السيولة المنشودة، كما هو موضح في الشكل:

الشكل رقم (09)- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية التونسية



المصدر: دليل الأدوات المالية، بورصة الجزائر، أكتوبر 2012، متاح على: www.bvmt.com

يتضح من الشكل أن هناك تنوعا في الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية التونسية، حيث:¹

1-1- سندات رأس المال: يوجد ثلاثة أنواع:

1-1- الأسهم العادية: كل سهم يمثل جزءا من رأسمال الشركة المصدرة، ويعطي امتلاك الأسهم لحاملها مجموعة من الحقوق تبعا لصفته كشريك في ملكية الشركة يمارسها حسب عدد الأسهم التي في حوزته.

1-2- الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الاقتراع: للشركات الإمكانية، عند توفر بعض الشروط، إصدار أو إحداث أسهم ذات الأولوية في الربح، ويمكن لها ذلك عند الرفع في رأس المال أو في إطار عملية تحويل

¹ دليل الأدوات المالية، مرجع سابق.

أسهم عادية تم إصدارها من قبل، والأسهم ذات الأولوية في الربح هي أسهم ليس لها حق الاقتراع، وفي المقابل لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على الأرباح الموزعة.

1-3- شهادة الاستثمار: تنتج شهادة الاستثمار عن تقسيم السهم العادي إلى سندان مختلفين: **شهادة الاستثمار** وتضم جميع الحقوق المالية الراجعة للسهم العادي ولاسيما الحق في العائد على السهم، ويمكن منحها عائدا ذي أولوية، و**شهادة حق الاقتراع** ويمثل بقية الحقوق المتعلقة بالسهم العادي، بمعنى آخر، شهادة الاستثمار هي سهم بدون حق الاقتراع تمكن الشركة المدرجة من تعبئة للأموال دون تغيير تركيبة المساهمين على أن إصدار شهادات الاستثمار لا يمكنها أن يتجاوز ثلث رأسمال الشركة.

2- سندات الدين: وهي نوعان:

1-2- الرقاع: تمثل البورصة بالنسبة للشركات الخاصة أو العمومية، بديلا للقروض البنكية لتمويل حاجياتها، في هذه الحالة تطرح الشركة سندات دين تسمى الرقاع.

2-2- رقاع الخزينة القابلة للتظير: الرقاع التي تصدرها الدولة التي يمكنها هي أيضا اللجوء إلى البورصة لتغطية حاجياتها فإنها تسمى رقاع الخزينة القابلة للتظير، كل رقعة تمثل جزءا من قرض تطرحه شركة في البورصة، وحامل الرقاع يصبح إذا دائما للشركة، ويواجه حامل الرقاع مخاطر أقل من حامل السهم لأن الرقاع تؤمن له ضمانات فيما يخص السداد والمردودية، لكن في المقابل، حامل الرقاع لا يتمتع بنفس حقوق حامل السهم فهو لا يتمتع بالحق في الأرباح، ولا بحق التصرف أو الاقتراع، إلا أن توفر الرقاع عائدا بحساب فائض على أساس القيمة الاسمية، وتحدد نسبته بصفة تعاقدية عند إصدار سندات الدين.

3- الأوراق المالية الهجينة: هي أوراق تأخذ بعض خصائصها من الرقاع والبعض الآخر من الأسهم، لذلك فهي تحتوي في نفس الوقت على مزايا الرقاع وكذلك على إمكانية تحقيق أرباح مثل الأسهم، وتتمثل في:

1-3- سندات المساهمة: هي سندات تصدرها المؤسسات، ويتم تسديدها بعد سبع سنوات، وتأجيرها يتضمن جزءا قارا يقع تحديده في عقد الإصدار وجزء متغيرا يتم احتسابها اعتمادا على مرجع يمكن أن يكون الأرباح أو رقم معاملات الشركة، ويحدد هذا التأجير بعقد الإصدار.

2-3- الرقاع القابلة للتحويل إلى أسهم: هي عبارة عن سندات يمكن تحويلها حسب رغبة حاملها إلى أسهم يتم إحداثها من قبل الشركة المصدرة عند عملية التحويل، لذلك توفر الرقاع القابلة للتحويل إلى أسهم عدة مزايا؛ فحامل هذه الرقعة، بصفته دائما للشركة المصدرة، يتمتع بوضعية مريحة حيث يمكنه متابعة الشركة خلال فترة معينة قبل اتخاذ قرار التحول إلى مساهم مع الحفاظ على إمكانية التحويل، ذلك أن هذه الرقعة تؤمن لأموال حاملها توظيفا بدون

مخاطر بمرودية يمكنها أن تتحسن ويتم ذلك عند القيام بالتحويل إذا عرفت في الأثناء الشركة المصدرة تطورا إيجابيا، أما الشركة المصدرة توفر لها هذه الرقاع أموالا في شكل إقتراض لن تكون في حاجة إلى تسديدها في صورة إنجاز التحويل، فهذه العملية تمكن الشركة من الانتفاع بترفيع مؤجل في رأس المال.

4- سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية: مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية هي عبارة عن هياكل تدير في إطار محافظ للأوراق المالية، أدوات مالية مختلفة لحساب مدخرين لا يرغبون في الاستثمار بصفة فردية ومباشرة في البورصة، بل يريدون الانتفاع من تنوع المحفظة وكفاءة المتصرفين المختصين، تمثل شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف أهم أنواع مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية، والفرق بين شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف هو بالأساس قانون، فالصندوق المشترك للتوظيف ليس له الشخصية المعنوية، على عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، إلا أن هذا الفرق غير محسوس بالنسبة للمستثمر وليس له آثار ملموسة.

5- حساب الادخار في الأسهم*: يمكن إدارة حساب الادخار مباشرة من طرف صاحبها الذي يقرر بنفسه عمليات الشراء والبيع للأسهم، كما يمكن أن توكل إدارته إلى مؤسسة بنكية أو إلى وسيط بالبورصة، يتم في هذه الحالة إمضاء اتفاقية بين المهني الذي تم اختياره وصاحب حساب الادخار تحدد سياسة التصرف الواجب إتباعها.

* حساب الادخار في الأسهم: هو شكل من أشكال الادخار على المدى المتوسط والطويل، نظامه الجبائي التفاضلي يجعل منه أداة مالية جد جذابة، حساب الادخار في الأسهم هو حساب يزود بودائع صاحب هو تخصص الودائع لشراء أسهم الشركات المدرجة بالبورصة ورقاع الخزينة القابلة للتظير أو حصص في مؤسسات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، وتوظف هذه الودائع في سندات رأس المال المدرجة في حدود 80% على الأقل وتوظف البقية في شراء رقاع الخزينة القابلة للتظير، على أنه يمكن أيضا أن تستعمل تلك الودائع في شراء حصص في مؤسسات التوظيف الجماعي للأوراق المالية التي توظف مواردها ويحول فتح حساب الادخار في الأسهم للأجراء ولغير الأجراء ذوي نشاط تجاري أو غير تجاري.

المطلب الثالث - قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التونسية:

عرفت سوق الأوراق المالية التونسية تطورات عدة أدت بدورها إلى التأثير على كفاءة السوق، وبالتالي فقد مست مؤشرات كفاءتها، والتي تظهر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06) - تطور مؤشرات كفاءة بورصة تونس خلال الفترة (2003-2018)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	المؤشر
56	52	50	51	48	45	44	45	عدد الشركات المدرجة
10,612.4	9,237.1	6,304.1	5,338.9	4,221.9	2,821.07	2,574.48	2,439.55	الرسملة البورصية (مليون \$)
1,870.4	1,360.0	1,688.9	726.5	563.3	299.35	256.65	118.52	حجم التداول (مليون \$)
17.96	14.84	25.41	14.02	13.59	12.55	9.97	7.73	معدل دوران السهم (%)
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	المؤشر
81	81	79	78	81	65	59	57	عدد الشركات المدرجة
9,830.8	8,854.3	8,762.1	8,736.3	9,295.	8,589.9	8,874.2	9,647.8	الرسملة البورصية (مليون \$)
88.7	115	128.1	138.6	624.4	850.4	1,308.4	1,122.2	حجم التداول (مليون \$)
0.89	1.32	1.45	1.51	6.75	9.79	14.17	11.9	معدل دوران السهم (%)

المصدر: إعداد الطالبة استنادا إلى:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2004، النشرة الفصلية الربع الأول 2006.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات (2007-2018).

يتضح من خلال الجدول أن مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية التونسية شهدت العديد من التغيرات مما أثر بدوره على كفاءة السوق، وهو ما يمكن شرحه كالاتي:¹

¹ تحليل الباحثة استنادا إلى معطيات الجدول رقم 06.

أولاً- مؤشرات حجم السوق:

قياس حجم سوق الأوراق المالية التونسية يعتبر من أهم المؤشرات المستخدمة للتعرف على درجة تطورها ونموها، ويعتمد في ذلك على المؤشرات التالية:

1- عدد الشركات المدرجة: من خلال الجدول أعلاه يتبين أن مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس شهد ارتفاعاً طويلاً فترة الدراسة (2003-2017)، حيث بلغ عددها 81 شركة خلال السنتين 2017 و2018 على التوالي مقابل 45 شركة مدرجة سنة 2003، أي بمعدل زيادة 80%، مما يدل على أن السوق تتجه نحو الاتساع من سنة إلى أخرى رغم الأوضاع الاقتصادية الصعبة التي عاشتها البلاد، حيث تمكنت بورصة تونس من استقطاب مزيد من رؤوس الأموال المؤسسية، والأجنبية خلال هذه الفترة خاصة بعد انطلاق البرامج المتعلقة بنشر الثقافة المالية منذ سنة 2012، وذلك من خلال العمل على تطوير أساليب تعليمية جديدة من طرف بورصة تونس لاكتساب الآليات الضرورية التي تمكنها من الاقتراب أكثر لمختلف شرائح المجتمع على نطاق أوسع بالإضافة إلى إستراتيجية التنمية التي أقرها مجلس الإدارة للفترة (2016-2020)، حيث ركزت بورصة تونس أنشطتها الترويجية خلال سنة 2016 من ناحية على تعزيز جهودها في مجال نشر الثقافة المالية ومن ناحية أخرى، لتدعيم دورها كفاعل أساسي في تمويل الاقتصاد الوطني.

مع أنه هذا العدد يبقى منخفض إذا ما قورن مع عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة، إلا أنه يعتبر مؤشراً إيجابياً على توجه السوق نحو التوسع، حيث أنه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق، كلما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

2- الرسملة البورصية: قيمة الرسملة البورصية فهي أيضاً سجلت نمواً مستمراً طوال فترة الدراسة حيث بلغت سنة 2003 نحو 2,439.55 مليون دولار، لترتفع إلى 10,612.4 مليون دولار سنة 2010، غير أنها تراجعت خلال الثلاث سنوات الموالية (2011، 2012، 2013)، وهذا التراجع كان سببه تأثير ثورة الربيع العربي التونسي على أداء البورصة التونسية، أين عرفت البلاد أسوأ أداء اقتصادي لها بعد هذه الثورة، حيث بلغت نسبة الركود الاقتصادي معدلات مرتفعة جداً، وهذا لاعتمادها على قطاعات حساسة جداً منها قطاع السياحة والاستثمار الأجنبي المباشر، ولقد كان لهذه الأوضاع الاقتصادية المتردية الأثر السلبي على قطاعها المالي، فالأسواق المالية أكثر القطاعات حساسية للأوضاع الأمنية والسياسية والاقتصادية.

لتعود هذه القيمة للارتفاع سنة 2014 إذ تمكن المؤشر العام لبورصة تونس من استرجاع المستوى الذي سجله قبل الثورة، بفضل استرجاع الاستقرار الأمني الذي أثر إيجاباً على ثقة المستثمرين، لتسجل انخفاضاً سنة 2015 تماشياً

مع التراجع في مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة التونسية، لترتفع ارتفاعا مستمرا خلال الثلاث السنوات الأخيرة من فترة الدراسة (2016، 2017، 2018) نتيجة زيادة مساهمة الأجانب في رأسمال السوق.

ثانيا- مؤشرات سيولة السوق:

يشير مؤشر السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، فهي تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبأقل تكلفة، وتجسيدها لهذا سيتم دراسة هذا المؤشر بصورة مفصلة في سوق الأوراق المالية التونسية وذلك من خلال التعرض إلى التطورات الحاصلة في كل من حجم التداولات، ومعدل دوران السهم على مستوى السوق خلال الفترة (2003-2018):

1-1- حجم التداولات: قدر سنة 2003 بـ 118.52 ألف دولار أمريكي، وارتفع إلى 1,870.4 ألف دولار أمريكي سنة 2010، لتنخفض ابتداء من سنة 2011 ويستمر هذا التراجع طيلة السنوات المتبقية من فترة الدراسة (2011-2018) بسبب انخفاض عدد الأسهم المتداولة، باستثناء سنة 2012 التي شهدت ارتفاع طفيف كان سببه مصادقة لجنة مؤشرات بورصة تونس في شهر أكتوبر 2011 على إحداث مؤشر جديد ببورصة تونس أطلق عليه "تواندكس20"، يعكس هذا المؤشر الجديد أداء أكبر 20 شركة مدرجة من حيث القيمة السوقية والسيولة الأمر الذي رفع من حجم التداول، وقد حدد أساس هذا المؤشر الذي تم احتسابه ونشره بداية سنة 2012.

2-1- معدل الدوران

وبالنسبة لمؤشر معدل دوران السهم فهو يشهد تذبذبا مستمرا خلال فترة الدراسة بين الانخفاض والارتفاع، ليستمر بالتراجع خلال السنوات الأخيرة (2011-2018)، ويرجع سبب هذا التراجع لقيام العديد من الشركات المدرجة ببورصة تونس بتخفيض رؤوس أموالها، من خلال طرح أسهمهم للبيع وبأسعار منخفضة بحثا عن السيولة المالية لإنقاذ مراكزهم، مما أثر تأثيرا واضحا وسريعا على حجم السيولة المتداولة في السوق.

ختاما لما تقدم في هذا المبحث يتضح أن سوق الأوراق المالية التونسية تتجه نحو الاتساع لتبقى معدلات نموها ضعيفة ومؤشرات أدائها منخفضة إذا ما قورنت بمؤشرات أداء بورصات الدول المتقدمة، فهي لا تحقق لها الكفاءة المطلوبة من أجل القيام بوظائفها الأساسية، كما كان لثورة الربيع العربي التأثير السلبي والمباشر على أدائها ابتداء من سنة 2012 فلم تعد السوق تشهد نفس الأداء والتطور الذي كانت تحققه قبل ذلك، وهو ما يثبت أن أسواق الأوراق المالية هي أكثر الأسواق حساسية للأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية.

المبحث الثالث- واقع سوق الأوراق المالية المغربية:

نظرا للدور الكبير الذي تضطلع به أسواق الأوراق المالية في المجال الاقتصادي، كان لزاما على الحكومة المغربية التوجه نحو هذا النوع من الأسواق كونها مصدرا فاعلا لتمويل التنمية الاقتصادية، خاصة نتيجة تدهور الجانب المالي الذي لطالما ظل عاجزا أمام الحاجة الملحة والدائمة للمؤسسات القائمة أو التي هي قيد الإنشاء في توفير الأموال اللازمة لأنشطتها المختلفة، وسيتم كشف واقع سوق الأوراق المالية المغربية من خلال الآتي:

المطلب الأول- مدخل لسوق الأوراق المالية المغربية:

بداية لا بد من التعرف على نشأة سوق الأوراق المالية المغربية، وذكر أهم أهدافها والمهام التي تسعى إلى تحقيقها، وهو ما سيتم عرضه ضمن الآتي:

أولا- نشأة سوق الأوراق المالية المغربية:

يعود تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 تحت تسمية "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، فالأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق، وفي سنة 1948 شهدت البورصة أول عملية إصلاح لتصبح عبارة عن مكتب لتسعير القيم المنقولة مع منحه الشخصية المعنوية من خلال المرسوم الصادر في 13 جويلية 1948، وبعد استقلال المغرب سنة 1956، شهدت البورصة انخفاضا معتبرا في نشاطها، ويعود بالدرجة الأولى إلى هروب رؤوس الأموال وخروج الأجانب الذي كانوا يمثلون نسبة كبيرة من عملاءها.¹

تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، وإثر هذه المبادرة وتحديدا سنة 1986، شرعت المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم، ومنذ سنة 1993 عرفت بورصة الدار البيضاء إصلاحات جذرية شملت صدور عدة قوانين ونصوص تصب كلها في سبيل تفعيل البورصة وخلق أطر تنظيمية لذلك.²

¹ نوال بن لكحل وتغريد الأغا، أداء أسواق الأوراق المالية المغربية (دراسة مقارنة بين المغرب، تونس، الجزائر)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي الثالث للصناعة الإسلامية حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، الجزائر، 12-13 أبريل 2016، ص ص 2-3.

² محمد عدنان بن الضيف وعبيد مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، العدد 01، المجلد 02، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2016، ص 207.

ويمكن إدراج تلك الإصلاحات فيما يلي:¹

1- إصلاحات البورصة لسنة 1993: قامت السلطات المغربية سنة 1993 بإصدار ثلاثة نصوص قانونية تهدف أساسا إلى تحقيق جملة من الأهداف منها إضفاء الشفافية والسيولة للبورصة، حماية المدخرات و ضمان وصول المعلومات المتعلقة بالشركات المصدرة وأوراقها المالية إلى جميع المتعاملين، وكذا زيادة نسب مساهمة البورصة في الاقتصاد، وخلق تحفيزات ضريبية قصد تشجيع الشركات للانضمام في البورصة، وتمثل هذه النصوص في:

- الظهير رقم 01-93-211 المتعلق ببورصة القيم المنقولة؛

- الظهير رقم 01-93-212 المتعلق بخلق مجلس القيم المنقولة والمعلومات الممنوحة من قبل الأشخاص المعنوية التي تلجأ للعرض العمومي للاذخار؛

- الظهير رقم 01-93-213 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

2- إصلاحات البورصة لسنة 1997: شهدت سنة 1997 صدور القانون رقم 96-34 المعدل والمتمم للظهير رقم 01-93-211 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والذي يتضمن إحداث هيئة إيداع مركزية (Maroclear) تعمل على تسيير القيم المنقولة غير المسجلة وفقا للنظام الإلكتروني، بالإضافة إلى إنشاء نظام عام للتسجيل في الحسابات الجارية بالنسبة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة، أوراق هيئات التوظيف الجماعي، أوراق الدين القابلة للتفاوت وسندات الخزينة، ويتم تسيير هذه الحسابات من قبل المؤتمن المركزي الذي يضمن سهولة تداولها بين المتعاملين.

3- إصلاحات البورصة خلال الفترة 2004-2009: شهدت هذه الفترة جملة من الإصلاحات المتتالية، يمكن إدراجها فيما يلي:

- إنشاء خمسة أسواق لتداول القيم المنقولة، ثلاثة منها تشمل أسواق الأسهم، سوق للسندات وسوق آخر للرساميل؛

- إنشاء العديد من المؤشرات الدالة على حركية البورصة، منها مؤشرات المردودية والمؤشرات القطاعية؛

- إنشاء لجنة متابعة تهتم بتعديل النظام الإداري للشركة، وإلغاء نمط الإدارة الجماعية الذي كان سائدا في السابق؛

- الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة، من خلال إنشاء مجلس إدارة خاص به في سنة 2009.

¹ نوال بن لكحل وتغريد الأغا، مرجع سابق، ص 3-5.

ثانيا- أهداف سوق الأوراق المالية المغربية:

في إطار مزاولة بورصة الدار البيضاء لنشاطها وتطبيقا للمهام التي أسندت إليها، وضعت رؤية واضحة وطموحة لأهدافها، تتمثل فيما يلي:¹

1- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد: وذلك من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل الاقتصاد الوطني بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة.

2- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق: أي منح المستثمرين والفاعلين سوقا عصرية ومتطورة قادرة على توفير التمويل اللازم.

3- تطوير سوق الأوراق المالية المغربية: العمل على تعزيز وتسريع تطور السوق.

4- احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا: بصفتها تحتل المرتبة الثالثة على الصعيد الإفريقي، تسعى بورصة الدار البيضاء إلى تقليص الفجوة من أجل احتلال الصدارة في إفريقيا الغربية، كما تعمل على اعتماد أفضل الممارسات الدولية على مستوى التنظيمي للسوق.

ثالثا- مهام سوق الأوراق المالية المغربية:

تتمثل مهمة سوق الأوراق المالية المغربية بمجسدة في بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع السوق للقيام بمهامه بكفاءة عالية، وذلك من خلال:²

- مراقبة ورصد حصص التداول؛
- إصدار ونشر معلومات السوق؛
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية؛
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف؛
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء؛

¹ Site officiel de la " Bourse de casablanca" , www.casablanca-bourse , 16/09/2018, 14:10.

² سارة عبدلي، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 82.

- توزيع الأسهم حيث يبلغ الرأسمال المسجل لبورصة الدار البيضاء سنة 2017 مبلغ 900,517,387 درهم¹، تمتلكه شركات البورصة الناشطة في سوق البورصة المغربية.

المطلب الثاني- تنظيم سوق الأوراق المالية المغربية:

تنظم سوق الأوراق المالية المغربية من قبل المتعاملين والفاعلين على مستوى أسواق التداول المتاحة من خلالها، وهو ما سيتم التركيز عليه من خلال الآتي:

أولاً- الفاعلون في سوق الأوراق المالية المغربية:

في إطار تنظيم سوق الأوراق المالية في المغرب يتم الاعتماد على مجموعة من الهيئات تتمثل فيما يلي:

1- شركات البورصة: تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعترف بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية، وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، بالإضافة إلى إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول، وفضلاً عن ذلك، عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة، تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.²

2- وزارة الاقتصاد والمالية: وزارة الاقتصاد والمالية هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة، وتتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.³

3- الهيئة المغربية لسوق الرساميل AMMC: أنشأت الهيئة المغربية لسوق الرساميل بموجب الظهير رقم 21-13-1 بتنفيذ القانون رقم 12-43، وقد أسندت إليها المهام التالية:⁴

- التأكد من حماية الإدخار الموظف في الأدوات المالية؛

¹ Bourse de casablanca, Rapporte Annuelle 2017, P 31.

² Site officiel de la " Bourse de casablanca", **op-cit**, 16/09/2018, 16:13.

³ **Ibid**, 16/09/2018, 16:15.

⁴ Site officiel de la "L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux", www.ammc.ma, 18/09/2018, 14:58.

- السهر على المساواة في التعامل مع المكتتبين والشفافية ونزاهة سوق الرساميل وعلى إخبار المستثمرين؛
- التأكد من حسن سير سوق الرساميل والسهر على تطبيق الأحكام التشريعية والتنظيمية؛
- السهر على مراقبة نشاط مختلف الهيئات والأشخاص الخاضعين لمراقبتها؛
- التأكد من احترام الأشخاص والهيئات الخاضعين لمراقبتها للأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بمكافحة غسل الأموال؛
- المساهمة في النهوض بالتربية المالية للمدخرين؛
- مؤازرة الحكومة في تنظيم سوق الرساميل.

4- المؤتمر المركزي (Maroclear): أنشأ بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني، وتعد هيئة الإيداع للأوراق المالية بالمغرب، وتتلخص مهمتها في:¹

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات؛
- حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المصدرة؛
- إدارة نظام التسوية وتسليم الأوراق المالية؛
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

5- الجمعية المهنية لشركات البورصة: تضم هذه الجمعية مجموع شركات البورصة، حيث تهتم بتطوير تلك الشركات وتنويع الخدمات الاستثمارية المتعلقة بالقيم المنقولة، كما تقوم بتمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق من جهة، ولدى السلطات العمومية من جهة أخرى.²

ثانيا- أسواق التداول في سوق الأوراق المالية المغربية:

تعتبر الإصلاحات الأخيرة التي عرفتها السوق المالية المغربية خصوصا بعد سنة 1993، كذا التعديلات التي لحقتها سنة 2000 و 2004، أحد الركائز المعول عليها في دعم الاستثمار، حيث أصبحت بورصة الدار البيضاء تتكون من

¹ Site officiel de la " Bourse de casablanca", **op-cit**, 18/09/2018, 19:59.

² **Ibid**, 18/09/2018, 20:11.

سوقين: سوق لإدراج الإصدارات الجديدة أو ما يسمى السوق الأولية، وسوق التداول أو ما يسمى السوق التداولية (السوق الثانوية):

1- السوق الأولية: إن السوق الأولية هي سوق خاصة بالإصدارات الجديدة حيث يتم جمع الأسهم لأول مرة، وتضع المدخرين والمستثمرين في علاقة مباشرة، إذ تقوم شركات المساهمة بطرح أسهمها لأول مرة في هذه السوق من أجل الوصول إلى تلك الموارد التمويلية اللازمة، كما تساهم هذه السوق (الأولية) في تمويل المشاريع والنشاطات الجديدة بشكل مباشر، وبالتالي توسيع النشاطات القديمة، لكن للدخول إلى السوق الأولية والتقييد بأسعار البورصة غير مفتوح في وجه الجميع، بل مرتبط بشروط متفاوتة الشدة حسب نوع الأسواق التي تتكون منها هذه السوق:¹

1-1- سوق الأسهم: لقد كانت هذه السوق تتكون من قسمين، وكان ذلك قبل التعديل الذي عرفه الظهير المنظم للسوق المالية، حيث أصبحت تتكون من ثلاث أقسام:

- القسم الأول يضم الشركات الكبرى ذات رأسمال لا يقل عن 50 مليون درهم؛

- القسم الثاني مفتوح أمام الشركات المتوسطة؛

- القسم الثالث فهو مفتوح في وجه الشركات الصغيرة التي سجلت نتائج جيدة؛

1-2- سوق السندات: لقد جاء من خلال التعديل الذي عرفته السوق المالية خلال 2004 بإنشاء قسم مستقل بسندات الدين القابلة للتداول، وذلك من أجل الرفع من رأسمال الأشخاص المعنوية عن طريق الاقتراض من السوق المالية.

1-3- سوق الحصص: كما تم إحداث بموجب تعديل 2004 قسم آخر خاص بالأسهم والحصص المملوكة لكل من: هيئات توظيف الأموال بالمجازفة، وصناديق التوظيف الجماعي للتسييد.

2- السوق الثانوية: في هذه السوق تتداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في ما قبل بالأسواق الأولية، وذلك بالبيع والشراء وفق شروط وقواعد التعامل، وتسميتها بالسوق الثانوية لأن تداول الأوراق لأول مرة يكون في السوق الأولية، أما في هذه السوق فيعاد بيعها وشراؤها للمرة الثانية، فلا يتعلق الأمر بهذه السوق بعملية تمويل جديد أو مباشر بل بتوفير السيولة، إذا فالسوق الثانوية تقوم بتوفير السيولة باستمرار لحامل القيم المنقولة، عن طريق لجوئهم إلى إعادة بيع الأسهم والسندات، ولقد قامت السلطات المالية المغربية في إطار تعديل قانون البورصة سنة 1997 تضم كل من السوق المركزي الذي حل محل السوق الرسمي وسوق الكتل الذي حل محل سوق التفويطات المباشرة :

¹ سارة عبدلي، مرجع سابق، ص ص 86-87.

2-1-1- السوق المركزية: وهي سوق مرمزة توجهها أوامر الشراء والبيع، تلعب دورا مهما في سير البورصة باعتبار أن ثمن الأسهم يحدد من خلال هذه السوق نتيجة التقاء العرض بالطلب عليها حيث يتم تحديد ثمن التوازن، لكن تم استبدال هذه التقنية منذ ماي 1998 بتقنية التداول الإلكتروني عن طريق نظام التسعيرة الإلكترونية (وهو نظام التسعير المستمر أو الثابت حسب سيولة القيمة المنقولة)، وتتكون حصة التسعير من عدة فترات متسلسلة، وتتم كل فترة في أوقات تحددها بورصة الدار البيضاء لكل مجموعة تسعير، وفيما يلي أهم فترات التسعير:¹

2-1-1-1- فترة ما قبل الافتتاح: في هذه الفترة، ترسل شركات البورصة إلى نظام التسعير الإلكتروني أوامر البيع أو الشراء انطلاقا من أجهزة موضوعة تحت تصرفها، ويتم تلقائيا تسجيل الأوامر التي تم إدخالها على ورقة السوق دون أن تتعد أية صفقة، ويمكن في هذه الفترة تعديل الأوامر أو إلغاؤها، ويتم بصفة مستمرة احتساب وبث سعر نظري للافتتاح كلما تم إدخال أمر أو تعديله أو إلغاؤه.

2-1-1-2- فترة الإغلاق: عند الإغلاق، تتم مقابلة الأوامر الخاصة بكل ورقة مالية والمسجلة مسبقا، وإذا سمحت عملية مقابلة الأوامر، يتم تحديد سعر للإغلاق، وفي هذه اللحظة لن يصبح من الممكن إدخال أو تعديل أو إلغاء الأوامر التي سبق تسجيلها.

2-1-1-3- فترة التداول بآخر سعر: تأتي هذه الفترة بعد فترة التسعير الثابت، وهي فترة تحديد آخر سعر تم تداوله ويمكن خلالها إدخال وتنفيذ أوامر البيع أو الشراء بآخر سعر وبهذا السعر فقط، وخلال هذه الفترة، يتم على الفور جمع الأوامر المتوافقة مثنى من خلال استعمال خوارزمية فيفو (FIFO التي تعتمد الأولوية الزمنية)؛

2-1-1-4- فترة تدخل المراقبة: خلال هذه الفترة لن يصبح بالإمكان للشركات المقيدة بالبورصة أن تسجل أو أن تلغي أوامر البيع أو الشراء ولا أن تعدل الأوامر التي سبق إدخالها، غير أنه من الممكن أن تتدخل لجنة مراقبة مختلف الأسواق على مستوى نظام التسعير لكي تحدث أو تلغي أو تعدل صفقات منعقد أو تلغي أوامر تم إدخالها، ويتغير تسلسل فترات يوم التداول في البورصة حسب نظام التسعير المتبع (المستمر أو الثابت) وحسب الطرق المعتمدة لكل مجموعة تسعير؛

2-2- سوق الكتل: يسمح هذا السوق بتداول أوامر ذات أهمية استراتيجية بالتراضي، والتي تتمحور هذه العمليات المتعلقة بالكتل حول عدد من السندات التي تعادل على الأقل حجم الكتلة المحددة من طرف البورصة بالنسبة لكل

¹ Site officiel de la " Bourse de casablanca", op-cit, 18/09/2018, 22:15.

قيمة بالرجوع إلى سيولتها، ويرتبط سعر التداول بسعر السوق المركزية¹، يتم تحديد الحجم الأدنى للكتل الخاص بكل ورقة مالية حسب تطور المعايير التالية:²

- المعدل اليومي للأوراق المالية المتبادلة على السوق المركزي؛
- السعر المتوسط المسجل في سوق الكتل والسوق المركزي؛
- متوسط الكمية المتبادلة على سوق الكتل.

يتم تحديد الشروط الخاصة بالسعر كما يلي: الأوراق المالية الخاضعة للتسعير الثابت، تتم المعاملات في حدود تغير سعري بـ $\pm 1\%$ عن آخر سعر تم تطبيقه، أما الأوراق المالية الخاضعة لنظام التسعير المستمر، فيتم تداولها بالسعر المرجح لسلم الأسعار، الذي يتم تحديده انطلاقاً من السوق المركزي، وذلك في حدود التغير السعري المطبق في حصة للتداول³، كما تتولى البورصة مهمة تحديد أنظمة تسعير القيم المنقولة حسب متوسط حجم الصفقات وعدد العقود المسجلة في حصة التداول، متوسط عدد الأوراق المالية قيد التسعير، ووتيرة تداول القيمة، والقيمة السوقية.⁴

المطلب الثالث - قياس كفاءة سوق الأوراق المالية المغربية خلال الفترة (2003-2018):

لدراسة تطور كفاءة سوق الأوراق المالية المغربية لابد من الاعتماد على تلك التطورات التي شهدتها مختلف مؤشرات الكفاءة السالفة الذكر على النحو الذي يظهره الجدول التالي:

¹ Site officiel de la "L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux", **op-cit**, 18/09/2018, 22:45.

² بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 195/08، المؤرخ في 2008/10/22، متعلق بطرق احتساب الحجم الأدنى للكتل.

³ بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 196/08، المؤرخ في 2008/10/17، متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكتل.

⁴ بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 167/08، المؤرخ في 2008/10/4، متعلق بالمعايير المعتمدة للتسعير.

الجدول رقم (07) - تطور مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية المغربية خلال الفترة (2003-2018)

المؤشر	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات المدرجة	52	53	54	63	73	77	73	75
الرسملة البورصية (مليون \$)	13,050.18	25,174.92	27,274.39	49,415.0	75,494.5	65,748.0	74,185.9	69,386.1
حجم التداول (مليون \$)	2,443.46	3,757.02	3,051.66	9,109.9	22,009.3	14,077.5	16,226.5	13,880.8
معدل دوران السهم (%)	18.72	14.92	11.19	18.9	29.8	20.4	22.0	20.8
المؤشر	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة	76	77	75	75	75	75	74	75
الرسملة البورصية (مليون \$)	60,092.2	52,621.4	55,328.9	53,369.1	45,956.6	57,607.6	67,954.5	60,461.7
حجم التداول (مليون \$)	6,466.3	5,188.3	5,794.5	4,538.4	4,153.2	5,264.3	6,781.8	4,831.9
معدل دوران السهم (%)	10.9	9.7	11.1	8.3	8.6	9.9	10.6	7.6

المصدر: إعداد الطالبة استنادا إلى:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2004، النشرة الفصلية الربع الأول 2006.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات (2007-2018).

1 مما يتضمنه الجدول يمكن تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية المغربية من خلال مؤشراتها على النحو التالي:

أولاً - مؤشرات حجم السوق:

يمكن تحليل تطورها كالتالي:

¹ تحليل الباحثة استنادا إلى معطيات الجدول رقم 05.

1- عدد الشركات المدرجة: عملت هيئة السوق المالي المغربي منذ إنشائها على توسيع قاعدة السوق المالي ككل عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، إذ تبين من خلال الجدول رقم (07) الاتجاه التصاعدي لإجمالي عدد الشركات المقيدة خلال فترة الدراسة (2000-2018)، إذ ارتفع عددها من 52 شركة مدرجة سنة 2003 إلى شركة 75 في سنة 2018، بمعدل نمو يقدر بـ 44.23% تقريبا، باستثناء بعض السنوات التي شهدت انسحاب بعض المؤسسات المالية خاصة الأجنبية مما أثر سلبا على مؤشر عدد الشركات المدرجة، وقد ارتبط ذلك بعاملين أساسيين، **الأول موضوعي:** متعلق بالأزمة الاقتصادية العالمية 2008، **والثاني سياسي:** مرتبط بالربيع العربي، الأمر الذي جعل صغار المساهمين مضطرين إلى بيع أسهمهم في انتظار ما ستؤول إليه الأوضاع الأمنية والسياسية والاقتصادية للبلاد.

2- الرسملة البورصية: شهدت بورصة الدار البيضاء نموا متزايدا في هذه القيمة خلال الفترة (2003-2018)، فبعد أن قدرت بـ 13,050.18 مليون دولار أمريكي سنة 2003 ارتفعت لتبلغ 75,494.5 مليون دولار أمريكي سنة 2007، بمعدل نمو يقدر تقريبا بـ 478%، إلا أنها انخفضت سنة 2008 بفعل تداعيات الأزمة إذ بلغت 65,748.0 مليون دولار أمريكي بمعدل انخفاض يقدر بـ 13% تقريبا مقارنة بسنة 2007، إلا أن هذا التأثير كان قصير المدى فقد ارتفعت هذه القيمة سنة 2009 بـ 6.47% نظرا للجهود المبذولة من أجل الخروج من ظلال هاته الأزمة، إلا أنها سرعان ما عادت للانخفاض مرة أخرى واستمر هذا الانخفاض طوال الفترة (2010-2015)، لترتفع خلال السنتين 2016 و 2017، لتعود للانخفاض سنة 2018 لتبلغ 60,461.7 مليون دولار رغم ارتفاع عدد الشركات المدرجة وهذا راجع لانخفاض الطلب على أسهم بعض الشركات مثل شركة "لافاج هولسيم للإسمنت"، شركة "سوناسيد للحديد والصلب"، كما تراجعت أسهم شركات "الاتصالات والمعادن والطاقة والتأمين"، وهذا الانخفاض سببه ضعف الثقة بين المسؤولين السياسيين ورجال الأعمال وغياب الرؤية والآفاق المستقبلية في البورصة.

ثانيا- مؤشرات سيولة السوق:

يعتمد تحليلها على تطور كل من:

1- قيمة التداول: تبين من خلال الجدول أن هناك نموا متزايدا في قيمة التداول خلال الفترة (2003-2007)، إلا أنها لم تحافظ على ذلك النمو في السنوات اللاحقة حيث انخفضت بشكل كبير من 22,009.3 مليون دولار أمريكي سنة 2007 إلى 4,153.2 مليون دولار أمريكي سنة 2015 بمعدل انخفاض قدر بـ 81.12%، مما جعل السوق يعاني من عدم الاستقرار في الأداء أي لانحسار مستوى السيولة في السوق، وهذا بفعل تراجع قيمة التداولات للعديد من العوامل منها تداعيات الأزمة المالية التي عصفت بأسواق المال العالمية والتي انطلقت شرارتها مع بدء أزمة ديون الرهن العقاري، والأزمة السياسية التي أدت إلى العزوف عن الاستثمار، لتشهد قيمة التداول تحسنا ملحوظا خلال السنتين

2016 و 2017 حيث بلغت على التوالي 5,264.3 مليون دولار و 6,781.8 مليون دولار لتتخفف مرة أخرى سنة 2018 حيث بلغت 4,831.9 مليون دولار نتيجة انخفاض معدل التداولات في سوق الأسهم المغربي.

2- معدل دوران السهم: يظهر الجدول أن معدل الدوران في بورصة الدار البيضاء أخذ نفس الاتجاه مع نسبة التداول، فبعد أن كان قدر بـ 18.72% سنة 2003 ارتفع ليصل 29.8% سنة 2007، وذلك بمعدل نمو يقدر بـ 28.8%، غير أنه بدأ في التراجع ابتداء من سنة 2008 إلى أن وصل إلى أدنى مستوياته سنة 2014، ليعود للارتفاع خلال السنتين 2016 و 2017 لكن بنسب ضعيفة، لكنه سرعان ما انخفض سنة 2018 ليصل إلى 7.6%.

ختاماً لما تقدم في هذا المبحث يتضح أن سوق الأوراق المالية المغربية شهدت تطورا ملحوظا طول فترة الدراسة مما جعلها تتمتع بقدر من العمق والسيولة أكبر مقارنة ببورصة تونس والجزائر، لتبقى نتائجها هي أيضا ضعيفة ومتزادة على العموم ولا تحقق النتائج التي تمكنها من أداء وظيفتها التمويلية بكفاءة متوسطة على الأقل، كما كان للأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008 تأثير واضح على بورصة الدار البيضاء.

خلاصة الفصل الثالث:

استحوذت قضية تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية المغربية على اهتمام حكوماتها، فكان تأسيسها لهذا النوع من الأسواق انسجاما مع القناعة المتعاضمة على المستويات المحلية والإقليمية والدولية بأهمية الدور الذي ستلعبه من خلال مساهمتها في تحقيق واستقرار معدلات النمو، باعتبارها من الأساليب الحديثة للتمويل، لما لهذه الدول من مشكلة عدم توفر رأس المال الكافي بالشروط والتكاليف المناسبة لتمويل النشاطات الاقتصادية، ولقد وظفت هذه الدول مجموعة من الإصلاحات القانونية والاقتصادية لتطوير بورصاتها، إلا أنها لم ترتقي بعد إلى المستوى المنشود الذي وصلت إليه البورصات العالمية، وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

1- هناك اختلاف بين أسواق الأوراق المالية المغربية سواء من حيث فترات تأسيسها أو من حيث درجة التطور، إذ تتميز كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس بأنها بورصات قديمة كما أنها نشطة إذا ما قورنت ببورصة الجزائر التي تعتبر حديثة النشأة نسبيا وهي ضعيفة الأداء، كان الهدف من إنشائها تحسين الوضع القائم والتخلص من المديونية أما نظيراتها التونسية والمغربية فقد أنشئت للتطوير والنهوض من الوضع القائم الانتقال إلى اقتصاد السوق، وضمان عنصر التنوع في الموارد الاقتصادية من جهة، ومن جهة أخرى، مسايرة الاقتصاد العالمي إلا أنها تتشابه فيما بينها من حيث طريقة التسيير.

2- بالنسبة للأداء العام لأسواق الأوراق المالية المغربية، شهدت مؤشرات كفاءة كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس تحسن ملحوظ من نشأتها، في المقابل مازالت بورصة الجزائر غير واضحة المعالم، فهي تواجه العديد من المعوقات التي تحول دون تطورها، مما جعلها بعيدة كل البعد عن مستوى الكفاءة المطلوب بل لم تقترب حتى من أصغر سوق من أسواق الأوراق المالية العربية.

3- تعاني أسواق الأوراق المالية المغربية من محدودية الأدوات المالية المتداولة فيها، والتي تقتصر على الأسهم والسندات فقط، الأمر الذي جعل الأدوات المالية المتطورة مغيبة تماما في هذه الأسواق، وبالتالي كانت النتائج المحققة بعيدة كل البعد عن المستوى المطلوب بالنظر إلى ما توصلت إليه الأسواق الناشئة في هذا المجال، رغم المقدره الكبيرة التي تمتلكها أسواق الأوراق المالية على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إن لقيت الاهتمام اللائق من قبل الحكومات.

الفصل الرابع-

تشريح لواقع التنمية الاقتصادية في الدول المغاربية
(الجزائر، تونس، والمغرب)

الفصل الرابع- تشريح لواقع التنمية الاقتصادية في الدول المغاربية (المغرب، تونس، والجزائر):

على غرار باقي الدول النامية، وفي إطار الانتقال نحو اقتصاد السوق وتحرير الأسواق، اعتمدت كل من الجزائر (سنة 1989)، تونس (سنة 1986) والمغرب (سنة 1983)، برامج التصحيح الهيكلي بمساعدة كل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وذلك بعد تردي مختلف المؤشرات الاقتصادية الأساسية وبلوغ الاحتياطات الأجنبية مستويات حرجة، حيث كان التوجه لتبني هذه الإصلاحات ضرورة حتمية بهدف معالجة الاختلالات الداخلية والخارجية، وإعادة التوازن المفقود بفعل السياسات التوسعية التي كانت متبعة قبل تبني برامج التصحيح الهيكلي.

إلا أن هذه الإصلاحات الاقتصادية من الجيل الأول لم تقدم حلولاً نافعة لاقتصاديات هذه الدول، بل أثبتت عدم قدرتها على معالجة الاختلالات التي تعاني منها الدول محل الدراسة خاصة الاقتصادية والاجتماعية منها، الأمر الذي جعل هذه الدول تقرر إطلاق جملة من الإصلاحات الجديدة أو ما يسمى بالجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية، في إطار توجهات محلية تتعلق أساساً بدعم النمو من خلال مخططات تنموية خارج ميزانية الدولة.

بناءً على ما تقدم، وفي إطار التعرف على واقع التنمية الاقتصادية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول- عرض التجربة التنموية في الجزائر؛

المبحث الثاني- عرض التجربة التنموية في تونس؛

المبحث الثالث- عرض التجربة التنموية في المغرب؛

المبحث الأول- عرض التجربة التنموية في الجزائر:

اتجهت الجزائر نحو تبني الإصلاحات الاقتصادية ابتداء من أواخر ثمانينات القرن الماضي، بسبب الأوضاع المزرية التي كانت تعيشها من أزمة مديونية وتراجع مختلف المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية الأمر الذي جعلها تلجأ لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي من أجل انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي بهدف إصلاح ما يمكن إصلاحه، إلا أن هذه الإصلاحات لم تكن كافية في جيلها الأول، لذلك تقرر إطلاق جملة من الإصلاحات في إطار توجهات محلية، وتمثل برامج الإصلاح الاقتصادي في جيلها الأول والثاني فيما يلي:

المطلب الأول- الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر:

تبنّت الجزائر منذ سنة 1989 جملة من الإصلاحات الاقتصادية في إطار التوجه نحو اقتصاد السوق، سيتم التعرف على أهم إصلاحات الجيل الأول في الجزائر كما يلي:

أولاً- مرحلة الاقتصاد الموجه (1962-1989):

بعد حصول الجزائر على استقلالها السياسي تبنّت الجزائر سياسة اقتصادية تنموية اعتمدت على التخطيط المركزي كأداة للتخطيط الاقتصادي، حيث حددت الدولة لهذه المرحلة في إطار مبادئ الاقتصاد الاشتراكي أهدافاً في غاية الأهمية بحكم الظروف الاقتصادية والاجتماعية الموروثة عن الحقبة الاستعمارية، وكذلك فترة الانتظار التي سبقت مرحلة التخطيط، حيث تم الشروع في تطبيق أسلوب التنمية المخططة عن طريق تبني أربعة مخططات ابتداء من سنة 1969 وكانت أهداف هذه المخططات تتلخص في:¹

- ضرورة تحسين الإطار المعيشي للسكان بعد فترة من الحرمان؛
- تحرير الاقتصاد الوطني من كافة أشكال التبعية بإقامة اقتصاد عصري قادر على رفع التحديات تكون فيه للمؤسسة الإنتاجية الصناعية دور محوري للآلة الاقتصادية، من منطلق أن المؤسسة الإنتاجية هي الأداة الأولى لخلق الثروة في أي اقتصاد، وتطبيق هذه السياسة ونجاحها كان يتطلب مزيداً من التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي على أساس أن الدولة في إطار المذهب الاشتراكي هي المالك الأول لوسائل الإنتاج.

