

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 45 قالمة

08th May 45-Guelma University
UNIVERSITE 08 MAI 45 -GUELMA



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير

تخصص: نقود ومالية

الموضوع:

محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية.
دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991-2002)

من إعداد: مريمت عديلة

لجنة المناقشة:

ملاحي صالح أ.ت.ع - جامعة باتنة -
محفوظ أ.م - جامعة سطيف -
الله خير الدين أ.م - جامعة قالمة -
وسيلة أ.م.د - جامعة قالمة -
رئيسا
مقررا
مناقشا
مناقشا

السنة الجامعية: 2004/2003

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

08th May 45-Guelma University
UNIVERSITE 08 MAI 45 -GUELMA



جامعة 08 ماي 45 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير

مخصص: نقود ومالية

الموضوع:

محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية.
دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991-2002)

من إعداد: مريمت عديلة

لجنة المناقشة:

أ.د. فلاح صالح أ.ت.ع - جامعة باتنة - رئيسا
د. جبار محفوظ أ.م - جامعة سطيف - مقرر
د. معطي الله خير الدين أ.م - جامعة قالمة - مناقشا
د. حمداوي وسيلة أ.م.د - جامعة قالمة - مناقشا

السنة الجامعية : 2004/2003

التشكرات

نحمد الله ونشكره أن وفقنا وأمدنا بالقوة لإنجاز هذا البحث.

تتقدم بأسمى عبارات الشكر والعرفان من صميم الفؤاد إلى الدكتور المشرف، الأستاذ جبار محفوظ، الذي تحمل معنا مشاق البحث إلى آخر لحظة وخصّص لنا الكثير من وقته الثمين رغم كثرة إنشغالاته في إثراء البحث العلمي، حيث عمل على تزويدنا بالتوجيهات اللازمة والنصائح القيمة.

كما تتقدم بجزيل الشكر إلى لجنة المناقشة التي بذلت جهداً عظيماً في الإطلاع على هذه الرسالة لإثرائها بالنقاشات القيمة والمفيدة التي تزيد من مكانة البحث والمكونة من :

- الأستاذ الدكتور فلاح صالح.

- الدكتور معطى الله خير الدين

- الدكتورة حمداوي وسيلة

إلى كل أساتذتي خاصة الأستاذ الدكتور معطى الله خير الدين الذي كان له الفضل الكثير في إنجاح وإتمام مشوار ما بعد التدرج على أكمل وجه.

عديلة .

الأهداء

اللهم اجعل هذا العمل خالصا لوجهك

الكريم، نافعا لقارئه

أهدي ثمرة جهدي إلى:

-واللهي الكريمين ، أطلب الله في عيرهما

- إلى أختي وأخوأي

- إلى كل صديقاتي وزملائي

- إلى كل من يحبني ويهتمني

- إلى كل طالب علم .

عديلة

محتويات المذكرة

المقدمة

القسم الأول: دراسة البورصة وميكانيزماتها وعملية التنمية الاقتصادية.

1	الفصل الأول: البورصة وميكانيزماتها
2	1.I مفهوم البورصة
6	2.I أهداف السوق المالية
6	1.2.I جذب وتجنيد الادخار
8	2.2.I نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات
9	3.2.I المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والمالية
9	4.2.I قياس وضعية الاقتصاد الوطني
11	5.2.I أهداف أخرى للسوق المالية
14	3.I الأوراق المالية المتداولة
14	1.3.I الأسهم
15	1.1.3.I الأسهم العادية
18	2.1.3.I الأسهم الممتازة
19	3.1.3.I تقييم الأسهم
21	2.3.I السندات
22	1.2.3.I خصائص السندات
22	2.2.3.I أنواع السندات
23	3.2.3.I تقييم السندات
25	4.I ميكانيزمات البورصة
25	1.4.I الوسطاء الماليون
26	1.1.4.I مهام الوسطاء
27	2.1.4.I أهمية الوسطاء
27	2.4.I الأطراف المتدخلة في البورصة
27	1.2.4.I الجمهور
28	2.2.4.I المستثمرون التأسيسيون

28	 3.2.4.I المؤسسات الصناعية والتجارية
29	 4.2.4.I الدولة
29	 3.4.I العمليات التي تتم في البورصة
29	 1.3.4.I عمليات الإصدار
30	 2.3.4.I الأوامر وتكاليف تنفيذها
34	 3.3.4.I عمليات أخرى
34	 4.3.4.I تحديد الأسعار في البورصة
40	 خاتمة الفصل
41	 الفصل الثاني: التنمية الاقتصادية
42	 1.II مفهوم التنمية الاقتصادية
46	 2.II شروط دفع التنمية الاقتصادية
46	 1.2.II الموارد الطبيعية
46	 2.2.II القاعدة المحلية الذاتية
47	 3.2.II السوق
47	 4.2.II التغير الهيكلي
47	 5.2.II الموارد البشرية
49	 6.2.II رأس المال
49	 7.2.II الاستثمار
51	 8.2.II الإدارة
51	 9.2.II التجارة الالكترونية
52	 10.2.II العوامل الثقافية، الاجتماعية والسياسية
53	 3.II تمويل التنمية الاقتصادية
53	 1.3.II مصادر التمويل
53	 1.1.3.II الادخار الداخلي
54	 2.1.3.II الاستثمار الأجنبي المباشر
57	 3.1.3.II المديونية الدولية
57	 4.1.3.II الأسواق المالية الناشئة
59	 2.3.II تنمية مصادر التمويل
60	 3.3.II استراتيجية التنمية

62	.....	II.4. علاقة السوق المالية بالتنمية الاقتصادية
62	.....	II.4.1. مؤشرات البورصة
62	.....	II.4.1.1. استخدامات المؤشر
63	.....	II.4.1.2. بناء المؤشرات
63	.....	II.4.1.3. أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية
64	.....	II.4.1.4. البورصة والاقتصاد
64	.....	II.4.2. معايير قياس التنمية
65	.....	II.4.2.1. الناتج الوطني
67	.....	II.4.2.2. معدل النمو
68	.....	II.4.2.3. معدل التضخم
68	.....	II.4.2.4. تطور الإنتاج الصناعي والإنتاج الفلاحي
69	.....	II.4.2.5. مؤشر التنمية البشرية
✓ 69	.....	II.3.4. دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية
✓ 69	.....	II.3.4.1. زيادة الادخار
✓ 70	.....	II.3.4.2. خلق السيولة
✓ 70	.....	II.3.4.3. تخصيص الموارد
✓ 70	.....	II.4.3.4. علاج المديونية الخارجية
✓ 71	.....	II.5.3.4. استعادة رأس المال الهارب
✓ 71	.....	II.6.3.4. تلطيف التقلبات الاقتصادية
72	.....	خاتمة الفصل

القسم الثاني: دراسة حالة البورصة التونسية (1991-2002)

73	الفصل الثالث: الإجراءات المنهجية واستعراض التنمية الاقتصادية وبورصة تونس
74	III.1. الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية
74	III.1.1. مبررات اختيار البورصة محل الدراسة
74	III.2.1. مبررات اختيار فترة الدراسة
75	III.3.1. منهج الدراسة الميدانية
75	III.4.1. أدوات جمع البيانات
76	III.5.1. متغيرات الدراسة
77	III.2. استعراض التنمية الاقتصادية في تونس
81	III.1.2. قطاع الزراعة
83	III.2.2. قطاع الصناعة
85	III.3.2. قطاع السياحة
86	III.4.2. الاستثمارات الأجنبية
89	III.5.2. الخوصصة في تونس
91	III.3. بورصة تونس
91	III.1.3. نبذة تاريخية عن تطور نشاط بورصة تونس
93	III.2.3. تنظيم السوق المالية
93	III.1.2.3. وزارة المالية
93	III.2.2.3. هيئة السوق المالية
94	III.3.2.3. بورصة الأوراق المالية التونسية
95	III.4.2.3. الشركة التونسية المهنية المشتركة للمقاصة وتوظيف القيم المنقولة
95	III.5.2.3. الوسطاء في بورصة تونس
99	III.3.3. المنتجات المالية في بورصة تونس
99	III.1.3.3. الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح من دون حق التصويت
99	III.2.3.3. شهادات الاستثمار من دون حق التصويت
99	III.3.3.3. سندات المساهمة