ولقد تميزت هذه المرحلة بمجهودات تنموية كبيرة إلا أن النتائج لم ترق إلى مستوى المجهود المالي الضخم الذي بذلته الدولة، مما أدى إلى تراكم المشكلات خلال فترة السبعينات وما نتج عنها من تراجع في الأداء الاقتصادي

¹ راضية اسمهان خراز وعبد الوهاب بلمهدي، دور سياسات الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية في تحقيق التنمية المستدامة (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001-2012)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2012، ص 131.

والتحولات التي عرفها المجتمع الجزائري ابتداء من الثمانينات من القرن الماضي، كلها عوامل دفعت باتجاه تبني نهج اقتصادي أكثر تحررا، ومما شجع على هذا التوجه أيضا الأزمات العالمية وخصوصا الصدمة النفطية المعاكسة التي حدثت سنة 1986 والتي زعزعت الاقتصاد الجزائري، حيث شهدت أسعار النفط انخفاضا ملحوظا تبعها بشكل موازي انخفاض في أسعار صرف الدولار، عملة التبادل بالنسبة للجزائر مما أدى إلى حدوث اختلالات في الاستقرار الاقتصادي الكلي، مما تطلب الدخول في عملية إصلاحات ذاتية¹، ولقد شرعت الجزائر في الفترة الممتدة ما بين عامي 1980 و1989 في تنفيذ إصلاحات ذاتية تمت دون مساعدة من أطراف أجنبية، تجسدت هذه الإصلاحات خاصة فيما يلي:²

1- إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات (1980): قامت الجزائر في هذه المرحلة بعدة إجراءات تمثلت في عملية التنازل عن الممتلكات العمومية من خلال صدور القانون 84/81 والقانون 87/19 المتعلق بإصلاح القطاع الفلاحي بعدما كان مهشما مقارنة بالقطاعات الأخرى خاصة القطاع الصناعي، ومن أجل إعادة إعطاء المؤسسات الوطنية وجهها جديدا لضمان التسيير المحكم والفعال، قامت السلطات الجزائرية بإصلاحات هيكلية لهذه المؤسسات، ويعد تاريخ 4 أكتوبر 1980 منعرجا جديدا لهذه المؤسسات، حيث صدر المرسوم 242/80 المؤرخ في سنة 1980 والمتعلق بإعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات الاقتصادية وكانت سنة 1981 هي سنة تطبيق هذا الإصلاح.

ويقصد بإعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات تقسيم هذه الأخيرة إلى مؤسسات صغيرة الحجم حتى يتمكن المسيرين التحكم فيها وتحسين مردوديتها، حيث تم تقسيم 50 مؤسسة عمومية كبيرة الحجم إلى 300 مؤسسة جديدة، ولقد كلفت لجنة وطنية بتنفيذ عملية تقسيم المؤسسات طبقا لمعيارين وهما: معيار التخصص في الإنتاج، ومعيار فصل الإنتاج عن التسويق، بالإضافة إلى معيار التقسيم الجغرافي.

2- إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات: تتمثل إعادة الهيكلة المالية في مجموع التدابير التي اتخذتها قصد تجسيد الاستقلالية المالية للمؤسسات وكان هذا نتيجة عجز المؤسسات الاشتراكية وتزايد حجم مديونيتها تجاه البنوك نتيجة ارتفاع تكاليف الإنتاج، ولقد عرفت سنة 1983 تطبيقا لعملية الإصلاح هذه التي كانت تعمل على الانفتاح التدريجي للسوق الوطنية وإعطاء مكانة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية (ضبط قوانين الاستثمار -قانون 82-11).

¹ راضية اسمهان خراز وعبد الوهاب بلمهدي، مرجع سابق، ص 131.

² نبيلة عرقوب، أثر الإصلاحات الاقتصادية على النمو الاقتصادي في الجزائر (دراسة قياسية للفترة (1980-2010)، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 28، المجلد 02، جامعة المسيلة، الجزائر، 2013، ص ص 71-47.

3- استقلالية المؤسسات* في ظل الإصلاحات: عرفت المؤسسات الاقتصادية العمومية استقلاليتها بصدور قانون 01-88 المؤرخ في 12 جانفي 1998 الذي يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية، وقانون 02-88 المتعلق بالتخطيط.

بدأت السلطات الجزائرية بتطبيق الإصلاحات منذ سنة 1988، حيث تم التصديق على مجموعة من القوانين كانت تهدف إلى إصلاح مؤسسات الدولة والتي أصبحت منذ تلك الفترة خاضعة للقانون التجاري، كما أبرمت اتفاقيات مع البنك الدولي خلال سنة 1989 أولى خطوات إعادة الهيكلة وتبني سياسات اقتصاد السوق، فبدأت خلال سنة 1989 أولى خطوات تحرير التجارة الخارجية، ومن أهم هذه الخطوات: إنهاء احتكار الدولة للتجارة الخارجية، الاعتماد على آليات العرض والطلب في تحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف، منح الاستقلالية الخمسة بنوك تجارية.

ثانيا- مرحلة الإصلاحات الاقتصادية والتحول نحو اقتصاد السوق (1989-2000):

ركزت الجزائر عمن خلال هذه الإصلاحات على تعميق التحول نحو اقتصاد السوق وتغيير دور الدولة في النشاط والنهوض بمستويات النمو والاستثمار، وتمثل هذه الإصلاحات فيما يلي:

1- برامج الإصلاح الاقتصادي: دخلت الجزائر في مفاوضات سرية مع مؤسسات النقد الدولية للحصول على القروض والمساعدات، فوقعت على اتفاقيتين، وكان الاتفاق يهدف إلى منح قروض ومساعدات من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي ضمن شروط، أهمها:¹

- مراقبة توسع الكتلة النقدية، تحرير الأسعار، تجميد الأجور وتطبيق أسعار فائدة موجبة؛
- تقليص حجم الموازنة العامة، إلغاء عجز الميزانية، وإصلاح المنظومة الضريبية والجمركية؛
- الحد من التضخم وتخفيض قيمة الدينار؛
- تحرير التجارة الخارجية، والسماح بتدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

وتتمثل هاتين الاتفاقيتين في:²

* يقصد بالاستقلالية منح المؤسسة حرية المبادرة وجعلها بعيدة عن الوصاية بهدف تحسين مردوديتها الاقتصادية مع ضرورة الاستقلالية المالية من خلال الاعتماد على مواردها الذاتية، وكان الهدف من وراء الاستقلالية هو دفع المؤسسات العامة إلى التفاعل مع السوق، وتلبية حاجاته بإنتاج السلع والخدمات التي تعد مصدر التراكم للاستثمارات الممولة بمواردها الذاتية.

¹ حسبية زايدي، فعالية إعادة تدوير الأموال البترولية في التنمية الاقتصادية (دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 1970-2012)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 253.

² المرجع نفسه، ص 253.

1-1- برنامج الاستعداد الائتماني الأول 1989: أمضت الجزائر أول اتفاق مع صندوق النقد الدولي 30 ماي 1989 واستفادت بموجبه من حصتها في الصندوق بسحب الجزء الخاص باحتياطياتها وهو حق يجري بصفة آلية، كما طلبت سحبا من التسهيلات التعويضية التي تعتبر شكلا من أشكال التمويل التي يضعها الصندوق تحت تصرف البلدان التي تواجه عجزا في ميزان مبادلاتها، بعد أن واجهت الجزائر في السنة الأخيرة مشكلة انخفاض حصيلة صادرات النفط وارتفاع أسعار وارداتها من الحبوب، حيث وافق الصندوق على إعطائها حق التمويل التعويضي.

وقد بلغ حجم المساعدات الذي استفادت منه الجزائر بنحو 470.7 مليون وحدة حقوق سحب خاصة أي ما يعادل 584 مليون دولار أمريكي كقروض، خصص منها 150.7 مليون وحدة حقوق سحب خاصة أي ما يعادل 390 مليون دولار في إطار الرصيد التعويضي من جراء انخفاض أسعار صادراتها من المحروقات وارتفاع أسعار وارداتها من الحبوب، كما بدأت خطوات الاعتماد على آليات العرض والطلب في تحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وتم تقليص تشكيلة السلع التي تحدد الدولة أسعارها كما بدأت إجراءات منح الاستقلالية القانونية لخمس بنوك تجارية.

1-2- اتفاق الاستعداد الائتماني الثاني 3 جوان 1991: لجأت الجزائر مرة ثانية إلى صندوق النقد الدولي من أجل تعميق الإصلاحات في المجال الاقتصادي، وتم إبرام اتفاق ثاني بتاريخ 1991/06/03 مدته عشرة أشهر، وقد تضمن الأهداف العامة التي أبدت السلطات الجزائرية الرغبة في تحقيقها، والتي من شأنها تفعيل الاقتصاد الجزائري حسب قواعد السوق في إطار متسق، فنظرا للظروف التي عرفت الجزائر من تحولات اجتماعية وسياسة غير معهودة تباطأت في ظلها وتيرة تنفيذ اتفاق 1989 ولم تكن النتائج معتبرة، حيث تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من 4.4% سنة 1989 إلى 0.8% سنة 1990، وازداد معدل نمو عرض النقد M2 سنة 1989 إلى نحو 11.3% سنة 1990، وهكذا استمر تدهور الأوضاع الاقتصادية، تطلب الأمر العودة من جديد إلى صندوق النقد الدولي لإبرام اتفاق.

2- برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998): بعد فشل الاتفاقيتين السابقتين، وتحت ضغط الأزمة الاقتصادية والمالية والأمنية، كانت السلطات الجزائرية مرغمة باللجوء مرة أخرى إلى صندوق النقد الدولي والبنك العالمي لإبرام اتفاقية في إطار برنامج الاتفاق الموسع أو ما يسمى برنامج التعديل الهيكلي الذي يمتد على مرحلتين:¹

¹ عاشور كتوش وبن علي بلعزوز، دراسة لتقييم انعكاس الإصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 29-30 ديسمبر 2004، ص ص 9-12.

1-2- برنامج التثبيت (1994-1995): تركز السياسة الاقتصادية والنقدية في إطار برنامج التثبيت على تحقيق الأهداف التالية:

- الحد من توسع الكتلة النقدية (M2)، بتخفيض حجمها من 21% سنة 1993 إلى 14% سنة 1994، وبالتالي التحكم في التدفق النقدي عن طريق دفع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات مرتفعة (البحث عن أسعار فائدة حقيقية موجبة)؛
- تخفيض قيمة الدينار بنسبة 40.17% في أبريل 1994 (1 دولار مقابل 36 دج)، قصد تقليص الفرق بين أسعار الصرف الرسمية وأسعار الصرف في السوق السوداء، تطبيقا لنموذج التخفيض المرن لسعر الصرف؛
- تحقيق نمو مستقر ومقبول في الناتج المحلي الخام بنسبة 3% سنة 1994، و6% سنة 1995، مع إحداث مناصب شغل لامتناس البطالة؛
- تحرير معدلات الفائدة المدينة للبنوك، مع رفع معدلات الفائدة الدائنة على الادخار، وبالتالي تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة، في سبيل إحداث منافسة على مستوى تعبئة المدخرات للمساهمة في تمويل الاستثمارات وتحسين فعالية الاستثمار، بالرفع من إنتاجية رأس المال، ومن ثم رفع معدل النمو الاقتصادي المراد تحقيقه؛
- جعل معدل تدخل البنك الجزائري في السوق النقدية عند مستوى 20%؛
- تحقيق استقرار مالي بتخفيض معدل التضخم إلى أقل من 10%؛
- توفير الشروط اللازمة لتحرير التجارة الخارجية، تمهيدا للانضمام للمنظمة العالمية للتجارة؛
- رفع احتياطات الصرف بغرض دعم القيمة الخارجية للعملة.

2-2- برنامج التعديل الهيكلي (1995-1998): الهدف الأساسي لبرنامج التعديل الهيكلي هو الأوسع والأشمل يمتد إلى 3 سنوات، وهو إعادة الاستقرار النقدي لتخطي مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق بأقل التكاليف، وللوصول إلى ذلك، كانت أهداف الاتفاق هي:

- تحقيق نمو اقتصادي في إطار الاستقرار المالي، وكذا ضبط سلوك ميزان المدفوعات، حيث يتحقق معدل نمو حقيقي متوسط للناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات بنسبة 5% خلال فترة البرنامج؛
- العمل على إرساء نظام الصرف واستقراره، المرفق بإنشاء سوق ما بين البنوك مع إحداث مكاتب للصرف ابتداء من 01/01/1996، والعمل على تحويل (دج) لأجل المعاملات الخارجية الجارية؛
- التخفيف من الإجراءات الجمركية والضريبية لاستمرار تحرير التجارة الخارجية، حيث سيتم تخفيض الرسوم الجمركية إلى نسبة 50% كحد أقصى، والتخفيف التدريجي لعجز الميزان التجاري الخارجي، حيث سينخفض العجز من 6.9% خلال (1994/1995) إلى 2.2% خلال (1997/1998)؛

- توزيع الموارد مع مراعاة القطاع الإنتاجي، ودعم زيادة الاستهلاك للفرد الجزائري خلال فترة البرنامج، مع تفضيل للاستثمارات المباشرة الإنتاجية خارج المحروقات، وإنجاز توسيع لقدرات تصدير الغاز، بمشاركة رأس المال الأجنبي؛
- التخلي عن استعمال وسائل المراقبة المباشرة لقروض الاقتصاد سنة 1997، تحضيراً للاستعمال التدريجي لوسائل المراقبة غير المباشرة مع تنمية السوق النقدي عن طريق وضع نظام مزايدة لديون البنك المركزي، وسندات الخزينة، ومن ثم جعل معدل تدخل البنك الجزائري في السوق النقدية عند مستوى 20%، مع رفع معدل إعادة الخصم إلى 15%، معدل السحب على المكشوف للبنوك على البنك الجزائري يعادل 24%؛
- التحضير لإنشاء سوق للأوراق المالية بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة للبورصة وشركة تسيير سوق القيم، مع إمكانية السماح للمؤسسات الوطنية ذات النتائج الجيدة بالتوسع في رأس مالها بنسبة 20%، ابتداء من 1998؛
- مراقبة الحسابات البنكية التجارية بالتعاون مع البنك العالمي خلال الفترة (1996/1994)، والسماح للمشاركة الأجنبية الاستثمار في البنوك التجارية؛

2-3-إجراءات تحقيق أهداف البرنامج: يمكن التمييز بين نوعين من الإجراءات التي اتخذتها السلطات الجزائرية لتحقيق أهداف برنامج التعديل الهيكلي المقرر في المدى المتوسط والطويل (1994-1998)، وهي:¹

2-3-1- إجراءات السياسة النقدية والمالية: إن الإصلاحات التي اتبعتها الحكومة الجزائرية في مجال السياسة النقدية والمالية لبلوغ الأهداف المسطرة في برنامج الانفاق الموسع، اتسمت بسياسة ميزانية صارمة، ورفع القيود على تقلص الائتمان لتمويل الاقتصاد، وعليه فإن السلطات الجزائرية من خلال البرنامج عملت على إتباع سياسة نقدية صارمة، حيث لجأت منذ سنة 1994 إلى استعمال أدوات السياسة النقدية غير المباشرة للحد من التوسع في نمو الكتلة (M2)، ومن ثم العمل على تخفيض معدل التضخم إلى المستوى الذي يسمح باستقرار الأسعار، وهذا ما يفسر رفع معدلات الفائدة خلال هذه الفترة، وإلغاء السقوف على الفوائد المدينة، والسقوف على الفائدة في السوق النقدية، فيما بين البنوك (Inter Bancaire)، كما قامت بفرض نسبة 25% كاحتياطي نقدي قانوني على كافة الودائع بالعملة الوطنية، وفي نفس الوقت باشرت الخزينة بإصدار سندات بأسعار فائدة بلغت 16.5%.

أما السياسة المتبعة من طرف السلطات في مجال إصلاح النظام المالي، كانت تهدف إلى تنمية الوساطة المالية، بفضل تحسين أدوات السياسة النقدية وترقية النظام المصرفي، حيث في سنة 1994 تم اعتماد تام الاحتياطي القانوني، لأجل تنمية إمكانيات مراقبة السيولة النقدية عن طريق إعادة الخصم للبنوك التجارية من قبل البنك المركزي ليحل السوق النقدي مكانه كأداة من أدوات السياسة النقدية، كما تم إدخال أداة عمليات البيع بالمزاد العلني في السوق النقدية في شكل مزايدات القروض، والعمل على تسهيل إدخال عمليات السوق المفتوحة في سنة 1996.

¹ عاشور كوش وبن علي بلعوز، مرجع سابق، ص ص 12-13.

أما إجراءات إصلاح الجهاز المصرفي، جاءت لتشجيع إنشاء المصارف والمؤسسات المالية الخاصة، وإعادة رسملة البنوك الوطنية لتسمح بتحقيق نسبة ملائمة بـ 8% في نهاية سنة 1995، وذلك لتنشيط المنافسة في النظام المصرفي، ونمو فعالية إجراءات الوساطة المالية، وكذا العمل على التحرير المتزايد لتكوين أسعار فائدة حقيقية موجبة على الودائع لحث المتعاملين الاقتصاديين على زيادة مدخراتهم في شكل أصول مالية ونقدية بالعملة الوطنية، لرفع نسبة تعبئة الادخار، وانتقاء أكفأ المشروعات الاستثمارية، والرفع من إنتاجية رأس المال، وضرورة زيادة فعالية الاستثمار الأجنبي.

2-3-2- الإجراءات العامة: اتخذت الحكومات المتعاقبة مجموعة من القرارات تدخل ضمن تعزيز إجراءات تحقيق أهداف البرنامج الموسع مع مؤسسات النقد الدولية، الأمر الذي سمح لها من جهة الاستفادة من إعادة جدولة حوالي 50% من الديون الخارجية (حوالي 17 مليار دولار أمريكي) خلال الأربع سنوات من البرنامج، ومن جهة أخرى الحصول على مساعدات استثنائية تقدر بـ 5,5 مليار دولار أمريكي، منها قرض قيمته 1.8 مليار دولار أمريكي يدخل في إطار إصلاحات الجيل الأول خلال ثلاثة سنوات (1995-1998).

ثالثا- تقييم الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية:

سيتم تقييم الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية من خلال التعرف على نتائج كل من برنامج الإصلاح الاقتصادي (1994-1998) وبرنامج الاستقرار الثاني (1995-1998) كالتالي:¹

- بالنسبة لبرنامج الإصلاح الاقتصادي (1994-1998) تم تطبيق البرنامج الاستقراري الأول (1994-1995) على مدار سنة كاملة وقد تم تنفيذه في ظروف اقتصادية واجتماعية أمنية صعبة، ومع ذلك تم احترام كافة الإجراءات التي أملاها الصندوق وتمثلت النتائج في إيقاف تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى (-0.2%) في فترة البرنامج بعد أن كان (-2%) خلال سنة 1993 وتقلص معدل التضخم قليلا إلى 29% بالرغم من تخفيض قيمة العملة بـ 40.17% في سنة 1994 كما انخفض عجز الميزانية إلى 4.4% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1994؛

- أما البرنامج الاستقراري الثاني (1995-1998) والذي عرف بالتعديل الهيكلي، وهو يعبر عن رغبة السلطات الجزائرية في المعالجة الجذرية لكافة المشاكل التي يعانيها الاقتصاد الوطني في كل المجالات، فبدأت باتخاذ التدابير والإجراءات المالية والنقدية التي تسمح بتحقيق نمو اقتصادي مستمر وتخفيض عجز الميزانية، وكانت النتائج في مجملها من الناحية الاقتصادية حسنة، حيث بلغ نمو الناتج المحلي الخام 4.2% بعد أن كان سالبا لمدة طويلة،

¹ صالح مفتاح، تطور الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال إلى إصلاحات التحول نحو اقتصاد السوق، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الوطني حول "الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر والممارسة التسويقية"، المركز الجامعي، بشار، الجزائر، 20-21 أبريل 2004، ص 15.

وسبب هذا النمو هو القطاع الزراعي أما القطاع الصناعي فقد تراجع قيمته المضافة، أما في الجانب المالي والنقدي فقد كانت النتائج جد مشجعة؛

- أما المشكل الكبير للسلطات العمومية هو مشكلة البطالة، وكان هذا المشكل موجودا حتى قبل الإصلاحات الهيكلية ولكنه تفاقم مع تطبيقها وهذا يعود إلى حل الكثير من المؤسسات وتسريح العمال بسبب نقص الاستثمارات وبدون أن تظهر مؤسسات جديدة تمتص العمالة الفائضة.

المطلب الثاني- الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر (2001-2019):

جاء انتعاش أسعار النفط في السوق الدولية سنة 2001 حققت الجزائر زيادات سريعة في الإيرادات العامة، وتراكم احتياطات النقد الأجنبي إلى مستويات لم يسبق لها مثيل، مما دفع نحو تطبيق سياسة اقتصادية قائمة على إصلاحات ذاتية لتدارك الإرث الذي خلفته سياسات اتفاق واشنطن، وقد عنونت هذه السياسة بسياسة الإنعاش الاقتصادي، وقد تم تجسيد هذه الاستراتيجية من خلال تنفيذ البرامج التنموية التالية:

أولا- المخطط الثلاثي- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004):

سيتم التعرف على برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) من خلال التالي:

1- أهداف البرنامج تجسدت أهم أهداف برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي فيما يلي:¹

- تنشيط الطلب الكلي استنادا على الفكر الكينزي عن طريق إتباع سياسة التوسع في الإنفاق العام الذي يساهم في تحريك الطلب الكلي؛
- دعم النشاطات المنتجة للقيمة المضافة؛
- خلق مناصب شغل جديدة عن طريق تشجيع الاستثمار في القطاع الفلاحي والمؤسسات المحلية المنتجة الصغيرة والمتوسطة؛
- تجهيز هياكل قاعدية لإعادة بعث النشاطات الاقتصادية والتكفل بالاحتياجات الضرورية للسكان فيما يخص جانب التنمية البشرية؛
- رفع معدلات النمو الاقتصادي والحد من البطالة.

2- مضمون البرنامج: يوضح الجدول الموالي تخصيصات برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004):

¹ أسماء عدة، أثر الانفاق العمومي على النمو الاقتصادي في الجزائر، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة وهران 2، الجزائر، 2016، ص 159.

الجدول رقم (08)- مضمون برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) الوحدة: مليار دج:

النسبة (%)	القيمة المخصصة	القطاعات
8.6	45.0	دعم الإصلاحات
12.4	65.3	دعم القطاعات المنتجة (الفلاحة والصيد البحري)
21.7	114.0	التنمية المحلية
40.1	210.5	الأشغال الكبرى
17.2	90.2	الموارد البشرية
100	525.0	المجموع

المصدر: ساسية عنابي وسمية سريدي، تقييم فعالية برنامج الإنعاشي تحسين أداء الاقتصاد الجزائري للفترة (2001-2012)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول "تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لاستقطاب الاستثمارات البديلة لمحروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 28-29 أكتوبر 2013، ص 5.

يتضح من الجدول أعلاه استحواذ قطاع الأشغال العمومية على أكبر نسبة من إجمالي الغلاف المالي المخصص للبرنامج بنسبة 40.1% ما قيمته 210.5 مليار دينار جزائري، ويدل ذلك على رغبة الحكومة في دعم هذا القطاع من أجل مساهمة التحولات الحاصلة في الاقتصاد الجزائري نتيجة السياسات المتبعة وعيا منها بدورها في التنمية الاقتصادية وتأثيره على باقي القطاعات الأخرى، لأنه لم ينل نصيبه من السياسات التي تم إبرامها مع المؤسسات المالية والنقدية الدولية في فترة التسعينات، الأمر الذي جعل الحكومة تتعد عن دعمه أين قامت بالحد من الإنفاق العام وخاصة الإنفاق الاستثماري بغية إعادة التوازن للميزانية العامة.

ليأتي قطاع التنمية المحلية في المرتبة الثانية من حيث حجم المخصصات المالية بنسبة 21.7%، وذلك مؤشر يدل على سعي الحكومة لتحقيق التوازن الجهوي بين مناطق الوطن وتحسين الإطار المعيشي خاصة في المناطق الريفية النائية والمعزولة، كما سيؤدي دعم الموارد البشرية إلى رفع معدلات التنمية البشرية وبالتالي تخفيض نسبة الفقر بين أفراد المجتمع، حيث خصصت الحكومة لهذا القطاع 90.2 مليار دينار ما يعادل نسبة 17.2% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، ليحصل بذلك على المرتبة الثالثة من حيث حجم المخصصات باعتباره ركيزة الأساسية لتسيير عملية التنمية.

أما قطاع الفلاحة والصيد البحري فيأتي في المرتبة الرابعة، حيث لم يستفد سوى من 65.3 مليار دينار ما يعادل 12.4% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، ويعود ذلك إلى أن هذا القطاع قد استفاد من برنامج خاصا ابتداء من سنة 2000 وهو المخطط الوطني للتنمية الفلاحية "PNDA"، وهو برنامج مستقل عن برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي، وبالتالي فإن المبلغ المخصص لهذا القطاع يعتبر بمثابة دعم للبرنامج السابق الذكر، ويهدف هذا البرنامج إلى

توسيع الإنتاج الفلاحي وترقية الصادرات، إضافة إلى تحقيق الاستقرار لسكان الريف والمساهمة في محاربة الفقر والتهميش الذي يعرفه الوسط الريفي، وفيما يخص المبلغ المخصص لدعم الإصلاحات فقدر بـ 45.0 مليار دينار ما يعادل نسبة 8.6% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، فالحكومة قد جندت موارد مالية من أجل إنجاز البرنامج بأقل التكاليف بأحسن النتائج، الأمر الذي يستوجب تطبيق مجموعة من التعديلات على المؤسسات الوطنية العامة والخاص.

ثانيا- المخطط الخماسي الأول- البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009):

تتمثل أهداف ومضمون البرنامج في الآتي:

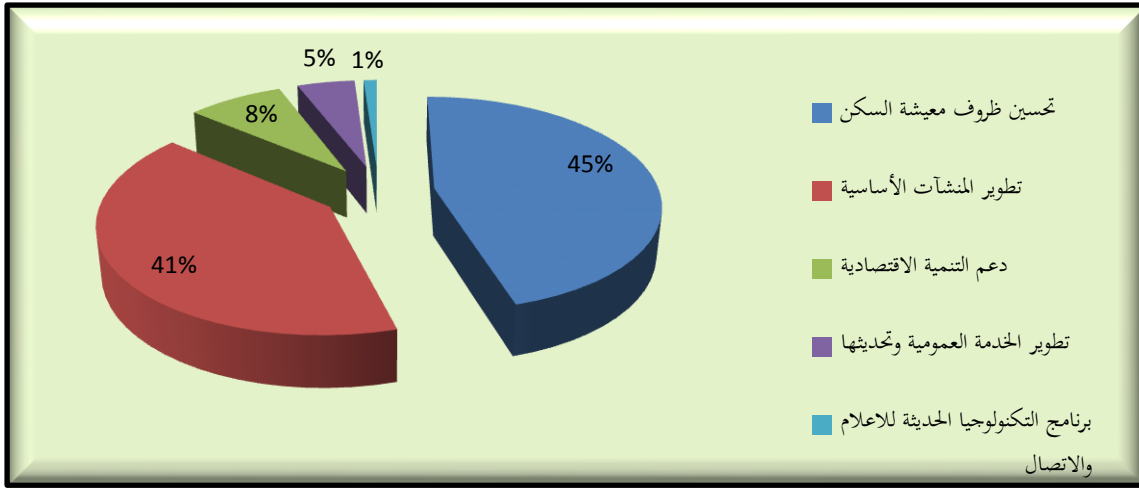
1- أهداف البرنامج: جاء هذا البرنامج في إطار مواصلة وتيرة البرنامج والمشاريع التي سبق إقرارها وتنفيذها في إطار مخطط دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)، ذلك بعد تحسين الوضعية المالية للجزائر نتيجة ارتفاع أسعار البترول والذي وصل إلى حدود 40 دولار سنة 2004، قررت الحكومة خلال هذا البرنامج مواصلة جهود إنعاش النمو وتكثيفه في جميع القطاعات، والعمل كذلك على مرافقة أداة الإنتاج الوطني الموجودة في تحولها الحتمي لتكون مستعدة للانفتاح على الاقتصاد العالمي، يعتبر هذا برنامجا غير مسبوق في تاريخ الجزائر من حيث قيمته والتي بلغت 55 مليار دولار، في ظل استمرارية مسار الإنعاش الاقتصادي الجاري فإن هذا البرنامج هدف إلى تحقيق العديد من الأهداف أهمها:¹

- استكمال الإطار التحفيزي والاستثماري عن طريق إصدار نصوص تنظيمية من شأنها أن تفتح قانون الاستثمار وتطوير التدابير الكفيلة بتسهيل الاستثمار الخاص الوطني أو الأجنبي؛
- انتهاز سياسة ترقية الشراكة والخصوصية مع الحرص الشديد على تعزيز القدرات الوطنية في مجال خلق الثروات ومناصب الشغل وترقية التنافسية؛
- تعزيز مهمة ضبط ومراقبة الدولة قصد محاربة الغش والمضاربة والمنافسة غير المشروعة التي تخل بقواعد المنافسة والسوق على حساب المؤسسات الوطنية المنتجة.

2- مضمون البرنامج: لقد قدرت الاعتمادات المالية المخصصة للبرنامج حوالي 4,202 مليار دينار، ويمكن إبراز أهم تخصيصات البرنامج التكميلي لدعم النمو للفترة (2005-2009) من خلال الشكل الموالي:

¹ علي طالم وبومدين فيلالي، إشكالية التنمية الاقتصادية في الجزائر (دراسة تحليلية تقييمية)، العدد 02، المجلد 04، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدينة، الجزائر، جوان 2016، ص 104.

الشكل رقم (10)- مضمون البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009) الوحدة %:



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الملحق رقم 01.

يتضح من خلال الشكل والملحق رقم (01) أن حجم المخصصات التي وجهت لتحسين الظروف المعيشة للسكان في المرتبة الأولى من حيث إجمالي المبالغ المخصصة له من البرنامج التكميلي، حيث استفاد من مبلغ قدره دينار ما يمثل 45.5%، وهو عبارة عن تكملة لما جاء به برنامج الإنعاش الاقتصادي في محور التنمية المحلية والبشرية، وقد احتل برنامج تطوير المنشآت الأساسية المرتبة الثانية في البرنامج بمبلغ قدر بـ 1,703.1 مليار دينار ما يمثل 40.5% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، وقد تم توزيع هذا المبلغ على أربعة قطاعات فرعية (النقل، الأشغال العمومية، الموارد المائية، تهيئة الإقليم)، وتهدف الحكومة من خلال هذا القطاع إلى تحقيق تكافؤ الفرص وتهيئة المجال من خلال تسهيل عمليات الإنتاج وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، ليأتي دعم التنمية الاقتصادية في المرتبة الثالثة ويشمل ستة محاور أساسية وهي: الفلاحة والتنمية الريفية، الصناعة، الصيد البحري، ترقية الاستثمار، السياحة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، حيث حصل البرنامج على 8.0% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، ويهدف إلى استمرار دعم الدولة للمشاريع ضمن القطاعات المنتجة من أجل استحداث مناصب شغل جديدة، وزيادة مساهمتها في التنمية على الصعيد المحلي والدولي، أما قطاع تطوير الخدمة العمومية فقد تم تجهيزه بمبلغ قدر بـ 203.9 مليار دينار ما نسبته 4.8% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، وتهدف الدولة من خلال تمويلها لهذا البرنامج إلى ترقية وتحسين الخدمة العمومية لمواكبة التطورات الحاصلة خارج الوطن في إطار هذا القطاع، وتدارك النقص الذي شهدته القطاع فترة التسعينات، إضافة إلى تسهيل عملية حصول المواطن على الخدمات العمومية التي يحتاجها، وذلك من خلال تحديث كل من قطاع: العدالة،

* ويعد تحسين ظروف المعيشة للسكان عاملا مهما في تطوير الأداء الاقتصادي من خلال انعكاسه على إنتاجية عنصر العمل، حيث وزع المبلغ المخصص للبرنامج على عدة قطاعات يعود النصيب الأكبر فيها لقطاع السكن والعمران، ثم قطاع التربية الوطنية، فقطاع التعليم العالي، وأخيرا مشاريع التنمية المحلي (مشملة على: انجاز مشاريع للتزويد بالماء الصالح للشرب والتطهير، فك العزلة، إعادة تأهيل المرافق التربوية، انجاز وإعادة تأهيل المنشآت الرياضية والثقافية، تحسين المحيط الحضري والإنارة العمومية).

الداخلية، المالية، التجارة، تكنولوجيا الإعلام والاتصال، وبعض قطاعات الدولة الأخرى التي تؤدي دورا رئيسيا في تقديم الخدمات الأساسية للمواطن، وكانت أقل حصة من نصيب قطاع تكنولوجيا المعلومات بمبلغ 50.0 مليار دج أي ما نسبته 1% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، وقد تم دعم هذا القطاع بهدف تدارك العجز الحاصل على مستوى هذا القطاع من خلال اكتساب تكنولوجيات جديدة، إضافة خلق منافسة بين مختلف مقاطع سوق الاتصالات السلكية واللاسكية والبريد، كما تضمن برنامجين إضافيين هما البرنامج التكميلي لتنمية الجنوب (الذي رصد له مخصص مالي يفوق 377 مليار دينار)، والبرنامج التكميلي لتنمية الهضاب العليا (بمخصص إجمالي قدره 620 مليار دينار).¹

ثالثا- المخطط الخماسي الثاني - برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014):

خصصت مبالغ مالية إجمالية قدرها 21.214 مليار دج أي ما يعادل 286 مليار دولار أمريكي، ويدخل هذا البرنامج ضمن سياسة الإقلاع الاقتصادي وبعث حركية الاستثمار والنمو من جديد وتدارك التأخر في التنمية الذي سببته الأزمة خلال فترة التسعينات التي شهدت ركودا في جميع المجالات.²

1- أهداف برنامج توطيد النمو الاقتصادي: إن أهداف برنامج التنمية الخماسي الثاني اتخذت طابعا إستراتيجيا، وذلك على أساس الميزانية الكبيرة التي خصصت لهذا البرنامج، وتمثلت هذه الأهداف فيما يلي:³

- دعم التنمية البشرية التي تعتبر الركيزة الأساسية للبرنامج الاقتصادي والاجتماعي، وتعزيز تماسك الأمة حول هويتها وشخصيتها الوطنيتين؛
- مكافحة البطالة من خلال استحداث 03 ملايين منصب شغل جديد؛
- تحسين ظروف العيش في العالم الريفي من خلال التزود بالماء الصالح للشرب ودفع قطاع الأشغال العمومية لفك العزلة عن كل المناطق؛
- ترقية وتطوير اقتصاد المعرفة من خلال دعم البحث العلمي وتعميم التعليم، وتعميم استعمال تكنولوجيا المعلومات والاتصال داخل المنظومة الوطنية للتعليم وفي المرافق العمومية؛
- تحسين مناخ الاستثمار واتخاذ التدابير اللازمة لإنعاش الصناعة الوطنية وتطوير المحيط الإداري والمالي والقانوني للمؤسسة، وترقية الصادرات خارج المحروقات؛

¹ تحليل الطالبة اعتمادا على بيانات الشكل والبيانات الواردة في الملحق رقم 01.

² كريمة حاجي والهاشمي بنواضح، دور الدولة في ظل اقتصاد السوق مع إشارة للتجربة الجزائرية (2001-2014)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول "تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لإستقطاب الإستثمارات البديلة للمحروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 28-29 أكتوبر 2013، ص 12.

³ عباد شريط وحلول ياسين بنالحاج، أداء الاقتصاد الوطني من خلال البرامج التنموية البرنامج الخماسي 2010-2014 نموذجاً، العدد 01، المجلد 06، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2، الجزائر، ديسمبر 2015، ص 96-97.

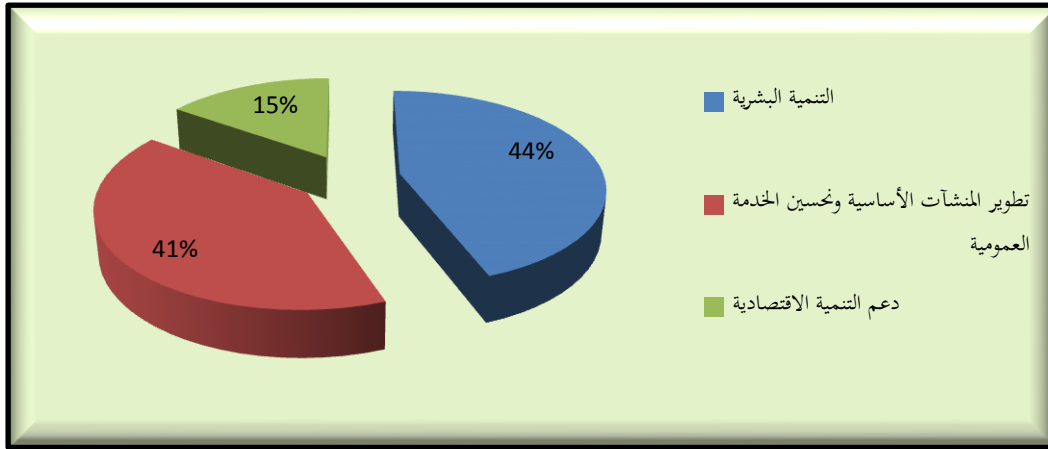
- الاستمرار في توسيع قاعدة السكن وإعادة الاعتبار للنسيج العمراني، وتطوير الترقية العقارية والأداة الوطنية في قطاع البناء والأشغال العمومية؛

- مواصلة التجهيد الفلاحي وتحسين الأمن الغذائي للبلاد، وتأمين الموارد الطاقوية والمنجمية؛

- تامين القدرات السياحية والصناعية التقليدية، والحفاظ على السلم الاجتماعي في خدمة التنمية.

2- مضمون البرنامج: يشمل على ستة محاور رئيسية كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (11)- مضمون برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014) الوحدة %:



المصدر: إعداد الطلبة اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02.

يتضح من الشكل أن الجزائر قد أولت أهمية كبيرة لقطاع التنمية البشرية على حساب باقي الأنشطة الأخرى، إذ تم دعمه بمبلغ 10201 دج أي ما نسبته 44.35% من إجمالي الغلاف المالي المخصص للبرنامج، وقد وزع بنسب متفاوتة بين كل من قطاع السكن، تحسين إمكانيات وخدمات الجماعات المحلية، قطاع الشباب والرياضة، التعليم العالي والتكوين المهني، التربية، الصحة، قطاع العدالة، البحث العلمي والتكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال، باقي القطاعات (كل من قطاع الشؤون الدينية التضامن والمجاهدين) على التوالي، وكان الهدف من هذا المخطط فك العزلة على المناطق النائية خاصة من خلال منشآت التربية الوطنية أو المنشآت القاعدية الصحية، وكذا تعزيز قدرة الجامعة على استيعاب العدد المتزايد من الطلبة، كما أن حصة السكن المعتبرة ستساهم من دون شك في التخفيف من أزمة السكن.

كما دعم برنامج تطوير المنشآت القاعدية الأساسية وتحسين الخدمة العمومية بغلاف مالي قدر بـ 9295 مليار دج ما يعادل 40.42% من إجمالي حجم البرنامج، بهدف تحسين الظروف الحياتية للسكان وفك العزلة عن جميع مناطق الوطن من خلال تطوير المنشآت القاعدية وتعزيز المنشآت الأساسية عن طريق تحسين كل من قطاع النقل وقطاع المياه، وتعزيز قطاع البيئة، وقطاع الجماعات المحلية والأمن الوطني والحماية المدنية، كما استفاد برنامج دعم تنمية

الاقتصاد الوطني من مبلغ قدره 3500 مليار دج ما يقارب 15.22% من إجمالي المبلغ المخصص للبرنامج، حيث عملت الحكومة على استهداف القطاعات التي يكون تأثير مباشر على تنمية الاقتصاد الوطني، حيث اهتمت بقطاع الفلاحة والتنمية الريفية وتطوير الصناعة والمؤسسات العمومية ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتشجيع الاستثمار.¹

رابعاً- البرنامج الخماسي للنمو (2015-2019):

بالنسبة للفترة الخماسية (2015-2019) هدفت الحكومة الجزائرية إلى حشد كل الوسائل الضرورية من أجل تجسيد الأهداف المقررة في البرنامج الرئاسي والتي تهدف خصوصا إلى تحقيق نسبة سنوية للنمو قدرها 7% قصد الحد من البطالة وتحسين الظروف المعيشية المواطنين، وفي هذا الإطار تواصلت الحكومة الجهود التي شرع فيها في مجال تطوير المنشآت الاجتماعية الاقتصادية، وذلك مع السهر على ديمومة المخططات السابقة للتنمية وعلى ضمان التحكم في صيانة وتسيير المنشآت المستلمة.

أما هدف تنويع الاقتصاد فلا يمكن أن يتحقق دون منظومة مصرفية ومالية عصرية وفعالة، قادرة على تصريف الموارد في السوق ووضعها في خدمة الاقتصاد الوطني، ودون تحسن مناخ الأعمال، وهكذا، فإن الحكومة ستتخذ كل التدابير المناسبة الكفيلة بالعمل على تجسيد البرامج التي تمت مباشرتها من أجل تعزيز وتحديث وتحسن معدل التغطية الجغرافية للقطاع المالي، عموما، وشبكات المنظومة المصرفية والمالية بوجه خاص.²

وهذا البرنامج الذي كلفت الحكومة بمواصلة تجسيده يتمحور حول الخطوط التوجيهية الآتية:³

- تعزيز استقرار البلاد، وترسيخ ديمقراطية هادئة أكثر فأكثر؛
- تنفيذ برنامج النمو الموجه إلى استدامة المكاسب؛
- السعي من أجل تهدئة الإقليم، وبناء اقتصاد ناشئ من خلال: إعادة التصنيع في البلاد، التنمية الفلاحية والريفية، تفعيل قطاع الطاقة، وتطوير اقتصاد الخدمات؛
- تعزيز الرصيد البشري للبلاد مع تحقيق قفزة نوعية، ولاسيما في مختلف قطاعات التعليم والتكوين والبحث العلمي، وفي مجال الصحة، وفي إطار المعيشة، وفي ترقية المرأة والشباب وكذا في ترقية الثقافة؛

¹ تحليل الطالبة اعتمادا على بيانات الشكل والبيانات الواردة في الملحق رقم 02.

² مخطط عمل الحكومة الجزائرية، بوابة الوزير الأول، ماي 2014، ص 11.

³ مخطط عمل الحكومة الجزائرية، بوابة الوزير الأول، سبتمبر 2017، ص ص 1-2.

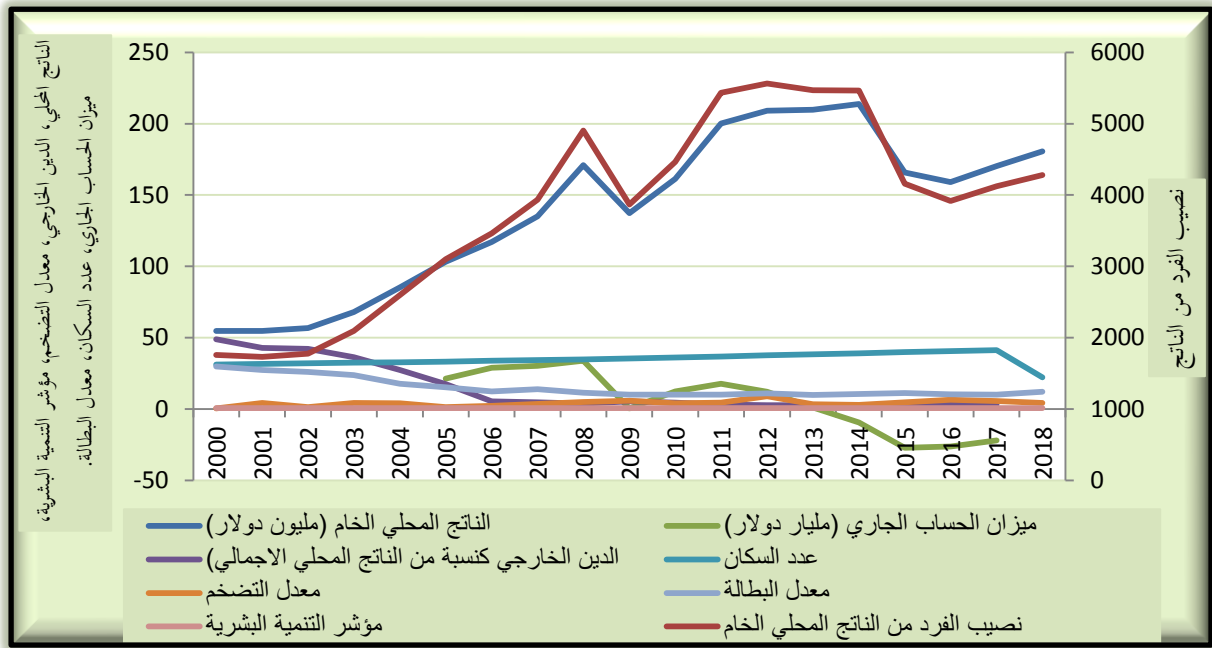
الفصل الرابع- تشريح لواقع التنمية الاقتصادية في الدول المغاربية (الجزائر، تونس، والمغرب)

- تعزيز روابط الضمان الاجتماعي من خلال تسوية العجز في المساكن، وحماية الفئات الاجتماعية الضعيفة، وتعزيز نظام الحماية الاجتماعية والتقاعد، ومواصلة سياسة التضامن الوطني؛
- تعزيز الروابط بين البلاد والجالية الوطنية في الخارج؛
- مضاعفة حصة الصناعة التحويلية، وتنويع الصادرات.

المطلب الثالث - مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000-2018)

عرف الاقتصاد الجزائري عدة تطورات مست مؤشرات أدائه، والتي تظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (12) - تطور مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000 - 2018):



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 03.

حسب المعطيات المتوفرة في الملحق رقم (03) والشكل أعلاه، يمكن تحليل أداء الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000-2018) على النحو التالي:¹

¹ تحليل الطالبة استنادا إلى بيانات الشكل البياني والملحق رقم 03.

أولاً- تطور مؤشرات النمو الاقتصادي:

يعتبر كل من الناتج المحلي الإجمالي، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، النمو السكاني، ومعدل التضخم، أهم المؤشرات التي على أسسها يتم حساب معدل النمو الاقتصادي الحقيقي في أي بلد، ومن خلال الشكل أعلاه وبيانات الملحق رقم (03) يتضح أن الناتج المحلي الإجمالي الجزائري قد عرف خلال الفترة (2000-2018) إرتفاعا ملحوظا حيث بلغ 54.79 مليون دولار سنة 2003، ليشهد بعدها إرتفاعا متتاليا ليصل إلى 171 مليون دولار سنة 2008، باستثناء الركود النسبي المسجل سنة 2009 بنسبة انخفاض قدرت بـ 19.76 مقارنة بسنة 2008، بسبب تقلص إيرادات الجزائر نتيجة للأزمة المالية العالمية والركود الاقتصادي العالمي وبالتالي انخفاض الطلب على المحروقات، ليعود للارتفاع مرة أخرى ابتداء من سنة 2010 ليصل إلى 213.81 سنة 2014، لينخفض مرة أخرى إلى 165.87 مليون دولار سنة 2015 والسبب واضح وراء ذلك وهي الأزمة النفطية الأخيرة والتي كان لها تأثير واضح على نمو الناتج المحلي الإجمالي مما يدل على وجود علاقة قوية تربط بين تطورات الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر وتطورات أسعار البترول، ليرتفع سنة 2018 إلى 180.69 مليون دولار بسبب تحسن أسعار النفط.

أما نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي فقد أخذ نفس اتجاه الناتج المحلي الإجمالي، حيث قدر بـ 1,757.02 دولار أمريكي سنة 2000 ليصل إلى 4,278.85 سنة 2018 أي بمعدل نمو قدر بـ 143.52%، ولكن في المقابل انخفاض القدرة الشرائية للمواطن الجزائري، إذ معظم الجزائريين يعيشون تحت تكلفة المعيشة، فحسب مؤشر تكلفة المعيشة لسنة 2017 صنفت الجزائر في المرتبة 107 من بين 117 دولة من حيث غلاء المعيشة، لذا ينبغي إعادة النظر في سياسة الأجور المتبعة لتتماشى مع تكلفة المعيشة، ليشهد النمو الديمغرافي في الجزائر ارتفاعا مستمرا وبنسب متفاوتة خلال الفترة (2000-2018)، حيث ارتفع عدد السكان من 31.18 مليون نسمة سنة 2000 إلى 42.22 مليون نسمة سنة 2018 أي بمعدل نمو فاق 35.40%، ذلك بفعل التغيرات الاقتصادية والاجتماعية التي كان لها الفضل في تحسين مستوى معيشة السكان، وكذا انتشار المراكز الصحية وتقديم الرعاية الطبية قد أدى إلى انخفاض في نسبة الوفيات خاصة لدى الأطفال.

في حين لم تعرف معدلات التضخم استقرارا هي الأخرى حيث بلغت أدنى معدل لها سنة 2000 بـ 0.34 وهو معدل قياسي للتضخم بالنسبة للجزائر (شبه منعدم)، ويرجع هذا التراجع بالأساس إلى الجهود المتواصلة من طرف السلطات النقدية في التحكيم وتنظيم عملية الإصدار النقدي، ولكن سرعان ما حدث ارتفاع في معدلات التضخم بعد هذه الفترة إلا أنها لم تتجاوز عتبة 5% في الفترة الممتدة (2000-2008)، وفي سنة 2009 بلغ معدل التضخم 5.73% إلى أن وصل إلى أعلى قيمة له في العشرية الأخيرة 8.89% سنة 2012، ليبدأ بعد ذلك في التراجع خلال

السنتين 2013 و2014، ليرتفع سنة 2015 إلى 4.78% وإلى 6.40% سنة 2016، لينخفض انخفاض طفيف سنة 2017 إلى 5.59%، وسنة 2018 إلى 4.27%.

ثانيا- تطور رصيد الحساب الجاري والدين الخارجي:

سجل رصيد الحساب الجاري فائضا طول الفترة (2005-2013)، حيث شهدت سنة 2008 أعلى فائض قدر بـ 33.95 مليار دولار أمريكي وذلك بسبب ارتفاع أسعار البترول خلال هذه السنة حيث بلغ متوسط سعر البرميل 89.96 دولار للبرميل، ليصل هذا الفائض إلى أدنى مستوياته سنة 2009، ليرتفع سنة 2010 إلى 12.22 مليار دولار أمريكي، ومع منتصف سنة 2014 عرف الميزان التجاري عجز كبير في رصيده قدر بـ 9.51-، ليستمر هذا العجز ليلعب 27.2- سنة 2015 و26.18- سنة 2016 لينخفض سنة 2017 ليصل إلى 22.06-، وهذا كنتيجة للأزمة المالية العالمية الأخيرة وما صاحبها من انخفاض في أسعار النفط والتي لم تعرف استقرار بعد ذلك وهو ما نتج عنه تحقيق الميزان التجاري لحالة عجز لم يشهد لها مثيل خلال فترة الدراسة.

حيث عرفت صادرات السلع والخدمات تذبذبا خلال الفترة (2000-2018)، حيث انخفضت من 23.05 مليار دولار سنة 2000 إلى 20.09 مليار دولار لتعود للارتفاع ابتداء من سنة 2002 لتسجل خلالها 20.15 مليار دولار، لتصل 82.03 مليار دولار سنة 2008 وهذا الارتفاع سببه الزيادة المستمرة التي عرفتها أسعار النفط باعتبار جل الصادرات الجزائرية من المحروقات، حيث ارتفعت أسعار النفط من 16.33 دولار للبرميل سنة 2001 إلى 94.45 دولار للبرميل سنة 2008، لتتخف سنة 2009 لتصل إلى 48.53 بسبب انخفاض أسعار النفط إلى 61.06 دولار للبرميل، والسبب في ذلك يعود إلى تأثيرات الأزمة المالية سنة 2008 والركود الاقتصادي العالمي، لترتفع خلال السنتين 2010 و2011 بـ 61.98 مليار دولار و77.58 مليار دولار على التوالي واستمر هذا الارتفاع إلى غاية 2013 حيث انخفض إلى 69.66 مليار دولار واستمر الانخفاض إلى أن وصل إلى 33.40 مليار دولار سنة 2016، ليرتفع بعدها إلى 37.93 مليار دولار سنة 2017.

في المقابل عرفت واردات السلع والخدمات نموا مستمرا خلال فترة الدراسة باستثناء الثلاث سنوات الأخيرة منها، حيث ارتفعت قيمتها من 11.39 مليار دولار سنة 2000 إلى 68.26 مليار دولار سنة 2014 أي بمعدل نمو قدر بـ 5% تقريبا، وعلى هذا الأساس يتبين أن النشاط الاقتصادي الأجنبي المتمثل في الواردات له دور كبير في تلبية الاحتياجات الوطنية، بحيث بلغت نسبة الواردات في المتوسط خلال فترة الدراسة 40.63% مما يعني أن حوالي نصف الطلب الكلي على السلع والخدمات تم تلبيةه باللجوء إلى الاستيراد، لتشهد السنتين الموالتين 2015 و2016 انخفاض قدر بـ 60.62 مليار دولار و56.10 مليار دولار على التوالي، لترتفع ارتفاع طفيف سنة 2017 قدر بـ 56.13 مليار دولار.

كما شهدت نسبة الدين الخارجي من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي انخفاض ملحوظ خلال الفترة (2000-2013) بمعدل قدر بـ 94.56% تقريباً، حيث استطاعت الجزائر خلال السنوات الماضية الاحتفاظ بمستوى مديونية خارجية متدناً نتيجة الوفرة المالية والسيولة لدى المؤسسات العمومية والخزينة، نتيجة الارتفاع المحسوس للإيرادات مع زيادة أسعار النفط، لتسجل ارتفاع طفيف سنة 2014، وتواصل هذا الارتفاع إلى أن وصل إلى 3.59% سنة 2016، لينخفض بعدها إلى 3.39% سنة 2017.

ثالثاً- تطور أهم المتغيرات الاجتماعية:

بالرجوع إلى معطيات الشكل يتبين أن نسب البطالة في تراجع مستمر وهذا بفضل تدابير الحكومة لدعم النمو (2001-2004) ثم البرنامج التكميلي لدم النمو (2005-2009) وأخيراً المخطط الخماسي (2010-2014)، فبعد أن كان معدل البطالة 29.77% من إجمالي اليد العاملة انخفض إلى 9.82% سنة 2013، فهذا الارتفاع الملحوظ في زيادة عدد مناصب العمل في الجزائر راجع لزيادة عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القطاع الخاص وقطاع الحرفيين، إلا أن معدلات البطالة ارتفعت ابتداءً من سنة 2014 لتصل إلى 10.60%، فبالرغم من الإيجابيات التي جاءت بها برامج إنعاش النمو بمراحلها الثلاث من 2001 إلى 2014 في تحسن الوضعية العامة للبلاد إلا أنها ليست الحل الأمثل في معالجة مشكلة البطالة بحكم أن هذه البرامج كانت بالأساس موجهة إلى الهياكل القاعدية والبنى التحتية، وهي استثمارات كثيفة رأس المال لكنها قليلة في خلق فرص العمل الدائمة، في حين سجل الاقتصاد الجزائري على غرار كل من تونس والمغرب تنمية بشرية متوسطة تحسنت تدريجياً خلال فترة الدراسة وهو ما يدل عليه مؤشر التنمية البشرية الذي تطور من 0.64 سنة 2000 إلى 0.75 سنة 2018.

ختاماً لما تقدم ضمن هذا المبحث يتضح أن الجزائر اتجهت نحو تبني الإصلاحات الاقتصادية ابتداءً من أواخر ثمانينات القرن الماضي، بسبب الأوضاع المزرية التي كانت تعيشها من أزمة مديونية وتراجع مختلف المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية الأمر الذي جعلها تلجأ لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي من أجل انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في إطار الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية، إلا أن هذه الإصلاحات لم تكن كافية لذلك تقرر إطلاق جملة من الإصلاحات في إطار توجهات محلية انطلقاً من سنة 2000، وذلك بالموازاة مع الوفرة المالية جراء انتعاش أسعار النفط في السوق الدولية وتراكم احتياطات النقد الأجنبي إلى مستويات لم يسبق لها مثيل، مما دفع نحو تطبيق سياسة اقتصادية قائمة على إصلاحات ذاتية لتدارك الإرث الذي خلفته سياسات اتفاق واشنطن، وقد عنونت هذه السياسة بسياسة الإنعاش الاقتصادي، والتي تحاكي فلسفة الفكر الكينزي، حيث يتم التركيز على سياسة الإنفاق العام كأحد أدوات السياسة المالية التي تتضمن استخدام أشكال مختلفة من توازن ميزانية الدولة لتحقيق أهداف معينة، يتجسد أهمها في استقرار النشاط الاقتصادي والتوزيع العادل للموارد بين الأجيال، وعلى مستوى الجيل الواحد، وتعزيز

مسار النمو الأمثل، وقد تم تجسيد هذه الاستراتيجية من خلال تنفيذ البرامج التنموية الممتدة على طول الفترة (2001-2019)، وهو ما ساهم في تحقيق نوع من التحسن في أداء الاقتصاد الوطني والذي يترجمه خاصة تراجع معدلات البطالة وتزايد نصيب الفرد من الدخل الوطني وكذا تحسن مؤشر التنمية البشرية.

المبحث الثاني- عرض التجربة التنموية في تونس:

تبنّت السلطات التونسية العديد من الإصلاحات سواء المتعلقة بالجيل الأول أو الجيل الثاني، وذلك بغرض دفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلاد، وسيتم عرضها على النحو التالي:

المطلب الأول- الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية في تونس:

شرعت تونس منذ سنة 1986 في تطبيق برنامج واسع من الإصلاحات الاقتصادية بسبب الظروف الاجتماعية الصعبة التي عاشتها، حيث صادف ذلك المخطط السابع للتنمية واعتمدت هذه الإصلاحات من أجل تطوير ميكانيزمات السوق والتحضير للانفتاح اقتصاديا والخروج بأهداف رئيسية تتمثل في تطوير روح المبادرة الخاصة وخلق مناصب شغل وتحسين مستوى معيشة للمواطنين.

أولاً- أهم مميزات مناخ الجيل الأول من الإصلاحات:

عرف الاقتصاد التونسي حالة من عدم الاستقرار الخارجي (بسبب تقليص الطلب العالمي)، وحالة من عدم الاستقرار الداخلي (بسبب الظروف المناخية وبالتالي انخفاض المنتوجات المعدة للتصدير)، أما معدلات النمو فقد شهدت معدلات مرتفعة نسبيا فبعد الركود انتعش النمو خلال الفترة (1983-1985)، ثم الركود والتباطؤ في سنة 1986 بـ 2.4%، وبسبب وجود مشاكل ظرفية على عدة مستويات كشفت عن صعوبات هيكلية أثرت سلبا على الاقتصاد التونسي وصلت أقصاها سنة 1986، وعوامل أرى تتجلى في:¹

- انخفاض أسعار النفط عالميا؛
- تراجع حجم المبادلات؛
- مشاكل داخلية كنفق الادخار، والسياسات غير الرشيدة في التجارة.

¹ حاكمي بوحفص، الإصلاحات والنمو الاقتصادي في شمال إفريقيا (دراسة مقارنة بين الجزائر، المغرب، تونس)، مجلة اقتصاديات إفريقيا، العدد 07، المجلد 05، جامعة الشلف، الجزائر، 2009، ص 12.

وقد اضطرت تونس للجوء إلى التفاوض مع صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، فاستفادت من 150 مليون دولار من البنك العالمي و236 مليون دولار من صندوق النقد الدولي، مع تطبيق برنامج تصحيح هيكلية، تضمنه المخطط للفترة (1987-1991).¹

ثانيا- أهداف الجيل الاول من الإصلاحات:

يمكن تصنيف الأهداف المسطرة والتدابير المرافقة للجيل الأول من الإصلاحات في تونس إلى صنفين:²

1- الأهداف المسطرة على المدى القصير والتدابير المرافقة لها: تمثلت فيما يلي:

- إيقاف تدهور الوضع وتوفير الظروف الكفيلة بإعادة بعث الإنتاج في إطار توازنات داخلية وخارجية مقبولة؛
- بالنسبة للمالية العامة فالعمل انصب على إعادة التوازن المالي الكلي وتعبئة الموارد الذاتية من خلال رفع قيمة بعض الرسوم ورفع سعر بعض الخدمات العمومية من جهة والضغط على النفقات العمومية من جهة أخرى؛
- بالنسبة للموارد الخارجية فقد تم وضع برنامج عاجل يهدف إلى تعبئة المصادر الخارجية بشرط مسيرة حيث يتضمن هذا البرنامج 215 مليون دولار من صندوق النقد الدولي، 130 مليون دولار من البنك العالمي، و85 مليون دولار من إيطاليا.

2- الأهداف المتوسطة وبعيدة المدى: تمثلت فيما يلي:

- فيما يتعلق بالأسعار فقد تم إقرار تحرير الأسعار بالنسبة للقطاعات التي تتميز بوجود منافسة كافية في السوق الداخلية؛
- إعادة النظر في نظام تحديد الأسعار للسلع التي تمتاز بضعف المنافسة في مرحلة أولى وذلك تمهيدا لتحريرها في مرحلة لاحقة؛
- أما التجارة الخارجية عملت على إصلاحها وذلك بهدف تحسين القدرة التنافسية للسلع والخدمات التونسية وذلك من خلال تحريرها، أيضا التخفيض التدريجي من القيود المسلطة على الواردات وصولا إلى تحريرها الكلي سنة 1991، كذلك ضبط الرسوم المفروضة على الواردات؛
- تطبيق سياسة الأجور المرنة؛

¹ زكرياء دمدوم، الإصلاحات الاقتصادية في دول المغرب العربي (تونس-الجزائر-المغرب)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015، ص 115.

² يونس الزين وأحمد نصير، الإصلاحات الاقتصادية في تونس وانعكاساتها على مستوى التشغيل والبطالة للفترة (1986-2016)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 34، المجلد 17، جامعة زيان عاشور، الجزائر، 2018، ص ص 133-134.

- رفع الدعم عن السلع ذات الاستهلاك الواسع والتخفيض من حجم الإعانات؛
- التحكم الفعلي في القروض من خلال تطبيق معدلات فائدة حقيقية؛
- تخفيض سعر الصرف الدينار التونسي بـ 10% لتشجيع الصادرات التونسية من السلع والخدمات؛
- أما بالنسبة للاستثمار تضمن البرنامج تقديم امتيازات للشركات العاملة في قطاع التصدير مع إلغاء ترخيص المسبق من طرف الإدارة، التي أصبح دورها ينحصر في دراسة المشاريع المعروضة عليها ومدى مطابقتها وشروط الامتياز التي ينص عليها القانون الجديد للاستثمار، على أن يطبق ذلك على القطاع الصناعي أولا ثم القطاعات الأخرى لاحقا، وهذا فضلا على وضع برنامج حوسبة، وقد تم وضع الإطار القانوني لعملية الحوسبة في تونس سنة 1987، وتم تعديله سنة 1989*.

تعتبر الإصلاحات التنموية خلال الجيل الأول في تونس من أنجح التجارب، حيث سجلت من خلالها تحكما في التوازنات الكبرى، فقد بلغ معدل النمو 2.4% خلال الفترة (1962-1986)، ليرتفع إلى 4.77% في الفترة (1987-1988)، ليصل إلى 5% خلال الفترة (1995-2000)، وأدى ذلك إلى تحسن دخل الفرد وتقليص البطالة والتحكم في نمو السكان، كما استطاعت تونس خلق اقتصاد ذو توجه خارجي، ولذلك تعتبر التجربة التونسية متميزة حيث حققت نموا واستقرارا استمر طويلا.¹

المطلب الثاني- الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في تونس:

مر الاقتصاد التونسي بثلاث مخططات للتنمية خلال الفترة 2000 إلى غاية 2014، حيث سعى من خلالها إلى تحقيق مجموعة من النتائج في جميع القطاعات والنهوض بالاقتصاد الوطني وزيادة الرفاه للمجتمع وتمكينهم من الحصول على الحاجات الأساسية.

أولا- المخطط العاشر (2001-2006):

انطلق المخطط التنموي العاشر ليشهد تحولات عميقة على الصعيدين العالمي والمحلي، فعلى الصعيد العالمي تميزت هذه الفترة بتسارع التطورات في اتجاه العولمة، وتميزت بداية هذا المخطط بتباطؤ الاقتصاد العالمي نتيجة أحداث 11 سبتمبر 2001، أما على الصعيد المحلي فقد شهدت تونس إصلاحات جوهرية شملت مختلف المجالات الاقتصادية والمالية

* وأهم ما نص عليه هذا القانون ما يلي: تمكين الحكومة من التخلي كليا أو جزئيا عن المساهمة في المؤسسات العمومية، إدماج أو انفصال المؤسسات التي تملك فيها الدولة مساهمة مباشرة، والتحكم في الإمتيازات التي تستند إلى العمال الذين يرغبون في المساهمة في رأس مال المؤسسة.

¹ حاكمي بوحفص، مرجع سابق، ص 13.

والاجتماعية أكسبت الاقتصاد التونسي مزيدا من التنوع والفاعلية بتكريس آليات السوق، ولقد وضعت من خلال هذا المخطط مجموعة من الأهداف في كل قطاع هي:¹

1- القطاع الفلاحي: أخذت الإستراتيجية الظروف المناخية بعين الاعتبار بسبب التذبذب في سقوط الأمطار، ويهدف البرنامج إلى بلوغ نسبة نمو في القطاع الفلاحي حوالي 3.5% وهو ما يستدعي مبلغ 4850 مليار دينار تونسي كاستثمارات في القطاع، وهدف المخطط إلى زيادة المناطق المسقية إلى 30 ألف هكتار.

2- القطاع السياحي: تعتمد تونس على السياحة كمورد اقتصادي هام، حيث بلغت حجم الاستثمارات في هذا القطاع حوالي 1800 مليار دينار.

3- المحروقات: يهدف المخطط إلى تدعيم احتياطي الموارد البترولية من خلال تشجيع القطاع الخاص على الاستثمار في هذا المجال مع مواصلة مجهودات التنقيب بإنجاز حوالي 60 عملية استكشافية جديدة.

4- الكهرباء: تتركز الجهود الاستثمارية في هذا القطاع على:

- إنجاز المولد الكهربائي برادس 2؛

- الشروع في إنجاز مشروع جديد بغنوش بإستثمارات قدرت بـ 207 مليار دينار تونسي؛

- تزويد 336 ألف مشترك جديد منهم 78 ألف في المناطق الريفية.

5- النقل: بلغ الاستثمار في هذا المجال حوالي 16% من إجمالي الاستثمارات خلال المخطط وأهمها:

- كهربية خط السكك الحديدية تونس (برج السديرة بكلفة 180 مليار دينار تونسي)؛

- إقتناء طائرتين لشركة الطيران الجديد بكلفة 49 مليار دينار تونسي؛

- إنجاز مطار بمنطقة النفيضة بكلفة 500 مليار دينار تونسي.

6- الإتصالات: من أهم الأهداف هي:

- بلوغ كثافة هاتفية تقدر بـ 52 خطا لكل 100 ساكن؛

- بلوغ حوالي 2 مليون و 200 ألف مشترك للهاتف الثابت و 3 ملايين مشترك للهاتف النقال.

¹ يونس الزين وأحمد نصير، مرجع سابق، ص ص 134-135.

7- سياسة التجارة الخارجية: يهدف المخطط العاشر إلى دفع التصدير، ووضع آليات كفيلة بدخول أسواق جديدة، كما تم الانطلاق في الاتفاق مع الإتحاد الأوروبي في المجال الفلاحي بداية من 2001 والذي تحصلت تونس بموجبه على امتيازات جديدة منها الرفع من صادرات زيت الزيتون إلى 115 ألف طن سنويا؛

8- دعم النمو وتعزيز دور القطاع الخاص: يهدف البرنامج إلى الوصول إلى معدل النمو في جميع القطاعات يصل إلى 5%، الرفع من نسبة الاستثمار إلى 26.3% من الناتج وستهدف الخطط المجالات التالية:

- العمل على جعل تونس مركزا ماليا دوليا إقليميا من خلال تطوير الخدمات المالية والتأمين؛
- العمل على جعل تونس قطبا للعلاج والاستشفاء على صعيد منطقة المتوسط؛
- دراسة إمكانية أن تكون تونس قطبا للتعليم العالي على المستوى العربي والإفريقي.

ثانيا- المخطط الحادي عشر (2007-2011):

تأخذ التقديرات المخطط الحادي عشر بالأساس على الإنجازات التي تحققت في البرنامج السابق، حيث أعد المخطط من أجل استكمال المشاريع التي مازالت في طور الإنجاز وبرمجت مشاريع جديدة، وتتسم فترة المخطط الحادي عشر بتعميق الإصلاحات وتسريع نسقها وفقا للمحاور الأساسية:¹

- تمكين الاقتصاد وتأمين صلابته وتعزيز اندماجه الناجح في الاقتصاد العالمي بهدف رفع قدرته على تحقيق نسق أسرع للنمو؛
- تثبيت مقومات التنمية الشاملة من أجل ضمان تواصل النمو واستدائه وضمان التوازن بين الفئات والجهات والأجيال؛
- تطوير الاقتصاد التونسي إلى اقتصاد مبني على المعرفة قصد توفير مصادر جديدة للنمو والارتقاء بطاقة الاقتصاد التشغيلية وملاءمتها مع هيكلية طلبات الشغل الجديدة؛
- دعم الاستثمار في رأس المال البشري قصد الارتقاء بمساهمته في النمو وجعله المحرك الرئيسي للتنمية؛
- اعتماد سياسات قطاعية تتماشى ومتطلبات تطوير هيكلية الاقتصاد أي تنويعه، والارتقاء بحصة القطاعات ذات القيمة المضافة العالية والمشغلة للكفاءات.

ثالثا- المخطط الثاني عشر (2011-2014):

يهدف هذا المخطط إلى تجسيم البرنامج الرئاسي "معا لرفع التحديات" الذي يطمح إلى الدخول بتونس إلى مرحلة متقدمة في مسيرة اللحاق بالدول المتقدمة وذلك من خلال الوصول بالدخل إلى 7000 دينار والوصول بالفقر إلى

¹ بونس الزين وأحمد نصير، مرجع سابق، ص 135.

المستوى الأدنى وإحداث 425 ألف موطن شغل لتغطية كامل الطلبات الإضافية بإحداث نقلة نوعية لإستراتيجية التنمية تمكن من توفير أفضل الظروف لتسيير الاقتصاد الوطني وتنويع مصادر النمو وترسيخ ثقافة التجديد وتعزيز القدرة على امتلاك المعارف والتكنولوجيات الحديثة.

وقد تضمن المجلد الأول من المخطط الثاني عشر (2011-2014) الذي أصدرته وزارة التنمية والتعاون الدولي المحاور التالية:¹

- تطوير هيكلية الاقتصاد؛
- دعم القدرة التنافسية وتحسين الإنتاجية؛
- تعزيز الاندماج في الاقتصاد العالمي؛
- المحافظة على التوازنات المالية؛
- الاستثمار في رأس البشري؛
- إرساء مقومات الاقتصاد البيئي؛
- دفع التنمية الجهوية.

بينما تضمن المجلد الثاني ضرورة الاهتمام بخمس أجزاء، الجزء الأول لقطاعات الإنتاج، الجزء الثاني للبنية الأساسية، الجزء الثالث للتنمية المستدامة، الجزء الرابع للموارد البشرية، والجزء الخامس للسياسات الاجتماعية.²

وتم على هذا الأساس اعتماد جملة من الخيارات تنصهر في إطار تجسيد مختلف التوجهات والأهداف الواردة بالبرنامج الرئاسي (2011-2014) وتهدف بالخصوص إلى تطوير السياسات القطاعية وتنويع قاعدة الإنتاج وهيكلية الاقتصاد الوطني، وبلورة استراتيجيات قطاعية متكاملة تستند على تطوير مردودية مختلف القطاعات والرفع من قدرتها التنافسية وبالخصوص في القطاعات الواعدة والأنشطة المحددة وذات القيمة المضافة العالية، وتسريع نسق التأهيل وتوسيع مجالات الارتقاء بالجودة وتكثيف استعمال التكنولوجيات الحديثة للاتصال والمعلومات وتطوير أنظمة البحث والتجديد، فضلا عن تثمين الموارد البشرية وتطوير البنية الأساسية والتجهيزات الجماعية والارتقاء بمؤشرات مستوى العيش ونوعية الحياة وتعزيز مقومات التنمية المستدامة³، وقد تم ترجمة جملة هذه الأهداف في شكل مشاريع وبرامج متنوعة ومتناسقة تندرج في إطار توجهات منوال التنمية المقترح وذلك كما يلي:⁴

¹ وزارة التنمية والتعاون الدولي، وثيقة حول: الثاني عشر للتنمية (2011-2014)، المجلد الأول، تونس، 2009، ص ص 80، 101.

² وزارة التنمية والتعاون الدولي، وثيقة حول: الثاني عشر للتنمية (2011-2014)، المجلد الثاني، تونس، 2009، ص 1.

³ وزارة التنمية والتعاون الدولي، وثيقة حول: الثاني عشر للتنمية (2011-2014)، المجلد الثاني، مرجع سابق، ص 1.

⁴ المرجع نفسه، ص 2.

- مشاريع وبرامج بصدد الإنجاز؛
- المشاريع الرئاسية المعلن عنها في إطار الجلسات الممتازة والتي هي بصدد الإعداد؛
- المشاريع المتعلقة بتحسين البرنامج الرئاسي؛
- مشاريع المخطط الحادي عشر التي تم تأكيدها من قبل القطاعات؛
- مشاريع وبرامج إضافية مبنية حسب الأولويات القطاعية والجهوية.

رابعا- مخطط التنمية (2016-2020):

تشهد تونس مرحلة جديدة من تاريخها المعاصر تتميز بالتحول النوعي الذي طبع خياراتها التنموية استجابة لمطالب ثورة الحرية والكرامة التي ترجمت بوضوح الإدارة الشعبية الراسخة للقطع مع النمط المجتمعي الإقصائي السائد بما يحمله من ظواهر الفساد والاستبداد والتفرقة والتهميش، ويهدف هذا المخطط إلى الارتقاء بتونس إلى مصاف البلدان الصاعدة ذات مستويات التنمية البشرية والتفرقة والتهميش، ويركز أيضا على هيكلة متطورة للاقتصاد عبر تحقيق نمو إدماجي مستدام يراعي قواعد الإنصاف والعدالة في توزيع الثروات ويعتمد خطة مستحدثة في مجالات التنمية الجهوية والتنمية المستدامة والتشغيل ويعمل على إرساء مقومات الحوكمة الرشيدة في كل المستويات بما من شأنه أن يحقق السلم الاجتماعي ويعزز نجاعة السياسات العمومية، وأهم محاور التي جاء بها هذا المخطط هي:¹

1- الحوكمة الرشيدة: تعيش تونس منعرجا جديدا يتمثل في تطور المشروع المجتمعي وإرساء منوال تنموي جيد، وكشرط أساسي لتكثيف حظوظ النجاح والتسريع في الإنجاز، لابد من العمل على مقاومة الفساد وتسهيل الإجراءات الإدارية وتوفير حظوظ النجاح لكل المواطنين عبر تكريس قواعد الحوكمة الرشيدة والتسريع في برنامج الإصلاحات الذي انطلق منذ سنة 2012.

2- الانتقال من اقتصاد ضعيف الكلفة إلى اقتصاد دولي محوري: تتمتع تونس بتموقع جغرافي استثنائي، في شمال إفريقيا وجنوب أوروبا والمنطقة المتوسطية الرابطة بين الغرب والشرق، وموارد بشرية ذات محتوى معرفي عالي، يضع البلد قدرة اليوم أن تمر من اقتصاد ذو كلفة ضعيفة إلى محور اقتصادي عالمي ذو قيمة مضافة عالية وإنتاجية تسمح بالتنافس الجدي الإقليمي في العديد من القطاعات، ويتمثل المقياس بالارتقاء بنسيج اقتصادي أكثر تنوع وذو تكلفة قدرة تشغيلية عالية وأيضا دفع الاستثمار وتطوير مناخ الأعمال ودعم الجهود التصديري وتعميق الاندماج الفاعل في الدورة الاقتصادية العالمية من خلال:

- الإرتقاء بحصة القطاعات ذات المحتوى المعرفي المرتفع من 20% من الناتج سنة 2015 إلى 30% سنة 2020؛

¹ وزارة التنمية والاستثمار والتعاون الدولي، وثيقة التوجيهية لمخطط التنمية (2016-2020)، تونس، ص ص 41- 79.

- الحد من كلفة اللوجستية من 20% من الناتج سنة 2015 إلى 15% سنة 2020؛
- توسيع شبكة الطرقات السيارة السريعة من 420 كلم إلى 1200 كلم في أفق 2020؛
- التقليل من نسبة البطالة من 15% سنة 2014 إلى حدود 11% سنة 2020 خاصة في صفوف حاملي الشهادات العليا وبالمناطق الداخلية؛
- تحسن ترتيب تونس لتحتل المرتبة 40 سنة 2020 حسب تقرير ممارسة العمال الصادر عن البنك الدولي مقابل المرتبة 60 حالي؛
- رفع الاستثمار العمومي بنسبة 50% (ميزانية الدولة والمؤسسات العمومية).

3- التنمية البشرية والإدماج الاجتماعي: لقد جعلت تونس من الإنسان محور السياسة التنموية وهدفها الأسمى ووسيلتها المثلى ويرمي هذا المخطط إلى الارتقاء بالتنمية البشرية إلى مستويات رفيعة وإلى التحسين المتواصل لجودة الحياة.

4- تجسيم طموح الجهات: إن التأسيس لمرحلة جديدة تستند إلى جملة المكاسب التي تحققت للبلد ضمن المسار الانتقالي وتمكن من تجاوز الإشكاليات التنموية القائمة والاختلالات الهيكلية المطروحة على المستوى الإقليمي والجهوي والمحلي وما أفرزته من استفحال البطالة والفقر وتردي ظروف العيش، يستوجب العمل على وضع "استراتيجية وطنية لتنمية جهوية داخلة وشاملة" تساهم في تجسيم العدالة الاجتماعية والاقتصادية والتوازن بين الجهات بالاستناد إلى مؤشرات وحقائق الواقع التنموي بكل جهة تقوم على مبدأ التمييز الإيجابي.

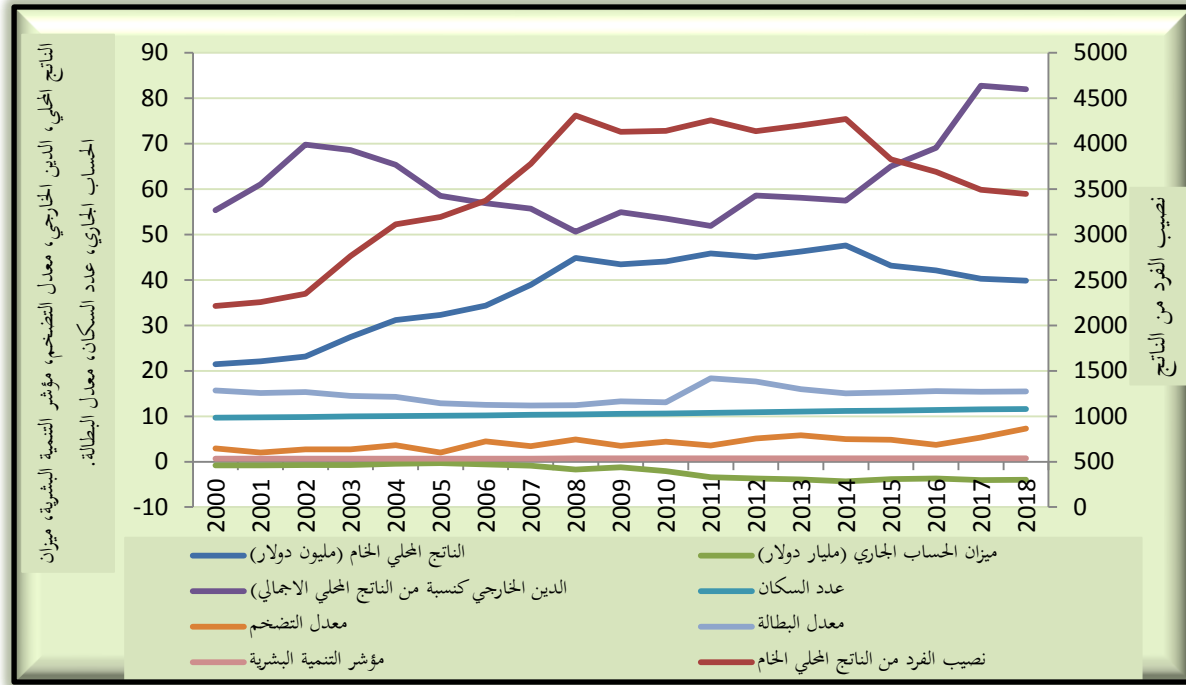
ويتمثل الهدف من إرساء وتجسيم الاستراتيجية الوطنية للتنمية الجهوية الداخلة والشاملة إلى الحد من نسبة التفاوت بين الجهات الداخلية الأقل نموا والجهات الساحلية والتقليل في الفارق على مستوى مؤشر التنمية الجهوية بنسبة 30% في أفق سنة 2020.

5- الاقتصاد الأخضر ضمان لتنمية مستدامة: تتمثل أهدافه في تهيئة ترابية عادلة تشمل مختلف الجهات وتحترم البيئة، حماية البيئة والوسط الطبيعي، ترشيد استهلاك الطاقة، وإحكام استهلاك الطاقة.

المطلب الثالث- تحليل أداء الاقتصاد التونسي خلال الفترة (2000-2018):

عرف الاقتصاد التونسي عدة تطورات مست مؤشرات أدائه، والتي تظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (11)- تطور مؤشرات أداء الاقتصاد التونسي خلال الفترة (2000- 2018):



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 04.

حسب المعطيات المتوفرة في الملحق رقم (04) والشكل أعلاه، يمكن تحليل أداء الاقتصاد التونسي خلال الفترة (2000-2008) على النحو التالي:¹

أولاً- تطور مؤشرات النمو الاقتصادي:

شهد الناتج المحلي الإجمالي التونسي ارتفاعاً مستمراً خلال الفترة الممتدة (2000-2014)، إذ ارتفع من 21.47 مليار دولار سنة 2000 إلى 47.59 مليون دولار أمريكي سنة 2014 أي بمعدل نمو بلغ 121.66% تقريباً، باستثناء سنة 2012 التي حقق فيها معدل نمو قدر بـ 1.68-%، بسبب ما شهدته البلاد من اضطرابات سياسية وأمنية واجتماعية وإضرابات عمالية أدت إلى تراجع إنتاج مختلف القطاعات الاقتصادية بالإضافة إلى أزمة منطقة اليورو الشريك الاقتصادي الأول لتونس، ليعود للارتفاع خلال السنتين 2013 و2014، لينخفض مرة أخرى سنة

¹ تحليل الطالبة استناداً إلى بيانات الشكل البياني والملحق رقم 04.

2015 ويستمر هذا الانخفاض إلى غاية 2018، نتيجة لتراجع الاستثمارات، حيث بدأت تبتعد رؤوس الأموال الخارجية عن تونس، بفعل الوضع الأمني والسياسي المضطرب بالبلاد.

كما أخذ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي نفس المنحى الذي سلكه الناتج المحلي الإجمالي، حيث حقق نموا متزايدا خلال الفترة (2000-2014)، فبعد أن كان 2,213.91 دولار أمريكي سنة 2000 ارتفع ليصل إلى 4270.31 دولار أمريكي سنة 2014، لينخفض إلى 3828.18 دولار أمريكي سنة 2015 واستمر هذا الانخفاض إلى أن وصل إلى 3,446.61 سنة 2018، وقد عرفت نسبة النمو السكاني في تونس زيادة طبيعية إذ انتقل عدد السكان من 9.70 مليون نسمة سنة 2000 إلى 11.56 مليون نسمة سنة 2018، أي بمعدل ارتفاع قدر بـ 19.17% طول فترة الدراسة (2000-2018)، فالسياسة الديموغرافية المعتمدة في تونس كان لها الدور الكبير فيما يشهده مستوى نمو السكان من تغير، وهي سياسة أدمجت منذ بدايتها ضمن التوجه الاجتماعي والاقتصادي، ويعتبر البرنامج الوطني لتنظيم الأسرة الذي انطلق منذ سنة 1966 واحدا من الأسس الرئيسية للسياسة السكانية، ومن المعلوم أن نسبة نمو السكان هي نتاج للتغيرات التي تحصل على مستوى عوامل ديموغرافية عديدة كالوفيات والولادات والخصوبة وغيرها، إلا أن هذه المعادلات تثير المخاوف على المدى البعيد، خاصة فيما يتعلق بإمكانية التوجه نحو الهرم السكاني في تونس وتراجع نسبة الشباب والأطفال.

عرفت من جهتها نسب التضخم تذبذب بين 2% و4% خلال الفترة (2000-2011)، ليلعب أدنى نسبة لها سنة 2000 بـ 2.96% نتيجة قيام الحكومة التونسية بإتباع سياسات وإجراءات تهدف إلى رفع مستويات الدعم خاصة بالنسبة للوقود والطاقة والسلع الغذائية، كما عملت على تفعيل الدور الرقابي على أسعار السلع، خاصة التي تتحكم بها ممارسات احتكارية تؤدي لارتفاع الأسعار، بالإضافة إلى تسهيل الإجراءات القانونية التي سهلت بدورها دخول منتجين جدد للأسواق التجارية، وفتحت أبوابا للمنافسة المنظمة وهو ما ساهم في خفض الأسعار الأمر الذي أدى إلى تراجع معدلات التضخم، لكن هذه النسبة ارتفعت إلى 5.14% سنة 2014 وبلغت أقصاها سنة 2013 بـ 5.80%، لتتخفف خلال الثلاث سنوات الموالية 2014 و2015 و2016 حيث حققت النسب التالية على التوالي: 4.94%، 4.86%، 3.71%، لترتفع هذه النسبة مرة أخرى خلال السنتين 2017 و2018 وتحقق خلالها 7.31%، ومن أهم أسباب تزايد التضخم خلال السنوات الأخيرة، تضخم أسعار المواد الغذائية والمواد الأولية مع تراجع قيمة الدينار التونسي الذي قابله ضعف الصادرات.

ثانيا- تطور رصيد الحساب الجاري والدين الخارجي:

كما شهد الحساب الجاري عجزا طول فترة الدراسة (2000-2018)، حيث انخفض هذا العجز من -0.82 مليار دولار أمريكي سنة 2000 إلى -0.29 مليار دولار أمريكي سنة 2005، ونتج هذا التحسن عن تراجع العجز

في الميزان التجاري، إذ ارتفعت الصادرات من 8.49 مليار دولار أمريكي سنة 2000 إلى 14.50 مليار دولار أمريكي سنة 2005 أي بمعدل نمو قدر بـ 70.79% تقريبا في المقابل ارتفاع الواردات من 9.21 مليار دولار أمريكي سنة 2000 إلى 14.63 مليار دولار أمريكي سنة 2005 أي بمعدل نمو قدر بـ 58.85%، أي أن نسبة نمو الصادرات فاقت نسبة نمو الواردات الأمر الذي أدى إلى تراجع نسبة العجز في رصيد الحساب الجاري، إلا أن هذا التحسن لم يستمر طويلا حيث شهد هذا العجز ارتفاعا ابتداء من سنة 2006 واستمر إلى غاية سنة 2014 بسبب ضعف الصادرات الذي يرجع إلى التباطؤ الاقتصادي في أوروبا خاصة ابتداء من سنة 2011 وزيادة الواردات، بالإضافة إلى زيادة الإنفاق الحكومي نتيجة تزايد حجم الدعم، استجابة لتزايد المطالب الاجتماعية، لينخفض مرة أخرى خلال السنتين الموالتين 2015 و2016، ليرتفع سنة 2017 إلى -4.08.

كما شهدت أوضاع المديونية الخارجية في تونس نسبة إلى ناتجها المحلي الإجمالي ارتفاعا من 55.35% سنة 2000 إلى 69.81% سنة 2003، لتتخفف سنة 2004 بـ 3.24% بعد أن قامت الحكومة التونسية بالسداد المبكر لجزء من مديونيتها الخارجية، واستمر هذا الانخفاض إلى غاية سنة 2008، لتعود للارتفاع سنة 2009 حيث بلغت 54.92% أي ارتفعت بمعدل 8.51% تقريبا مقارنة بسنة 2008، لتشهد المديونية الخارجية أسوأ فترة لها خلال العشريّة الأخيرة إذ ارتفعت من 51.87% سنة 2011 لتصل إلى 82.76% سنة 2017 أي بمعدل نمو قدر بـ 59.55% تقريبا، وهو ما يظهر وجود علاقة قوية بين المديونية والأوضاع السياسية والأمنية التي عاشتها البلاد، الأمر الذي جعل الحكومة التونسية مضطرة للاقتراض من أجل استثمار تلك القروض في مشاريع تنموية منتجة، لكنها تضطر في معظم الحالات لتوظيف جزء من تلك القروض لسداد أجور موظفي القطاع العام.

ثالثا- تطور أهم المتغيرات الاجتماعية:

بالعودة إلى معطيات الشكل رقم (11) تبين أن معدلات البطالة شهدت تراجعا خلال الفترة (2000-2007)، حيث انخفض هذا المعدل من 15.70% سنة 2000 إلى 12.36% سنة 2007، ويعود هذا التراجع إلى عدة أسباب كارتفاع الاستثمارات، والحوافز الحكومية لتشجيع الشباب على إنشاء المؤسسات، واستفادة المتخرجين من برامج التشغيل، لكن هذا الانخفاض لم يستمر لتكون سنة 2008 بداية لارتفاع معدل البطالة إذ بلغ خلالها 12.44% أي بمعدل نمو قدر بـ 0.65% تقريبا مقارنة بسنة 2007، واستمر هذا الارتفاع إلى أن بلغ 15.48% سنة 2018، وهي نسبة مرتفعة تعود مسيبتها إلى عدم الانسجام بين المنظومة التعليمية والتكوينية مع حاجيات سوق الشغل.