99	III.4.3.3.السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
100	III.4.3.نظام التسعير في بورصة تونس
104	III.5.3.مؤشرات بورصة تونس
104	III.1.5.3.المؤشر BVMT
105	III.2.5.3.المؤشر TUNINDEX
107	III.3.5.3.تسيير مؤشرات بورصة تونس
108	III.6.3.تعزيز نشاط السوق المالية
110	III.7.3.الآفاق المستقبلية لبورصة تونس
111	الفصل الرابع: تحليل النتائج
112	IV.1.المتغيرات المستخدمة في الدراسة
112	IV.1.1.المتغيرات المستخدمة كمؤشر على أداء بورصة تونس
112	IV.2.1.المتغيرات المستخدمة كمؤشر على الأداء الكلي للاقتصاد التونسي
113	IV.3.1.مصدر معلومات البحث وأدوات التحليل
114	IV.2.تقدير نموذج الانحدار وتحليله
115	IV.1.2.الحالة الأولى $y = f(BT)$
126	IV.1.2.الحالة الثانية $BT = f(y)$
137	الاستنتاجات والاقتراحات
141	الخاتمة

قائمة المراجع

الملاحق

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	نسبة الأفراد المستثمرين في البورصة في سنة 1987	38
1-2	نصيب كل شكل من أشكال التدفقات المالية من التمويل الدولي	55
3-1	تداول الأوراق التجارية الأوربية	31
1-3	تطور نسب الفقر داخل المجتمع التونسي	78
2-3	تطور نسب الأمية	78
3-3	المؤشرات الاقتصادية العامة	79
4-3	تطور معدلات البطالة	80
5-3	تقسيم المساحة المزروعة حسب المنتوجات	81
6-3	المنتجات الرئيسية لسنة 2002	82
7-3	مؤشرات الإنتاج الصناعي	83
8-3	تطور الاستثمارات السياحية وعوائدها بالعملة الصعبة	86
9-3	تطور الاستثمار الأجنبي	87
10-3	قائمة المؤسسات ذات المساهمة الأجنبية في تونس حتى نهاية سنة 2000	87
11-3	الشركاء الرئيسيون لتونس في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر في نهاية 2000	88
12-3	تقسيم إيرادات عمليات الخصخصة وإعادة الهيكلة حسب الفترات	90
13-3	قائمة الوسطاء المعتمدين بالبورصة	96
14-3	تحديد أسعار القيم والتغيرات المسموح بها	102
15-3	عينة المؤشر BVMT لسنة 2000	105
16-3	عينة المؤشر TUNINDEX لسنة 2000	106
17-3	تطور مؤشرات بورصة تونس	107
1-4	البيانات المستخدمة لتقدير نموذج الانحدار	115

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	أهمية السوق المالية في الاقتصاد الوطني	13
2-1	خطوات تنفيذ الأوامر	33
3-1	تحديد الأسعار هندسيا	38
1-3	الميكمل التنظيمي لبورصة تونس	98
2-3	هندسة نظام التسعير الإلكتروني	100
3-3	رسم بياني يمثل تغيرات التداول في حصة التعامل	103
1-4	أثر البورصة على معدل النمو الاقتصادي	116
2-4	أثر البورصة على الناتج الداخلي الخام	117
3-4	أثر البورصة على أسعار الفائدة الحقيقية	119
4-4	أثر البورصة على سعر الصرف	120
5-4	أثر البورصة على معدل الادخار	121
6-4	أثر البورصة على الإنتاج الصناعي	123
7-4	أثر البورصة على الإيرادات السياحية	124
8-4	أثر البورصة على المديونية الخارجية	125
9-4	أثر معدل النمو الاقتصادي على البورصة	126
10-4	أثر الناتج الداخلي الخام على البورصة	127
11-4	أثر أسعار الفائدة الحقيقية على البورصة	129
12-4	أثر سعر الصرف على البورصة	130
13-4	أثر معدل الادخار على البورصة	131
14-4	أثر الإنتاج الصناعي على البورصة	133
15-4	أثر الإيرادات السياحية على البورصة	134
16-4	أثر المديونية الخارجية على البورصة	135

المقدمة

1. أهمية البحث:

تطورت فكرة وجود الأسواق المالية عبر التاريخ منذ أن بدأ الإنسان يفكر باستثمار مدخراته إلى أن وصل مرحلة تطلبت وجود مشاريع استثمارية كبيرة الحجم تحتاج إلى تمويل أكبر من طاقته الادخارية، الأمر الذي دفع الأفراد إلى تجميع مدخراتهم للدخول في مشاريع إنتاجية مربحة تسهم في تنمية مدخراتهم وتستهدف تحسين مستوى المعيشة للمواطنين من خلال تحسين مستوى الدخل لديهم.

تشكل سوق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان هيكل القطاع المالي في أي اقتصاد حر، ويلعب نشاط السوق المالية دورا مهما في تطوير وتنظيم أساليب التمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة يمكن الاقتصاد من النمو بمعدلات تحقق الحياة الكريمة للشعوب.