إضافة إلى عدم مرونة وقدرة سوق العمل التونسي على امتصاص البطالة التي ارتفعت خاصة في السنوات الأخيرة بعد التوترات الأمنية والسياسية الذي عاشته البلاد، بالإضافة إلى غياب قانون جديد للاستثمار يشجع على استقطاب الاستثمار ودفع التشغيل، الأمر الذي يتطلب خلق استثمارات لها طاقة تشغيلية عالية، ذلك يكون من خلال تحقيق

الاستقرار السياسي والأمني في البلاد، وبعث المشاريع الكبرى في البنى التحتية وجذب الاستثمار ومنح الحوافز للاستثمار وإجراء إصلاحات شاملة، لاسيما في ما يتعلق بمنظومة التعليم، خاصة في وقت تشهد فيه البلاد غياب الاستقرار السياسي رغم تعاقب عديد الحكومات بعد الثورة.

أما في ما تعلق بمؤشر التنمية البشرية فقد شهد تحسنا تدريجيا من 0.65 إلى 0.73 بين سنتي 2000 و2018 وهو ما يمكن إرجاعه إلى التحسن التدريجي في مؤشرات التعليم، الحياة، والنتاج المحلي، وانطلاقا من القيم التي أخذها المؤشر طوال سنوات الدراسة يتضح أن الاقتصاد التونسي يعيش تنمية بشرية متوسطة.

اتضح من خلال هذا المبحث أن الاقتصاد التونسي مر بالعديد من البرامج التنموية سواءا برامج الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية أو برامج الجيل الثاني، حيث سعى من خلالها إلى تحقيق مجموعة واسعة من النتائج في جميع القطاعات والنهوض بالاقتصاد الوطني وزيادة الرفاه للمجتمع وتمكينهم من الحصول على الحاجات الأساسية، وبالفعل كان لهذه الإصلاحات تأثير إيجابي على الاقتصاد التونسي إلا أن الأوضاع السياسية والأمنية التي عاشتها البلاد ابتداء من سنة 2011 قلبت الموازين، الأمر الذي انعكس سلبا على الاقتصاد التونسي مما أدى إلى تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي ووصول معدلات التضخم إلى أعلى مستوياتها خلال فترة الدراسة، مع ارتفاع نسب عجز الحساب الجاري وارتفاع الدين الخارجي، إضافة إلى تزايد معدلات البطالة.

المبحث الثالث- عرض التجربة التنموية في المغرب:

مرت التجربة التنموية في المغرب بالعديد من المراحل بداية من الجيل الأول للإصلاحات الاقتصادية ووصولاً إلى الجيل الثاني، لذا سيتم من خلال هذا المبحث التعرف على هذه الإصلاحات، ومن ثم دراسة مؤشرات أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000-2018)، وذلك من خلال:

المطلب الأول- مضمون الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية في المغرب:

بدأت مرحلة الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية في المغرب منذ الاستقلال إلى غاية بداية الألفية الثالثة، وقد شرعت في هاته الفترة في اجراء العديد من التغييرات في الاقتصاد المغربي من أجل دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وهو ما سيتم التفصيل فيه من خلال العناصر التالية:

أولاً- مرحلة التخطيط الاقتصادي:

كان الاقتصاد المغربي غداة الاستقلال اقتصادا معتمدا على القطاع الفلاحي الذي كان رهينة التقلبات المناخية وكانت عمليات تمويل التنمية تتم بإيرادات الموارد الطبيعية، خاصة الفوسفات واللجوء إلى الاستدانة الخارجية، مع بعض

المساهمة لتحويلات المهاجرين، وعرفت تلك المرحلة هيمنة الاقتصاد غير الرسمي الذي كان ضروريا لإحداث التوازن الاقتصادي والاجتماعي في ظل الأوضاع التي كانت تعرفها البلاد¹، الأمر الذي جعل السلطات تتبنى الجيل الأول من الإصلاحات متبعة في البداية أسلوب المخططات، حيث شهدت هذه المرحلة تنفيذ المخططات التالية:²

1- المخطط الخماسي (1960-1964): استهدف هذا المخطط إصلاح القطاع الزراعي والاهتمام بتطوير الصناعة الثقيلة وإنشاء صناعات أولية تحويلية إلى جانب تحسين الإطار المعيشي للمواطنين من خلال الإنفاق على القطاعات الاجتماعية كالتهليم والصحة والسكن، وقد حصلت الصناعات التقليدية والزراعة على الحصة الأكبر من الاستثمارات المرصودة لهذا المخطط بـ 33.2% و 20.9% على التوالي، وحدد المخطط معدل نمو سنوي للقطاع الصناعي في حدود 10% والقطاع الزراعي بـ 3.5% في مقابل 6.5% كمعدل نمو للاقتصاد ككل، وبسبب ارتباط الاقتصاد المغربي في هذه الفترة بأداء القطاع الفلاحي والذي يتأثر بشكل مباشر بالظروف المناخية، فإن متوسط معدل النمو السنوي لم يتجاوز 2.9% خلال هذه الفترة، ويشار هنا إلى أن المغرب حسم خياره الاقتصادي بداية من سنة 1963 بإتباع منهج اقتصاد السوق مع الحفاظ على القطاع العمومي وتدعيمه.

2- المخطط الثلاثي (1965-1968): سعى هذا المخطط إلى تقليص تدخل الدولة وإعطاء القطاع الخاص فرصا أوسع للاستثمار، واهتمت الدولة بإنشاء البنية التحتية (سدود وطرق وكهرباء وتوفير المياه الصالحة للشرب)، وتم إعطاء الأولوية لقطاعي الفلاحة والسياحة، وهذا بتوجيه الفلاحة نحو التصدير وبناء سلسلة من الفنادق مع تحسين الخدمات في أكثر المناطق جلب السياح، وقد خصصت الحكومة المغربية في هذا المخطط 988 مليون درهم لقطاع الفلاحة و760 مليون درهم لقطاع السياحة.

3- المخطط الخماسي (1968-1972): هدف هذا المخطط الذي رصد له 12.2 مليار درهم من الاستثمارات، إلى إتمام نفس الأهداف المسطرة في المخطط السابق مع توجيه التركيز إلى القطاع الصناعي والعمل على تحديث وسائل الإنتاج، وقد خصص للقطاع الصناعي مبلغ 1421 مليون درهم كاستثمارات والتي وجهت أساسا لتطوير فروع الصناعات الغذائية والكيمياء ومواد البناء، وتساهم الدولة في هذا المجهود الاستثماري بحوالي النصف (47.6%) والباقي من خلال تشجيع وتعبئة الادخار المحلي الخاص.

¹ جميلة معلم، تجارب التنمية في الدول المغاربية والاستراتيجيات البديلة (دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب)، مذكرة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2017، ص 170.

² مريم الخباري، النموذج التنموي المغربي خلال نصف قرن بين الطموح الدالي والإكراهات الخارجية، مركز إدريس الفاخوري للدراسات والأبحاث في العلوم القانونية، وجدة، المغرب، متاح على الرابط: <https://www.marocdroit.com>، 2018/08/02، 21:36.

4- المخطط الخماسي (1973-1977): اعتبر هذا المخطط بمثابة سياسة تصحيحية لاستراتيجيات الدولة السابقة حيث تبنى مشاريع اقتصادية واجتماعية طموحة تم الاعتماد في تمويلها على مداخيل الفوسفاط، وقد منحت الأولوية لتنمية القطاع الصناعي وخاصة الصناعات التصديرية 37.2% من مجموع الاستثمارات، كما استمرت المغرب في إعطاء الأولوية للفلاحة والسياحة 22.3% من مجموع الاستثمارات، وعملت على زيادة معدلات الادخار من خلال زيادة الضرائب المباشرة والتقليل من الإنفاق العمومي، وهو ما ضاعف حجم الادخار من 2845 مليون درهم في 1973 إلى 5779 مليون درهم في 1977.

5- المخطط الثلاثي (1978-1980): جاء هذا المخطط بعد الأزمة الاقتصادية الناتجة عن ارتفاع أسعار البترول بفعل الصدمة البترولية الثانية لعام 1979، وكذا ارتفاع معدلات الفائدة في الأسواق الدولية مسببة ارتفاعا في تكلفة الاقتراض وزيادة عبء المديونية الخارجية، مما دعا إلى التقليل من نفقات الدولة وفتح المجال أمام القطاع الخاص والاهتمام بتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ثانيا- مرحلة التصحيح الاقتصادي:

أدت نتائج عجز الموازنة والدعم الحكومي المتزايد والاعتماد على الائتمان المصرفي، إلى بدء الحكومة المغربية في تنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، ويمكن تقسيم مراحل التصحيح الاقتصادي في المغرب إلى:¹

1- المرحلة الأولى (1980-1983): شهدت هذه المرحلة إصلاح الأداء المالي للقطاع العام وترشيد المؤسسات العامة تمهيدا لتحويلها للقطاع الخاص، وتخفيض قيمة الدرهم المغربي سنة 1980، وقد صحب ذلك انخفاضا تدريجيا في أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار سنة 1980 وهذا خلال الفترة (1980-1983) بحيث 3.94 درهم للدولار سنة 1980 إلى 7.11 درهم مقابل الدولار سنة 1983 أي ما نسبته 88.45%.

كما واجهت المغرب سنة 1983 انخفاضا في مواردها المالية من القروض الخارجية مما جعلها تعجز عن تسديد ديونها لتتوجه من جديد إلى صندوق النقد الدولي والقبول بشروطه وهو ما أدى إلى: إعادة جدولة الجزء الأكبر من ديون المنشآت العامة المستحق للدائنين الخارجيين، وجدولة الديون الحكومي، مما أدى إلى تفاقم أزمة المديونية إذ تم الاتفاق على وضع خطة التصحيح لمدة (1983-1988)، حيث شهدت المديونية الخارجية المغربية تزايد مستمر إذ انتقلت من 11.2 مليار دولار سنة 1981 إلى 20 مليار دولار سنة 1988 أي بزيادة قدرها 78.5%، غير أنه في سنة 1983 نفذت الموارد المالية من القروض الخارجية وعجزت المغرب عن تسديد ديونها فتوجهت من جديد إلى صندوق النقد الدولي وقبلت بشروطه التي وضعته ضمن البرامج الجاهزة، مما أدى إلى تخلي برنامج التصحيح الهيكلي عن أهداف

¹ زكرياء دمدوم، مرجع سابق، ص ص 102 - 103.

الخطة وتحديدها لأولويات جديدة، وتطلب الأمر إعادة جدولة الجزء الأكبر من ديون المنشآت العامة المستحق للدائنين الخارجيين، في الوقت نفسه الذي تم فيه جدولة الدين الحكومي، وبذلك قاد هذا الوضع إلى تزايد العجز الحكومي وتفاقم مشكلة المديونية.

2- المرحلة الثانية (1983-1985): شهدت هذه المرحلة الخطوات الرئيسية المتعلقة بتصحيح السياسات الصناعية والتجارية من خلال خفض الدعم الحكومي للمؤسسات العامة، رفع أسعار السلع والخدمات التي تقدمها المؤسسات العامة، إعداد إحصائيات خاصة بتسوية متأخرات مدفوعات القطاع العام، وتحويل إدارة ملكية بعض المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص وإعادة هيكلة قطاعي النقل والمناجم، وقد انطلق برنامج إصلاح المؤسسات العامة عبر برنامج أقرته الحكومة المغربية، بمساعدة فنية ومالية من البنك الدولي على وفق صيغة قروض، وكان وراء إقرار هذا البرنامج بعدين، الأول مالي يستهدف التخفيف من العبء المترتب على الموازنة بسبب دعم المؤسسات العامة، والثاني اقتصادي يستهدف تحقيق انفتاح الاقتصاد المغربي بشكل واسع على الاقتصاد العالمي.

ثالثا- مرحلة التثبيت الاقتصادي:

في ظل الأزمة المالية والاقتصادية التي مرت بالاقتصاد المغربي، تطلب الأمر التخلص منها أو الحد من أثارها السلبية لتهيئة البيئة المحفزة للنمو، ولذلك بدأت الحكومة المغربية تنفيذ برنامج التثبيت الاقتصادي سنة 1978 مستعملة أدوات السياسات المالية والنقدية وسعر الصرف الأجنبي للحد من الطلب الكلي والسيطرة على الاختلالات الاقتصادية، سيتم عرضها من خلال ما يلي:¹

1- السياسة المالية: تمثل الهدف من السياسة المالية الحد من الدور الحكومي في النشاط الاقتصادي وتخفيف القطاع الخاص لتحقيق التوازن الداخلي عن طريق إزالة أحد أهم الاختلالات في الموازنة العامة وهي فجوة العجز بين الإيرادات العامة والنفقات العامة، وقد تركزت إجراءات الإصلاح المالي عبر السياسة المالية في محورين أساسيين هما:

1-1- ترشيد الإنفاق العام: تمثلت خطواته بخفض الدعم عن أسعار السلع الأساسية ولاسيما الغذائية.

2-1- تعزيز الإيراد العام: من خلال تنفيذ سياسة مالية تعتمد المصادر الاعتيادية في زيادة الإيرادات العامة ولاسيما الإيرادات الضريبية، وتتضمن إصلاح الجهاز الضريبي وتحديثه لجعله أكثر شفافية دون أن يتعارض ذلك مع هدف تخفيف نشاط القطاع الخاص وتشجيعه.

¹ زكرياء دمدوم، مرجع سابق، ص ص 107-108.

2- السياسة النقدية: عملت السياسة النقدية في ظل تنفيذ برنامج الاستقرار الاقتصادي على أن يكون لها الدور المؤثر في تحقيق الاستقرار عبر تحقيق أهداف عدة، أهمها خفض معدل التضخم الذي نجم عن تزايد عرض النقد خلال السبعينيات بسبب ارتفاع حجم الائتمان المحلي المقدم إلى الحكومة والقطاع الخاص، وذلك عبر تحرير أسعار الفائدة على الودائع وإدخال المزيد من المرونة في تحديد أسعار الفائدة على القروض لتكون عند معدلاتها الحقيقية، تخفيض عملية إعادة التمويل عن طريق السوق النقدية، وتوسيع السوق النقدية لتشمل المؤسسات المالية الأخرى.

3- سياسة سعر الصرف: جاءت للسيطرة على الاختلالات في القطاع الخارجي، وقد استمر انخفاض قيمة الدرهم خلال التسعينات ليصل سنة 1993 إلى 9.65 درهم لكل دولار بنسبة انخفاض 13.8% عن سنة 1989، لكنه بدأ بالارتفاع خلال السنوات اللاحقة، بعد تنفيذ برنامج التكيف الهيكلي، ليصل إلى 8.80 درهم لكل دولار سنة 1996، كذلك الحال بالنسبة للميزان التجاري الذي عرف تدهورا بسبب تزايد أحجام وأسعار الصادرات وخصوصا الطاقة، كما أن أغلب الصادرات الصناعية والاستخراجية مثل الفوسفات والمنتجات المعدنية كانت موجهة إلى سوق الاتحاد الأوروبي بأسعار محددة بعملة دولية هي الدولار، مما يعني عدم تأثر القسم الأكبر من الصادرات بانخفاض سعر صرف الدرهم.

رابعا- برنامج التكيف الهيكلي* :

لقد اتسم الاقتصاد المغربي خلال مرحلة التخطيط الاقتصادي بسيطرة القطاع العام على القطاعات الحيوية مثل الزراعة والصناعة والسياحة والطاقة والمناجم وغيرها، وفي نهاية الثمانينات، وكرد فعل للاختلالات الاقتصادية والمالية التي عانى منها المغرب خلال تلك المرحلة اتجهت الحكومة المغربية نحو تخصيص مؤسساتها، عبر سياسة اقتصادية تمثلت في دعم وتقوية القطاع الخاص من خلال رفع كفاءة المشاريع الاستثمارية تبني طرق فاعلة في الإدارة تواكب التطورات العالمية، وقد هدفت تلك السياسة إلى تنشيط الاقتصاد المغربي وإتاحة الفرص أمام صغار المستثمرين لاستغلال مواردهم الذاتية وتنمية المناطق المتلفة والانفتاح على الاقتصاد الدولي، فضلا عن فض المديونية وتوجيه النفقات الحكومية نحو الخدمات الأساسية مثل التعليم والصحة، وهناك أسباب داخلية فضلا عن الأسباب الخارجية، دفعت المغرب نحو هذا الاتجاه وتمثلت في عدم خضوع مؤسسات القطاع العام منذ تأسيسها للرقابة الخاصة بتطوير الإنتاج وضبط النفقات، مما أدى إلى تعرضها إلى أزمات الإفلاس والمديونية، التي كرسست بدورها الأزمة الاقتصادية والمالية التي عانى منها الاقتصاد المغربي منذ

* جاء هذا البرنامج لمعالجة الاختلالات الاقتصادية الأكثر عمقا في الاقتصاد المغربي خلال الأجلين المتوسط والطويل وإعادة هيكلته من خلال إطلاق قوى السوق، بهدف إيجاد وضع تنافسي ملائم بين القطاع العام والقطاع الخاص، عبر تنفيذ برنامج التصحيحية.

نهاية سبعينيات القرن الماضي، وبالتالي خضوع المغرب لشروط المؤسسات الدولية من خلال وصفة الإصلاح الهيكلي مما ينبغي تخلي الحكومة عن تدخلها في الاقتصاد.¹

المطلب الثاني - مضمون الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في المغرب:

شرعت السلطات المغربية مرة أخرى في وضع استراتيجيات وبرامج تنمية خاصة مبنية على معطيات ثابتة وأهداف واضحة ودقيقة، والتي سميت بالجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية، ويمكن تقسيمها إلى التالي:

أولاً- المخطط الخماسي (2000-2004):

لتكريس مسار التنمية الاقتصادية التي دشنها المغرب خلال العقد الأخير من القرن المنصرم، تميز مشروع مخطط التنمية (2004-2000) الذي هدف إلى تعديل مسار التطور وآليات التنمية الاقتصادية- الاجتماعية ووضع المغرب على السكة الصحيحة للتنمية، التي يستطيع من خلالها استغلال كل مكوناته وطاقته المادية والبشرية استغلالاً عقلانياً²، وتتلخص أهداف المخطط الخماسي (2004-2000) فيما يلي:³

- تعميق الديمقراطية وبناء دولة يسودها القانون والأخلاق في الحياة العامة، الأمر الذي يتطلب خلق بيئة ديمقراطية قادرة على تعزيز ثقافة سيادة القانون، بالإضافة إلى توسيع الحوار والتشاور بشأن الشؤون العامة، وتوزيع المسؤوليات على مختلف المسؤولين الاقتصاديين والاجتماعيين والسياسيين في البلاد، وفي هذا الإطار يهدف هذا المخطط إلى تعميق الديمقراطية بمعناها العالمي، خاصة في شقها الاقتصادي، من خلال إعطاء مضمون للحقوق الاقتصادية للأفراد والجماعات، وتزويد جميع المواطنين بالشروط اللازمة لحياة كريمة؛
- الارتقاء بالاقتصاد المغربي، من خلال تنمية الموارد البشرية في المنشآت الإنتاجية، الأمر الذي يجعل البلاد قادرة على الحصول على مزايا تنافسية تساعد في مواجهة المنافسة الدولية بفعالية؛
- الانتقال من مجتمع غير متكافئ اجتماعياً ومكانياً إلى مجتمع متماسك، من خلال الحد من الفجوة بين مختلف الطبقات الاجتماعية والمناطق الجغرافية، بالإضافة إلى الحفاظ على السلامة الإقليمية ستبقى على رأس أولويات الشعب و الحكومة المغربية؛

¹ زكرياء دمدوم، مرجع سابق، ص 109.

² زكرياء دمدوم، الإصلاح الاقتصادي من خلال استراتيجية دعم النمو قراءة في مخططات التنمية المغربية (2000-2012)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 09، المجلد 03، جامعة الوادي، الجزائر، 2016، ص 42.

³ Ministère de la Prévision Economique et du Plan, Royaume du Maroc, **Le Plan de Développement économique social (2000-2004)**, Les orientations et les perspectives globales de développement économique et social, Volume1.

- تحسين الاستثمار وتكييف الإطار التشريعي والتنظيمي والإداري مع التحولات الجارية في البلاد.

ثانيا- المبادرة الوطنية للتنمية البشرية (2005-2011):

المبادرة الوطنية للتنمية البشرية هي مشروع تنموي من أجل تحسين الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية للفئات الفقيرة، انطلق المشروع رسمياً بعد الخطاب الملكي في 18 ماي سنة 2005، وترتكز على ثلاث محاور أساسية:

- التصدي للعجز الاجتماعي بالأحياء الحضرية الفقيرة والجماعات القروية الأشد فقراً؛

- تشجيع الأنشطة المدرة للدخل الثابت والمتيحة لفرص الشغل؛

- العمل على الاستجابة للحاجيات الضرورية للمواطنين.

لتحقيق أهداف المبادرة الوطنية للتنمية البشرية، سطرت المبادرة الوطنية للتنمية البشرية برنامجين: برنامج عمودي، ارتكز على ثلاث محاور أساسية، وبرنامج أفقي شمل الجماعات القروية والحضرية غير المستهدفة بالبرنامج العمودي والممتدة على مجموع التراب الوطني، إلا أن تطبيق المبادرة على أرض الواقع أبان عن حقائق مرة، مفادها الاختلال الملموس بين الموارد المالية والموارد البشرية المرصودة للعملية، إلى جانب التعبئة الكاملة من جهة، وبين التأثير الضعيف الذي أحدثته المبادرة بشكل إجمالي من جهة ثانية.

تم اختبار نموذج التنمية المغربي خلال الأزمة الاقتصادية العالمية التي هزت العالم، حيث تمكن المغرب من تحقيق معدل نمو، يتماشى مع إمكاناته بلغ حوالي 5% سنوياً، كما يتجلى نجاح نموذج التنمية المغربي من خلال المستوى الذي حققته المؤشرات السوسيو اقتصادية خلال العشرية الأخيرة، وهكذا انخفض معدل البطالة تدريجياً من 9% مقابل أكثر من 11% سنة 2005 وتم تسجيل زيادة مهمة في الدخل الوطني الخام المتاح للفرد، الذي تحسن بحوالي 6% في المتوسط على مدار العشر سنوات الأخيرة، وتم تسجيل تقدم ملحوظ في مجال محاربة الفقر.¹

كما عملت المغرب على تنويع القاعدة الإنتاجية وتطوير القدرة على استيعاب الصدمات، حيث انخرط الاقتصاد المغربي منذ سنة 2001 في مرحلة من النمو تتماشى مع إمكاناته بحوالي 5% كما تمكن من تقوية مكتسباته لتعزيز ركائز إطاره الماكرو اقتصادي، مما ساعده على مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية في ظروف مريحة نسبياً، كما أسفرت ديناميكية النمو التي شهدتها النشاط الاقتصادي خلال العقود الثلاثة الأخيرة، عن تغييرات هيكلية ومساهمات متفاوتة لمختلف القطاعات في نمو الناتج الداخلي الخام.²

¹ المملكة المغربية، وزارة الثقافة والاتصال، متاح على الرابط: <http://www.maroc.ma/ar/conten>، 2018/08/03، 00:12.

² زكرياء دمدم، الإصلاح الاقتصادي من خلال استراتيجية دعم النمو قراءة في مخططات التنمية المغربية (2000-2012)، مرجع سابق، ص 44.

ثالثا- مخطط تسريع التنمية الصناعية (2014-2020):

بالنظر إلى حجم التحديات اللازم مواجهتها، وأوجه النقص التي تكبح التطور الكامل للصناعة المغربية، دخل مخطط تسريع التنمية الصناعية في إطار مخطط "إقلاع" ليجعل من الصناعة رافعة تنموية أساسية، وتسعى الاستراتيجية الصناعية لإحداث نصف مليون منصب شغل، نصفها من الاستثمارات المباشرة الخارجية ونصفها من تحديد النسيج الصناعي الوطني، ورفع حصة الصناعة في الناتج الداخلي الخام بتسع نقاط، من 14% إلى 23% في أفق سنة 2020، ولهذا الغرض تنقسم الاستراتيجية إلى عشر إجراءات أساسية، وهي:¹

1- إحداث وتنشيط المنظومات الصناعية: من خلال تجميع رواد صناعيين ومقاولات صغرى ومتوسطة في منطقة صناعية خاصة تسعى لتشكيل تخصصات تكنولوجية حقيقية حول برامج تعاون محددة بعناية من شأنها أن تسفر عن إبرام عقود توريد بعيدة المدى ونقل للتكنولوجيا؛

2- الموازنة الصناعية: تمثل الموازنة الصناعية رافعة هامة تسمح بالتنمية الاقتصادية للبلاد؛

3- مواكبة القطاع غير المهيكل نحو القطاع المهيكل: انطلاق منظومة دعم المقاولات الصغرى والمتوسطة تعمل على: التكوين في مجال روح المبادرة الذاتية، التدريب الشخصي، التوجيه، شراكة الشبكات الاجتماعية، المساعدة عند الاستثمار، الولوج إلى البنية التحتية المشتركة، الحوسبة الأساسية والحوسبة المتقدمة.

4- تأهيل الموارد: إحداث التكوينات الخاصة بالمنظومات الصناعية.

5- تحسين تنافسية المقاولات الصغرى والمتوسطة: تعزيز منظومات الدعم والمواكبة.

6- أدوات التدخل التمويلي: خلق آليات مبتكرة يتعين إحداثها حول شراكات بين القطاعين العام والخاص.

7- إنشاء بنية تحتية متاحة للإيجار: محطات الصناعية.

8- اندماج المغرب على المستوى الدولي: من خلال العمل على إبرام اتفاقات التبادل الحر في خدمة الصناعة المحلية.

¹ المملكة المغربية، وزارة الصناعة والاستثمار والتجارة والاقتصاد الرقمي، متاح على الرابط:

, 03/10/2018, 10:55 <http://www.mcinet.gov.ma/ar/content>

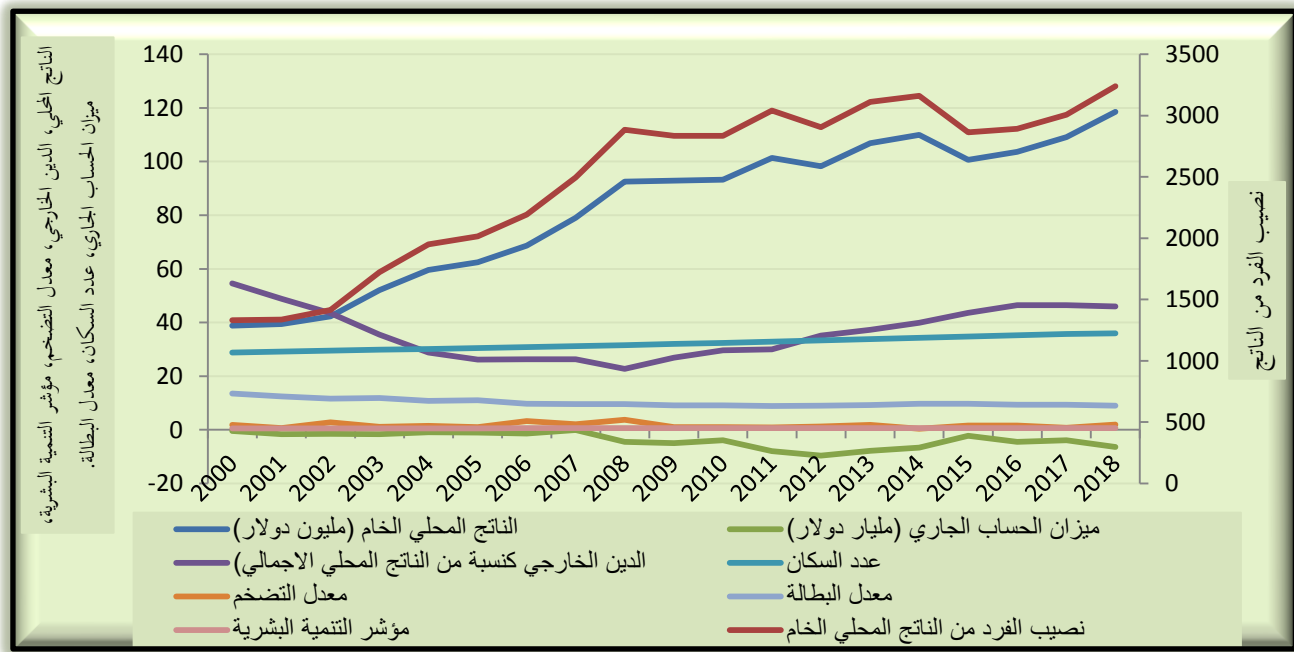
9- ترسيخ ثقافة إبرام الصفقات: لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إحداث فريق خاص باستقطاب الاستثمارات بطريقة استباقية وهجومية.

10- مواكبة التوسع الإفريقي: المشاركة في التنمية المشتركة لإفريقيا.

المطلب الثالث- تحليل أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000-2018):

عرف الاقتصاد المغربي كغيره من اقتصادات الدول النامية عدة تطورات مست مختلف مؤشرات أدائه، والتي يظهر تطورها من خلال ما يظهره الشكل التالي:

الشكل رقم (14)- تطور مؤشرات أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000- 2018):



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 05.

حسب المعطيات المتوفرة في الملحق رقم (05) والشكل أعلاه، يمكن تحليل أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000-2018) على النحو التالي:¹

¹ تحليل الطالبة استنادا إلى بيانات الشكل البياني والملحق رقم 05.

أولاً- تطور مؤشرات النمو الاقتصادي:

النموذج الاقتصادي التنموي في المغرب يعتمد على تعزيز النمو الداخلي وتنويع قاعدته الإنتاجية، مستفيدا من الإصلاحات المبرمجة ومن المكاسب المحققة، قد تمكن من الحفاظ على نمو متواصل للناتج المحلي الإجمالي طيلة السنوات الأخيرة، حيث يبين الشكل أن هناك نموا متزايدا على مستوى الناتج المحلي الإجمالي طول فترة الدراسة، فبعد أن بلغ 38.86 مليون دولار أمريكي سنة 2000 ارتفع ليصل إلى 118.50 مليون دولار أمريكي سنة 2018، بمعدل نمو فاق 204%.

كما شهد نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا متزايدا مدفوعا بالنتائج الإيجابية التي حققها الناتج المحلي الإجمالي من جهة حيث قدر سنة 2000 بـ 1,332.38 دولار أمريكي واستمر في الارتفاع طول فترة الدراسة حتى وصل 3,237.88 دولار سنة 2018، ومن جهة أخرى النمو البطيء للسكان الذي ارتفع بمعدلات متناقصة منتقلا من 28.84 إلى 36.02 مليون نسمة بين سنتي 2000 و2018، وذلك راجع لتراجع عدد الوفيات وكذلك تحسين الظروف المعيشية للمواطنين من جهة أخرى.

غير أن نسب الزيادة في الكثير من السنوات لم تغطي نسب التضخم مما أدى إلى ظهور فوارق اجتماعية وانزلاق الطبقات الوسطى بسبب ارتفاع المستوى العام للأسعار، حيث شهد معدل التضخم تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة المدروسة، فقد بلغ 1.89% سنة 2000 ليرتفع لأكثر من ضعف سنة 2006 حيث سجل معدل 3.28% لينخفض إلى 0.99% سنة 2009 ليستقر عند المعدل 1.91% سنة 2018، وعلى العموم ظلت معدلات التضخم عند مستويات مقبولة.

ثانيا- تطور رصيد الحساب الجاري والدين الخارجي:

حقق رصيد الحساب الجاري عجزا مستمرا ومتفاوتا طوال الفترة المدروسة إذ قدر بـ 0.47- مليار دولار سنة 2000 ليبلغ ذروته سنة 2012 بـ 9.57- مليار دولار، ويمكن تفسير العجز التجاري للمغرب خلال الفترة المم

تدة بين 2000 و2012، من جهة، بالزيادة في الواردات من منتجات الطاقة والمنتجات الغذائية التي ترتبط قيمتها بتقلبات الأسعار وكذا بمعدلات الصرف على المستوى العالمي، ومن جهة أخرى، الزيادة من واردات سلع التجهيز لارتباطها بدناميكية الاستثمار في الاقتصاد الوطني، إذ بلغت إجمالي الواردات 9.21 مليار دولار سنة 2000 لترتفع إلى 57.83 مليار دولار سنة 2018 بمعدل نمو تجاوز 527%، كما أن إجمالي الصادرات اتجهت نحو الارتفاع حيث قدرت بـ 10.41 مليار دولار سنة 2000 ليرتفع إلى 45.36 مليار دولار سنة 2018 أي بمعدل نمو 335% تقريبا وهو ما يبين تباطؤ نمو قيمة الصادرات المحلية مقارنة مع الواردات مما أدى إلى عجز ميزان الحساب الجاري المغربي طول فترة الدراسة.

ويرجع ضعف أداء بنية الصادرات المغربية إلى النقص الكمي والنوعي للمنتجات الموجهة نحو التصدير، كما أن أغلب الصادرات المغربية مرتبطة بتغيرات أسعار السوق العالمية، فعلى الرغم من تزايد انفتاح المغرب على الاقتصاد العالمي، إلا أنه لا يزال يتركز على الاتحاد الأوروبي كشريك رئيسي.

أما على صعيد المديونية الخارجية فقد انخفضت نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي بشكل ملحوظ خلال الفترة (2008-2000)، فبعد أن كانت 54.58% سنة 2000 انخفضت لتصل إلى 22.70% سنة 2008 أي بمعدل انخفاض قدر بـ 140% تقريبا، وذلك بسبب نمو الناتج المحلي بمعدل أكبر من الزيادة في الدين الخارجي، لكن ومع بداية سنة 2009 بدأت هذه النسبة في التزايد نتيجة التوسع في الاقتراض الخارجي لتمويل خطط الاستثمار التي تم إقرارها، حيث ارتفعت من 26.93% سنة 2009 إلى 46.46% سنة 2017.

ثالثا- تطور أهم المتغيرات الاجتماعية:

شهدت معدلات البطالة تراجعا طفيفا، لينخفض من 13.58% سنة 2000 إلى 9.04% سنة 2018، وإذا ما تم ربط معدل النمو بانخفاض نسب البطالة في المغرب نجد أن العلاقة تكون ضعيفة بين نسب النمو وانخفاض معدلات البطالة، فمعدلات مرتفعة من البطالة وفي نفس الوقت تتحقق معدلات نمو إيجابية، لكن الارتباط بين الارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي وانخفاض نسبة البطالة غير قوي، لأن النمو راجع لزيادة الإيرادات المتأتية من تصدير المواد الطبيعية والفلاحية، كما أن الاقتصاد المغربي هو خدماتي بامتياز، حيث تمثل القيمة المضافة الخدمائية ما يقارب 55% من الناتج المحلي الإجمالي.

هذا الاختلاف في طبيعة النمو المحقق أثره على البطالة هو الذي يجعل السياسات الاقتصادية للبلاد تفتشل في الحد من نسب البطالة رغم تحقيق معدلات نمو مرتفعة نوعا ما نتيجة زيادة إيرادات القطاع الخدماتي مع بقاء بقية القطاعات الاقتصادية وخاصة الصناعة والزراعة التي تساهم في خفض معدلات البطالة في حالة إهمال متعمد، وهذا الأمر هو ما يجعل ظاهرة تخفيض نسب البطالة تعاني نوعا من القصور النظري من خلال سياسات دعم النمو الاقتصادي التي يفترض أنها تؤدي إلى تخفيض نسب البطالة.

على غرار ذلك فقد شهد مؤشر التنمية البشرية تزايدا تدريجيا منتقلا سنة 2000 من 0.53 إلى 0.67 سنة 2018 وهو ما يمكن إرجاعه إلى تحسن دليل التعليم، الحياة، والناتج المحلي المعتمدة في حساب المؤشر، وباعتبار أن المؤشر طوال فترة الدراسة كان محصورا ضمن النطاق 0.53 و 0.67 يمكن اعتبار التنمية البشرية في دولة المغرب من النوع المتوسط.

اتضح من خلال هذا المبحث أن التجربة التنموية المغربية مرت بالعديد من المراحل بداية من الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية التي كانت تشوبها العديد من النقائص ووصولاً إلى الجيل الثاني الذي شرعت السلطات المغربية من خلاله مرة أخرى إلى وضع استراتيجيات وبرامج تنموية خاصة مبنية على معطيات ثابتة وأهداف واضحة ودقيقة، حيث حققت هذه البرامج التنموية نتائج إيجابية على مستوى مؤشرات النمو الاقتصادي ليشهد كل من الحساب الجاري والدين الخارجي بعض التذبذبات سببها التركيز على الاتحاد الأوروبي كشريك رئيسي، والتوسع في الاقتراض الخارجي لتمويل خطط الاستثمار التي تم إقرارها، كما حققت معدلات البطالة تراجعاً على غرار ذلك فقد شهد مؤشر التنمية البشرية تزايداً تدريجياً.

خلاصة الفصل الرابع:

تم من خلال هذا الفصل التعرف على مختلف الخطط التنموية والبرامج والاستراتيجيات الوطنية للتنمية الاقتصادية في كل من المغرب، تونس، والجزائر، ليتم الخروج على إثر ذلك بالنتائج التالية:

1- سجلت المغرب خلال الفترة (2000-2018) معدل نمو فاق 204%، لتحقيق تونس في المقابل معدل نمو قدر بـ 85.65% باستثناء سنة 2012 التي شهدت معدل نمو سالب نظرا لما شهدته البلاد من اضطرابات سياسية وأمنية واجتماعية وعلى الرغم من ارتفاعه خلال السنتين 2013 و2014 إلا أنه عاد للانخفاض خلال (2015-2018) نتيجة تراجع الاستثمارات وابتعاد رؤوس الأموال الخارجية عن تونس، في حين حقق الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر معدل نمو قدر تقريبا بـ 229.78% خلال الفترة المدروسة، على الرغم من تسجيله لمعدلات نمو سالبة في بعض السنوات كان سببها الرئيسي التذبذبات الحاصلة على مستوى أسواق أسعار النفط.

2- أخذ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الدول محل الدراسة نفس المنحى الذي سلكه الناتج المحلي الإجمالي.

3- عرفت معدلات التضخم أدنى مستوياتها في المغرب، تليها تونس التي حققت سنة 2018 معدل 7.31% وهي نسبة مرتفعة، أما الجزائر فقد حققت أعلى معدلات للتضخم حيث قدر سنة 2012 بـ 8.89% كأعلى معدل، ما يثبت ضعف القدرة الشرائية في كل من الجزائر وتونس وبدرجة أقل في المغرب.

4- حقق رصيد الحساب الجاري عجزا مستمرا ومتفاوتا في كل من تونس والمغرب طيلة الفترة المدروسة، لتسجل الجزائر فائض خلال الفترة (2005-2013) وذلك راجع لارتفاع أسعار النفط، ليعرف بداية من سنة 2014 عجزا ليستمر إلى غاية سنة 2017.

5- سجل الدين الخارجي في الجزائر تراجعا كبيرا، نتيجة الوفرة المالية والسيولة لدى المؤسسات العمومية والخزينة، أما تونس فبعد أن قامت بتسديد ديونها وتخفيضها خلال الفترة (2004-2008) عاد الدين للارتفاع مرة أخرى لتشهد أسوأ فترة لها بداية من سنة 2011 وذلك راجع للجوء الحكومة التونسية للاقتراض، وبالنسبة للمغرب فقد سجلت نسبة الدين الخارجي انخفاض قدر بـ 17.48% لسنة 2017 مقارنة بسنة 2000 وهذا الانخفاض يعتبر ضعيفا مقارنة بفترة الانخفاض وهذا راجع للتوسع في الاقتراض الخارجي لتمويل خطط الاستثمار.

6- شهد التعداد السكاني في كل من تونس والمغرب نموا مستمرا لكن بوتيرة منخفضة مقارنة مع الجزائر التي حققت معدل نمو ديموغرافي قدر بـ 35.41% تقريبا لسنة 2018 مقارنة بسنة 2000.

7- تعتبر البطالة من أكبر التحديات التي تواجه الدول خاصة تونس التي مازالت تسجل ارتفاعا مستمرا في معدلات البطالة، وهذا المؤشر كان منخفضا نسبيا في المغرب التي عرفت تراجعا خلال فترة الدراسة، لتشهد الجزائر تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض، إلا أنها استطاعت السلطات تخفيضها لتصل إلى 12.13% سنة 2018.

8- حققت المغرب تونس والجزائر تنمية بشرية متوسطة تعود إلى التحسن التدريجي لمؤشر التنمية البشرية لكل بلد.

الفصل الخامس -

قياس أثر أسواق الأوراق المالية على تمويل التنمية الاقتصادية بالدول المغاربية
(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

الفصل الخامس - قياس أثر أسواق الأوراق المالية على تمويل التنمية الاقتصادية بالدول المغاربية

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها:

بعد التحليل النظري لمتغيرات الدراسة المتمثلة في كفاءة أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية وأيضاً دراسة العلاقة بينهما، جاء هذا الفصل لتصميم نموذج قياسي اقتصادي بغية معرفة مدى تأثير أسواق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية في كل من الجزائر، تونس والمغرب، خلال الفترة (2003-2018)، الأمر الذي استوجب الإلمام بأدوات التحليل الرياضي والإحصائي التي تحول هذه العلاقة من أسلوبها النظري إلى أسلوب كمي.

تحتل قضية تنمية أسواق الأوراق المالية المغاربية وضرورة القضاء على المعوقات التي تحول دون تطورها أهمية كبيرة، لما لهذا النوع من الأسواق من دور لا يقتصر فقط على حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها على شكل أدوات استثمارية متنوعة لتمويل الأنشطة الإنتاجية طويلة المدى وكبيرة الحجم فقط، بل إن تطورها وانفتاحها يشكل ركناً أساسياً في تمويل التنمية المشتركة لهذه الدول.

رغم الإصلاحات التي تبنتها كل من المغرب، تونس، والجزائر إلا أن أسواقها لازالت بعيدة كل البعد عن تحقيق ذلك، فهناك العديد من العوائق التي تواجه أسواق الأوراق المالية فيها، وتعرض طريق تطورها، وتضعف أدائها، وتحد من كفاءتها، ولمواجهة تلك التحديات وإزالة تلك العوائق أصبح لزاماً على تلك الدول البحث عن الحلول المناسبة التي تعزز دور أسواق أوراقها المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وتوفير المتطلبات الضرورية لذلك، وفي ظل التوجه الكبير الذي يشهده العالم اليوم إلى تعزيز مكانة التمويل الإسلامي والاستفادة من صيغته، أدواته، ومصادره، أصبح التوجه إلى ما يسمى بالهندسة المالية الإسلامية ضرورة حتمية لتوفير أدوات مالية فاعلة لحل المشكلات التمويلية باعتبارها طريقة أساسية تعمل على استقطاب فئة من المستثمرين مازالوا محجمين عن الاستثمار في هذه الأسواق لأسباب شرعية، إذ أصبح بأمس الحاجة إلى محفظة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية متطورة تتلائم والاحتياجات المالية المتنوعة والمتجددة.

تفصيلاً لما ذكر أعلاه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاث التالية:

المبحث الأول - مدخل إلى نموذج الانحدار الخطي المتعدد؛

المبحث الثاني - تقدير وتقييم نماذج الانحدار؛

المبحث الثالث - متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب).

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

المبحث الأول - مدخل إلى نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

تنقسم نماذج الانحدار الخطي بصفة عامة إلى قسمين، نماذج الانحدار الخطي البسيط وهي عبارة عن نموذج يتكون من متغير مستقل واحد تكون العلاقة بينه وبين المتغير التابع شكل معادلة خط مستقيم، ونماذج الانحدار المتعدد التي تتكون من أكثر من متغير مستقل، وللتعرف على مختلف الجوانب المفاهيمية المتعلقة بالانحدار الخطي المتعدد لابد من التعرض للعناصر التالية:

المطلب الأول - صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

يهتم الانحدار الخطي المتعدد بدراسة وتحليل العلاقة بين عدة متغيرات مستقلة ومتغير تابع، ولصياغته لابد من دراسة الآتي:

أولاً - تعريف نموذج الانحدار الخطي المتعدد¹:

يقوم الانحدار الخطي المتعدد على وجود علاقة خطية ما بين متغير تابع Y_1 وعدد من المتغيرات المستقلة، ويعبر عن

هذه العلاقة بالشكل التالي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i / i = 1, \dots, n$$

حيث: Y_i : المتغير التابع، $X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{ik}$: المتغيرات المستقلة، $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$: معالم النموذج، ε_i : حد

الخطأ، و n : عدد المشاهدات المتاحة.

$$i = 1: Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_{11} + \beta_2 X_{12} + \dots + \beta_k X_{1k} + \varepsilon_1$$

$$i = 2: Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_{21} + \beta_2 X_{22} + \dots + \beta_k X_{2k} + \varepsilon_2$$

⋮

⋮

⋮

$$i = n: Y_n = \beta_0 + \beta_1 X_{n1} + \beta_2 X_{n2} + \dots + \beta_k X_{nk} + \varepsilon_n$$

$$Y = \begin{pmatrix} Y_1 \\ \vdots \\ Y_n \end{pmatrix}, X = \begin{pmatrix} 1 & X_{11} & \dots & X_{1k} \\ 1 & \vdots & \dots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 1 & X_{n1} & \dots & X_{nk} \end{pmatrix}, \beta = \begin{pmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \vdots \\ \beta_k \end{pmatrix}, \varepsilon = \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{pmatrix}$$

ويمكن كتابة هذا النظام على الشكل المصفوفي التالي:

¹ Régis Bourbonnais, *Économétrie : Manuel et exercices corrigés*, 8^e édition, Dunod, Paris, France, 2011, P P 47-48.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

حيث: $Y(n \times 1)$: المتغير التابع أو المفسر، $X(n \times (k+1))$: مصفوفة المتغيرات المفسرة أو المستقلة، $\beta((k+1) \times 1)$: شعاع المعامل، و $\varepsilon(n \times 1)$: شعاع الأخطاء.

ثانيا- خطوات الانحدار الخطي المتعدد

لصياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد كاملا لابد من مجموعة الخطوات، وهي كالآتي:¹

1- تحديد العلاقة الدالية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كل على حدى: وذلك عن طريق العرض البياني، حسب ما يلي:

- القيام بوضع العرض البياني للمتغير التابع بالنسبة للمتغيرات المستقلة (كل متغير مستقل على حدى)؛
- القيام باستنباط وتقريب الشكل البياني المتحصل عليه إلى أحد الأشكال الدالية المعروفة (خطية، أسية، لوجستية...)، ثم يستنبط الشكل الدالي النهائي للنموذج ككل حيث يختار في هذا المجال الشكل الدالي الغالب، ويتوقف ذلك على خبرة وتجربة الباحث، لأن النظرية الاقتصادية لا يمكن لها تحديد الشكل الدالي للعلاقة بين المتغير والمتغيرات المستقلة ولا حتى عند معدلات النموذج؛

2- تقدير معالم النموذج: يتوقف اختبار طريقة تقدير النموذج على أساس طبيعة وشكل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وعلى عدد معدلات النموذج، وهنا لابد من التفرقة بين نوعين من النماذج، نموذج ذو المعادلة الواحدة، ونموذج ذو المعادلات، ويأخذ النموذج ذو المعادلة الواحدة إحدى الأشكال التالية:

1-2- علاقة خطية: تستعمل طريقة المربعات الصغرى العادية OLS؛

2-2- علاقة لوغارتمية: يحول إلى العلاقة الخطية ثم يستعمل طريقة المربعات الصغرى العادية OLS؛

3-2- علاقة أسية: يحول النموذج المتحصل عليه إلى الصيغة الخطية ثم تطبق طريقة المربعات الصغرى العادية OLS.

3- دراسة صلاحية النموذج: وتتم عن طريق:

1-3- دراسة القوة الارتباطية والقدرة التفسيرية للنموذج: باستعمال معامل الارتباط، ومعامل التحديد؛

¹ جيلاني جلاطو، الإحصاء التطبيقي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص ص 80-82.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

3-2-2- اختبار معنوية النموذج: يتم من خلال القيام بأربعة اختبارات:

3-2-1- اختبار الأسس الاقتصادية: حيث يتم القيام بدراسة مدى تطابق النظرية الاقتصادية، ونتائج التقدير

من حيث الحجم ومن حيث الإشارة؛

3-2-2- الاختبارات الإحصائية: تستعمل هذه الاختبارات لدراسة معنوية المعلمات المقدرة حيث يتم التركيز

على اختبارين:

- اختبار ستودنت الذي يستعمل لدراسة معنوية المعلمات المقدرة كل على حدى؛

- اختبار فيشر الذي يستعمل لدراسة معنوية النموذج ككل.

3-2-3- الاختبارات القياسية: ومن أهم الاختبارات القياسية للنماذج الانحدارية المتعددة، اختبار Durbin

Watson، اختبار تجانس أو عدم تجانس تباين الخطأ، واختبار أداء النموذج التنبؤي.

ثالثا- فرضيات الانحدار الخطي المتعدد

إن بناء نموذج الانحدار الخطي المتعدد يقوم على عدة فرضيات يمكن إجمالها فيما يلي:¹

- وجود علاقة خطية بين المتغير التابع Y والمتغيرات المستقلة، أي أن Y هو دالة خطية للمتغيرات المستقلة؛

- القيمة المتوقعة لمتجه حد الخطأ تساوي صفرا أي أن: $E(U_i)=0$ ؛

- تباين العناصر العشوائية ثابت، والتباين المشترك بينهما يساوي صفرا، أي أن:

$$COV(U) = E(UU') = \sigma^2 In$$

- ليس هناك علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة؛

- عدد المشاهدات يجب أن يزيد على عدد المعلمات المطلوب تقديرها، أي أن:

$$r(X) = K + 1 < n$$

حيث:

r: رتبة مصفوفة البيانات، X: تساوي عدد المتغيرات المستقلة زائدا (1) الحد الثابت، وهي أصغر من عدد

المشاهدات (n).

¹ حسين علي بجيت وسحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار البازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009، ص ص 136 - 139.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

وهذه الفرضية ضرورية جدا لضمان إيجاد معكوس المصفوفة $(X'X)$ ، إذ إن انتفاء هذا الفرض يجعل رتبة المصفوفة (X) أقل من $(k+1)$ ، وبالتالي فإن رتبة $(X'X)$ التي تستخدم في الحصول على مقدرات OLS بدورها أقل من $(k+1)$ ولا يمكن إيجاد معكوسها بسبب ما يسمى بمشكلة الارتباط الخطي المتعدد، وبالتالي لا يمكن الحصول على مقدرات المربعات الصغرى العادية OLS.

المطلب الثاني - تقدير وتقييم نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

تساعد عملية تقدير معاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد على الحصول على الشكل الرياضي الذي يعكس العلاقة القائمة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، لتأتي مرحلة تقييم النموذج المقدر من أجل الوصول إلى بناء نموذج سليم صالح للدراسة والتحليل، سيتم التعرف على خطوات تقدير وتقييم نموذج الانحدار الخطي المتعدد من خلال مايلي:

أولاً - تقدير معاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد¹:

في ضوء الفرضيات المذكورة أعلاه يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) في تقدير معاملات النموذج، والتي يتم من خلالها إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدئة مربعات الانحرافات (بين المشاهدات الفعلية والمقدرة) $\sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2$

وهذا ما يمكن كتابته رياضيا بالعلاقة:

$$\text{Min} \sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2 = \text{Min}_{\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1} = \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2$$

ولغرض التبسيط يفترض أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد يتكون من متغير تابع ومتغيرين مستقلين، أي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \varepsilon_i$$

أما العملية التقديرية للنموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، فتكون على الشكل التالي:

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{i1} + \hat{\beta}_2 X_{i2} + e_i$$

حيث: $e_i = Y_i - \hat{Y}_i$ ، والشرط اللازم لتدئة هذه العلاقة هو أن تكون المشتقات الجزئية بالنسبة $\hat{\beta}_0$ ، $\hat{\beta}_1$ معدومة:

$$\begin{aligned} \frac{\partial \sum e_i^2}{\partial \hat{\beta}_0} &= n\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \sum X_{i1} + \hat{\beta}_2 \sum X_{i2} \\ \frac{\partial \sum e_i^2}{\partial \hat{\beta}_1} &= \hat{\beta}_0 \sum X_{i1} + \hat{\beta}_1 \sum X_{i1}^2 + \hat{\beta}_2 \sum X_{i1} X_{i2} \\ \frac{\partial \sum e_i^2}{\partial \hat{\beta}_2} &= \hat{\beta}_0 \sum X_{i2} + \hat{\beta}_1 \sum X_{i1} X_{i2} + \hat{\beta}_2 \sum X_{i2}^2 \end{aligned}$$

¹ كامل علاوي كاظم وحسن لطيف الزبيدي، القياس الإقتصادي (النظرية والتحليل)، دار صفاء، عمان، الأردن، 2011، ص ص 102 - 107.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

وباستخدام الانحرافات تصبح:

$$\hat{\beta}_1 = \frac{(\sum x_1 y)(\sum x_2^2) - (\sum x_2 y)(\sum x_1 x_2)}{(\sum x_1^2)(\sum x_2^2) - (\sum x_1 x_2)^2}$$

$$\hat{\beta}_2 = \frac{(\sum x_2 y)(\sum x_1^2) - (\sum x_1 y)(\sum x_1 x_2)}{(\sum x_1^2)(\sum x_2^2) - (\sum x_1 x_2)^2}$$

$$\hat{\beta}_0 = \bar{Y} - \hat{\beta}_1 \bar{X}_1 - \hat{\beta}_2 \bar{X}_2$$

ثانياً - تقييم نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

سيتم إبراز أهم الخطوات التي يتم من خلالها تقييم النموذج والحكم على مدى صلاحيته، كما يلي:

1-1 دراسة القدرة التفسيرية والقوة الارتباطية للنموذج: يتم دراسة القدرة التفسيرية والقوة الارتباطية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد من خلال:

1-1-1 معامل التحديد: يقيس هذا المعامل جودة النموذج ككل، وهو عبارة عن النسبة بين التغير في القيم المقدره على التغير الكلي، ويتم حسابه في حالة جود متغيرين مستقلين ومتغير تابع من خلال العلاقة التالية:¹

$$R_{y,x_1,x_2}^2 = \frac{b \sum y_i x_i + c \sum y_i z_i}{\sum y_i^2}$$

أما معامل التحديد بين أكثر من متغيرين مستقلين ومتغير تابع فيأخذ الشكل:

$$R_{Y,x_1,x_2}^2 = \frac{b \sum y_i x_{i1} + c \sum y_i x_{i2} + \dots + g \sum y_i x_{ik}}{\sum y_i^2}$$

حيث: X_1, X_2, \dots, X_n : عدد المتغيرات المستقلة، y_1, y_2, \dots, y_n : تباين قيم (X_n) عن متوسطاتها، و $\sum y^2$: تباين قيم Y .

1-2-2 معامل الارتباط: معامل الارتباط يقيس درجة تأثير المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 معا على المتغير التابع Y_i ، وهو يساوي الجذر التربيعي لمعامل التحديد، أي أن:²

$$R = \sqrt{R^2}$$

¹ Eric DOR, *Econométrie*, PEARSON Education, France, 2009, P 32.

² وليد إسماعيل السيفقة وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، دار الأهلية، عمان، الأردن، 2006، ص 199.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

2- اختبار معنوية المعالم المقدرة: يتم اختبار معنوية المعالم المقدرة من خلال:

1-2- اختبار معنوية المعالم المقدرة: يستخدم اختبار (t) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k

في المتغير التابع Y في نموذج الانحدار المتعدد، وهذا الاختبار يعتمد على نوعين من الفروض:

- فرضية العدم: $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k$

- الفرضية البديلة: $H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار يمكن بيانها كما يلي:

$$t_{\hat{\beta}_i} = \frac{\hat{\beta}_i}{S_{\hat{\beta}_i}}$$

$$S_{\hat{\beta}_i} = \sqrt{S^2_{\hat{\beta}_i} / S^2_{\hat{\beta}_i}} = \text{Var}\beta_i$$

وبعد أن يتم احتساب قيمة (t) تقارن مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم ومن ثم تقييم معنوية معاملات النموذج المقدر، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، يتم رفض H_0 ويتم قبول H_1 ، أي أن المتغير المستقل يؤثر على المتغير التابع Y ، أما إذا كانت قيمة t المحسوبة أقل من الجدولة عند مستوى معين $\alpha\%$ ودرجة حرية $n-k$ ، تقبل فرضية العدم ويتم رفض الفرضية البديلة.¹

2-2- اختبار فيشر Fisher: يمكن اختبار المعنوية الإجمالية للنموذج باستخدام نسبة التباين المفسر، إلى التباين

غير المفسر، ويتبع هذا توزيع فيشر F ، بدرجات حرية k و $n-k-1$ ، حيث n عدد المشاهدات و $k+1$ عدد المعالم المقدرة:²

- فرضية العدم: $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k$

- الفرضية البديلة: $H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k$

$$F = \frac{R^2 / k}{(1 - R^2) / (n - k - 1)}$$

ويمكن حساب قيمة الاختبار وفقا للصيغة الموالية:³

¹ حسن علي بجيت وحر فتح الله، مرجع سابق، ص ص 161-164.

² محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد، عمان، الأردن، 2012، ص 73.

³ Régis Bourbonnais, *op cit*, p 69.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

فإذا تجاوزت القيمة الإحصائية F قيمة F الجدولة عند مستوى $\alpha\%$ وبدرجتي حرية k و $n-k-1$ يتم قبول الفرضية H_1 ، وفي هذا الحالة يمكن أن للنموذج معنوية إحصائية.

المطلب الثالث - مشاكل الانحدار الخطي المتعدد:

يتعرض الانحدار الخطي المتعدد لعدة مشاكل قد تصادفه خلال بناء النموذج الاقتصادي القياسي، خاصة عند انتفاء الفروض التي يبني عليها النموذج، أهمها مشكلة التعدد الخطي، مشكلة الارتباط الذاتي، ومشكلة عدم تجانس حد الخطأ، وسيتم التطرق لهذه المشاكل من خلال ما يلي:

أولاً - مشكلة التعدد الخطي:

لفهم مشكلة التعدد الخطي لابد من التطرق إلى تعريفها، أسباب حدوثها وطرق الكشف عنها، وأخيراً طرق معالجتها، وذلك من خلال التالي:

1- تعريف مشكلة التعدد الخطي: تعد مشكلة التعدد الخطي (أو الاعتماد الخطي) إحدى المشكلات القياسية التي

تنشأ نتيجة اختلال واحدا من شروط طريقة المربعات الصغرى العادية، وهو أن لا يكون في نموذج الانحدار المتعدد ارتباطا خطيا تاما (أو قويا) بين اثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة في النموذج المراد تقديره، لذا فإن وجود علاقة خطية بين أحد المتغيرات المستقلة أو أكثر من المتغيرات المستقلة الأخرى يؤدي إلى ظهور مشكلة التعدد الخطي، مما يترتب عليه العديد من المشكلات عند تحليل الانحدار من حيث تقدير معالم النموذج وكذلك الأخطاء المعيارية لهذه المعالم.¹

2- أسباب التعدد الخطي: تنشأ مشكلة التعدد من عدة عوامل، أهمها:²

- ميل المتغيرات الاقتصادية للتحرك بنفس الاتجاه خلال الزمن تأثرها بنفس العوامل؛
- استخدام قيم لفترات سابقة كما في دالة الاستهلاك، أو استخدام بيانات معدلة كما في حالة دالة التكاليف حيث يكون (X^2) هو عبارة عن تربيع الـ (X) ؛
- صغر حجم العينة حيث يصبح عدد المتغيرات المستقلة أكثر من عدد المشاهدات مما يؤدي إلى مشكلة ظهور التعدد الخطي.

¹ حسام علي داود وخالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2013، ص 367.

² كامل علاوي كاظم وحسن لطيف الزبيدي، مرجع سابق، ص 167.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

3- طرق كشف مشكلة التعدد الخطي: هناك العديد من الطرق التي يمكن استخدامها للكشف عن التعدد الخطي ومن أهمها:¹

3-1- معامل الارتباط البسيط بيرسون (Pearson): وهو معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين X_j و X_i :

$$r_{x_1x_2} = \frac{\sum X_j X_i}{\sqrt{\sum X_j^2} \sqrt{\sum X_i^2}}$$

فكلما كان معامل ارتباط بيرسون كبيرا أي يقترب من الواحد الصحيح، دل ذلك على وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغيرات المستقلة، والعكس بالعكس.

3-2- اختبار Klein Test: يعتقد كلاين أن التعدد الخطي يكون مشكلة إذا كان مربع معامل الارتباط البسيط

بين أي متغيرين مستقلين أكبر أو يساوي معامل التحديد لمعادلة الانحدار أي:

$$r_{x_1x_2}^2 \geq R_{yx_1x_2}^2$$

حيث: $R_{yx_1x_2}^2$: معامل التحديد لمعادلة انحدار المتغير التابع Y على المتغيرين المستقلين، $r_{x_1x_2}^2$: مربع معامل الارتباط البسيط بين المتغيرين المستقلين.

4- طرق معالجة مشكلة الارتباط الخطي المتعدد: هناك العديد من الطرق لمعالجة مشكلة التعدد الخطي يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:²

- عند وجود مشكلة التعدد الخطي، فإن الحلول تكون معتمدة على إمكانية إيجاد مصادر أخرى للبيانات وعلى أهمية العوامل التي تسببت في ظهورها، ثم على الهدف الذي من أجله يتم القيام بتقدير الدالة تحت الدراسة، فإذا لم يؤثر التعدد الخطي بشكل فعلي على مقدرات النموذج، يقترح بعض باحثي القياس الاقتصادي إهمال وجوده في النموذج؛
- يمكن تحاشي مشكلة التعدد الخطي بتوسيع حجم العينة، فمثلا يمكن تحويل البيانات السنوية إلى بيانات موسمية أو شهرية إن أمكن ذلك؛
- حذف المتغير المتسبب في هذا المشكل لكن هذه العملية يمكن أن تخلق مشاكل أخرى، وهناك من يقترح إدخال معلومات إضافية للنموذج.

¹ حسام علي داود وخالد محمد السواعي، مرجع سابق، ص ص 381-382.

² المرجع نفسه، ص 396.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

ثانياً - مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ:

تعتبر فرضية ثبات (أو تجانس) الخطأ العشوائي e_i إحدى الفرضيات التي يعتمد عليها في تقدير النموذج بمعنى أن الأخطاء العشوائية حول خط الانحدار المقدر يكون لها نفس التباين وهو σ_e^2 أي أن:¹

$$\text{var}(e_i) = E(e_i)^2 = \sigma_e^2$$

وللتعرف أكثر على مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ سيتم التطرق إلى:

1- أسباب مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ: يمكن إجمال أهم أسباب مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ فيما يلي:²

- وجود علاقة ذات اتجاهين بين المتغيرات المستقلة؛
- استخدام البيانات المقطعة بدلا من بيانات السلسلة الزمنية؛
- استخدام البيانات الجزئية بدلا من البيانات التجميعية، فعند استخدام بيانات تجميعية تختفي الاختلافات بين المفردات حيث يلغي بعضها البعض فلا يكون هناك مجال لتشتت القيم بدرجة كبيرة، أما في حالة البيانات الجزئية كتلك المتاحة عن الأفراد أو المنشآت الفردية، فعادة ما يكون التشتت كبير بين القيم للاختلافات الكبيرة بين سلوك المفردات.

2- آثار مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ: يترتب على وجود مشكلة عدم ثبات التباين بعض من الآثار تتمثل في:³

- تبقى المعلمات المقدرة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية غير متحيزة ومتسقة، لكنها تفتقد لخاصية الكفاءة؛
- تصبح التباينات المقدرة وكذلك التباينات الخاصة بالمعلمات المقدرة متحيزة وغير متسقة، لذا فإن اختبارات الفروض لا تصبح دقيقة أو ملائمة؛
- بالرغم من أن التنبؤات القائمة على أساس المعلمات المقدرة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية تظل غير متحيزة، إلا أنها تفتقد صفة الكفاءة، وهو ما يعني أنها تكون أقل مصداقية من تنبؤات أخرى تبنى على طرق تخلص من مشكلة عدم ثبات التباين.

¹ حسام علي داود وخالد محمد السواعي، مرجع سابق، ص 273.

² عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص 499.

³ المرجع نفسه، ص 499.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

3- طرق الكشف عن عدم ثبات تباين الخطأ: يعتبر اختبار الرتب لسبيرمان من أفضل الاختبارات من حيث السهولة والشمولية لكل النماذج البسيطة والمتعددة، ويمكن القيام بتطبيق هذا الاختبار من خلال الخطوات الآتية:¹

- يتم تقدير نموذج الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية؛
- تحتسب قيم المتغير التابع المقدر \hat{Y} بواسطة إدخال قيم المتغير المستقل للحصول على هذا العمود؛
- يطرح العمود المقدر من عمود القيم الحقيقية لـ Y لاحتساب قيم المتغير العشوائي $e_i = Y_i - \hat{Y}_i$ ؛
- ترتيب قيم المتغير العشوائي أو البواقي ترتيباً إما تصاعدياً أو تنازلياً مع المتغير المستقل؛
- حساب الفرق بين العمودين وذلك بطرح عمود من العمود الآخر ولا يشترط أن يكون عموداً معيناً ويضع الفرق في عمود يرمز له بـ Di ؛
- تربيع القيم في عمود Di وتضع في عمود آخر Di^2 ومن ثم القيام بجمع القيم $\sum Di^2$ وهو مجموع مربعات الفروق.

ويتم حساب معامل ارتباط الرتب لسبيرمان وفقاً للمعادلة الآتية:²

$$rs = 1 - 6 \left[\frac{\sum Di^2}{n(n^2 - 1)} \right]$$

والنتيجة المرتقبة من تطبيق الصيغة أعلاه تنحصر قيمتها ما بين الصفر والواحد الصحيح، فكلما اقتربت قيمة معامل الرتب من الواحد الصحيح دل ذلك وجود علاقة قوية ما بين قيم البواقي وقيم المتغير المستقل وبالتالي إلى مشكلة عدم ثبات التباين الخطأ والعكس صحيح.

4- طرق معالجة مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ: من أبرز الطرق المستخدمة لتصحيح مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ هي طريقة المربعات الصغرى المرجحة، وتقوم هذه الفكرة على إعطاء القيم ذات الانحراف الأقل على خط الانحدار وزناً أكبر من القيم ذات الانحراف الأكبر في تقدير العلاقة محل الاعتبار.

وبفرض أن النموذج الأصلي من الشكل:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i / i = 1, \dots, n$$

وأن هناك مشكل عدم تجانس تباين الخطأ، وبافتراض أن تباين ε_i يتناسب تربيعياً مع قيم المتغير المستقل وطبقاً لهذا الفرض يتم تحويل النموذج الأصلي إلى الشكل التالي:

¹ عدنان داود العذاري وصادق علي الجبوري، الاقتصاد القياسي (نظرية وحلول)، دار جرير، عمان، الأردن، 2010، ص 112.

² كمال سلطان محمد سالم، الاقتصاد القياسي، مكتبة الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 289.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

$$\frac{Y_i}{X_i} = \frac{\beta_0}{X_i} + \beta_1 + \frac{\varepsilon_i}{X_i} = \beta_0 \frac{1}{X_i} + \beta_1 + \theta$$

حيث: θ : عبارة عن حد الخطأ المحول ويحقق ثبات التباين $\frac{\varepsilon_i}{X_i}$ ، وبإجراء انحدار $\frac{\varepsilon_i}{X_i}$ على $\frac{1}{X_i}$ مستخدماً طريقة

المربعات الصغرى العادية يتم التحصل على المعادلة:

$$\left(\frac{\hat{Y}_i}{X_i} \right) = \hat{\beta}_0 \frac{1}{X_i} + \hat{\beta}_1$$

وبضرب المعادلة المحولة المقدره السابقة في X_i يتم الحصول على النموذج الأصلي $\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_i$ بعد معالجة عدم ثبات التباين σ_ε^2 ، ويتضح مما سبق أن الحد الثابت في النموذج المحول (β_1) هو عبارة عن ميل معامل الانحدار للنموذج الأصلي، وميل معامل الانحدار للنموذج المحول هو عبارة عن الحد الثابت في النموذج الأصلي.¹

ثالثاً- مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي:

سيتم التعرف على مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي من خلال ما يلي:

1- تعريف مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي: تحدث مشكلة الارتباط الذاتي ما بين المتبقيات العشوائية عندما ترتبط البواقي العشوائية مع بعضها البعض، أي أن قيمة المتغير العشوائي e_t في السنة t يرتبط مع قيمته السابقة e_{t-1} أو مع اللاحقة e_{t+1} ، وأن هذا الارتباط يحدث بسبب العلاقات الاقتصادية بين الظاهرة المدروسة، إذ ما من ظاهرة اقتصادية إلا ولها علاقة مع الظاهرة السابقة فقد تكون امتداد لها على مر السنوات وكذلك أن هذه الظاهرة مؤثرة على الظاهرة اللاحقة أو المستقبلية لأنها امتداد لها، ويمكن الاعتماد على الصيغة الرياضية لتمثيل هذا الارتباط:

$$\rho = \frac{e_t}{e_{t-1}} + \varepsilon_t$$

حيث:

$$u_t = \rho u_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث: u_t : القيم المشاهدة للخطأ العشوائي في الفترة الزمنية t ، u_{t-1} : القيم المشاهدة للخطأ العشوائي في الفترة السابفة $t-1$ ، ρ ، يمثل معامل الارتباط البسيط ويتراوح بين 1 و -1، وهو معامل يظهر قوة الارتباط بين الخطأ العشوائي في السنة t والخطأ العشوائي في السنة $t-1$ وله قيمة ثابتة، و e_t : المتغير العشوائي والذي يتحقق فيه الفرض العشوائية حسب الصيغة الآتية: $e_t \approx N(0, \sigma u^2)$ أي أن المتغير العشوائي يتوزع طبيعياً بسط مقداره صفراً تباين ثابت.²

¹ محمد شيخي، مرجع سابق، ص ص 116-117.

² عدنان داود العذاري وصادق علي الجبوري، مرجع سابق، ص ص 99-101.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

2- أسباب مشكلة الارتباط الذاتي للبواقى: تظهر مشكلة الارتباط الذاتي للبواقى من عدة أسباب منها:¹

- إهمال بعض المتغيرات التفسيرية في النموذج المراد تقديره؛

- الصياغة الرياضية الخاطئة للنموذج المراد تقديره؛

- عدم دقة بيانات السلاسل الزمنية.

3- آثار مشكلة الارتباط الذاتي للبواقى: تؤثر مشكلة الارتباط الذاتي للبواقى على نتائج المربعات الصغرى العادية

من حيث:²

- تكون المقدرات غير متحيزة؛

- تباين مقدرات النموذج سوف لا يكون أقل ما يمكن.

4- طرق الكشف عن الارتباط الذاتي للبواقى: تؤثر مشكلة الارتباط الذاتي ما بين المتبقيات العشوائية على كفاءة

التقدير مما يسبب تشوها في تقدير المعالم واتجاهاتها وبالتالي فإن الاعتماد عليها في اتخاذ سياسات اقتصادية معينة تكون

مضلة ولا يعتد بها لتشوه النموذج المقدر، وهناك عدة طرق للكشف عن هذه المشكلة لغرض معالجتها والتخلص منها

أهمها طريقة دوربن-واتسن-Durbben-Watson، ويمكن تقدير قيمة D-W كما يلي:³

$$D-W = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$

ويفترض الاختبار وجود فرضتين أساسيتين:⁴

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_0 : \rho \neq 0$$

- فرضية العدم: التي تنص على انعدام الارتباط الذاتي:

- الفرضية البديلة: ويعني وجود ارتباط ذاتي موجب:

¹ حسام علي داود وخالد محمد السواعي، مرجع سابق، ص 97.

² المرجع نفسه، ص 98.

³ عدنان داود العذاري وصادق علي الجبوري، مرجع سابق، ص 102.

⁴ حسن علي بخت وحر فتح الله، مرجع سابق، ص ص 198-199.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

بعد حساب قيمة dw نقارنها مع القيمتين الجدولتين dl (الحد الأدنى) و du (الحد الأقصى)، وذلك حسب المشاهدات (n) وعدد المتغيرات المستقلة في النموذج لكل مستوى من مستويات المعنوية α ، ويتم قبول أو رفض إحدى الفرضيتين حسب المخطط التالي الذي وضع كافة الحالات الممكنة:

الشكل رقم (15) - مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Waston

0	DL	DU	2	4-DU	4-DL	4
$P > 0$	؟	$P = 0$	$P = 0$	؟	$P < 0$	
ارتباط ذاتي موجب	منطقة الشك	عدم وجود ارتباط ذاتي		منطقة الشك	ارتباط ذاتي سالب	

Source : Régis Bourbonnais, *Économétrie : Manuel et exercices corrigés*, 9^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2015, P 129.

ويتم الاختبار على أساس مقارنة قيمة (D.W) المحتسبة بـ dL (وهي القيمة الصغرى الجدولة) و du (وهي القيمة العليا الجدولة) لاتخاذ القرار الإحصائي المطلوب ليتم قبول أو رفض H_0 ، وذلك حسب الحالات التالية:¹

- $0 < DW < DL$: يتم رفض H_0 وقبول H_1 أي أن هناك ارتباط ذاتي للبواقي موجب.

- $DL - DL < DW < (4-DL)$ أو $(4-DU) < DW < (4-DL)$: يكون الاختبار غير محسوم وتترك الحرية للباحث بقبول أو رفض فرضية العدم، إذ قد يكون السبب في وجود المشكلة خطأ في صيغة النموذج وليس بسبب ارتباط الأخطاء.

- $DU < DW < (4-DU)$: يتم قبول H_0 أي انعدام وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي.

- $4-DU < DW < 4$: يتم رفض H_0 وقبول H_1 بمعنى وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي سالب.

ختاماً لما تقدم ضمن هذا المبحث يتضح أنه لصياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لا بد من المرور بمجموعة من الخطوات وهي أن يتم أولاً تحديد العلاقة الدالية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كل على حدى ومن ثم تقدير النموذج ليتم بعدها كمرحلة أخيرة تقييم النموذج ويكون ذلك من خلال القيام بكل من الاختبارات

¹ حسن علي بجيت وحر فتح الله، مرجع سابق، ص 200.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

الإحصائية والاختبارات القياسية واختبار الأسس الاقتصادية حيث يتم القيام بدراسة مدى تطابق النظرية الاقتصادية، ونتائج التقدير من حيث الحجم ومن حيث الإشارة.

المبحث الثاني - تقدير وتقييم نماذج الانحدار:

دراسة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في الدول المغاربية محل الدراسة، لا بد من استخدام متغيرات تعكس تطور كل من أسواق الأوراق المالية وإحدى المتغيرات المؤثرة في التنمية الاقتصادية، وسوف يتم تبيان العلاقة في شكلها الاقتصادي بالاعتماد على نماذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى من أجل إعطاء صورة واضحة لهذه العلاقة.

المطلب الأول - التعريف بالمتغيرات:

من أجل القيام بدراسة تأثير أسواق الأوراق المالية على تمويل التنمية الاقتصادية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب تم اختيار جملة من المتغيرات اعتمادا على النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة وفي حدود توفر المعطيات الإحصائية حول هذه المتغيرات، وتمثلت هذه المتغيرات في:

أولاً - المتغير التابع:

ويتمثل في الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product (GDP)) ويعد متغيرا ممثلا للنشاط الاقتصادي ويدل على حالة النمو والركود، وسيعتمد به لمعرفة مدى تأثير بعض المؤشرات البورصية عليه خلال فترة الدراسة، أما عن طبيعة البيانات، فقد تم الأخذ بالتطورات السنوية للناتج المحلي الإجمالي للفترة (2003-2018)، وتم الحصول عليها من الموقع الرسمي للبنك الدولي.

ثانياً - المتغيرات المستقلة:

تم حصر المتغيرات المستقلة التي ستستخدم في الدراسة في:

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة ((Number of listed Companies (NC)): يعبر مؤشر عدد الشركات المدرجة على مدى تطور أسواق الأوراق المالية، حيث تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور الحاصل في السوق.

2- مؤشر الرسملة البورصية ((Market Capitalization(MC)): تعرف الرسملة البورصية أيضا بالقيمة السوقية وهي تساوي قيمة الأوراق المالية المدرجة في هذا السوق، حيث تعتبر أحد المؤشرات التي تعكس حجم السوق.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

3- مؤشر حجم التداول (Value Traded (VT): يعتبر حجم التداول مؤشر لقياس أداء وتطور أسواق الأوراق المالية، حيث يعبر عن سيولة السوق، فهو يعكس السيولة في الاقتصاد صفة عامة.

4- مؤشر معدل الدوران (Turnover Ratio (TR): يستخدم معدل دوران السهم كمؤشر إلى كثافة التداول في أسواق الأوراق المالية، فالقيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران من أهم مؤشرات قياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في السوق، واقترب أسعار الأسهم من السعر العادل، وكلما انخفض معدل الدوران كلما دل على انخفاض السيولة في السوق، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل.

وقد تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية الذي يوضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، حيث يأخذ النموذج الصيغة الرياضية العامة التالية:

$$GDP = \beta_0 + \beta_1 NC + \beta_2 MC + \beta_3 VT + \beta_4 TR$$

المطلب الثاني - تقدير نماذج إنحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي وتحليلها إحصائيا

انطلاقا من برنامج (Eviews10) سيتم تقدير نماذج إنحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي في كل من الجزائر وتونس والمغرب كما يلي:

أولا- النموذج الجزائري

سيتم دراسة تأثير سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري كما يلي:

1- تقدير النموذج: يلخص الجدول الموالي نتائج نموذج إنحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

الجدول رقم (09) - نتائج النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري

القدرة التفسيرية		المعنوية الكلية		المعنوية الجزئية		المتغيرات
معامل التحديد المصحح (\bar{R})	معامل التحديد (R^2)	قيمة المعنوية	قيمة فيشر (F)	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0.5343	0.6585	0.012	5.3040	0.0004	7.5348	الثابت (C)
				0.7488	-0.0707	عدد الشركات المدرجة (NC)
				0.4363	-0.1868	الرسملة البورصية (MC)
				0.9719	0.0137	حجم التداول (VT)
				0.4533	0.0137	معدل دوران السهم (TR)

المصدر: اعداد الباحثة اعتمادا على الملحق رقم 06.

2- تحليل النموذج إحصائيا: سيتم التقييم الإحصائي من خلال ملاحظة قيم الاختبارات الآتية:

1-2- معامل التحديد R-Squared: والذي يقدر حسب الجدول أعلاه بـ 0.6585 وهي قيمة مرتفعة في تفسير المتغير التابع "الناتج المحلي الإجمالي"، أي أن المتغيرات المستقلة في هذا النموذج تفسر ما نسبته 65.85% من الناتج المحلي الإجمالي الجزائري والنسبة المتبقية والتي تقدر بـ 34.15% تقريبا تفسرها متغيرات أخرى خارج النموذج، ومنه فمعامل التحديد يقيس نسب تفسير المتغيرات المستقلة لتباين أو تشتت المتغير التابع.

2-2- معامل التحديد المصحح \bar{R} : الذي يساوي بالتقريب 53.43%، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة (المؤشرات البورصية) تساهم في تفسير المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي) بنسبة فاقت النصف، هو ما يعطي جودة مقبولة للنموذج.

2-3- اختبار ستيودنت Student: يفسر t^* باختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ويقوم هذا الاختبار على وضع الفرضيات الموالية:

المعلمة غير معنوية $\{H_0: \beta_i=0\}$

المعلمة معنوية $\{H_1: \beta_i \neq 0\}$

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

ومنه:

- المتغير المستقل NC (عدد الشركات المدرجة) هو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي الجزائري) حيث يظهر الجدول رقم (09) أن: P-Value (t)= 0.7488 وهي أكبر من مستوى المعنوية $\alpha=5\%$ ، وهو ما يؤكد عدم معنوي المتغير المستقل الأول، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ؛
- المتغير المستقل MC (الرسملة البورصية) هو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي الجزائري) حيث يظهر الجدول رقم (09) أن: P-Value (t)=0.4363 وهي أكبر من مستوى المعنوية $\alpha=5\%$ ، وهو ما يؤكد عدم معنوي المتغير المستقل الثاني، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ؛
- بالنسبة للمتغير المستقل الثالث VT (حجم التداول) فهو غير معنوي كذلك في تفسير وشرح المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي الجزائري)، وذلك بالاعتماد على اختبار ستودنت حيث أن الجدول رقم (09) يظهر أن: P-Value (t)= 0.9719، وهي أكبر من $\alpha=5\%$ وهو ما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الثالث، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ؛
- بالنسبة للمتغير المستقل الرابع TR ممثلا في (معدل دوران السهم) فهو غير معنوي هو الآخر في تفسير وشرح المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي)، وذلك بالاعتماد على اختبار ستودنت وهو ما يظهره أيضا الجدول رقم (09) أن: P-Value (t)=0.4533 وهي أكبر من $\alpha=5\%$ وهو ما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الرابع، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 .

2-4- اختبار فيشر F^* : يهتم هذا الاختبار بتوضيح دلالة النموذج بصفة عامة، وذلك بوضع الفرضيات الموالية:

النموذج غير معنوي $\{H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0\}$

النموذج معنوي $\{H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq 0\}$

بالنسبة لاختبار جودة النموذج ككل (معنوية المتغيرات المستقلة مجتمعة) فاختبار فيشر يظهر أن: Pro (F-statistic)=0.012 وهي أصغر من 5% وهو ما يبين جودة النموذج من حيث اختبار فيشر.

من خلال الدراسة والتحليل الإحصائيين للنموذج اللذان تم القيام بهما خلال المراحل السابقة تبين أن النموذج المتعدد المعتمد في هذه الدراسة القياسية يتمتع بجودة إحصائية عالية من خلال اختبار معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح وكذلك من خلال اختبار فيشر إلا أنه من اختبار ستودنت تبين أن كل المتغيرات المستقلة غير معنوية أي أنها لا تؤثر في الناتج المحلي الإجمالي الجزائري.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

يعتبر مشكل التعدد الخطي سبب رئيسي في الكثير من الأحيان في نماذج الانحدار الخطي المتعدد ولاسيما عند ارتفاع القدرة التفسيرية للنموذج وعدم معنوية أغلب المتغيرات المدرجة في التحليل، مما يوحي إلى وجود هذا المشكل الذي يظهر بسبب تداخل العلاقات الخطية بين المتغيرات المستقلة في النموذج، وهناك عدة اختبارات يمكن من خلالها اكتشاف وجود هذا المشكل ومن بينها اختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factors.

يتم من خلال اختبار معامل تضخم التباين (VIF) تشخيص مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات، وبالتالي فالوصول على أكبر معامل لإحدى المتغيرات مستقلة X_i يعد مؤشرا إلى أن هذا المتغير يرتبط بعلاقة خطية ببعض أو كل المتغيرات المستقلة الأخرى، وعليه فإن المعلمة المقدرة المناظرة لهذا المتغير لا يمكن الاعتماد عليها في تفسير نتائج تحليل الانحدار، بسبب وجود مشكلة التعدد الخطي، والجدول الموالي يوضح اختبار معامل تضخم التباين:

الجدول رقم (10) - معامل تضخم التباين

Variance Inflation Factors			
Date: 10/14/19 Time: 04:48			
Sample: 2003 2018			
Number of observations: 16			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	1.854743	567.8804	NA
NC	0.046445	20.17484	1.467629
MC	0.053485	370.3065	1.991702
VT	0.145225	70.76541	42.56901
TR	0.132007	1267.045	37.71538

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

يتضح من خلال الجدول رقم (10) أن المتغير المستقل الثالث (حجم التداول (VT))، هو ذو قيمة معامل التضخم الأكبر Centered VIF: 42.56، وعليه سيتم التخلي على هذا المتغير المستقل من أجل تحسين النموذج وبذلك ينتج النموذج المعدل التالي:

3- تقدير النموذج المعدل: يلخص الجدول الموالي نتائج النموذج المعدل لإنحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

الجدول رقم (11) - نتائج النموذج المعدل لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري

القدرة التفسيرية		المعنوية الكلية		المعنوية الجزئية		المتغيرات
معامل التحديد المصحح (\bar{R})	معامل التحديد (R^2)	قيمة المعنوية	قيمة فيشر (F)	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0.5731	0.6586	0.0039	7.7135	0.0000	7.5677	الثابت (c)
				0.7390	-0.0697	عدد الشركات المدرجة (NC)
				0.3011	-0.1813	الرسمة البورصية (MC)
				0.0009	0.2953	معدل دوران السهم (TR)

المصدر: اعداد الباحثة اعتمادا على الملحق رقم 07.

4- التحليل الإحصائي للنموذج المعدل: يكون التقييم الإحصائي من خلال ملاحظة قيم الاختبارات الآتية:

4-1- معامل التحديد R-Squared: يقدر حسب الجدول أعلاه بـ 0.6586 وهو ما يعني أن المتغير التابع المدرج في النموذج مفسر من قبل المتغيرات المستقلة بنسبة 65.86% تقريبا والنسبة المتبقية والتي تقدر تقريبا بـ 34.14% تفسرها متغيرات أخرى.

4-2- معامل التحديد المصحح \bar{R} : الذي يساوي بالتقريب 57.31%، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة (المؤشرات البورصية) تساهم في تفسير المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي الجزائري) بنسبة فاقت النصف، هو ما يعطي جودة مقبولة للنموذج.

4-3- اختبار ستيودنت Student:

- بالنسبة للمتغير المستقل الأول (عدد الشركات المدرجة) فهو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي الجزائري) وذلك بالاعتماد على اختبار ستيودنت حيث أن الجدول أعلاه يظهر أن $P\text{-Value } (t) = 0.7390$ وهي أكبر من 5% وما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الأول، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 .

- بالنسبة للمتغير المستقل الثاني (الرسمة البورصية) فهو غير معنوي عند المستوى 5% في تفسير وشرح المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي الجزائري) حيث يظهر الجدول أعلاه أن: $P\text{-Value } (t) = 0.3011$ وهي أكبر من 5% وما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الثاني، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 .

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

- بالنسبة للمتغير المستقل الثالث (معدل دوران السهم) فهو معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي الجزائري) وذلك بالاعتماد على اختبار ستودنت حيث أن الجدول أعلاه يظهر أن $P\text{-Value}(t)=0.0009$ وهي أصغر من 5%، إذن يتم قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض فرضية العدم H_0 .

4-4- اختبار فيشر F^* : أما بالنسبة لاختبار جودة النموذج من حيث اختبار فيشر الذي يظهر معنوية المتغيرات المستقلة (مجتمعة) فإن الجدول السابق يظهر أن $Pro(F\text{-tatic})=0.0039$ ، وهي أصغر من 5% وهو ما يبين جودة النموذج من حيث اختبار فيشر.

ومنه، فالنموذج مقبول من الناحية الإحصائية اعتمادا على كل اختبار ستودنت واختبار فيشر.

ثانيا- النموذج التونسي

سيتم دراسة تأثير سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي انطلاقا من برنامج (Eviews10) كما يلي:

1- تقدير النموذج: يلخص الجدول الموالي نتائج نموذج إنحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي:

الجدول رقم (13) - نتائج النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي

القدرة التفسيرية		المعنوية الكلية		المعنوية الجزئية		المتغيرات
معامل التحديد المصحح (\bar{R})	معامل التحديد (R^2)	قيمة المعنوية	قيمة فيشر (F)	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0.9549	0.9669	0.0000	80.5706	0.1409	0.8127	الثابت (c)
				0.0057	0.4201	عدد الشركات المدرجة (NC)
				0.3653	-0.1087	الرسمة البورصية (MC)
				0.0160	0.2700	حجم التداول (VT)
				0.1006	-0.1769	معدل دوران السهم (TR)

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على الملحق رقم 08.

2- التحليل الإحصائي: يكون التقييم الإحصائي للنموذج المقدر من خلال ملاحظة قيم الاختبارات الآتية:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

1-2- معامل التحديد R-Squared: يقدر حسب الجدول أعلاه بـ 0.9669 وهي قيمة مرتفعة تفسر وجود ارتباط قوي في تفسير المتغيرات المستقلة للنتائج المحلي الإجمالي بما نسبته 96.69% والنسبة المتبقية تفسرها متغيرات أخرى.

2-2- معامل التحديد المصحح \bar{R} : يساوي 95.49% وهي نسبة مرتفعة جدا، وهو ما يعطي جودة مقبولة للنموذج.

3-2- اختبار ستيودنت Student: يمكن تلخيص اختبار ستيودنت لمعاملات النموذج فيما يلي:

- بالنسبة للمتغير المستقل الأول (عدد الشركات المدرجة) فهو معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (النتائج المحلي الإجمالي التونسي) حيث أن الجدول أعلاه يظهر أن: $P\text{-Value (t)}=0.0057$ وهي أقل من 5% وهو ما يؤكد معنوية المتغير المستقل الأول، أي قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 .

- بالنسبة للمتغير الثاني (الرسملة البورصية) فهو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (النتائج المحلي الإجمالي)، حيث أن الجدول أعلاه يظهر أن: $P\text{-Value (t)}=0.3653$ ، وهي أكبر من 5% وهو ما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الثاني، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ؛

- بالنسبة للمتغير المستقل الثالث ممثلا في حجم التداول فهو معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع، ذلك بالاعتماد على اختبار ستودنت حيث أن الجدول أعلاه يظهر أن $P\text{-Value (t)}=0.0160$ ، وهي أصغر من 5% وهو ما يؤكد على معنوية المتغير المستقل الثالث.

- بالنسبة للمتغير المستقل الرابع ممثلا في معدل دوران السهم فهو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع، ذلك بالاعتماد على اختبار ستودنت حيث أن الجدول أعلاه يظهر أن $P\text{-Value (t)}=0.1006$ ، وهي أكبر من 5% وهو ما يؤكد على عدم معنوية المتغير المستقل الرابع.

4-2- اختبار فيشر F^* : بالنسبة لاختبار فيشر الذي يظهر معنوية المتغيرات المستقلة (مجتمعة)، فالجدول رقم (15) يظهر أن: $Pro (F\text{-tatic)}= 0.0000$ ، وهي أصغر من 5% وهو ما يبين جودة النموذج من حيث اختبار فيشر.