برزت أهمية الأسواق المالية منذ الحرب العالمية الثانية لما لها من دور في إحداث التنمية الاقتصادية وتعويض ما خلفته الحرب من دمار، واستمرت هذه الفكرة في التطور إلى أن وصلت إلى إنشاء شركات مساهمة عامة يشترك في ملكيتها عدد كبير من المساهمين.

ومع نهاية القرن الماضي، تعززت فكرة اللجوء إلى السوق المالية أكثر فأكثر، وذلك مع حدوث الثورة التكنولوجية لصناعة الإعلام الآلي والاتصالات، والتي أدت إلى نشوء اقتصاد جديد يتسم بتطور الشبكات الإلكترونية، شركات الانترنت، التعامل عبر الخطوط (Courtage en ligne). الشيء الذي كثف جميع أنواع المنافسة في البورصات العالمية وأجبر السلطات المختصة على إعادة هيكلة الأسواق المالية التقليدية تماشيا مع تلك التحولات التكنولوجية العميقة.

إن لقيام سوق نشطة و قوية للأوراق المالية في دولة ما دورا رئيسيا و فعالا في دعم عملية التنمية الاقتصادية، فهي تشجع على تنمية الادخار و توجيهه إلى الاستثمار المنتج، كما تساعد على تحقيق الكفاءة في أسلوب توزيع الموارد المالية، وتمكين عوامل العرض والطلب من حشد تلك الموارد مع السعي نحو تحقيق توزيع أكثر عدالة للدخل والثروة.

فأسواق الأوراق المالية تعد بطبيعتها المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، خاصة وأن تمويل الانطلاقة الصناعية في الدول الصناعية المتقدمة قد تم من خلال إصدارات الأسهم والسندات من قبل الحكومات وشركات القطاع الخاص.

إن حاجة الدول العربية والنامية إلى حشد المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات وجذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل مساهمات بعيدة عن زيادة عبء المديونية الخارجية تعتبر أهم الدوافع لقيام هذه الدول بالعمل على تطوير أسواق الأوراق المالية الناشئة.

ومن هنا تبرز أهمية دراسة البورصة كونها تسهل خلق تيار مستمر من التدفقات النقدية المطلوبة باتجاه تلبية الحاجات المالية الملحة لتنفيذ المشاريع التنموية المختلفة وفق أشكال تعتمد في طبيعتها على مستوى تطور هذه الأسواق.

2. إشكالية البحث:

تتمثل الإشكالية المدروسة من خلال هذا الموضوع، في مدى تأثر وتأثير البورصة في الاقتصاد عامة، ومدى مساهمة وجودها في دفع عملية التنمية الاقتصادية وذلك بممارسة السوق المالية وأدائها لدورها بشكل صحيح وفعال في الساحة الاقتصادية، مع محاولة قياس أثر وجود سوق مالية ناشئة تنشط باستمرار للخروج بالاقتصاد من دائرة التخلف. وذلك بالتركيز على الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، وعليه هل البورصة مرآة ومقياس للاقتصاد الوطني، وهل وجودها ضروري وحتمي في عملية تمويل الشركات والاقتصاد ككل، وما مدى تأثير البورصة بالتغيرات التي تحصل على الساحة الاقتصادية، وما مدى تأثيرها في الاقتصاد؟

3. فرضيات البحث:

اعتمدت الدراسة على مجموعة من الفرضيات لتغطية مختلف جوانب الموضوع، هذه الفرضيات التي سيتم اختبار بعضها لمعرفة صحتها تتمثل في:

- ✧ تلعب السوق المالية دورا في تنمية وتطوير الاقتصاد؛
- ✧ وجود سوق للأوراق المالية يساهم في تمويل مشاريع التنمية؛
- ✧ سوق الأوراق المالية أداة رئيسية للتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية بما يتلاءم مع أهداف وخطط التنمية الاقتصادية؛

✧ المؤشر العام للأسعار يعتمد عليه كثيرا في اتخاذ القرارات الاستثمارية وفي الحكم على تطور البورصة والاقتصاد الوطني ككل؛

✧ تطور أداء البورصة يعكس بصدق التطور والتقدم الاقتصادي؛

✧ المتغيرات الاقتصادية الكلية تؤثر على أداء البورصة؛

✧ توجد علاقة طردية وقوية بين معدل النمو الاقتصادي والنمو في نشاط السوق؛

✧ نشاط البورصة على علاقة إيجابية وقوية مع حجم الناتج الداخلي الخام.