ومنه، فالنموذج مقبول من الناحية الإحصائية اعتمادا على كل من اختبار ستودنت واختبار فيشر.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

ثالثا- النموذج المغربي:

انطلاقا من برنامج (Eviews10) تم تقدير نموذج أثر سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي كما

يلي:

1- تقدير النموذج: يلخص الجدول الموالي نتائج نموذج إندثار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي:

الجدول رقم (15) - نتائج النموذج المقدر لأثر سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي

القدرة التفسيرية		المعنوية الكلية		المعنوية الجزئية		المتغيرات
معامل التحديد المصحح (R)	معامل التحديد (R ²)	قيمة المعنوية	قيمة فيشر (F)	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0.9465	0.9608	0.0000	67.43	0.0008	2.1460	الثابت (C)
				0.0014	0.1060	عدد الشركات المدرجة (NC)
				0.7456	1.5228	الرسلة البورصية (MC)
				0.9663	0.0143	حجم التداول (VT)
				0.5022	-0.2348	معدل دوران السهم (TR)

المصدر: اعداد الباحثة اعتمادا على الملحق رقم 09.

2- التحليل الإحصائي: يكون التقييم الإحصائي من خلال ملاحظة قيم الاختبارات الآتية:

2-1- معامل التحديد R-Squared: يقدر حسب الجدول أعلاه بـ 0.9608 وهي قيمة مرتفعة تفسر وجود

ارتباط قوي في تفسير المتغيرات المستقلة للناتج المحلي الإجمالي بما نسبته 96.08% والنسبة المتبقية تفسرها متغيرات أخرى.

2-2- معامل التحديد المصحح \bar{R} : أما المعدل الذي يساوي بالتقريب 94.65% وهي نسبة مرتفعة جدا، وهو

ما يعطي جودة مقبولة للنموذج.

2-3- اختبار ستيودنت Student: يمكن تلخيص اختبار ستيودنت لمعاملات النموذج فيما يلي:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

- بالنسبة للمتغير المستقل الأول (عدد الشركات المدرجة) فهو معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (النتائج المحلي الإجمالي المغربي)، حيث يظهر الجدول أعلاه أن: $P\text{-Value } (t) = 0.0014$ وهي أقل من 5% وهو ما يؤكد معنوية المتغير المستقل الأول، أي قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 .

- بالنسبة للمتغير المستقل الثاني (الرسمة البورصية) فهو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (النتائج المحلي الإجمالي المغربي)، حيث يظهر من الجدول أعلاه أن: $P\text{-Value } (t) = 0.7456$ وهي أكبر من 5% وهو ما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الثاني، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ؛

- بالنسبة للمتغير الثالث (حجم التداول) فهو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع (النتائج المحلي الإجمالي) وذلك بالاعتماد على اختبار ستودنت حيث يظهر الجدول أعلاه أن: $P\text{-Value } (t) = 0.9663$ ، وهي أكبر من 5% وهو ما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الثالث، أي قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ؛

- بالنسبة للمتغير المستقل الرابع ممثلا في معدل دوران السهم فهو غير معنوي في تفسير وشرح المتغير التابع، ذلك بالاعتماد على اختبار ستودنت حيث يظهر الجدول أعلاه أن: $P\text{-Value } (t) = 0.5022$ ، وهي أكبر من 5% وهو ما يؤكد عدم معنوية المتغير المستقل الرابع.

1-4- اختبار فيشر F^* : بالنسبة لاختبار فيشر الجدول السابق يظهر أن: $\text{Pro } (F\text{-tatic}) = 0.0000$ ، وهي أصغر من 5% وهو ما يبين جودة النموذج من حيث اختبار فيشر.

ومنه، فالنموذج مقبول من الناحية الإحصائية اعتمادا على كل من اختبار ستودنت واختبار فيشر.

المطلب الثاني - تشخيص البواقي وتحليل النماذج إقتصاديا:

التوصل إلى نموذج رياضي يوضح العلاقة القائمة بين المتغير التابع ممثلا في النتائج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة غير كافي لاعتماد هذا النموذج في دراسة هذه الظاهرة وتحليلها، بل يجب أيضا أن لا تكون هناك مشاكل تؤثر على النموذج بالإضافة إلى أنه يجب أن يكون النموذج متوافقا مع الواقع والنظريات الاقتصادية وإلا يصبح هذا النموذج من غير معنى، لذا سيتم تشخيص البواقي وتحليل النماذج إقتصاديا، من خلال الآتي:

أولا- النموذج الجزائري:

سيتم تشخيص البواقي وتحليل نموذج انحدار المؤشرات البورصية على النتائج المحلي الإجمالي الجزائري اقتصاديا، كما

يلي:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

1- التحليل القياسي: سيتم تقييم النموذج المقدر من الناحية القياسية بالاعتماد على ثلاثة معايير تتمثل أساسا في المشاكل التي تنجر عن التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى وهي كالتالي:

الجدول رقم (12) - المشاكل القياسية للنموذج المعدل لانحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري

مشاكل القياس	مستوى المعنوية
التوزيع الطبيعي للبواقي	0.5150
الارتباط الذاتي بين البواقي	0.8024
عدم تجانس تباين الخطأ	0.2216

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على الملاحق رقم: 08، 09، 10.

1-1- **مشكل التوزيع الطبيعي للبواقي:** يتم الكشف عن مشكل التوزيع الطبيعي للبواقي من خلال احتمالية جارك بيرا والتي بلغت حسب الجدول أعلاه 0.5150، وهي أكبر تماما من مستوى المعنوية 5%، وهو ما يعني أن البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا وهذا أمر جيد بالنسبة للنموذج، أي أن هذا النموذج لا يعاني من مشكلة التوزيع الطبيعي، وبالتالي يتم قبول الفرضية H_0 .

1-2- **مشكل الارتباط الذاتي للبواقي:** يتم اكتشاف مشكل الارتباط الذاتي بين البواقي عن طريق عدة اختبارات منها اختبار مضاعف لاقترانج الذي يتبع اختبار توزيع فيشر، والجدول الموالي يظهر نتائجه:

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن قيمة $\text{Prob. Chi-Square}(1) = 0.8024$ وهي أكبر من 0.05 وهذا مؤشر جيد يدل على عدم إرتباط ذاتي بين البواقي وبالتالي يجب قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية البديلة.

1-3- **مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ:** من خلال النموذج المعتمد في هذه الدراسة القياسية يتضح أن البواقي تعاني من هذه المشكلة عند تأخير 01، أي أنه ابتداء من التأخير 01 ($\text{lag}=01$) أي عند التأخير بسنة واحدة أصبح النموذج لا يعاني من هذه المشكلة، ذلك يظهر من خلال النتائج المتحصل عليها من الجدول أعلاه فإن: $\text{Prob.chi-squar}(1)=0.2216$ ، أي أن نسبتها 22.16% وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذا ما يدل على أنه تم التخلص من هذه المشكلة عند تأخير واحد، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية أي أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ ورفض الفرضية البديلة.

2- **التحليل الاقتصادي:** تم التوصل من خلال النموذج المقدر إلى المعادلة التالية:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

$$GDP = 7.56773343997 - 0.0697663865029*NC - 0.181387308682*MC + 0.295310775548*TR$$

سيتم مقارنة نتائج المعادلة السابقة والتي تعبر عن العلاقة بين المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي الجزائري، مع النظريات الاقتصادية والواقع الاقتصادي كما يلي:

- بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة، فمن خلال المعادلة السابقة يبدو أن العلاقة بينه وبين الناتج المحلي الإجمالي الجزائري هي علاقة عكسية، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية لأن زيادة عدد الشركات المدرجة يعني زيادة حجم التمويل وبالتالي زيادة حجم النشاط وكذلك زيادة الدخل فزيادة الناتج المحلي الإجمالي.
- أما العلاقة بين مؤشر الرسملة البورصية والناتج المحلي الإجمالي الجزائري فتبدو أنها عكسية، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية لأن ارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة يعني ارتفاع أسعار الشركات ما يعني ارتفاع رؤوس أموالها في البورصة بالتالي ارتفاع معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي.
- وجود علاقة طردية بين معدل دوران السهم والناتج المحلي الإجمالي الجزائري، وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية، فزيادة معدل دوران السهم يعني ارتفاع تداول أسهم الشركات المدرجة في البورصة يعني زيادة الطلب والعرض ومن ثمة زيادة حجم النشاط وكذلك زيادة الدخل فزيادة الناتج المحلي الإجمالي.

يتضح من الناحية الاقتصادية أن مؤشر معدل دوران السهم هو المتغير الوحيد الذي كانت إشارته موجبة لكن قيمة التأثير جد ضعيفة (0.29)، وهذا التأثير الضعيف الذي ظهر من خلال المعادلة يعود لكون الشركات المدرجة في بورصة الجزائر تعتبر مساهم في تكوين الناتج المحلي الإجمالي ولا يعكس على الإطلاق تأثير سوق الأوراق المالية الجزائرية على التنمية الاقتصادية، ومنه يتضح إنعدام تأثير سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي.

ثانيا- النموذج التونسي:

سيتم تشخيص البواقي وتحليل نموذج الحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي اقتصاديا، كما

يلي:

1- التحليل القياسي: سيتم تقييم النموذج المقدر من الناحية القياسية من خلال التالي:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

الجدول رقم (14) - المشاكل القياسية لنموذج انحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي

مشاكل القياس	مستوى المعنوية
التوزيع الطبيعي للبواقي	0.7933
الارتباط الذاتي بين البواقي	0.2330
عدم تجانس تباين الخطأ	0.1240

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على الملاحق رقم: 12، 13، 14.

1-1- التوزيع الطبيعي للبواقي: من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن احتمالية جارك بيرتا تساوي 0.7933، وهي أكبر تماما من 5%، وهو ما يعني أن البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا وهذا أمر جيد بالنسبة لنموذج، أي أن هذا النموذج لا يعاني من مشكلة التوزيع الطبيعي.

1-2- مشكل الارتباط الذاتي للبواقي: يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة Prob. Chi-Square = 0.2330 (1) وهي أكبر من 0.05 وهذا يدل على عدم وجود إرتباط ذاتي بين البواقي وبالتالي يجب قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية البديلة.

1-3- مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ: يظهر الجدول أعلاه أن البواقي تعاني من هذه المشكلة عند تأخير 01، أي أن: Prob.chi-squar(1)=0.1240، أي أن نسبتها 12.40% وهي أكبر من 5%، وهذا ما يدل على أنه تم التخلص من هذه المشكلة عند تأخير واحد، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية أي أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ ورفض الفرضية البديلة.

2- التحليل الاقتصادي: تم التوصل من خلال النموذج المقدر إلى المعادلة التالية:

$$GDP = 0.812729231995 + 0.420106350511*NC - 0.108763547248*MC + 0.270005420223*VT - 0.176933921906*TR$$

سيتم مقارنة نتائج المعادلة السابقة والتي تعبر عن العلاقة بين المؤشرات البورصية والناتج المحلي الإجمالي التونسي، مع النظريات الاقتصادية والواقع الاقتصادي كما يلي:

- بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة، فمن خلال المعادلة السابقة يبدو أن العلاقة بينه وبين الناتج المحلي الإجمالي التونسي هي علاقة طردية، وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

- أما العلاقة بين مؤشر الرسمة البورصية والنتائج المحلي الإجمالي التونسي فتبدو أنها عكسية، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية.

- وجود علاقة طردية بين حجم التداول والنتائج المحلي الإجمالي التونسي، وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية.

- وجود علاقة عكسية بين معدل دوران السهم والنتائج المحلي الإجمالي التونسي.

من الناحية الاقتصادية يتضح أن التأثير كان موجبا فقط بين مغيرين إثنين وهما عدد الشركات المدرجة وحجم التداول على الناتج المحلي الإجمالي، حيث كانت قيمة التأثير جد ضعيفة حيث بلغت على التوالي (0.27، 0.42) والتأثير سببه بعض الشركات المدرجة في بورص تونس والتي تساهم بدورها في تكوين الناتج المحلي الإجمالي التونسي ولا تعكس تأثير بورصة تونس على التنمية الاقتصادية، ومنه يتضح إنعدام تأثير سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي.

ثالثا- النموذج المغربي:

سيتم تشخيص البواقى وتحليل نموذج انحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي اقتصاديا، كما يلي:

1- التحليل القياسي: سيتم تقييم النموذج المقدر من الناحية القياسية بالاعتماد على ثلاثة معايير تتمثل أساسا في المشاكل التي تنجر عن التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى وهي كالتالي:

الجدول رقم (16) - المشاكل القياسية لنموذج انحدار المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي

مشاكل القياس	مستوى المعنوية
التوزيع الطبيعي للبواقى	0.5550
الارتباط الذاتي بين البواقى	0.8946
عدم تجانس تباين الخطأ	0.8733

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على الملاحق رقم: 16، 17، 18.

1-1- التوزيع الطبيعي للبواقى: يتم الكشف عن هذه المشكلة من خلال إختبار Jarque-Bera، وهو ما يتم ملاحظته من خلال الجدول أعلاه أن احتمالية جارك بيرسا تساوي 0.5550، وهي أكبر تماما من 5%، ما يعني أن البواقى تتوزع توزيعا طبيعيا وهذا أمر جيد بالنسبة للنموذج، أي أن هذا النموذج لا يعاني من مشكلة التوزيع الطبيعي.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

1-2-2-1 مشكل الارتباط الذاتي للبواقبي: يمكن دراسة هذه المشكلة من خلال اختبار Breusch-Godfrey Correlation LM ويتضح من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة $\text{Prob. Chi-Square}(2) = 0.8946$ وهي أكبر من 0.05 وهذا مؤشر جيد يدل على عدم ارتباط ذاتي بين البواقبي وبالتالي يجب قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 .

1-3-3-1 مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ: من خلال النموذج المعتمد في هذه الدراسة القياسية يتضح أن البواقبي تعاني من هذه المشكلة عند تأخير 01، وبناء على النتائج المتحصل عليها من الجدول أعلاه يتضح بأن: $\text{Prob.chi-squar}(1) = 0.8733$ ، أي أن نسبتها 87.33% وهي أكبر من 5%، وهذا ما يدل على أنه تم التخلص من هذه المشكلة عند تأخير واحد، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية أي أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ ونرفض الفرضية البديلة.

2- التحليل الاقتصادي: تم التوصل من خلال النموذج المقدر إلى المعادلة التالية:

$$\text{GDP} = -2.14602595045 + 1.15284283299 \cdot \text{NC} + 0.10602352225 \cdot \text{MC} + 0.0143913988451 \cdot \text{VT} - 0.234311731627 \cdot \text{TR}$$

سيتم مقارنة نتائج المعادلة السابقة والتي تعبر عن العلاقة بين المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي التونسي، مع النظريات الاقتصادية والواقع الاقتصادي كما يلي:

- بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة، فمن خلال المعادلة السابقة يبدو أن العلاقة بينه وبين الناتج المحلي الإجمالي المغربي هي علاقة طردية، وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية لأن زيادة عدد الشركات المدرجة يعني زيادة حجم التمويل وبالتالي زيادة حجم النشاط وكذلك زيادة الدخل فزيادة الناتج المحلي الإجمالي.
- أما العلاقة بين مؤشر الرسملة البورصية والناتج المحلي الإجمالي المغربي فتبدو أنها طردية، وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية.
- وجود علاقة طردية بين حجم التداول والناتج المحلي الإجمالي المغربي، وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية.
- وجود علاقة عكسية بين معدل دوران السهم والناتج المحلي الإجمالي المغربي، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية.

من الناحية الاقتصادية يتضح اقتصار المعنوية الجزئية على مؤشر عدد الشركات المدرجة وقد أظهرت المعادلة أعلاه العلاقة الطردية بين الناتج المحلي الإجمالي وبين الناتج المحلي الإجمالي المغربي، وظهور هذه العلاقة نتيجة إلى أن بعض

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء تساهم في تكوين الناتج المحلي الإجمالي، ومنه يتضح إنعدام تأثير سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي.

اتضح من خلال هذا المبحث انعدام العلاقة بين المؤشرات البورصية والناتج المحلي الإجمالي في كل من الجزائر، تونس والمغرب، فقد اقتضرت المعنوية الجزئية للنموذج الجزائري على متغير مستقل واحد فقط وهو معدل دوران السهم، لتكون العلاقة بينهما علاقة طردية جد ضعيفة، أما النموذج التونسي فقد شهد معنوية جزئية لمتغيرين مستقلين فقط وهما عدد الشركات المدرجة وحجم التداول، وكانت علاقة هاذين المتغيرين المستقلين والناتج المحلي الإجمالي هي علاقة طردية جد ضعيفة، كما شهد النموذج المغربي انعدام العلاقة بين المؤشرات البورصية والناتج المحلي الإجمالي، لتقتصر المعنوية الجزئية على متغير واحد فقط وهو عدد الشركات المدرجة، وكانت العلاقة القائمة بين الناتج المحلي الإجمالي وعدد الشركات المدرجة هي علاقة طردية، والتأثير الضعيف بين المتغيرات المستتقة والناتج المحلي الإجمالي محل الدراسة سببه بعض الشركات المدرجة في هذه البورصات التي بدورها تساهم في تكوين الناتج المحلي.

المبحث الثالث - متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب):

على الرغم من أن أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة أصبحت واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته يعد خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع التنموية، إلا أن أداء هذه الأسواق مازال ضعيفا نتيجة العديد من العقبات، وأمام كل هذه المعوقات أصبحت الحاجة جد ملحة لتطوير أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة، من خلال البحث عن الآليات المناسبة التي تساعد على تفعيلها:

المطلب الأول - معوقات أسواق الأوراق المالية المغاربية:

تواجه أسواق الأوراق المالية المغاربية جملة من المعوقات التي تحول دون تطورها، يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:

أولا - العقبات الاقتصادية:

تتمثل العقبات الاقتصادية التي تواجه أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة في التالي:

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

1- التضخم: إن دراسة تأثير معدل التضخم عند تقييم الأصول المالية مهم جدا لأنه يعتبر جزء من معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يستخدم كمعدل خصم في نماذج تسعير الأوراق المالية، وبالتالي فإن زيادة التضخم مع ثبات العوامل الأخرى تؤدي إلى زيادة العائد المطلوب ومن ثم انخفاض أسعار الأوراق المالية والعكس صحيح.¹

فاتخاذ المستثمر لقراراته الاستثمارية لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد مبنية على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشر جيد للحكم على أداء هذه الاستثمارات، ذلك أن هذا العائد يفقد جزء من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة، إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار وذلك لسببين، أحدهما مباشر ويتمثل في أن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه، وهذا يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية نتيجة لذلك، والسبب الثاني غير مباشر ويتعلق بالنظام الضريبي، ففي فترات التضخم تنخفض القيمة الحقيقية لأرباح المنظمة وتنخفض تبعا لذلك القيمة السوقية لأسهمها في سوق الأوراق المالية.

وهنا كسبب آخر غير مباشر ومرجعه أن يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع البنك المركزي للتدخل من خلال تقليل عرض النقود مما قد يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنظمات الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أسهمها في السوق، وحتى إذا لم تتخذ أي خطوة تجاه المعروض من النقود في الوقت الذي صاحب فيه التضخم زيادة في طلب المنظمات لمزيد من الموارد المالية، فإن هذا قد يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم تبعا لذلك.²

وتوضح الملاحق رقم (03)، (04)، (05)، تطور معدلات التضخم في الدول المغاربية محل الدراسة حيث بلغ متوسط معدل التضخم في هذه الدول سنة 2017 حوالي 3.89%، محققة في ذلك المغرب أقل معدل قدر بـ 1.91% مقارنة بـ 4.27% في الجزائر و7.31% في تونس، وترجع ارتفاع مستويات التضخم في الدول المغاربية لعدة أسباب أهمها ارتفاع الإنفاق نتيجة الزيادة في الرواتب والتحويلات، وتوسع برامج الإعانات لفائدة العاطلين عن العمل.

2- تنامي ظاهرة الاقتصاد الخفي: يتطلب قياس الأثر الذي يحدثه الاقتصاد غير الرسمي على النمو الاقتصادي، دراسة الأثر على ظروف العرض والطلب في الاقتصاد غير الرسمي والنتائج عن التغيير في أداء الاقتصاد الرسمي، فانخفاض

¹ محمد فرحي وأشواق بن قدور، أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم -دراسة قياسية سوق نيويورك للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، العدد 29، المجلد 13، جامعة أدرار، الجزائر، جوان 2014، ص 135.

² خيرة بلحمري، مرجع سابق، ص 50.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

معدلات الزيادة في الدخول الحقيقية يؤدي إلى زيادة الضغوط على الأفراد للبحث عند دخول إضافية أو زيادة مصادر الدخول التي يحققونها للحفاظ على مستوى معيشتهم، وتزداد هذه الضغوط في ظروف الكساد ما يؤدي إلى زيادة عرض العمل القابل للتوظيف في الاقتصاد غير الرسمي إما لبعض الوقت أو كله.

وتدفع ظروف الركود في الاقتصاد الرسمي إلى زيادة المقدرة التنافسية للموردين في الاقتصاد غير الرسمي وبالتالي زيادة كمية السلع والخدمات المعروضة التي يتم إنتاجها في الاقتصاد غير الرسمي، لأن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي بالمستهلكين إلى إعادة تقييم قوتهم الشرائية سواء كانت دخولهم الحقيقية أم لا، ولأن المستهلك رشيد ويبحث عن تعظيم منفعته بأقل التكاليف، فستدفع التكاليف المنخفضة للسلع والخدمات في الاقتصاد غير الرسمي بالمستهلكين إلى شرائها حتى ولو كان ذلك على حساب الجودة والتي عادة مالا تتوافر في منتجات الاقتصاد غير الرسمي¹، كما أن الأرباح المحققة في هذه السوق يجعلها قطب هام للمستثمرين والمدخرين، والأمر الذي لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إدخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وعليه، فإن العمل على تنظيم هذه السوق باعتبارها واقع ملموس من شأنه توجيه مدخرات الأفراد للسوق الرسمية، وبالتحديد إلى الاستثمار في الأوراق المالية، ويظهر الجدول رقم (25) حجم الاقتصاد الخفي في الدول المغاربية لسنة 2017.

الجدول رقم (25) - حجم الاقتصاد الخفي في الدول المغاربية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2017

الدولة	الجزائر	تونس	المغرب
النسبة	50%	22%	11.3%

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، إحصائيات القطاع غير الرسمي في الدول العربية، نوفمبر 2017.
- مغنية موسوس، ضبط الاقتصاد غير الرسمي في الجزائر لزيادة إيرادات الخزينة العامة، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 02، المجلد 04، جامعة الشلف، الجزائر، 2018، ص 182.

تظهر البيانات الواردة في الجدول رقم (25) مدى اتساع حجم الاقتصاد الخفي في الدول المغاربية، فقد بلغ متوسطه خلال سنة 2017 نحو 27.77% من إجمالي الناتج المحلي، حيث بلغت هذه النسبة في تونس 22%، بينما قدرت في المغرب بـ 11.3%، لتستحوذ الجزائر على النسبة الأكبر بـ 50%، ولعل من أهم الأسباب وراء ذلك برامج الإصلاح الاقتصادي التي طبقت في الدول المغاربية التي أفرزت نتائج سلبية على اقتصادياتها، فبرامج الدعم

¹ كمال مطهري، رهان الانتقال من الاقتصاد غير الرسمي إلى الاقتصاد الرسمي (تجارب دولية ومحلية)، المجلة الجزائرية للمالية العامة، العدد 06، المجلد 06، جامعة تلمسان، الجزائر، ديسمبر 2016، ص ص 84-85.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

سمحت بتدفق كبير لرؤوس الأموال لم تستطع اقتصاديات هاته الدول استيعاب هذا القدر من الأموال، الأمر الذي جعلها تتجه مباشرة نحو الاقتصاد غير الرسمي من أجل استثمارها.

3- سيطرة القطاع المصرفي على سوق التمويل: على الرغم من الاهتمام الكبير من قبل البلدان الثلاثة بتطوير ورفع كفاءة القطاع المالي ككل، إلا أن الحجم الكلي للقطاع المصرفي يشهد نموا ملحوظا مقاسا بإجمالي الودائع والائتمان الممنوح للاقتصاد، مما جعله يهمن بدوره على قطاع المالي وغياب شبه تام لدور أسواق الأوراق المالية خاصة في الجزائر.

4- الاعتماد على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الاقتصادي: مازالت الدول المغاربية على غرار باقي الدول العربية تعتمد على الإنفاق العام كمحرك أساسي لتمويل أنشطتها الاقتصادية والاجتماعية بسبب تباطؤ القطاعات الإنتاجية بها، بالإضافة إلى عدم تنوع مصادر الدخل، الأمر الذي جعل من موازنها العامة تعاني من عجز مستمر.

ثانيا- العقبات الهيكلية:

تواجه أسواق الأوراق المالية المغاربية العديد من العقبات الهيكلية، يمكن ايجاز أهمها فيما يلي:

1- صغر حجم أسواق الأوراق المالية المغاربية: تعاني أسواق الأوراق المالية المغاربية من ضيق نطاق نشاطها، ويبرز ذلك من خلال انخفاض العرض والذي يقاس بعدد الشركات المدرجة فيها، حيث تبلغ 74 شركة في المغرب، و81 شركة في تونس، بينما لم تتجاوز 5 شركات فقط في الجزائر، ويعتبر هذا العدد منخفضا مقارنة مع الأسواق الناشئة، وأيضا انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء والبيع، ويعود ذلك إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال.

2- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة: مازالت أسواق الأوراق المالية المغاربية لم تشهدا تنوعا على مستوى أدوات الاستثمار المالي، فهي تكاد تنحصر في الأسهم العادية، إضافة إلى السندات، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول:

الجدول رقم (26) - الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية المغاربية

الأدوات المالية الإسلامية	المشتقات المالية	صناديق الاستثمار	السندات	الأسهم	
×	×	×	✓	✓	الجزائر
×	×	✓	✓	✓	تونس
×	×	✓	✓	✓	المغرب

المصدر: إعداد الباحثة استنادا إلى المواقع الالكترونية لأسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

يظهر الجدول رقم (26) اقتصار الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة على الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار التي يتم التعامل بها في كل من تونس والمغرب باستثناء بورصة الجزائر التي تقتصر فيها هذه الأدوات المالية على الأسهم والسندات، وهو ما يقلل من الفرص المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية، وهذا السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار بهذه الدول.

3- انخفاض مؤشرات السيولة في أسواق الأوراق المالي المغاربية: يعتبر كل من مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل دوران السهم من أهم مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية، إلا أن أسواق الأوراق المالية المغاربية تعاني من ضعف كبير في سيولتها مقارنة مع أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة، حيث بلغت قيم التداول سنة 2018 في كل من الجزائر وتونس والمغرب نحو 1,99 مليون دولار أمريكي، 88,7 مليون دولار أمريكي، 4,881.9 مليون دولار أمريكي على التوالي، ما يدل على عدم قدرة أسواق الأوراق المالية المغاربية على جذب الاستثمارات.

4- التخوف من المخاطرة: تخوف المستثمر المغاربي من المخاطرة وذلك لعدم اعتياده عليها والاعتماد على حماية الدولة، الأمر الذي يؤثر على ضعف تداول أسهم الشركات المقيدة في البورصات.

إضافة إلى المعوقات السالفة الذكر، هناك أسباب أخرى لا زالت تقف أمام نمو أسواق الأوراق المالية المغاربية، وهي:¹

- القيمة السوقية المنخفضة عند حجم منخفض من معاملات الأوراق المالية؛
- ضعف عدد عمليات الخصخصة عن طريق البورصة؛
- انخفاض الدخل الفردي وضعف معدلات الادخار؛
- نقص المهارات بين أصحاب المصلحة؛
- ضعف الثقافة المالية.

ثالثا- العقبات التنظيمية، التشريعية:

مازالت أسواق الأوراق المالية المغاربية تعاني من عدة عقبات تنظيمية وتشريعية تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها وتقلل من فعاليتها، كما أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية المغاربية قد وضعت في معظم الدول

¹ Nawel Benlakehal, **Les marchés financiers maghrébins (croissance et contraintes)**, 2^{ème} Conférence Internationale en Economie-Gestion & Commerce International, Monstir, Tunisie, 23-25 Décembre 2014, P2.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

المغاربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا، فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية والمحلية والدولية، وإذا عمدت الدول المغاربية إلى تعديل بعض مواد القوانين، فإن تراكم التعديلات قد أدى إلى تعرض القوانين للتغييرات المستمرة ومن الطبيعي أن عدم ثبات القوانين لا يمكن أن يساعد على استقرار تلك القوانين من ناحية، ويؤدي من ناحية ثانية إلى تشعب القوانين والتداخل فيما بينها مما يؤدي إلى الارتباك خاصة حين تتعارض تلك القوانين مع بعضها البعض، فيصبح من الصعب التوفيق بين المواد المختلفة المتداخلة فيما بينها من جهة والمتناقضة من جهة أخرى.¹

المطلب الثاني - متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب):

تواجه أسواق الأوراق المالية المغاربية مجموعة من العوائق التي تحول دون تطورها وقدرتها على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى أوعية استثمارية ذات كفاءة، ومن هنا أصبح ضروريا البحث عن سبب وآليات لتنشيط أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية، يمكن حصر أهمها فيما يلي:

أولاً - سبل زيادة الطلب للتعامل في الأسواق المالية:

تتطلب عملية خلق وزيادة الطلب على الأوراق المالية تحقق ثلاثة عوامل:

1- العامل المعرفي: يمكن تنشيط وخلق الطلب على الأدوات المالية من خلال التعريف وإكساب المدخرين ثقافة بورصية من خلال تعميق الوعي الاستثماري والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية، يشترك الأفراد في كل من الجزائر والمغرب وتونس بنقص أو انعدام الثقافة البورصية والتعامل بالأدوات المالية، لذلك لا بد من موازاة التوعية وزرع ثقافة الاستثمار المالي والتعامل بالأوراق المالية لدى صغار المدخرين، وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، بتعريفهم بالفرض المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري في دول المغرب العربي.²

¹ بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص 208.

² نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر - المغرب - تونس - الأبعاد والآفاق، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014، ص ص 271.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

2- عامل الثقة: يمكن تنشيط الطلب على الأوراق المالية من خلال العامل النفسي من جهة والموضوعي من جهة أخرى من خلال:¹

2-1- الاستقرار السياسي: يتمثل في استقرار النظم والقوانين السياسية والاقتصادية، وتجنب التقلب المستمر في السياسات والقرارات الاقتصادية، وتوخي الوضوح في وضع وصياغة الأهداف العامة وسبل تحقيقها من سياسات وأدوات، بحيث لا يكون التغيير فيها إلا بسبب ظروف جديدة لم تكن متواجدة عند تحديدها أو إصدارها، بما يوفر الاستقرار ويشجع رؤوس الأموال الخاصة الوطنية والأجنبية للدخول في المشروعات الاستثمارية المختلفة بما يحقق الأهداف المرجوة، كما يجب أن يكون من ضمن الأهداف العامة تحقيق الاستقرار لمستوى ومعدل نمو النشاط الاقتصادي، بما يمكن من تلافى فترات الركود أو التضخم لما لها من آثار سلبية على الادخار والاستثمار وبالتالي على نشاط أسواق الأوراق المالية.

2-2- تعزيز الدور الرقابي للسوق: لتعزيز الثقة لدى المتعاملين من خلال ضمان حقوقهم مستثمرين كانوا أو مدخرين، وإعطاء هيئة السوق المالي مصداقيتها من خلال تنظيم العمليات ومراقبتها، يطمئن المتدخلون بعدم وجود تلاعبات من شأنها المساس بمصالحهم، وحتى يكتسب السوق الكفاءة في الأداء للحد من عمليات المضاربة، كل هذا يستوجب تقوية الإشراف والرقابة على أسواق الأوراق المالية، ووضع نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق، وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق وتتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي:

- الرقابة على الشركات المدرجة في السوق؛
- الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار؛
- الرقابة على التداول.

2-3- تعزيز الشفافية والإفصاح: بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية، تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق المالية القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت، لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال:

¹ نوال بن لكحل، مرجع سابق، ص ص 272-273.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك؛
- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها؛
- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة؛
- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية، حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

3- عامل المنتج المالي: يمكن أن تلعب المنتجات دورها في خلق الطلب أو الزيادة فيه، من خلال جاذبيتها والامتيازات التي تمنحها من جهة، وتنوعها من أجل تقديم تشكيلة أفضل للتوظيف من جهة أخرى، فيجب التفكير في تقديم تشكيلة من المنتجات الجديدة المتنوعة كما يلي:¹

3-1-1- تنويع الأوراق المالية: وذلك من خلال:

3-1-1-1- تنشيط سوق الأسهم: من خلال التوسع في إصدار الأسهم لحاملها (لجذب مستثمرين جدد يرغبون الدخول في مجال الاستثمار في الأسهم دون الإعلان عن أسمائهم)، وطرح أسهم ممتازة مع تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار المغاربية.

3-1-1-2- تنشيط سوق السندات: وذلك بالاهتمام بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ودراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم، وإصدار سندات تتحدد عوائدها بنسبة من الربح الذي يحققه حامل السهم العادي في نفس المؤسسة، وكذلك تشجيع بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة، أو الرهن العقاري، مع إصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب مزيدا من رؤوس الأموال الأجنبية.

3-1-1-3- إدراج المشتقات المالية في البورصة: أدى التطور في صناعة الاستثمار في الأوراق المالية، إلى استحداث العديد من الأدوات المالية التي من أبرزها المشتقات.

3-2- تشجيع الاستثمار الأجنبي: بالإضافة إلى الاهتمام بتزكية الطلب الداخلي، استغلال أكبر للموارد باستقطاب الموارد الخارجية من خلال سياسة فتح الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية المغاربية، ليس غاية في حد ذاتها، وإنما وسيلة لتحقيق هدف حركة هذه الأسواق وتحسين أدائها، لذلك يجب البحث في السبل التي من شأنها فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية، بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

¹ نوال بن لكحل، مرجع سابق، ص ص 274، 275، 276، 277.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

3-2-1- التوسع في برامج الخصخصة: أظهرت تجارب في الدول النامية في هذا الشأن وجود علاقة وثيقة بين الخصخصة وتدفقات الاستثمار الأجنبي، وهو ما يشير إليه الأداء الجيد نسبيا للبلدان التي طبقت برامج الخصخصة في اجتذاب تدفقات ضخمة من هذه الاستثمارات، بالإضافة إلى ما توفره التدفقات الأجنبية من خلال الخصخصة من موارد مالية للدولة، فإن ما يقوم به المستثمرون الأجانب من جهود لتطوير المؤسسات موضوع الخصخصة، وتوسيع أنشطتها وزيادة قدرتها التنافسية، يعتبر بصفة عامة من المنافع الإدارية والتقنية المصاحبة لهذه الاستثمارات.

3-2-2- استقطاب الأموال المغربية في المهجر: من أهم المحفزات لعودة الأموال المغربية المستثمرة في الخارج التحسن المستمر في البيئة الاقتصادية لدول المغرب العربي.

3-2-3- الاهتمام بعنصر الترويج للاستثمار في الأسواق المالية المغربية: عن طريق بث الوعي الاستثماري وتقديم خدمات الترويج للاستثمار، واستخدام تقنيات الترويج الحديثة وزيادة استخدام البريد الإلكتروني في خدمات التسويق عبر إرسال النشرات التعريفية، والبيانات الصحفية والأحداث الهامة والتشريعات المستحدثة بشكل فوري ودوري للمشاركين.

3-2-4- تنمية الموارد البشرية في دول المغرب العربي: إن عملية جذب مزيد من الاستثمار الأجنبي يتطلب تنمية العنصر البشري وتوعيته والارتقاء بمستوى مهاراته، وبصفة خاصة تطوير وخلق الكفاءات والكوادر (رأس المال البشري القادرة على توليد التكنولوجيا الأكثر ملاءمة).

ثانيا- سبل زيادة العرض للتعامل في الأسواق المالية:

من أجل تنشيط الأسواق المالية إضافة إلى رفع الطلب، لا بد من التفكير في رفع العرض عن طريق زيادة الإصدارات أو الإصدار الجديد، وحتى يتسنى إغراء العارضين للتعامل في السوق المالي لا بد من توفر ثلاثة عوامل:¹

1- عامل الثقافة البورصية: غالبا يتخوف كل من المستثمر الخاص والشركات الخاصة من التعامل على مستوى البورصة، ويرجع ذلك أساسا لجهل هؤلاء بألية التعامل عن طريق الأسواق المالية وبأنها قناة تمويلية، وعدم رغبتهم في الإفصاح عن بيانات الشركة المحاسبية والمالية وعدم رغبتهم في المشاركة في إدارة شركاتهم، من أجل تحطيم هذا الجليد الذي يحول دون إمكانية هذه الشركات، التمتع بطرق تمويل مناسبة لطموحاتهم والاستفادة من المزايا التي يمكن الحصول عليها من خلال السوق المالي.

¹ نوال بن لكحل، مرجع سابق، ص ص 277-278.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

2- عامل الثقة: يحتاج المستثمرون إلى ضمانات متعلقة باستقرار الاقتصاد الكلي واستقرار السوق نفسه، وإلى التنظيم المحكم والمراقبة والمتابعة، إلى حسن ختام العملية في البورصة من جهة وفعالية النظام الذي لا يسمح بتجاوزات قد تؤدي إلى خسائر من جهة أخرى.

3- عامل الامتيازات الناتجة عن التمويل المباشر بواسطة السوق المالي: من أجل إغراء المستثمرين لدخول السوق والتعامل عن طريقه، يمكن تقديم عدة مزايا يستفيد من خلالها المستثمرون، تتمثل في:

3-1- تعديل الأنظمة الضريبية: في إطار تشجيع المستثمرين للجوء إلى التعامل عن طريق أسواق الأوراق المالية، يمكن استخدام السياسة الجبائية كعمال تحفيزي من خلال امتيازات تتمثل في تخفيض الضريبة أو إلغاء بعض منها، كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية.

3-2- توفير الخدمات المالية: من خلال تسهيل إجراءات التقييد بالبورصة وتبسيطها وكذلك تسهيل إتمام الصفقات، الحصول على المعلومات الضرورية المتعلقة بعمليات معينة، مع الحصول على النصائح والتوصيات إذا ما احتار المستثمر في توظيف أمواله، وهي تعد من الخدمات التي تتكفل بها الهيئات المكونة لسوق المال.

3-3- الحد من التكاليف والعمولات عند التعامل عن طريق السوق: يجب أن لا يجد المستثمرون عبئا يتحملونه عند التعامل من خلال أسواق الأوراق المالية، فكلما ارتفعت العمولات المدفوعة كلما تقلصت الإيرادات المرجو الحصول عليها من خلال السوق، بينما كلما وجد المستثمر توفر الخدمات المجانية أو بعمولات لا تعد عبئا يؤثر على ربحيته، يكون قد تم إزاحة عاملا من شأنه أن يكون سبب في عزوف المستثمرين ولوج السوق.

3-4- التوسع في برنامج الخصخصة: التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الإستراتيجيين، أو لشركات وصناديق الاستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

ثالثا- التكامل بين أسواق الأوراق المالية المغربية:

لقد أدركت حكومات الدول المغربية الدور الهام الذي تضطلع عليه أسواق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، لذلك اعتمدت السلطات عدة إجراءات لتحسين قدرة هذا السوق على تعبئة الموارد، حيث تم وضع مزايا ولوائح جديدة لتشجيع المستثمرين، المحليين والأجانب، على اختراق أسواق الأوراق المالية المغربية، إلا أنه وعلى الرغم من التقارب الجغرافي الذي يجمع الدول المغربية، مازالت درجة التعاون والتكامل بين بورصاتها منعدمة، فإنشاء سوق أوراق مالية مغربية موحدة من شأنه أن يسهل انسياب الأموال داخل المغرب العربي، ما يشجع على قيام استثمارات مغربية مشتركة

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

تدعم التعاون بين الدول المغاربية في مختلف المجالات، كما تكون قادرة على منافسة البورصات الأخرى، واجتذاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

فبالنظر إلى ما حققته التجارب العالمية في مجال تكامل البورصات، وفي ظل محدودية أداء البورصات المغاربية، وعدم قدرتها على منافسة البورصات العالمية، تعتبر فكرة الربط بين البورصات المغاربية مبادرة إيجابية ستعكس على تطوير اقتصاديات الدول المغاربية وتنميتها.

المطلب الثالث - الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية:

لقد تنوعت وتعددت المداخل التي يمكن من خلالها تفعيل أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة، من تطوير الجانب التنظيمي والجانب التشريعي إلى تحسين البيئة الاقتصادية، وإلى جانب كل هذه المداخل أصبح للهندسة المالية الإسلامية دورا هاما في تفعيل وتطوير أسواق الأوراق المالية التي سيتم التعرف عليها من خلال ما يلي:

أولاً - تعريف الهندسة المالية:

مصطلح الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية يستعمل لوصف وتحليل البيانات المحصلة من الأسواق المالية بطريقة علمية، وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية مع إجراء تعديلات عليها، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات وغيرهم، ويسمح باستعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من أجل فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق، ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.¹

كما تعرف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي، وتمتاز منتجاتها بأنها تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، حيث تكون موافقة للشرع بأكبر قدر وهو ما يستدعي الخروج من الخلاف الفقهي"، وتتمثل مجالات الهندسة المالية الإسلامية في:²

- ابتكار أدوات جديدة؛

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول "الأزمة الاقتصادية العالمية

من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، الكويت، 2010، ص 2.

² سعاد يوسف وعبد السلام مخلوفي، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 01، المجلد 03،

جامعة سطيف، الجزائر، مارس 2017، ص 120.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

- ابتكار آليات مالية تمويلية جديدة؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية؛
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقا، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرح مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية مما يميزها بالمصادقية الشرعية، فالمكلف بالتطوير والابتكار في الهندسة المالية التقليدية يكفي أن يكون من ذوي الخبرة في المعاملات والعمليات المالية، في حين يشترط على القائم بالهندسة المالية الإسلامية أن يكون ملما بمقاصد الشريعة وفقه المعاملات الإسلامية إضافة إلى خبرته وفهمه للعمليات المالية.

ثانيا- منتجات الهندسة المالية الإسلامية:

تتمثل منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الصكوك الإسلامية والمشتقات المالية الإسلامية، والتوريق الإسلامي، وسيتم التعرف على كل نوع من هذه المنتجات من خلال ما يلي:

1- الصكوك الإسلامية: تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية، وسيتم التعرف عليها من خلال التالي:

1-1- تعريف الصكوك الإسلامية: يعرف مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي التصكيك على أنه "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلا أم سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"¹

والتصكيك وهو عملية تحيل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن تحويلها إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.²

وبالتالي فالصكوك الإسلامية هي "عبارة عن عملية تحويلية للأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول، فهي من أهم أدوات التمويل الشرعية التي تسعى من خلالها الدول والحكومات لتطوير أدواتها المالية والمصرفية".

¹ مصطفى العرابي و سعدية حمو، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد (ماليزيا أنموذجا)، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 01، المجلد 03، جامعة سطيف، الجزائر، مارس 2017، ص 69.

² أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدول حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 22-21 أكتوبر 2009، ص 08.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

1-2-2- أنواع الصكوك الإسلامية: تتعدد الصكوك الإسلامية بما يتوافق مع طبيعة المشروع، ويمكن تقسيمها على النحو التالي:

1-2-1- الصكوك القائمة على الملكية: تندرج ضمنها كل من:

- **صكوك المضاربة:** عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، وهي صكوك ذات عائد مالي غير محدد لكنه متوقع، وذلك بقراءة نشاط الطرف المصدر لها من خلال ميزانيته المعروضة عبر السنوات الماضية وكذا مؤشرات السوق، ومن أهم خصائص صكوك المضاربة قابليتها للتداول في أسواق رأس المال، تشمل مختلف القطاعات، سهولة الرقابة عليها من قبل الجمهور المستفيد من التمويل لارتباطها بموجودات عينية.¹

- **صكوك المشاركة:** المشاركة اتفاق بين طرفين أو أكثر على القيام بنشاط استثماري، ويكون رأس المال والريح مشتركا²، فالتمويل بالمشاركة يعني إصدار وثائق متساوية القيمة لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشراكة، وذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار.³

- **صكوك المزارعة:** هي نوع من الشراكة الزراعية لاستثمار الأرض يتعاقد عليها مالك الأرض والعامل أو المزارع على أن تكون الأرض والبذور من المالك والعمل من المزارع والمحصول بنسبة يتفقان عليها، أي أنها معاملة على الأرض بحصة من غنائها.⁴

- **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.⁵

1-2-2-1- الصكوك القائمة على المديونية: تتمثل في الآتي:

¹ علي بوعبد الله، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، المجلد 09، جامعة المسيلة، الجزائر، 2015، ص 24.

² مصطفى كمال السيد، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 189 - 190.

³ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2012، ص 104 - 105.

⁴ صادق راشد الشمري، الصناعة المصرفية الإسلامية، دار البازوري العلمية، عمان، الأردن، 2014، ص 280.

⁵ العيفة عبد الحق وزاهرة بني عامر، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية في الجزائر، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص 12.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

- **صكوك المرابحة:** عقد المرابحة هو البيع بالثمن مع زيادة معلومة على الثمن الأول، أو هي صيغة شائعة الاستخدام في التمويل قصير الأجل تتضمن اتفاق التمويل عمليات شراء السلع عن طريق بيع السلع بسعر التكلفة مع زيادة الربح.¹

- **صكوك الاستصناع:** هو عقد يلتزم من خلاله البنك بتحقيق منشآت لصالح عميله مقابل علاوة تدخل فيها تكلفة المنشأة مضافا إليها هامش الربح، ويكلف البنك مقاولا لتنفيذ الأشغال، ويمكن تحويلها إلى سندات ذات استحقاقات متتالية، وقد بدأ هذا النوع من المعاملات يظهر في السوق المالي الإسلامي تدريجيا خاصة في استثمارات البنوك الإسلامية طويلة الأجل وبالتحديد في استثمارات البنوك الإسلامية الخليجية.²

- **صكوك الإجارة:** سندات ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل ومن أنواعها صكك الأعيان المؤجرة، صكك الخدمات، صكوك المنافع، ومن أهم مميزاتها أنها قليلة المخاطر، تستخدم لتمويل المشروعات الكبرى، توفر ميزة تمك المشروع في نهاية العقد.³

- **صكوك السلم:** السلم عقد على تسليم ثمن السلعة (رأس المال السلم) إلى المشتري عند إبرام العقد على أن يتم تسليم السلعة (المسلم فيه) من قبل البائع في أجل معلوم بحيث تكون وفقا للمواصفات المحددة.⁴

2- المشتقات المالية الإسلامية: يعتبر تطوير مشتقات مالية إسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أصبح ضرورة ملحة للتمويل الإسلامي، فمن أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة هي عقود السلم، أما العقود المستقبلية فقد تم تكييفها في إطار عقد الاستصناع، كما تم تكييف خيار الشراء في إطار بيع العربون، حيث يدخل الشخص في العقد اللازم ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته خلال مدة معلومة، وهو ما يتيح فرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح لأن ذلك يسقط الخيار، ويعتبر العربون جزء من ثمن السلعة يدفعه المشتري للبائع تعويضا عن حبسه لسلعته، حيث يدخل ضمن الثمن المتفق عليه في العقد في حالة التنفيذ ويكون حقا للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ، أما عقد خيار البيع فهو التزام أو ضمان أو كفالة فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له الحق في البيع في الفترة المتفق

¹ سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال (دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص 94.

² وليد العايب ولجلو موسى بوخاري، إشكالية استخدام المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر في ظل الأزمات (دراسة مقارنة بين المشتقات المالية التقليدية والصكوك الإسلامية)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص: 21.

³ علي بوعبد الله، مرجع سابق، ص 24.

⁴ سناء نزار، المرجع نفسه، ص 97.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

عليها، يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضممان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول.¹

3- التوريق الإسلامي: تتضح معالمه كالآتي:

3-1- تعريف التوريق الإسلامي: يعتبر التوريق من منتجات الهندسة المالية وهو يعتبر عملية تمويلية متطورة، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة الإجارة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المراجعة والسلم والاستصناع، والتي تزيد حجم التعامل بها رغم حداثتها على 180 مليار دولار وتتوسع يوميا بعد يوم وتتعامل بها بعض الدول الغربية.

عملية التوريق الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية، كذلك يمكن الاستفادة منها في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية، فعملية التوريق إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة التي يمكن الاستفادة بها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة، إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف المؤسسات.²

3-2- طرق التوريق الإسلامي: لعلاج مشكل جفاف السيولة وحماية الأسواق العربية الإسلامية من خطر الأزمات المالية في حالة تطبيق التوريق الإسلامي للديون يجب تتبع طرق عديدة، فإذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير ولا تستطيع الوفاء بالتزاماتها نقدا لعدم توفر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى، يمكنها تتبع أحد الطرق التالية:³

- تحويل تلك الديون إلى أسهم، وخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصا من موجودات تلك المؤسسة ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة؛

- إذا كانت المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينية كالسيارات أو الآلات أو غيرها، وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها، فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة ومن ثم ستحقق

¹ سناء نزار، مرجع سابق، ص 128.

² محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية (الواقع والتحديات ومناهج التطوير)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 02، المجلد 04، غرداية، الجزائر، 2012، ص 654.

³ المرجع نفسه، ص ص 654-655.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

المؤسسة فائدتين، التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها؛

- إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية وإنما هي عين مملوكة مؤجرة تدر عائدا محددًا معروفاً.

ثالثا- دور الصكوك الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية المغاربية:

يمكن أن تؤدي الهندسة المالية الإسلامية دورا هاما في تفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية، وذلك على النحو التالي:

1- دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق الأولية: للصكوك الإسلامية أهمية كبيرة في تنشيط السوق الأولي، لما توفره من ميزات متنوعة للجهة المصدرة للصكوك أهمها:¹

1-1- مصدر تمويلي خارج الميزانية: تعتبر الصكوك خاصة صكوك إجارة الأعيان المؤجرة بأنها أداة تمويل خارج الميزانية، حيث أن صكوك ملكية الأعيان المؤجرة، الموعود بتملكها في نهاية مدة الصكوك مملوكة لحملة الصكوك طوال مدة التصكيك، والواجب في ذمة الشركة المصدرة لها إنما هو دفع الأجرة لحمة الصكوك فحسب وهي نفقة إيرادية، وذلك على العكس في حال اقتراض تلك الجهة لتمويل شراء بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة في قائمة المطلوبات لكونها نفقة رأسمالية، تلجأ الشركة إلى الصكوك عندما تتاح لها فرص استثمارية ذات مردود إيجابي ولكن تركيبية هيكل رأس مالها تحد من قدرتها في الحصول على التمويل اللازم كارتفاع نسبة الديون.

1-2- التمويل بالصكوك لا يؤثر على الحد الائتماني للشركة في البنوك: نظرا لأن كثيرا من الشركات تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك، مما يصعب من مهمتها في الحصول على التمويل فإنه يمكنها أن تمول أنشطتها الاستثمارية من خلال الصكوك الإسلامية التي تفتح لها أبواب ائتمانية جديدة من خلال أسواق الأوراق المالية.

1-3- أداة لتمويل المشاريع التنموية: تتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها مما يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة، خاصة مشاريع البنية التحتية والمشاريع التنموية والاستثمارية وغيرها من المشروعات ذات الآجال الطويلة والمردود القليل، مما لا تسعى لتمويله المؤسسات المصرفية.

¹ بومدين نورين، مرجع سابق، ص ص 216-217.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

2- دور الصكوك في تنشيط سوق التداول: توفر الصكوك مزايا عديدة لحاملها مما تعمل على استقطاب عدد كبير وبالتالي زيادة عمق السوق ومن أبرز تلك المزايا ما يلي:¹

2-1- أداة لتنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية: تؤدي الصكوك دورا هاما في إدارة مخاطر الاستثمار من خلال عملية التنويع في المحافظ الاستثمارية، فقد كان الكثير من المستثمرين يلجأ للاستثمار في السندات باعتبارها أوراق مالية قليلة المخاطر وذات استقرار كبير وقابلية تسييل عالية، ليوائم بينها وبين الأسهم ذات المخاطر العالية في المحفظة الاستثمارية التي يشكها إلا إن اشتغال تلك المحافظ الاستثمارية على السندات كان محل تحفظ واستشكال شرعي من كثير من المستثمرين، كون أن السندات ربوية، ولذلك فإن تعويضها بالصكوك الإسلامية سيحقق الهدف الاستثماري المشروع وهو تنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية وبأداة مالية شرعية.

2-2- أداة للتحكم في السياسة النقدية: حيث يمكن للسلطات النقدية استخدام الصكوك في تنظيم كمية النقود الموجودة في السوق من خلال إصدارها وبيعها وشراؤها في إطار عمليات السوق المفتوحة.

2-3- أداة فاعلة في التعامل بين المؤسسات المالية والبنوك المركزية: حيث يمكن استخدام الصكوك عوضا عن السندات التقليدية في إدارة السيولة باستخدام اتفاقيات البيع وإعادة الشراء.

ختاما لما تقدم ضمن هذا البحث يتضح أن أسواق الأوراق المالية المغاربية تواجهها العديد من المعوقات تباينت بين عقبات اقتصادية وهيكلية وأخرى تنظيمية وتشريعية، لذا أصبح لزاما على حكومات هذه الدول تفعيل أسواق أوراقها المالية من خلال العمل على تفعيل كل من جانبي العرض والطلب على الأوراق المالية، بالإضافة إلى العمل على التكامل والترابط بين أسواقها، بإعتبار التكامل بين بورصات الدول المغاربية أحد الخيارات الإستراتيجية المطروحة أمامها لرفع من أدائها وقدراتها على المنافسة الخارجية، وإلى جانب كل هذه المداخل أصبح للهندسة المالية الإسلامية دورا هاما في تفعيل وتطوير أسواق الأوراق المالية المغاربية.

¹ بومدين نورين، مرجع سابق، ص 217.

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

خلاصة الفصل الخامس:

انطلق هذا الفصل من تحديد أثر أسواق الأوراق المالية على تمويل التنمية الاقتصادية في كل من الجزائر وتونس والمغرب، وذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد وفق طريقة المربعات الصغرى، للوقوف على طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، حيث تم الاعتماد على المؤشرات البورصية المتمثلة في: عدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية وحجم التداول ومعدل دوران السهم كمتغيرات مستقلة، والنتائج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وصولاً إلى أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تفعيل أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة، وقد تم التوصل إلى:

1- بالنسبة للنماذج المقدرة التي تدرس العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنتائج المحلي الإجمالي في الجزائر وتونس والمغرب فقد تم التوصل من خلالها إلى:

- انعدام العلاقة بين المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي الجزائري، فقد اقتضت المعنوية الجزئية للنموذج الجزائري على متغير مستقل واحد فقط وهو معدل دوران السهم، لتكون العلاقة بينهما علاقة طردية جد ضعيفة، وظهور هذا التأثير الضعيف سببه مساهمة الشركتين العموميتين المدرجتين في بورصة الجزائر (مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة وجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني) في الناتج المحلي الإجمالي؛

- أثبت النموذج التونسي أيضاً انعدام العلاقة بين المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي التونسي، فقد شهد معنوية جزئية لمتغيرين مستقلين فقط وهما عدد الشركات المدرجة وحجم التداول، وكانت علاقة هاذين المتغيرين المستقلين والنتائج المحلي الإجمالي هي علاقة طردية جد ضعيفة، ويعود هذا التأثير لمساهمة بعض الشركات المدرجة في بورصة تونس في الناتج المحلي الإجمالي؛

- النموذج المغربي أوضح بدوره انعدام العلاقة بين المؤشرات البورصية والنتائج المحلي الإجمالي المغربي، لتقتصر المعنوية الجزئية على متغير واحد فقط وهو عدد الشركات المدرجة، وكانت العلاقة القائمة بين الناتج المحلي الإجمالي وعدد الشركات المدرجة هي علاقة طردية، وقد ظهر هذا التأثير الجدد ضعيف بسبب الشركات المدرجة في بورصة المغرب التي تساهم في تكوين الناتج المحلي الإجمالي؛

2- ساهم قلة عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة في عدم تطورها، وهو ما يظهر عدم قيام أسواق هذه الدول بمحاولات كافية لجذب المستثمرين.

3- تعتبر أسواق الأوراق المالية المغاربية ضعيفة الأداء بسبب العديد من العقبات التي تواجهها من عقبات اقتصادية وهيكلية، تشريعية وثقافية، ومن هنا أصبح ضروريا البحث عن سبل تنشيط أداء هذه الأسواق من خلال التركيز على تفعيل وزيادة كل من جانبي العرض والطلب، إضافة إلى العمل على التكامل بين هذه الأسواق فعلى الرغم من التقارب

(الجزائر، تونس، المغرب) ومتطلبات تفعيلها

الجغرافي الذي يجمع أسواق الأوراق المالية المغاربية محل الدراسة إلا أن درجة التعاون والتنسيق منعدمة فهي لا تتوفر على ترابط فيما بينها.

4- يعد إدراج أدوات الصناعة المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية تجربة هامة في بناء وتطوير التعامل في هذه الأسواق، فهي أدوات فعالة في جذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة من المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات أو حكومات لتمويل مشاريعهم التنموية، حيث تتيح لأصحاب الفائض والعجز المالي المشاركة في الربح والخسارة.

الخصائصة

الخاتمة:

تمثل عملية التنمية الاقتصادية جملة الإجراءات والتدابير والسياسات التي يتم تبنيها من قبل الدولة، قصد نقل الاقتصاد من حالة التخلف التي يعانيها إلى حالة التقدم التي يطمح إليها، بإدخال تغييرات جذرية تمس مختلف جوانب الحياة بكل أبعادها، وتساهم في تحسين كمية ونوعية الإنتاجية لفترة زمنية طويلة نسبياً، وهو ما يستدعي توفير التمويل اللازم من مصادره الداخلية و/أو الخارجية المناسبة، ليصبح التمويل هو التحدي الرئيسي الذي يواجه عملية التنمية في الاقتصاديات النامية عامة والعربية خاصة والمغربية بالأخص.

أضحت أسواق الأوراق المالية ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية، باعتبارها الفضاء الذي يتم على مستواه تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، من أسهم، سندات، أو مشتقات مالية، وتمثل وظيفتها الأساسية في حشد مدخرات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، وتوجيهها لتمويل أصحاب العجز الذين يفتقرون للتمويل، مما يجعلها أحد أهم مكونات النظام المالي في البلاد، والتي تتحدد كفاءتها من خلال طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للورقة المالية المتداولة من جهة والمعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر من جهة أخرى، كما ويمكن تقييم أدائها من خلال الاعتماد على جملة من المؤشرات التي تحدد حجم السوق ودرجة سيولتها، وقد برهنت المنافسة الحادة بين الدول خاصة بعد ظهور العولمة المالية على ضرورة فتح الأسواق لاستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوجيهها لتمويل المشروعات التنموية، ومن هنا ظهرت أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، والتي تستمد من جملة الوظائف التي تتميز بها، من بينها قدرتها العالية على توفير الفرص لأصحاب العجز المالي والتي تمكنهم من الحصول على رؤوس الأموال التي هم بحاجة لها من ناحية، وتقديم الفرصة من ناحية أخرى لأصحاب الفائض المالي لاستثمار مدخراتهم مع إمكانية تسهيلها بسهولة، إضافة للتوظيف الإعلامية والتسويقية لأسواق الأوراق المالية، مما يمكنها من إضفاء الشفافية على التعامل في الأوراق المالية ودعم قرار المتعاملين عليها.

نظراً لإدراك الدول المغربية أهمية التحول نحو اقتصاد السوق، وما لأسواق الأوراق المالية من دور كبير في دعم ذلك التحول وإنجاحه، فقد تبنت كل من الجزائر، تونس، والمغرب مجموعة من الإصلاحات، شملت إعادة هيكلة وإعادة تنظيم وتحديث القطاع المالي، حيث جاءت هذه الإصلاحات في إطار مفهوم دولي للتحول إلى النظام الرأسمالي وتخلي الحكومات عن تمويل المشاريع الاقتصادية من خلال النظام المخطط، مما انبثق عنه إنشاء أسواق للأوراق المالية في الدول المغربية سالفه الذكر.

تتميز كل سوق من أسواق الأوراق المالية المغربية محل الدراسة بخصوصية تنبثق من تاريخ وظروف نشأتها مما جعلها متباينة فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط، إلا أنها تجمعها خصائص مشتركة من حيث ضيق نطاقها

وقصور هياكلها المؤسسية وأطرها التشريعية الاقتصادية والمالية وافتقارها إلى متطلبات الشفافية وتأخر برامج الخوصصة، مما انعكس على ضعف أدائها مقارنة بنظيراتها من الأسواق العالمية، أما فيما يخص الأسواق المغاربية فيما بينها فقد حققت كل من سوق الأوراق المالية التونسية والمغربية تطورا ملحوظا، مع تسجيل خمول للسوق الجزائرية.

على ضوء كل هذا، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية وأخرى تطبيقية والتي تحمل في طياتها إثبات صحة فرضيات الدراسة من عدمها، وفي الأخير تم الخروج بمجموعة من التوصيات التي قد تساعد على تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل التنمية الاقتصادية في الدول المغاربية محل الدراسة، وأخيرا تقدم بعض الآفاق التي قد تساعد الباحثين في المستقبل، ويمكن إجمالها في ما يلي:

أولاً- اختبار الفرضيات: سيتم اختبار الفرضيات المصاغة سابقا من خلال التالي:

- تتميز أسواق الأوراق المالية المغاربية بضعف الدعامات والقواعد الأساسية التي لا تجعلها تتمتع بقدر كاف من الكفاءة فهي تمتاز بصغر حجمها وضيق نطاق نشاطها ومحدودية الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها وغياب متطلبات الإفصاح والشفافية بالمقارنة مع مثيلاتها في الدول الناشئة والمتقدمة، وهو ما يجعلها غير قادرة على القيام بالدور المنوط بها وتحقيق مساهمة فعالة في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي وتوفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية والتنموية في الاقتصاد الوطني، لذا أصبح لزاما على الدول المغاربية تفعيل أسواق أوراقها المالية لخدمة التنمية الاقتصادية من خلال توفير نظام معلوماتي فعال قائم على الشفافية ومناخ استثماري ملائم يعتمد على التنوع في الأدوات المالية، كما يمكن لأدوات الهندسة المالية الإسلامية إذا ما تم اعتمادها أن تكون خطوة هامة في سبيل تفعيل وتطوير التعامل في هذه الأسواق؛ **(وهو ما يثبت صحة الفرضية الرئيسية)**

- تتحقق كفاءة أسواق الأوراق المالية عند تمتعها بقدر عال من المرونة، والتي تسمح بتحقيق استجابة سريعة للتغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية، ويكون هذا من خلال الدور الذي يلعبه كل من مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية وتطوير أدائها، إذ يجب أن يكون الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة ممكنة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد، كما أن نجاح هذه الأسواق مرتبط بتقيدتها بمبدأ الشفافية، من خلال توفير معلومات مالية ثابتة ومتوازنة وعالية المستوى يمكن الاعتماد عليها، وهو ما يخلق عنصر الثقة فيها، كما يعتبر مبدأ السيولة أحد مقومات الكفاءة وبذلك يستطيع المستثمر بسهولة تحويل الورقة المالية إلى نقد بدون خسائر، وهذا ما يحفز على التوجه نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومرجحة، وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد؛ **(وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الأولى)**

- التمويل عملية ضرورية لتحقيق الأهداف المرجوة من التنمية الاقتصادية، لذا لا بد من البحث عن مصادر مالية لتمويل هذه التنمية، ويكون ذلك إما عن طريق التمويل الداخلي وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي إما بالادخار

الاختياري أو الإجباري أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، أو من خلال التمويل المباشر والذي يكون من خلال أسواق الأوراق المالية، وإما عن طريق التمويل الخارجي حيث تلجأ إليه الدول عند قصور الموارد الداخلية حتى تتمكن من تأمين التمويل اللازم لخططها التنموية، وبناء مشاريعها الاستثمارية وذلك باعتباره مصدرا مكملا لمصادر التمويل الداخلي؛ (وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الثانية)

- تعد أسواق الأوراق المالية آلية فعالة في إحداث عملية التنمية الاقتصادية، فهي تحتل مركزا حيويا في النظرة الاقتصادية الحديثة، خاصة التي تعتمد على نشاطي كل من القطاع العام والخاص في تجميع المدخرات وتوزيعها وتمييتها بدرجة عالية من الكفاءة، إذ تعمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية التي تخدم التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم لها، وكذا تقديم الحوافز المشجعة الداعمة للبيئة الاستثمارية، فضلا عن توفير السيولة ومزيد من الخيارات أمام المستثمرين لتنوع عنصر المخازفة بما يساهم في زيادة الثروة الوطنية ومن ثم الدفع بعجلة النمو الاقتصادي؛ (وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الثالثة)

- هدفت مختلف الخطط التنموية والبرامج والاستراتيجيات الوطنية للتنمية الاقتصادية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب، بداية بالجيل الأول ووصولاً للجيل الثاني من الإصلاحات، إلى إصلاح الظروف الاقتصادية والاجتماعية وحتى البيئية، إلا أن نتائجها شكلت موضوع جدل واسع لمختلف الاقتصاديين والمحليين، فمن الواضح أن الخطط التنموية المعتمدة في هذه الدول كانت تشوبها العديد من النقائص والتغيرات والأزمات التي مرت بها منذ الثمانينات مما جعل نتائجها غير كافية، (وهو ما ينفي صحة الفرضية الرابعة) ويمكن تلخيص أسباب ذلك في الآتي:

- الاستمرار في استنزاف الموارد الطبيعية، وضعف المجال الاقتصادي والاجتماعي والتحول البطيء إلى الطاقات النظيفة إن لم يكن منعدها في بعض الأحيان مما انعكس سلبا على معظم مؤشرات التنمية الاقتصادية، لهذا فقد عرفت هذه الدول نموا بطيئا ومتباينا واختلالات في البنية الاقتصادية؛

- هشاشة اقتصادياتها خاصة في ظل الجيل الأول من الإصلاحات، فهي لم تحدد طبيعة الاختلالات الحقيقية التي تعانيها، بل اتبعت استراتيجيات تنموية مستوردة تم إعدادها وبلورتها وفقا لمتطلبات وأسس لا تتوفر عليها، مما جعل السلطات غير قادرة على اتخاذ قرارات اقتصادية تنسجم مع الأوضاع السائدة آنذاك؛

- معدلات النمو المحققة في الجزائر لم تستطع احتواء معدلات البطالة المسجلة لأنها لم تكن معدلات نمو حقيقية ناتجة عن النمو الفعلي للاقتصاد الجزائري بل هي ناتجة عن انتعاش أسعار النفط، فالنمو في الجزائر يحركه القطاع العمومي الذي يتأثر بشكل مباشر ومطلق بأسعار النفط دون العوامل الأخرى فالإقتصاد الجزائري ليست له القدرة على التوظيف وقليل الاستيعاب للقطاعات المنتجة، في الوقت الذي يتحول فيه الإقتصاد المغربي والتونسي إلى إقتصاد إنتاجي متنوع.

- على الرغم من كل هذه الجهود المبذولة لتفعيل وتطوير أداء أسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر وتونس والمغرب إلا أن الواقع يظهر عكس ذلك، فمازالت أسواق الأوراق المالية المغربية محل الدراسة تعاني جوانب قصور عديدة، إلا أنه يوجد تفاوت معتبر في أدائها، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة، أو من خلال قيم الرسكلة البورصية، أو من حيث حجم التداول ومعدل دوران السهم، فبالنسبة لبورصتي الدار البيضاء وتونس هما نشطتان نوعا ما، وهو ما يجعلهما في مستوى جد متدن من الكفاءة، أما بورصة الجزائر فهي تتميز بأداء جد ضعيف يكاد أن يكون معدوما فهي لا تحتوي على أدنى مستويات الكفاءة حيث عرفت مؤشرات قياس كفاءتها انخفاضا وقيما متدنية مقارنة ببورصتي الدار البيضاء وتونس، فيما تظل هذه البورصات ضعيفة الأداء إذا ما قورنت بما وصلت إليه بعض أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية؛ **(وهو ما ينفي صحة الفرضية الخامسة)**

- سوق الأوراق المالية الجزائرية منعدمة الكفاءة والفعالية فهي تعاني من عدة عراقيل ذات الطبيعة القانونية، الاقتصادية والإدارية، ما جعلها منعدمة التأثير على التنمية الاقتصادية، وهو ما تؤكدته نتائج الدراسة القياسية التي أظهرت إنعدام العلاقة بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والنتائج المحلي الإجمالي الجزائري، كما تعتبر النتائج الإيجابية المحققة على مستوى سوق الأوراق المالية التونسية جد محتشمة، ما جعلها غير قادرة على تحقيق تنمية للإقتصاد الوطني بسبب ما تعانيه من عراقيل والتي إنعكست بالسلب على المؤشرات العامة له، وهذا ما تم التوصل إليه أيضا من خلال الدراسة القياسية التي أثبتت إنعدام العلاقة بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية التونسية والنتائج المحلي الإجمالي، لتشهد مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المغربية تحسنا ملحوظا خلال فترة الدراسة (2003-2018)، إلا أن هذا التطور يعتبر طفيفا وغير كافي فهي سوق صغيرة الحجم ولا تتمتع بقدر مقبول من السيولة ولا حتى بالتنوع في أدائها المالية، وهو ما جعلها غير قادرة على القيام بوظائفها الأساسية، لذلك تم التوصل من خلال الدراسة القياسية إلى إنعدام العلاقة بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والنتائج المحلي الإجمالي المغربي؛ **(وهو ما يثبت صحة الفرضية السادسة)**

- سعت الدول المغربية محل الدراسة لاتخاذ مجموعة واسعة من برامج الإصلاح المالي كضرورة لمواكبة التطورات المالية والاقتصادية العالمية منها والإقليمية خلال فترات زمنية مختلفة، حيث استحدثت مجموعة واسعة من التشريعات والقوانين واللوائح الهادفة إلى تفعيل دور أسواق أوراقها المالية في تمويل اقتصادياتها، إلا أنها لم قادرة على تحقيق ذلك الدور من خلال الإصلاحات التي إعتمدتها فهي لم تكن كافية، بل لابد من تضافر مجموعة من العوامل أهمها توفر بيئة اقتصادية واستثمارية مناسبة ومحفزة على الاستثمار وتشجيع برامج الخصوصية وضرورة تنمية الوعي الادخاري والاستثماري وتحسين المناخ السياسي والاجتماعي والاقتصادي وكذا اعتماد أدوات الهندسة المالية الإسلامية باعتبارها صيغ استثمارية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. **(وهو ما ينفي صحة الفرضية السابعة)**

ثانياً- نتائج الدراسة: بناءً على ما تقدم في هاته الدراسة التي تم السعي من خلالها لدراسة متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية لتمويل التنمية الاقتصادية في الاقتصاديات المغاربية بالتركيز على كل من الجزائر، تونس، والمغرب، يمكن استخلاص النتائج التالية:

1- النتائج النظرية: بناءً على ما تقدم تم التوصل إلى النتائج النظرية التالية:

- تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد أهم البدائل التمويلية التي يتم من خلالها توفير التمويل اللازم لمختلف القطاعات الاقتصادية، إذ تساهم في نقل رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز الذين لديهم الرغبة في الاستثمار، خاصة وأنها توفر العديد من الخدمات المالية المتميزة وتقوم بوظائف ومهام متعددة تعمل جميعها على تطوير الاقتصاد؛
- تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى أسواق أولية أو ما يسمى بأسواق الإصدار حيث يتم من خلالها إصدار مجموعة من الأدوات الاستثمارية في شكل أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية، ليتم تداولها بيعاً وشراءً عن طريق السوق الثانوي أو ما يسمى بسوق التداول الذي يتولى توفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- يتداول في أسواق الأوراق المالية ثلاثة أنواع رئيسية من الأدوات الاستثمارية، يتمثل النوع الأول في الأدوات الاستثمارية التي تعطي سلسلة من التدفقات النقدية عبر الزمن والتي تعرف بـ "أدوات الدين"، بينما يتمثل النوع الثاني في الأدوات الاستثمارية التي يكون لها مشاركة في الأرباح المستقبلية للشركة وتعرف بـ "أدوات الملكية"، أما النوع الثالث فيعرف بـ "الأدوات المالية المشتقة"، وهي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول رئيسية تمثل موضوع العقد، كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية؛
- تعتمد سوق الأوراق المالية الكفؤة على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الورقة المالية المالية من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر من جهة أخرى باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار؛
- تنقسم كفاءة السوق إلى كفاءة كاملة وأخرى اقتصادية، حيث يكون الزمن بين ورود المعلومة للسوق وتأثيرها على سعر الورقة المالية هو الفيصل بينهما، بالإضافة إلى التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة وتوظيفها بكفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، حيث تعبر كفاءة التشغيل على قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب مع تجنب التكلفة العالية للتعامل في السوق، وتقليل فرصة تحقيق هامش ربح كبير لصناع السوق، أما كفاءة التسعير فهي أن تكون القيمة السوقية للورقة المالية تعادل القيمة الحقيقية لها، وبالتالي يكون سعر الورقة يعطي عائد يكفي لتعويض المخاطر المحتملة، ولا يستطيع المستثمرون تحقيق عائدات غير عادية فوق المتوقع، فكفاءة التسعير تعتمد إلى حدٍ كبير على كفاءة التشغيل؛

- تتحقق الكفاءة في أسواق الأوراق المالية عند توفر قدر من المعلومات والسيولة الكافيين باعتبارهما من الأهداف الهامة للمستثمرين، بالإضافة إلى عدالة السوق إذ يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل، وكذلك تكلفة المعاملات باعتبارها من أهم الشروط الضرورية لكفاءة سوق الأوراق المالية، ورشادة سلوك المستثمر، ودرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين، والهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي فوجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة؛
- تهدف التنمية الاقتصادية إلى نقل الاقتصاد الوطني من حال التخلف إلى حال التقدم، وإحداث مثل هذه النقلة يتطلب توفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية، الذي يتم من خلال مصدرين رئيسيين هما التمويل الداخلي الذي تحتاجه كل من الاقتصاديات النامية والمتقدمة، والتمويل الخارجي الذي قد يشكل عبئاً على الدول النامية، نظراً للآثار التي يخلفها عليها من تبعية وكذلك مشكلة المديونية؛
- تعد مشكلة التمويل أكبر العقبات التي تقف عائقاً أمام تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والتي تؤثر بها تأثيراً مباشراً، خاصة مع اتساع اهتمامات التنمية والتغيرات الدولية التي تحتم تقليص الفجوة بين الدول المتقدمة والنامية، ومما لاشك فيه أن هذا الأمر يتطلب رؤوس أموال كبرى لتساهم في تقليص تلك الفجوة؛
- تتنوع آليات تمويل التنمية الاقتصادية بين المصادر الداخلية التي تحصل من خلالها الدولة على الأموال اللازمة لانطلاق مشاريعها التنموية انطلاقاً من مدخراتها المحلية الاختيارية والإجبارية، وبين مصادر خارجية ممثلة في القروض، المساعدات والهبات، إضافة إلى إمكانية اللجوء إلى المؤسسات الدولية كالشركات متعددة الجنسيات والبنك الدولي، كما ويعد التمويل من خلال أسواق الأوراق المالية مصدراً ذاتياً هاماً للسيولة لإتمام عملية التنمية الاقتصادية؛
- أضحى أسواق الأوراق المالية أفضل البدائل التمويلية لعملية التنمية الاقتصادية، تعمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية، فهي توفر الموارد المالية اللازمة لسير النشاط الاقتصادي، فالحكم على مدى تقدم اقتصاد دولة ما يكون من خلال التقدم الذي بلغه النظام المالي فيها، وذلك نظراً لارتباط التنمية الاقتصادية ارتباطاً وثيقاً بتنمية القطاع المالي، فالأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية ينعكس إيجاباً على التنمية الاقتصادية؛
- تعد أسواق الأوراق المالية أحد الدعائم الأساسية للتنمية الاقتصادية، فالعلاقة بينهما مزدوجة، من ناحية علاقة تمويلية حيث تؤدي هذه السوق دوراً مهماً في تعبئة المدخرات، وبالتالي توفير التمويل اللازم للقطاعات الإنتاجية، ومن ناحية أخرى علاقة إنتاجية حيث تعمل على زيادة حجم الإنتاج وتطوير نشاط المشاريع، وبالتالي تعمل على تغطية الحاجات المحلية من السلع والخدمات وتصدير الفائض، وما يتبعها من أثر إيجابي على الميزان التجاري للدولة، مما يؤدي إلى زيادة المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية؛

- تأثير أسواق الأوراق المالية على مسار التنمية الاقتصادية يظهر بشكل أساسي في ثلاث وظائف أساسية للأولى في سبيل ضمان بقاء واستمرار الثانية، وتلك الوظائف تتمثل أساسا في تأمين الاستثمارات وتوجيهها، تأمين السيولة، تخصيص الموارد، تحويل المخاطر، وكذا إضفاء طابع الشفافية.

2- النتائج التطبيقية: من أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة التطبيقية، ما يلي:

- يتضح جليا من خلال دراسة واقع أسواق الأوراق المالية المغربية محل الدراسة أنها مازالت بعيدة عن تحقيق الأهداف المرجوة منها، فعلى الرغم من كل الإمكانيات المتوفرة في هذه الدول وبالتحديد الجزائر إلا أنها مازالت تعاني من الضعف والركود في أسواق أوراقها المالية، وتجتمع أسواق هذه الدول في سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة؛

- بالرغم من مرور أكثر من عقدين منذ تأسيس سوق الأوراق المالية الجزائرية إلا أنها مازالت تشهد خمولا مستمرا، إذ لم تحقق أي تطور يحسب لها، فهي لم ترقى لمستوى البورصات الناشئة ولا لمستوى بورصات دول الجوار بل وتعد من أضعف البورصات العربية ويظهر ذلك من حيث مؤشرات قياس أدائها التي لم تحقق أي نمو إيجابي، كما تعاني من انعدام درجة انفتاحها على الخارج فهي لم تشهد دخول لأي مستثمر أجنبي وهذا ما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين المحليين في السوق؛

- يعتمد الاقتصاد الجزائري اعتمادا كبيرا على عائدات قطاع المحروقات، حيث تتوقف عملية تمويل كل الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية والسياسات التنموية على العائدات المحققة من هذا القطاع، الأمر الذي جعل السلطات الجزائرية غير مهتمة بدعم وتنمية القطاعات الأخرى، وبالموازاة مع ذلك فهي لم تدعم البورصة الدعم الكافي، مما انعكس على ضعف أدائها وابتعادها عن أداء دورها في تحريك الاستثمارات فبقيت تتسم بقلة النشاط والنقص في السيولة؛

- على الرغم من امتلاك الاقتصاد الجزائري لحوالي 700 ألف مؤسسة بما فيها مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومؤسسات ضخمة انتاجية وخدمية، إلا أن بورصة الجزائر اقتصر نشاطها على خمس مؤسسات مدرجة فقط، بينما لم تدرج أي شركة على مستوى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعود السبب في ذلك لتخوف المؤسسات والمتعاملين من فتح رؤوس أموالهم بالإضافة إلى تخوفهم من شفافية الحسابات المالية التي تعد شرطا لدخول البورصة؛

- لم تبلي السلطات الجزائرية الرغبة الكافية في تفعيل سوق أوراقها المالية، فهي لم تقم حتى بإدراج الشركات العمومية في البورصة مثل شركة سونطراك التي تعتبر القلب النابض للاقتصاد الجزائري أو بالأحرى اقتصاد الجزائر بأكمله وتمثل عائداتها أكثر من ثلث الناتج المحلي الإجمالي؛

- يتداول على مستوى بورصة الجزائر خمس أسهم فقط، وهي أسهم لشركتين من القطاع العام (مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة وجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني) وثلاث شركات من القطاع الخاص (أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، أن - سي - روية الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، ومؤسسة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني)، لتقتصر أيام التداول على يومين في الأسبوع يكون للفترة الصباحية فقط، وهو ما ينعكس على انعدام حجم التداول في الكثير من الأحيان؛
- لم تكن الفرصة مواتية حتى تقوم بورصة الجزائر بدورها كفاعل أساسي في تمويل اقتصاد البلاد لثلاثة أسباب رئيسية، أبرزها غياب الوعي والثقافة بأهميتها لدى جميع الجزائريين سواء المواطنين أو رؤساء المؤسسات والشركات، كما أن الوقت الذي تأسست فيه البورصة خلال فترة صعبة من تاريخ الجزائر (سنوات التسعينيات) ولم تكن حينها الشروط متوفرة لبروز ونجاح هذا النوع من المؤسسات المالية المعنية بأسواق الأسهم، وثالثا التراكمات المالية والسيولة النقدية خلال الفترة من (2000-2014)، إذ قامت الدولة وقتها بمنح تسهيلات لاستثمار هذه السيولة واستهلاكها فيما يخص فوائد القروض، وهو ما جعل أصحاب رؤوس الموال يتوجهون للبنوك عوضا عن البورصة؛
- يعتبر منتدى رؤساء المؤسسات أكبر تجمع للمؤسسات الناشطة اقتصاديا في الجزائر إلا أن هذه المؤسسات لم تطرح أسهمها أو سنداتها للاكتتاب العام كخطوة منها لأجل تفعيل بورصة الجزائر، وهو يثبت أن هذه المؤسسات هي مؤسسات احتكارية تسيطر على مجالات معينة هذا ما جعلها تتخوف من دخول البورصة حتى لا تكشف حساباتها المالية التي تعد شرطا لدخول البورصة؛
- على الرغم من اتجاه سوق الأوراق المالية التونسية نحو الاتساع إلا أن معدلات نموها ضعيفة ومؤشرات أدائها جد منخفضة إذا ما قورنت بمؤشرات أداء بورصات الدول المتقدمة، الأمر الذي انعكس على عدم تمتعها بالكفاءة المطلوبة من أجل القيام بوظائفها الأساسية؛
- كان لثورة الربيع العربي التأثير السلبي والمباشر على أداء سوق الأوراق المالية التونسية ابتداء من سنة 2012، فلم تعد السوق تشهد نفس الأداء الذي كانت تحققه قبل ذلك، وهو ما يثبت أن أسواق الأوراق المالية هي أكثر الأسواق حساسية للأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية؛
- شهدت سوق الأوراق المالية المغربية تطورا ملحوظا طول فترة الدراسة مما جعلها تتمتع بقدر من العمق والسيولة أكبر مقارنة ببورصة تونس والجزائر، لتبقى نتائجها هي أيضا ضعيفة ومتواضعة على العموم ولا تحقق النتائج التي تمكنها من أداء وظائفها التمويلية بكفاءة؛
- كان للأزمة المالية العالمية سنة 2008 تأثير مباشر على سوق الأوراق المالية المغربية مقارنة مع أسواق الأوقاق المالية التونسية والجزائرية، ويعود السبب في ذلك إلى خروج المستثمرين الأجانب والمحليين من بورصة الدار البيضاء وسحب أوراقهم المالية منها رغم قلتها؛

- اتجهت كل من الجزائر وتونس والمغرب نحو تبني الجيل الأول من الإصلاحات الاقتصادية بسبب الأوضاع المزرية التي كانت تعيشها من أزمة مديونية وتراجع مختلف المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية الأمر الذي جعلها تلجأ لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي من أجل انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي، إلا أن هذه الإصلاحات الاقتصادية من الجيل الأول لم تقدم حلولاً نافعة لاقتصاديات هذه الدول، بل أثبتت عدم قدرتها على معالجة الاختلالات التي تعاني منها الدول محل الدراسة خاصة الاقتصادية والاجتماعية منها؛
- عملت السلطات الجزائرية على إطلاق جملة من الإصلاحات في إطار توجهات محلية انطلقا من سنة 2000، حيث تم التركيز على سياسة الإنفاق العام كأحد أدوات السياسة المالية، وقد تم تجسيد هذه الاستراتيجية من خلال تنفيذ البرامج التنموية الممتدة على طول الفترة (2001-2019)، وهو ما ساهم في تحقيق نوع من التحسن في أداء الاقتصاد الوطني والذي يترجمه خاصة تراجع معدلات البطالة وتزايد نصيب الفرد من الدخل الوطني وكذا تحسن مؤشر التنمية البشرية؛
- السبب الرئيسي وراء نجاح الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر هي تزامنها مع انتعاش أسعار النفط في السوق الدولية، فسرعان ما بدأت بوادر الأزمة النفطية أواخر سنة 2014 بدأت مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري بالتراجع، وهو ما يثبت ضعف البرامج التنموية المتبناة ضمن الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية؛
- كان للجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية تأثير إيجابي على الاقتصاد التونسي إلا أن الأوضاع السياسية والأمنية التي عاشتها البلاد ابتداء من سنة 2011 انعكست سلباً على الاقتصاد التونسي مما أدى إلى تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي ووصول معدلات التضخم إلى أعلى مستوياتها خلال فترة الدراسة، مع ارتفاع نسب عجز الحساب الجاري وارتفاع الدين الخارجي، إضافة إلى تزايد معدلات البطالة؛
- يمكن اعتبار التجربة التنموية المغربية ضمن الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية هي الأفضل في مجال الإصلاح الاقتصادي فقد استطاعت تحقيق معدلات نمو مرتفعة وتوازنات اقتصادية واجتماعية مقارنة بتونس والجزائر، فقد حققت هذه البرامج التنموية نتائج إيجابية على مستوى مؤشرات النمو الاقتصادي ليشهد كل من الحساب الجاري والدين الخارجي بعض التذبذبات سببها التركيز على الاتحاد الأوروبي كشريك رئيسي، والتوسع في الاقتراض الخارجي لتمويل خطط الاستثمار التي تم إقرارها، كما حققت معدلات البطالة تراجعاً على غرار ذلك فقد شهد مؤشر التنمية البشرية تزايداً تدريجياً؛
- أثبتت كل من الدراسة التحليلية والقياسية انعدام اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي في الدول المغربية محل الدراسة، يمكن تبرير ذلك بتركيز سلطات هذه الدول على القطاعات الحقيقية أكثر من تركيزها على القطاع المالي بل وإعطاء هذه الأخيرة درجة ثانوية وامتدنية من الاهتمام؛

- التنمية السريعة لأسواق الأوراق المالية تفضي إلى تحقيق تنمية اقتصادية في الدول المغاربية محل الدراسة، كما تعمل هذه الأخيرة على تطوير وتوسيع دور هذه الأسواق، وبالتالي فإن العلاقة بين التنمية الاقتصادية وأسواق الأوراق المالية طردية في الاتجاهين؛

- يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تلعب دورا مهما في تزويد أسواق الأوراق المالية المغاربية بأدوات مكيّفة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فتطبيقها سوف يسمح بإيجاد بدائل تمويلية للمنتجات التقليدية باعتبارها وسيلة للإبداع والتطوير حيث توفر هذه الأدوات المالية الإسلامية حلول مالية مبتكرة لمشكلة السيولة والتمويل.

ثالثا- توصيات الدراسة: من خلال ما سبق يمكن طرح بعض التوصيات من بينها ما يلي:

- بناء استراتيجية تنمية تتلاءم مع واقع الدول المغاربية محل الدراسة، وفقا للبيان الاقتصادي لها والنظام الاجتماعي والسياسي المتبع، بالإضافة إلى ضرورة الاستفادة من الإسهامات والتجارب السابقة في مجال التنمية الاقتصادية، وتوفير مستلزمات البيئة الملائمة والاستقرار السياسي والمشاركة الفاعلة للدولة من أجل إنجاح الأهداف التنموية المراد الوصول إليها؛

- ضرورة التكامل بين خطط تنمية الموارد البشرية والخطط التنموية، وإعطاء العنصر البشري أهمية كبرى باعتباره استثمارا طويلا الأجل، وهو العنصر المجدد لعملية التنمية الاقتصادية، فالعنصر البشري يمثل شرطا أساسيا لتحقيق تنمية اقتصادية مستدامة؛

- العمل على نشر الوعي الاستثماري بشكل يكفل تشجيع المدخرين على الاستثمار بأسواق الأوراق المالية، واستمرار الحكومات المغاربية في تشجيع واعتماد على هذا النوع من البدائل التمويلية في تمويل مشروعاتها التنموية، وذلك عن طريق وضع حزمة من القوانين والتشريعات، وهذا لا يكفل استقطاب المدخرات المحلية فحسب، بل أيضا رؤوس الأموال الأجنبية التي تبحث عن فرص ملائمة للاستثمار خصوصا بعد تنامي مظاهر عوامة أسواق المال؛

- لأجل إنعاش البورصة الجزائرية في هذه المرحلة الحساسة للاقتصاد الجزائري يجب التركيز على إجراء عملية تقييم شاملة لواقع السوق المالية في الجزائر ومدى تأثيرها في العملية الاقتصادية، من أجل صياغة إصلاحات تتلائم مع هذا الواقع، وإقناع المتعاملين والشركات بدخول البورصة دون أي عملية اصلاح لهذه المؤسسة في حد ذاتها يعد أمر غير ممكن خاصة وأن أغلب المؤسسات وحتى جمهور المواطنين ليس لديهم ثقة في البورصة ولا يملكون ثقافة الأسواق المالية؛

- في ظل هذه الظروف الحالية التي تتميز بانخفاض أسعار البترول والعجز المسجل على مستوى الخزينة العمومية ونقص السيولة في البنوك على الشركات والمؤسسات والمتعاملين الاقتصاديين التوجه نحو البورصة التي تعد بديل للتمويل، ويتحقق ذلك من خلال تحسيس المؤسسات التي تتوفر فيها الشروط وتثقيف المدخرين لمساعدة المؤسسات الجزائرية

على الاندماج في البورصة، لأن غياب الثقافة البورصية في الجزائر زادت من تدهور هذه المؤسسة المالية، لذا يجب تطوير هذه السوق نظراً لأهميتها في العملية الاقتصادية، ذلك من خلال:

- ضرورة تحقيق مرونة في التشريعات التي تحكم وتضبط التعاملات المالية في القطاع المالي بشكل يعطي فرصة لظهور أساليب تمويلية جديدة ونموها وتطورها بالشكل الذي يحقق قيمة مضافة للاقتصاد؛
- تفعيل وتدعيم الأنظمة المعلوماتية لأسواق الأوراق المالية، من خلال اعتماد أنظمة فعالة للتداول الإلكتروني؛
- العمل على تنويع الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية المغاربية، والتحول الكامل والسريع للعمل بمقتضى الشريعة الإسلامية، فقد أثبت التمويل الإسلامي نجاعته في مواجهة الأزمات لابتعاده عن الفائدة والربا؛
- العمل على ضرورة الإسراع في إصدار قانون خاص بالصكوك الإسلامية، يسمح بتداول هذا النوع من المعاملات في بورصة الجزائر، إذا أرادت السلطات تنشيط هذه المؤسسة المالية؛
- تشجيع مؤسسات القطاع الخاص على دخول أسواق الأوراق المالية لما يمكن أن تلعبه من أدوار أساسية في تنشيط هذه الأسواق، لذا يجب مراجعة شروط دخولها وتوفير التسهيلات اللازمة لذلك؛
- ضرورة استقطاب الأموال المتداولة خارج الحلقة الرسمية، من خلال طرح صكوك التمويل الإسلامي في أسواق الأوراق المالية خاصة وأن التعامل وفق هذه الصيغ أضحى أكثر من ضرورة بالنظر لعزوف الكثير من المدخرين على وضع أموالهم بأسواق الأوراق المالية، فشلت حكومات الدول المغاربية في استعادتها من خلال التحفيزات التي انتهجتها؛
- حتمية إقامة سوق أوراق مالية مغاربية مشتركة قادرة على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، ذلك من خلال الاستفادة من التجارب العالمية في مجال تكامل البورصات.