4. أهداف البحث:

تتمثل أهداف هذه الدراسة، من خلال البحث الميداني، في محاولة قياس أثر البورصة وتأثيرها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية بمعنى آخر بالاقتصاد الوطني، وبالتالي مساهمتها في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال:

- التعرف على أهمية وجود سوق مالية تعمل على توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات سليمة للاستثمار وبالتالي تمويل جميع المشاريع التنموية في الاقتصاد الوطني؛
- معرفة العلاقة التي تربط البورصة بالاقتصاد، ومحاولة تحديد المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر وتتأثر بالفعل بأداء البورصة من خلال قياس شدة الارتباط والتحديد؛
- التعرف على الدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية التونسية في الاقتصاد التونسي، حيث تعمل على توفير التمويل اللازم للشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية، كما يتم من خلالها تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة خدمة لعملية التنمية الاقتصادية؛
- تسليط الضوء على مختلف الإصلاحات التي قامت بها السلطات المعنية من أجل تطوير وتحسين أداء البورصة التونسية وجعلها مطابقة للمعايير الدولية؛
- محاولة الاستفادة من التجربة التونسية في مجال التنمية الاقتصادية، خاصة وأنها تعتبر من أحسن النماذج التنموية التي يقدمها الخبراء.

5. حداثة وأهمية البحث في الوقت الحاضر:

يعتبر موضوع هذه الدراسة من المواضيع الاقتصادية الحديثة خاصة في الجزائر رغم قدمه بالنسبة للاقتصاديات المتطورة. ولذلك سنركز على أهمية الموضوع في الوقت الحاضر، لاسيما بالنسبة للطلبة والباحثين والسلطات العمومية وسلطات البورصة الجزائرية بصفة خاصة لتدعيم فكرة إنشاء سوق مالية على أسس سليمة وبطريقة فعالة. وكذلك بالنسبة لعامة الناس من أجل نشر ثقافة مالية واستثمارية والتعرف على الدور الحقيقي للسوق المالية، خاصة وأن الموضوع جديد في الجزائر.

6. المناهج المتبعة وأدوات جمع وتحليل البيانات:

سوف نعتمد في هذه الدراسة على المنهج التاريخي للتعرف على مختلف المراحل التي مرت بها السوق المالية وعملية التنمية الاقتصادية وكذا المسار الذي سلكه كل من الاقتصاد التونسي والبورصة التونسية للوصول إلى ما هي عليه اليوم. كما سوف نعتمد على المنهج الوصفي التحليلي باستخدام الطرق الإحصائية الوصفية والقياسية الضرورية لتقييم أداء البورصة التونسية وإنجازاتها، ولدراسة العلاقة بين مستوى النشاط في السوق ومستوى أداء الاقتصاد للوصول إلى نتائج محددة بشأنها وذلك اعتمادا على البيانات والجداول المتاحة والتي نخدم أغراض الدراسة في معالجة موضوعها وفق معايير علمية.

ومن أجل دراسة العلاقة المشار إليها فإننا سوف نعتمد في قياس أثر البورصة في الأداء الاقتصادي على نموذج

الانحدار البسيط باستخدام الدالة التالية:

$$y = f(BT)$$

ولقياس أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء البورصة سوف نستخدم نموذج الانحدار البسيط باستخدام الدالة

$$BT = f(y)$$

التالية:

حيث: y : تمثل المتغيرات الاقتصادية الكلية؛

BT : تمثل مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية BVMT.

كما سوف نستخدم على برمجيات (E-VIEWS) للحصول على جميع النتائج الرقمية التي نحتاجها في عملية التحليل بالإضافة إلى الرسوم البيانية التي توضح تلك العلاقة بطريقة بسيطة وواضحة.

7. الدراسات السابقة:

إن موضوع دور البورصة في التنمية الاقتصادية موضوع حديث، ولا يزال البحث فيه في بدايته، خاصة في الجزائر، إذ لا توجد كتب متخصصة فيه أو على الأقل هي نادرة الوجود، إلا أن هناك بعض البحوث والدراسات تناولت جانب من جوانب هذا الموضوع نذكر منها ما يلي:

✦ **دراسة (Soloman):** قام الباحث سنة 1952 بتحليل العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات النمو الاقتصادي، مركزا على العلاقة بين تطور الناتج الوطني الإجمالي والتغيرات المسجلة في مؤشر (Standard and poor's index) الخاص بـ 425 شركة صناعية، وقد توصل في هذا الشأن إلى أن هناك علاقة وطيدة بين تطور الناتج الوطني الإجمالي وبين تطور أسعار الأسهم.