رابعاً- آفاق الدراسة: بعد دراسة هذا الموضوع ومناقشة أهم نتائجه، فإن هذه النتائج نفسها تطرح إشكاليات جديدة قد تكون مواضيع لبحوث في المستقبل:

- دراسة التأثير القائم بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية المغاربية بطرق أخرى مثل نماذج بانل؛
- دور بورصة الأوراق المالية الخضراء في تمويل الاقتصاد دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة دراسة دور الصكوك الإسلامية الخضراء في تمويل التنمية الاقتصادية؛
- بحث عن إعطاء رؤية مستقبلية حول التوجه نحو إنشاء سوق أوراق مالية مغاربية مشتركة؛
- تأثير ربحية الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية؛
- دور التنمية المعلوماتية في تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

قائمة المراجع

أولا- الكتب

1- باللغة العربية

- إبراهيم متولي حسن المغربي، الأثار الاقتصادية للتمويل بالعجز، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010.
- أحمد رمضان نعمة الله وآخرون، التنمية الاقتصادية ومشكلاتها (مشاكل الفقر، التلوث البيئي، التنمية المستدامة)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.
- أحمد يوسف دودين، التنمية الإدارية والاقتصادية في الوطن العربي (نظريا وتطبيقيا)، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- إسماعيل محمد بن ناقة، اقتصاد التنمية (نظريات- نماذج- استراتيجيات)، دار أسامة، عمان، الأردن، 2012.
- إيمان عطية ناصف وعلى عبد الوهاب نجأ، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق (النظريات الاستراتيجية، التمويل)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007.
- جيلاني جلاطو، الإحصاء التطبيقي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
- حسام علي داود وخالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2013.
- حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كتب عربية، 2012.
- حسين علي بخيت وسحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009.
- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2009.
- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2012.
- زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الاسكندرية، مصر، 2007.

- سامر علي عبد الهادي، التمويل الخارجي وأثره على الفجوات الاقتصادية، دار الأيام، عمان، الأردن، 2015.
- سعد طه علام، التنمية والمجتمع، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر، 2006.
- سعد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار طيبة، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2004.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق (دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية)، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009.
- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟، دار الراية، عمان، الأردن، 2012.
- شوقي بوقبة، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية (دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة)، عالم الكتب الحديث، أريد، الأردن، 2013.
- صادق راشد الشمري، الصناعة المصرفية الإسلامية، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2014.
- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2010.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم-إدارة المخاطر- المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- الطيب داودي، الاستراتيجية الذاتية لتمويل التنمية الاقتصادية، دار الفجر، القاهرة، مصر، 2008.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك-منشآت التأمين- البورصات)، المكتبة العصرية، القاهرة، مصر، 2009.
- عبد العليم نجاح عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية وأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث، أريد، الأردن، 2014.
- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.

- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- عبد اللطيف مصطفى وعبد الرحمن سانية، دراسات في التنمية الاقتصادية، مكتبة حسين العضوية، بيروت، لبنان، 2014.
- عبد الله خبابة، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2014.
- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008.
- عدنان داود العذاري وصادق علي الجبوري، الاقتصاد القياسي (نظرية وحلول)، دار جرير، عمان، الأردن، 2010.
- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2006.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، عمان، الأردن، 2007.
- عصام عمر مندور، التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتغيير الهيكلي في الدول العربية (المنهج-النظريات-القياس)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
- علاء إبراهيم عبد المعطي، أذون وسندات الخزانة العامة (دراسة مقارنة)، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2016.
- علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي ومكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2012.
- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، الأردن، 2015.
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006.
- فيصل محمود الشواوره، بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، عمان، الأردن، 2008.
- كامل دريد آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2015.
- كامل دريد آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012.

- كامل علاوي كاظم وحسن لطيف الزبيدي، القياس الاقتصادي (النظرية والتحليل)، دار صفاء، عمان، الأردن، 2011.
- كمال سلطان محمد سالم، الاقتصاد القياسي، مكتبة الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2014.
- مازن حسن باشا، التمويل الخارجي وأثره على الهيكلة في القطاعات الاقتصادية، دار الأيام، عمان، الأردن، 2014.
- محمد الصالح قادري، المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2014، ص 46.
- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد، عمان، الأردن، 2012.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
- محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
- محمد عبد العزيز عجمية ومحمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية (مفهومها، نظريتها، سياساتها)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006.
- محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها وتطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2010.
- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010.
- محمود علي الشرقاوي، النمو الاقتصادي وتحديات الواقع، دار غيداء، عمان، الأردن، 2016.
- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية - نظريات وسياسات وموضوعات -، دار وائل، عمان، الأردن، 2007.

- مصطفى كمال السيد، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2009.
- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2015.
- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف، الاسكندرية، مصر 2003.
- مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، دار إثراء، عمان، الأردن، 2010.
- نزار كاظم الخيطاني وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية (الإطار العام وأثرها على السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي)، الطبعة الثانية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2015.
- نوري موسى شقيري وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012.
- نوري موسى شقيري، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2015.
- هایل عبد المولى طشطوش، المشروعات الصغيرة ودورها في التنمية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2012.
- واين نافزيجر، التنمية الاقتصادية، ترجمة هبة عز الدين حسين وياسر عز الدين حسين، دار حميثرا، القاهرة، مصر، 2018.
- وليد إسماعيل السيفة وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، دار الأهلية، عمان، الأردن، 2006.
- وليد بشيشي وسليم مجلخ، دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة ولبنان، 2017.

2- باللغة الأجنبية

- André farber et al, **finance**, Pearson éducation, France, 2004.
- D.Morissette, **Valeurs mobilières et gestion de portefeuille**, 3^{ème} édition, Les éditions SMG, Québec, canada, 2002.
- Eric DOR, **Econométrie**, PEARSON Education, France, 2009.
- Frederic Mishkin, **Monnaie, Banque et marchés financiers**, 8^{ème} édition, Pearson Education, Paris, France, 2007.
- Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, Financial Markets**, 7th edition, Pearson Addison-Wesley, Boston, 2004.

- Patrice Vizzavona, **Marchés financiers**, 2^{ème} édition, Atol editions, Neuilly-sur-seine, France, 2002.
- Régis Bourbonnais, **Économétrie : Manuel et exercices corrigés**, 8^e édition, Dunod, Paris, France, 2011.
- Sébastien bossu, Philippe Henrotte, **finance des marché: technique quantitatives et applications pratique**, dunod éducation, Paris, France, 2008.
- Yves simon et Delphine Lautier, **Techniques financières Internationales**, 8^e édition, economica, Paris, France, 2003.
- Didier Davydoff, **Les indices Boursiers**, Economica, Paris, France, 1998.
- R.Brealey & S.Myers, **Principes de Gestion Financiere**, 7^e édition, Pearson Education, France, 2003.
- Régis Bourbonnais, **Économétrie : Manuel et exercices corrigés**, 9^e édition, Dunod, Paris, France, 2015.

ثانيا- الأطروحات والرسائل

- أسماء عدة، أثر الانفاق العمومي على النمو الاقتصادي في الجزائر، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة وهران 2، الجزائر، 2016.
- إيمان رحال، تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل الاقتصاد (خلال الفترة 2005-2015)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2017.
- بلال شينحي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010.
- بومدين نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2015.
- جميلة معلم، تجارب التنمية في الدول المغربية والاستراتيجيات البديلة (دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2017.
- الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.

- حسية زايدى، فعالية إعادة تدوير الأموال البترولية في التنمية الاقتصادية (دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 1970-2012)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
- حولة مناصرية، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1999-2014)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- خيرة بلحمري، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت، تونس، وفلسطين خلال الفترة 2007-2014)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016.
- دمدم زكرياء، الإصلاحات الاقتصادية في دول المغرب العربي (تونس-الجزائر-المغرب)، مذكرة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015.
- راضية اسمهان خراز وعبد الوهاب بلمهدي، دورسياسات الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية في تحقيق التنمية المستدامة (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001-2012)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2012.
- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2011.
- ريمة ذهبي، الاستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013.
- سارة عبدلي، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.
- سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2016.

- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية (دراسة حالة بعض الدول العربية)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2006.
- سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال (دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.
- عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الأوراق المالية الأردنية)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، الجزائر، 2016.
- عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012.
- عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر)، رسالة ماجستير، غير منشورة، قسم العلوم التجارية، جامعة تبسة، الجزائر، 2006.
- عقبة خضير، أثر الاستثمار غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الدوحة)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013.
- مختار عيواج، بورصة الأوراق المالية ودورها في خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2013.
- مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال (دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.

- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
- نسرين بوتة، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة (دراسة لواقع التجربة المغربية)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
- نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر- المغرب- تونس- الأبعاد والآفاق، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014.

ثالثا- المقالات

1- باللغة العربية

- أحلام برحايلى وزبير عياش، أثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 01، المجلد 04، جامعة سطيف، الجزائر، 2018.
- إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 23، المجلد 08، جامعة تكريت، العراق، 2011.
- بومدين نورين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 10، المجلد 05، جامعة البصرة، العراق، 2013.
- حاكمي بوحفص، الإصلاحات والنمو الاقتصادي في شمال إفريقيا (دراسة مقارنة بين الجزائر، المغرب، تونس)، مجلة اقتصاديات إفريقيا، العدد 07، المجلد 05، جامعة الشلف، الجزائر، 2009.
- حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 04، المجلد 02، جامعة ورقلة، الجزائر، ديسمبر 2013.
- خالد عيجولي، متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 27، المجلد 02، جامعة الخلفة، الجزائر، أوت 2016.
- ربيعة عبو ونبيل بوفليح، دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية (مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي)، مجلة أبعاد اقتصادية، العدد 01، المجلد 07، جامعة بومرداس، الجزائر، جوان 2017.
- ربيعة عبو ونبيل بوفليح، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 02، المجلد 01، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، سبتمبر 2017.

- زكرياء دمدوم، الإصلاح الاقتصادي من خلال استراتيجية دعم النمو قراءة في مخططات التنمية المغربية (2000-2012)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 09، المجلد 03، جامعة الوادي، الجزائر، 2016.
- سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، العدد 31، المجلد 02، جامعة قسنطينة، الجزائر، جوان 2009.
- سعاد يوسف وعبد السلام مخلوفي، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 01، المجلد 03، جامعة سطيف، الجزائر، مارس 2017.
- الشريف ريجان وإيمان بومود، أسواق الأوراق المالية الناشئة وعلاقتها بتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، جامعة القدس، العدد 34، المجلد 01، فلسطين، أكتوبر، 2014.
- الشريف ريجان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر: رهانات وتحديات التنمية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والإجتماعية، العدد 02، المجلد 19، جامعة عنابة، الجزائر، جوان 2013.
- صلاح الدين شريط وحجيلة بن وارث، فعالية المناخ الاستثماري وأثره في سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، المجلد 10، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017.
- طارق خاطر وسمية بلقاسمي، تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (1999-2013)، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 02، المجلد 06، جامعة باتنة 1، الجزائر، ديسمبر 2016.
- عباد شريط وحلول ياسين بن الحاج، أداء الاقتصاد الوطني من خلال البرامج التنموية (البرنامج الخماسي 2010-2014 نموذجاً)، العدد 01، المجلد 06، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البلدية 2، الجزائر، ديسمبر 2015.
- عبد الغفار غطاس ومحمد زوزي، أثر تحرير التجارة الخارجية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1980-2011)، مجلة الباحث، العدد 15، المجلد 15، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015.
- عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، تفعيل دور بورصة الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي (دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية من 1988 إلى 2013)، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 01، المجلد 02، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- عبد الوهاب شمام وعمار زودة، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 02، المجلد 02، جامعة ميلة، الجزائر، ديسمبر 2016.

- عبد الوهاب شمام، طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مجلة آفاق للعلوم، العدد 02، جامعة الجلفة، الجزائر، 2016.
- عبد الوهاب شمام، طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مجلة آفاق للعلوم، العدد 02، المجلد 01، جامعة الجلفة، الجزائر، 2016.
- علي بوعبد الله، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، المجلد 09، جامعة المسيلة، الجزائر، 2015.
- علي طالم وبومدين فيلاي، إشكالية التنمية الاقتصادية في الجزائر (دراسة تحليلية تقييمية)، العدد 02، المجلد 04، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدية، الجزائر، جوان 2016.
- عمار زيتوني، التمويل التضخمي وأهميته في الدول النامية، مجلة الإحياء، العدد 01، المجلد 07، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2005.
- عمر عبو وآخرون، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 01، المجلد 01، جامعة المسيلة، الجزائر، مارس 2017.
- عيسى شقبقب وأزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 01، المجلد 07، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016.
- فاطمة الزهراء بن شعيب وسيف الجين، إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر (الفعالية والأداء)، مجلة المالية والأسواق، العدد 03، المجلد 02، جامعة مستغانم، الجزائر، ص 124.
- كمال مطهري، رهان الانتقال من الإقتصاد الغير الرسمي إلى الإقتصاد الرسمي (تجارب دولية ومحلية)، المجلة الجزائرية للمالية العامة، العدد 06، المجلد 06، جامعة تلمسان، الجزائر، ديسمبر 2016.
- محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية (الواقع والتحديات ومناهج التطوير)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 02، المجلد 04، غرداية، الجزائر، 2012.
- محمد عثمان مختار، الاستثمار الأجنبي المباشر ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية في السودان خلال الفترة (2000-2012)، مجلة أماراباك، العدد 13، المجلد 4، جامعة قطر، قطر، 2013.
- محمد عدنان بن الضيف وعبيد مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، العدد 01، المجلد 02، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2016.

- محمد فرحي وأشواق بن قدور، أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم -دراسة قياسية سوق نيويورك للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، العدد 29، المجلد 13، جامعة أدرار، الجزائر، جوان 2014.
- مختار حميدة، النخصصة عن طريق أواق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، مجلة الباحث، العدد 07، المجلد 07، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010.
- مصطفى العراي وسعدية حمو، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد (ماليزيا أنموذجا)، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 01، المجلد 03، جامعة سطيف، الجزائر، مارس 2017.
- مغنية موسوس، ضبط الاقتصاد غير الرسمي في الجزائر لزيادة إيرادات الخزينة العامة، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 02، المجلد 04، جامعة الشلف، الجزائر، 2018.
- نبيلة عرقوب، أثر الإصلاحات الاقتصادية على النمو الاقتصادي في الجزائر (دراسة قياسية للفترة 1980-2010)، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 28، المجلد 2، جامعة المسيلة، الجزائر، ديسمبر 2013.
- نور الهدى دحماني، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 37، المجلد 01، جامعة القدس، فلسطين، أكتوبر 2015.
- يونس الزين وأحمد نصير، الإصلاحات الاقتصادية في تونس وانعكاساتها على مستوى التشغيل والبطالة للفترة (1986-2016)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 34، المجلد 17، جامعة زيان عاشور، الجزائر، 2018.

2- باللغة الأجنبية

- Mohamed masoud Najeb, **The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth**, International Journal of Economics and Financial Issues, international academic, Vol 03, N 04, available at: www.econjournals.com
- Vahid Puryan, **The Causal Relationship between Economic Growth, Banking Sector Development and Stock Market Development in Selected Middle-East and North African Countries**, International Journal of Economics and Financial Issues, N03, Vol 07, international academic, 2017, available at: www.econjournals.com.

رابعاً- الملتقيات

1- باللغة العربية

- براهيم زرزور وعبد الحميد حفيظ، كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "التسويق الإسلامي"، جامعة ألانيا، تركيا، 3-5 ماي 2017.
- ساسية عنابي وسمية سردي، تقييم فعالية برنامج الإنعاشي تحسين أداء الاقتصاد الجزائري للفترة (2001-2012)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لاستقطاب الاستثمارات البديلة لمحروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 28-29 أكتوبر 2013.
- صالح مفتاح وفريدة معارفي، دور البورصة التمويلي -مع الإشارة إلى حالة الجزائر-، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الثاني حول "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، جامعة أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007.
- صالح مفتاح، تطور الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال إلى إصلاحات التحول نحو اقتصاد السوق، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني حول "الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر والممارسة التسويقية"، المركز الجامعة بشار، الجزائر، 20-21 أبريل 2004.
- صافية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي-3 جوان 2009.
- عاشور كنوش وبن علي بلعوز، دراسة لتقييم انعكاس الإصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 29-30 ديسمبر 2004.
- عبد القادر بودي وأحمد بوسهمين، ماهية بورصة الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الثاني حول "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، جامعة أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007.

- أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدول حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 21-22 أكتوبر 2009.
- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
- العيفة عبد الحق وزاهرة بني عامر، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية في الجزائر، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر، 5-6 ماي 2014.
- كريمة حاجي والهاشمي بنواضح، دور الدولة في ظل اقتصاد السوق مع إشارة للتجربة الجزائرية (2001-2014)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لإستقطاب الإستثمارات البديلة للمحروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 28-29 أكتوبر 2013.
- لخضر لقيطي وعزوز مخلوفي، برنامج التنمية الخماسي 2010-2014 والتنمية المستدامة، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لإستقطاب الإستثمارات البديلة لمحروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 28-29 أكتوبر 2013.
- محمد جعفر هني وأحمد مداني، التصكيك الإسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان في الجزائر، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر، 5-6 ماي 2014.
- محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى العالمي الثالث حول "الاقتصاد الإسلامي"، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، مارس 2003.
- نوال بن لكحل وتغريد الأغا، أداء أسواق الأوراق المالية المغربية (دراسة مقارنة بين المغرب، تونس، الجزائر)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثالث للصناعة الإسلامية حول "إشكالية إدماج

المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، الجزائر، 12-13 أبريل 2016.

- وليد العايب ولحو موسى بوخاري، إشكالية استخدام المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر في ظل الأزمات (دراسة مقارنة بين المشتقات المالية التقليدية والصكوك الإسلامية)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014.

2- باللغة الأجنبية

- Nawel Benlakehal, **Les marchés financiers maghrébins (croissance et contraintes)**, 2^{ème} Conférence Internationale en Economie-Gestion & Commerce International, Monstir, Tunisie, 23-25 Décembre 2014.

خامسا- التقارير

1- باللغة العربية

- التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر، المتاحة على الموقع: www.cosob.org.
- صندوق النقد العربي، إحصائيات القطاع غير الرسمي في الدول العربية، نوفمبر 2017.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2004، النشرة الفصلية الربع الأول 2006.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات من 2005 إلى 2018.

2- باللغة الأجنبية

- Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB : COMMISSION D'ORGANISATION ET DE SURVEILLANCE DES OPÉRATIONS DE BOURSE), Rapport Annuel 2014.
- Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2017.
- Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2006.

- Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013.
- Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2017.
- Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013.
- Bourse de casablanca, Rapporte Annuelle 2017.
- Conseil du marché financier (bvmt), Rapport Annuel 2012, Tunis, 2012.
- Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, <http://www.sgbv.dz>, Rapport d'Activité 2010, Mars 2011.

سادسا- المخططات والجرائد

1- باللغة العربية

- مخطط عمل الحكومة الجزائرية، بوابة الوزير الأول، ماي 2014.
- وزارة التنمية والتعاون الدولي، وثيقة حول: الثاني عشر للتنمية (2011-2014)، المجلد الأول، تونس، 2009.
- وزارة التنمية والتعاون الدولي، وثيقة حول: الثاني عشر للتنمية (2011-2014)، المجلد الثاني، تونس، 2009.
- وزارة التنمية والاستثمار والتعاون الدولي، وثيقة حول: التوجيهية لمخطط التنمية (2016-2020)، تونس، 2013.
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012، العدد 41، 15 جويلية 2012.
- مخطط عمل الحكومة الجزائرية، بوابة الوزير الأول، سبتمبر 2017.

2- باللغة الأجنبية

- Ministère de la Prévision Economique et du Plan, Royaume du Maroc, **Le Plan de Développement économique social (2000-2004)**, Les orientations et les perspectives globales de développement économique et social, Volume1.

سابعا- الاشارات

1- باللغة العربية

- بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 167/08، المؤرخ في 2008/10/4، متعلق بالمعايير المعتمدة للتسعير.
- بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 196/08، المؤرخ في 2008/10/17، متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكتل.
- بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 195/08، المؤرخ في 2008/10/22، متعلق بطرق احتساب الحجم الأدنى للكتل.

2- باللغة الأجنبية

- Notice D'information Pour Emission Obligataire Grand Public SPA.DAHLI, visa COSOB N° 08-03 Du 11november 2008.
- Notice D'information, **EMPRUNT OBLIGATAIRE SONELGAZ**, Visa COSOB, N° 06 /01 du 26 Avril 2006, Mai 2006.

ثامنا- مواقع الانترنت

1- باللغة العربية

- أبو عبد الرحمان، بورصة الجزائر واقعها وآفاقها، متاح على الرابط:

www.t1t.net/vb/archive/index.php/t-11732.htm.

<https://data.albankaldawli.org>

- البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية،

www.bvmt.com

- بورصة تونس، دليل الأدوات المالية، أكتوبر 2012، متاح على:

- جلال خشيب، النمو الاقتصادي (مفاهيم ونظريات)، شبكة الألوكة، متاح على الموقع:

www.alukah.net

<https://ar.knoema.com/atlas>

- قاعدة بيانات Knoema،

- مريم الخياري، النموذج التنموي المغربي خلال نصف قرن بين الطموح الدالي والإكراهات الخارجية، مركز إدريس الفاخوري للدراسات والأبحاث في العلوم القانونية، وجدة، المغرب، متاح على الرابط:

<https://www.marocdroit.com>

- المملكة المغربية، وزارة الثقافة والاتصال، متاح على الرابط: <http://www.maroc.ma/ar/conten>

- المملكة المغربية، وزارة الصناعة والإستثمار والتجارة والإقتصاد الرقمي، متاح على الرابط:

<http://www.mcinet.gov.ma/ar/content/>.

2- باللغة الأجنبية

- Site officiel de de la "COSOB", <https://www.cosob.org>.
- Site officiel de la " Bourse de casablanca", www.casablanca-bourse.
- Site officiel de la "Banque Centrale de Tunisie", www.bct.gov.tn.
- Site officiel de la "Bourse du tunis", www.bvmt.com.
- Site officiel de la "L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux", www.ammc.ma.
- Site officiel de la "SGBVM: La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières", <http://www.sgbv.dz>.
- Site officiel de la "Tunisie Clearing", www.tunisieclearing.com.

قائمة الملحق

الملاحق رقم (01) - مضمون البرنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009) الوحدة: مليار دج:

النسبة	المبلغ	القطاعات
45.4%	1,908.5	أولاً- برنامج تحسين ظروف معيشة السكان
	555.0	السكن والعمران
	141.0	التعليم العالي والبحث العلمي
	200.0	التربية الوطنية
	58.5	التكوين والتعليم المهنيين
	85.0	الصحة والسكان
	127.0	الموارد المائية (تزويد السكان بالماء)
	60.0	الشباب والرياضة
	16.0	الثقافة
	65.0	الطاقة (إيصال الغاز والكهرباء إلى البيوت)
	95.0	التشغيل والتضامن الوطني
	19.1	الاتصال (تطوير الإذاعة والتلفزيون)
	10.0	الشؤون الدينية
	26.4	تهيئة الإقليم والبيئة
	200	البرامج البلدية للتنمية
	100.0	تنمية مناطق الجنوب
	150.0	تنمية مناطق الهضاب العليا
40.5%	1,703.1	ثانياً- برنامج تطوير المنشآت الأساسية
	700.0	النقل
	600.0	الأشغال العمومية
	393.0	الموارد المائية السدود والتحويلات
	10.15	تهيئة إقليم
8.0%	337.2	ثالثاً- برنامج دعم التنمية الاقتصادية
	300.0	الزراعة وال-تنمية الريفية
	13.5	الصناعة
	12.0	الصيد البحري والموارد الصيدلانية
	4.5	ترقية الاستثمار
	3.2	السياحة
	4.0	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية
4.8%	203.9	رابعاً- تطوير الخدمة العمومية وتحديثها
	34.0	العدالة
	64.0	الداخلية
	65.0	المالية
	2.0	التجارة
	16.3	البريد وتكنولوجيا الإعلام والاتصال
	22.6	قطاعات الدولة الأخرى

1.1%	50.0	خامسا- برنامج التكنولوجيا الحديثة للإعلام والاتصال
100%	4,202.7	مجموع البرنامج الخماسي 2009-2005

المصدر: ساسية عنابي وميمية سريدي، مرجع سابق، ص ص 6-7 .

الملحق رقم (02) - مضمون برنامج دعم النمو الاقتصادي (2010-2014) الوحدة: مليار دج:

النسبة (%)	المبالغ المخصصة	البرامج
44.35	10201	برامج التنمية البشرية
	3700	- السكن؛
	619	- الصحة؛
	852	- التربية؛
	1046	- التعليم العالي والتكوين المهني؛
	1800	- تحسين إمكانيات وخدمات الجماعات المحلية؛
	379	- قطاع العدالة؛
	1130	- قطاع الشباب والرياضة؛
	356	- البحث العلمي والتكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال؛
	319	- باقي القطاعات.
40.42	9295	تطوير المنشآت القاعدية الأساسية وتحسين الخدمة العمومية
	3100	- قطاع الأشغال العمومية؛
	2800	- النقل؛
	2000	- قطاع المياه؛
	500	- تهيئة الإقليم والبيئة؛
	895	- قطاع الجماعات المحلية والأمن الوطني والحماية المدنية.
15.22	3500	برامج دعم تنمية الاقتصاد الوطني
	1000	- التنمية الفلاحية والريفية؛
	2000	- التنمية الصناعية؛
	150	- دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
	350	- التشغيل.

المصدر: لخضر لقيطي وعزوز مخلوئي، برنامج التنمية الخماسي 2010-2014 والتنمية المستدامة، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لإستقطاب الإستثمارات البديلة لمخروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 28-29 أكتوبر 2013، ص 10.

الملحق رقم (03) - تطور مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000 - 2018)

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشر
137.21	171.00	134.98	117.03	103.20	85.33	67.86	56.76	54.74	54.79	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)
3868.83	4905.25	3935.18	3464.61	3100.12	2598.91	2094.34	1774.03	1732.86	1757.02	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (دولار)
5.73	4.86	3.67	2.31	1.38	3.96	4.27	1.42	4.23	0.34	التضخم -متوسط أسعار المستهلك-
0.43	33.95	30.35	28.92	21.18	-	-	-	-	-	رصيد الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)
48.53	82.03	63.53	57.12	48.72	34.17	25.96	20.15	20.09	23.05	إجمالي الصادرات (سلع وخدمات، مليار دولار)
49.33	49.10	33.57	25.65	24.84	21.88	16.02	14.55	12.05	11.39	إجمالي الواردات (سلع وخدمات، مليار دولار)
5.46	3.68	4.61	5.26	17.42	27.41	36.35	42.23	42.83	48.92	الدين الخارجي (% من إجمالي الناتج المحلي)
35.46	34.86	34.30	33.78	33.28	32.83	32.40	31.99	31.59	31.18	عدد السكان (مليون نسمة)
10.16	11.33	13.79	12.27	15.27	17.65	23.72	25.90	27.30	29.77	معدل البطالة (% من إجمالي اليد العاملة)
0.72	0.71	0.71	0.70	0.69	0.68	0.67	0.66	0.65	0.64	مؤشر التنمية البشرية
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	المؤشر	
180.69	170.37	159.05	165.87	213.81	209.75	209.06	200.02	161.21	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دولار)	
4278.85	4123.39	3916.88	4160.22	5466.43	5471.12	5565.12	5432.41	4463.39	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (دولار)	
4.27	5.59	6.40	4.78	2.92	3.25	8.89	4.52	3.91	التضخم -متوسط أسعار المستهلك-	
-	-22.06	-26.18	-27.2	-9.51	1.19	12.09	17.67	12.22	رصيد الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)	
-	37.93	33.40	38.46	64.41	69.66	77.12	77.58	61.98	إجمالي الصادرات (سلع وخدمات، مليار دولار)	
-	56.13	56.10	60.62	68.26	63.77	59.61	57.38	50.66	إجمالي الواردات (سلع وخدمات، مليار دولار)	

-	3.39	3.59	2.91	2.64	2.56	2.69	3.06	4.51	الدين الخارجي (% من إجمالي الناتج المحلي)
42.22	41.31	40.61	39.87	39.11	38.34	37.56	36.82	36.11	عدد السكان (مليون نسمة)
12.15	10.13	10.20	11.20	10.60	9.82	10.97	9.96	9.96	معدل البطالة (% من إجمالي اليد العاملة)
-	0.75	0.75	0.75	0.75	0.74	0.74	0.74	0.73	مؤشر التنمية البشرية

المصدر: إعداد الطالبة استنادا إلى:

- البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية، <https://data.albankaldawli.org>، 2018/07/01، 14:5.

- قاعدة بيانات Knoema، <https://ar.knoema.com/atlas>، 2019/07/29، 12:36.

الملحق رقم (04) - تطور مؤشرات أداء الاقتصاد التونسي خلال الفترة (2000-2018)

المؤشر	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)	21.47	22.07	23.14	27.45	31.18	32.27	34.38	38.91	44.86	43.45
نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (دولار)	2213.91	2254.93	2346.06	2761.97	3112.84	3194.56	3371.71	3778.18	4310.09	4129.98
التضخم -متوسط أسعار المستهلك-	2.96	1.98	2.72	2.71	3.63	2.02	4.49	3.42	4.92	3.52
رصيد الحساب الجاري (مليار دولار)	0.82-	0.84-	0.74-	0.73-	0.44-	0.29-	0.61-	0.91-	1.71-	1.23-
إجمالي الصادرات (سلع وخدمات، مليار دولار)	8.49	9.45	9.44	10.84	13.17	14.50	15.82	19.88	25.20	19.92
إجمالي الواردات (سلع وخدمات، مليار دولار)	9.21	10.31	10.31	11.78	13.95	14.63	16.47	20.62	26.57	21.09
الدين الخارجي (% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي)	55.32	61.06	69.81	68.57	65.33	58.50	56.91	55.70	50.61	54.92
عدد السكان (مليون نسمة)	9.70	9.78	9.86	9.94	10.01	10.10	10.20	10.30	10.41	10.52
معدل البطالة (% من إجمالي اليد العاملة)	15.70	15.10	15.30	14.51	14.24	12.87	12.51	12.36	12.44	13.29
مؤشر التنمية البشرية	0.65	0.66	0.67	0.67	0.68	0.69	0.70	0.70	0.71	0.71
المؤشر	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)	44.05	45.81	45.04	46.25	47.59	43.16	42.06	40.26	39.86	

3,446.61	3,490.83	3688.65	3828.18	4270.31	4199.08	4137.55	4256.91	4140.15	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (دولار)
7.31	5.33	3.71	4.86	4.94	5.80	5.14	3.54	4.42	التضخم -متوسط أسعار المستهلك-
-	-4.08	3.69-	3.85-	4.34-	3.88-	3.72-	3.39-	2.10-	رصيد الحساب الجاري (مليار دولار)
17.39	17.64	16.99	17.55	21.69	22.08	22.25	22.60	22.24	إجمالي الصادرات (سلع وخدمات، مليار دولار)
22.35	22.58	21.48	22.27	26.92	26.39	26.40	25.91	24.35	إجمالي الواردات (سلع وخدمات مليار دولار)
-	82.76	69.04	64.99	57.46	58.07	58.56	51.87	53.53	الدين الخارجي (% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي)
11.56	11.53	11.40	11.27	11.14	11.01	10.89	10.76	10.64	عدد السكان (مليون نسمة)
15.48	15.38	15.51	15.22	15.06	15.93	17.63	18.33	13.05	معدل البطالة (% من إجمالي اليد العاملة)
-	0.73	0.73	0.73	0.73	0.72	0.72	0.72	0.72	مؤشر التنمية البشرية

المصدر: إعداد الطلبة استنادا إلى:

- البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية، <https://data.albankaldawli.org>، 2018/07/01، 17:54.

- قاعدة بيانات Knoema، <https://ar.knoema.com/atlas>، 2019/07/29، 13:15.

الملحق رقم (05)- تطور مؤشرات أداء الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2000-2018)

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشر
92.90	92.51	79.04	68.64	62.43	59.63	52.06	42.24	39.46	38.86	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)
2834.20	2884.95	2494.35	2191.48	2013.76	1948.81	1721.97	1413.76	1336.78	1332.38	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي
0.99	3.71	2.04	3.28	0.98	1.49	1.17	2.80	0.62	1.89	التضخم -متوسط أسعار المستهلك-
-4.97	-4.53	-0.12	-1.41	-1.04	-0.96	-1.58	-1.48	-1.61	-0.47	ميزان الحساب الجاري (مليار دولار)
26.01	33.06	27.33	22.48	19.28	16.72	14.32	12.21	11.13	10.41	إجمالي الصادرات
37.08	46.19	34.71	26.59	23.06	19.97	16.05	13.35	12.31	12.58	إجمالي الواردات
26.93	22.70	26.26	26.29	26.19	28.82	35.53	43.53	48.81	54.58	الدين الخارجي (% من إجمالي الناتج المحلي)

31.99	31.60	31.22	30.86	30.52	30.17	29.84	29.51	29.18	28.84	عدد السكان (مليون نسمة)
9.10	9.57	9.56	9.67	11.01	10.83	11.92	11.59	12.46	13.58	معدل البطالة من إجمالي اليد العاملة
0.61	0.60	0.59	0.59	0.58	0.57	0.56	0.55	0.54	0.53	مؤشر التنمية البشرية
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010		المؤشر
118.50	109.14	103.61	100.59	109.88	106.83	98.27	101.37	93.22		الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)
3,237.88	3007.24	2892.78	2864.09	3160.25	3111.76	2904.75	3039.92	2834.20		نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي
1.91	0.75	1.64	1.56	0.44	1.87	1.29	0.91	0.99		التضخم - متوسط أسعار المستهلك -
-6.45	-3.85	-4.53	-2.16	-6.60	-7.84	-9.57	-8.00	-3.92		ميزان الحساب الجاري (مليار دولار)
45.36	40.14	36.36	34.50	37.73	35.02	34.32	35.18	30.05		إجمالي الصادرات (السلع والخدمات، مليار دولار)
57.83	50.95	46.97	42.34	51.47	50.47	49.33	49.40	40.10		إجمالي الواردات (سلع وخدمات، مليار دولار)
-	46.46	46.43	43.55	39.93	37.26	35.14	30.03	29.65		الدين الخارجي (% من إجمالي الناتج المحلي)
36.02	35.73	35.28	34.80	34.32	33.82	33.33	32.85	32.40		عدد السكان (مليون نسمة)
9.04	9.33	9.40	9.66	9.70	9.23	8.99	8.91	9.06		البطالة (% من إجمالي القوى العاملة)
-	0.67	0.66	0.66	0.65	0.64	0.64	0.63	0.62		مؤشر التنمية البشرية

المصدر: إعداد الطالبة استنادا إلى:

- البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية، <https://data.albankaldawli.org>، 2018/07/01، 19:34.- قاعدة بيانات Knoema، <https://ar.knoema.com/atlas>، 2019/07/29، 13:45.

الملحق رقم (06) - النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري

Dependent Variable: GDP Method: Least Squares Date: 10/12/19 Time: 14:33 Sample: 2003 2018 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.534834	1.361889	5.532633	0.0002
NC	-0.070775	0.215510	-0.328406	0.7488
MC	-0.186814	0.231268	-0.807780	0.4363
VT	0.013708	0.381084	0.035972	0.9719
TR	0.282490	0.363327	0.777508	0.4533
R-squared	0.658556	Mean dependent var		4.998831
Adjusted R-squared	0.534395	S.D. dependent var		0.335015
S.E. of regression	0.228598	Akaike info criterion		0.136607
Sum squared resid	0.574830	Schwarz criterion		0.378041
Log likelihood	3.907141	Hannan-Quinn criter.		0.148971
F-statistic	5.304034	Durbin-Watson stat		1.500142
Prob(F-statistic)	0.012534			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

الملحق رقم (07) - النموذج المقدر المعدل لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري

Dependent Variable: GDP Method: Least Squares Date: 10/14/19 Time: 04:45 Sample: 2003 2018 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.567733	0.966193	7.832531	0.0000
NC	-0.069766	0.204594	-0.340999	0.7390
MC	-0.181387	0.167836	-1.080743	0.3011
TR	0.295311	0.067521	4.373638	0.0009
R-squared	0.658516	Mean dependent var		4.998831
Adjusted R-squared	0.573145	S.D. dependent var		0.335015
S.E. of regression	0.218879	Akaike info criterion		0.011725
Sum squared resid	0.574898	Schwarz criterion		0.204872
Log likelihood	3.906200	Hannan-Quinn criter.		0.021616
F-statistic	7.713581	Durbin-Watson stat		1.501576
Prob(F-statistic)	0.003909			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

الملحق رقم (08) - النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي

Dependent Variable: GDP Method: Least Squares Date: 10/13/19 Time: 18:57 Sample: 2003 2018 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.812729	0.280112	2.901441	0.0144
NC	0.420106	0.122607	3.426437	0.0057
MC	-0.108764	0.115184	-0.944258	0.3653
VT	0.270005	0.094997	2.842267	0.0160
TR	-0.176934	0.098730	-1.792090	0.1006
R-squared	0.966995	Mean dependent var		3.687436
Adjusted R-squared	0.954993	S.D. dependent var		0.162270
S.E. of regression	0.034425	Akaike info criterion		-3.649741
Sum squared resid	0.013036	Schwarz criterion		-3.408307
Log likelihood	34.19793	Hannan-Quinn criter.		-3.637378
F-statistic	80.57068	Durbin-Watson stat		2.546329
Prob(F-statistic)	0.000000			

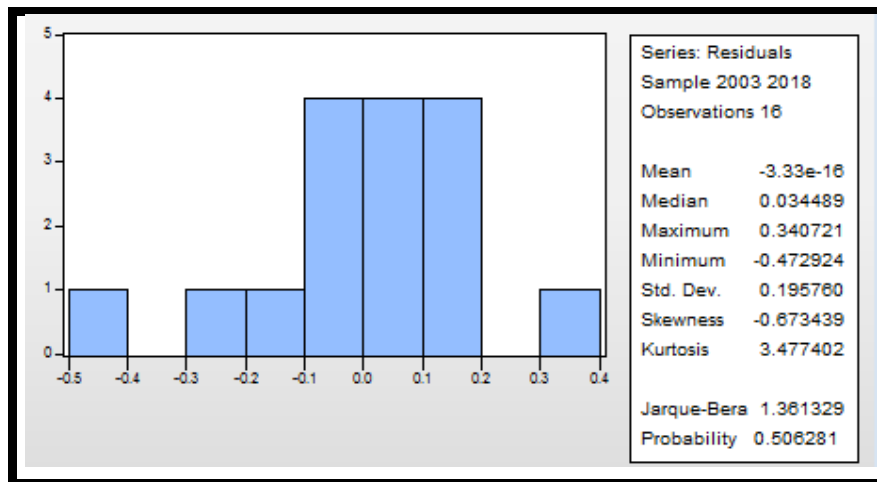
المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (09) - النموذج المقدر لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي

Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 10/13/19 Time: 19:15				
Sample: 2003 2018				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.146026	0.468503	-4.580607	0.0008
NC	1.152843	0.271082	4.252749	0.0014
MC	0.106024	0.318679	0.332696	0.7456
VT	0.014391	0.332493	0.043283	0.9663
TR	-0.234312	0.337755	-0.693732	0.5022
R-squared	0.960819	Mean dependent var	4.478974	
Adjusted R-squared	0.946571	S.D. dependent var	0.248380	
S.E. of regression	0.057412	Akaike info criterion	-2.626809	
Sum squared resid	0.036258	Schwarz criterion	-2.385375	
Log likelihood	26.01448	Hannan-Quinn criter.	-2.614446	
F-statistic	67.43670	Durbin-Watson stat	1.850066	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (10) - اختبار جاك بيرا لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (11) - اختبار مضاعف لاقترانج لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.042799	Prob. F(1,10)	0.8403
Obs*R-squared	0.068186	Prob. Chi-Square(1)	0.7940

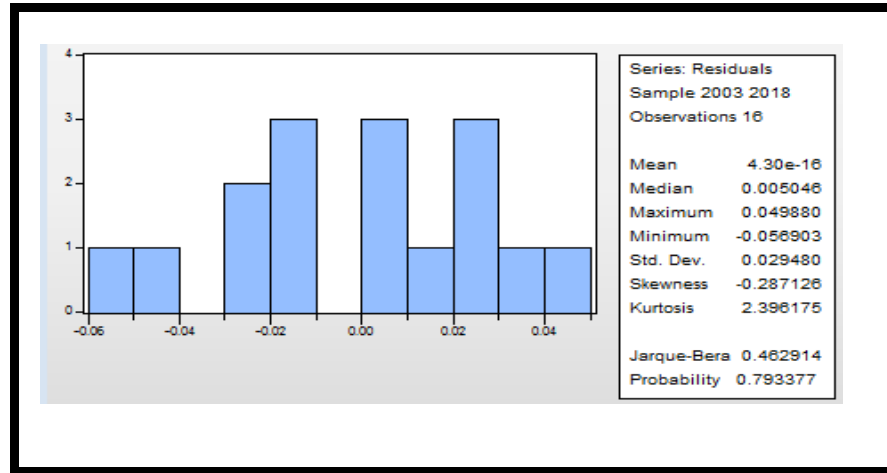
المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (12) - اختبار ARCH لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي الجزائري

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	1.392938	Prob. F(1,13)	0.2591
Obs*R-squared	1.451689	Prob. Chi-Square(1)	0.2283

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (13) - اختبار جاك بيرا لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (14) - اختبار مضاعف لاقترانج لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.975755	Prob. F(1,10)	0.3465
Obs*R-squared	1.422415	Prob. Chi-Square(1)	0.2330

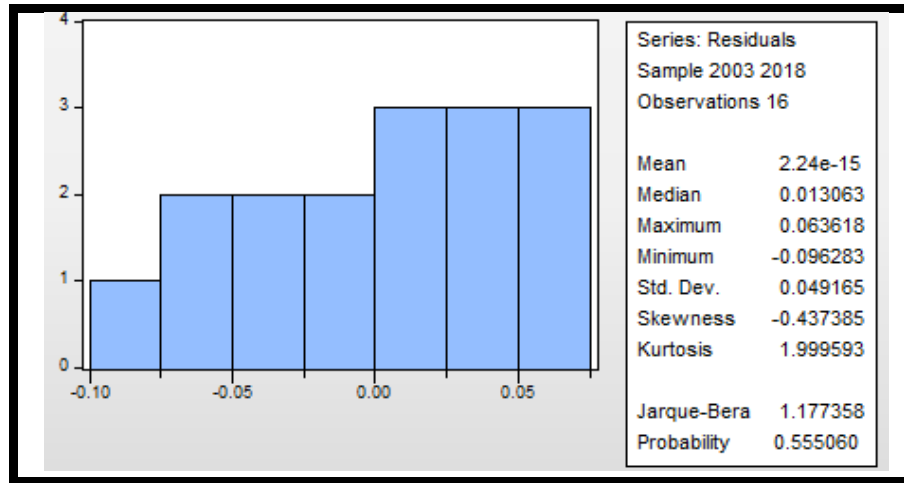
المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (15) - اختبار ARCH لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي التونسي

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	2.434208	Prob. F(1,13)	0.1427
Obs*R-squared	2.365727	Prob. Chi-Square(1)	0.1240

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الملحق رقم (16) - اختبار جاك بيرتا لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

الملحق رقم (17) - اختبار مضاعف لاقترانج لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.010973	Prob. F(1,10)	0.9186
Obs*R-squared	0.017538	Prob. Chi-Square(1)	0.8946

المصدر: مخرجات Eviews10.

الملحق رقم (18) - اختبار ARCH لأثر المؤشرات البورصية على الناتج المحلي الإجمالي المغربي

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.022065	Prob. F(1,13)	0.8842
Obs*R-squared	0.025416	Prob. Chi-Square(1)	0.8733

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.