✦ **دراسة (Weston):** قام هذا الباحث سنة 1956 بدراسة الكثير من العلاقات بين الظواهر الاقتصادية والمالية ليصل إلى نفس النتيجة التي توصل إليها (Soloman). إذ وجد أن هناك علاقات وطيدة بين كل من:

* الدخل الوطني الإجمالي وبين المبيعات الإجمالية، و

* أرباح الشركات والأرباح التي توزعها، و

* الأرباح الموزعة على المساهمين وأسعار الأوراق المالية.

كنتيجة لما سبق، وجد (Weston) أن هناك علاقة وطيدة بين الدخل الوطني الإجمالي وبين أسعار الأوراق المالية، كما قام بالتكهن بأسعار الأوراق المالية وكذا بمستوى مؤشر (Standard and poor's index). وقد أصاب في بعضها، خاصة فيما يتعلق بتوقعاته لمستوى المؤشر سنة 1970.

✦ **دراسة (صادق اللواتي):** تناول هذا الباحث جانبا آخر من موضوع البورصة والتنمية الاقتصادية، في دراسة عنوانها "سوق مسقط للأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد العماني". حيث توصل إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود علاقة وطيدة بين رأس المال المكتتب في السوق والناتج المحلي الإجمالي.

✦ **دراسة (هالة حلمي سعيد):** قامت هذه الباحثة بدراسة العلاقة الموجودة بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية ومجموعة من المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم على نشاط سوق الأوراق المالية المصرية، وذلك بتحليل كل من مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار.

8. التوثيق العلمي:

في سبيل حصر جوانب الموضوع وإثراء الدراسة اعتمدنا على نوعين من أدوات البحث والتوثيق العلمي هما:

✓ البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية، الفرنسية والإنجليزية والتي تعرضت لجانب من جوانب الموضوع بصورة كلية أو جزئية أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة، وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية والمجلات المتخصصة في التنمية وعدد من الرسائل العلمية، بالإضافة إلى العديد من مواقع الانترنت.

✓ البحث الميداني لتغطية الجانب العملي والتطبيقي للدراسة، وذلك من خلال معاينة مجموعة من الوثائق الداخلية والتصوص القانونية للبورصة ومختلف التقارير السنوية التي تخص فترة الدراسة، وإجراء بعض المقابلات الشخصية مع مسؤولي وإطارات بورصة تونس للاستفسار منهم وأخذ بعض الشروحات.

9. شرح بعض المصطلحات:

فيما يلي سنتعرض لتعريفات وشرح بغض المتغيرات والمصطلحات الواردة في المذكرة:

■ **البورصة:** تعرف البورصة على أنها السوق الثانوية وهي السوق التي تجري فيها عمليات شراء وبيع الأوراق المالية وتحديد أسعارها، وتبادل انتقال ملكيتها في القاعة. لكن تجدر الإشارة إلى أن لفظ البورصة في المذكرة قد استخدم للدلالة على السوق المالية بقسميها السوق الأولية (سوق الإصدارات) والسوق الثانوية، وفي كل مرة كان الحديث فيها يقتصر على هذه الأخيرة فإن الإشارة تكون باستخدام سوق الأوراق المالية.

■ **المؤشر العام للأسعار:** المؤشر هو عبارة عن تغير رسمة العينة في الوقت الحاضر مقارنة برسملتها في سنة الأساس معدلة بمختلف التغيرات التي طرأت على الشركات التي تدخل أسهمها في تكوين المؤشر. وبذلك نكون قد اختصرنا أسعار عينة من الأسهم يفترض أن تمثل مختلف القطاعات المؤثرة في الاقتصاد الوطني، إلى رقم واحد يعتمد عليه كثيرا في اتخاذ القرارات الاستثمارية وفي الحكم على تطور البورصة والاقتصاد الوطني ككل.

■ **شركة المساهمة:** شركة تجارية لها رأس مال معين مقسم إلى أسهم قابلة للتداول، تكون مسؤولية المساهمين فيها مقتصرة على القيمة الاسمية لأسهمهم في رأس مال الشركة.

■ **أداء البورصة:** يقصد به الدور الذي تقوم به السوق في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية والإنجازات التي حققتها السوق على مستوى الاقتصاد الوطني.

■ **أداء الاقتصاد:** يقصد به مستوى التطور والتقدم في التنمية الاقتصادية، وما لذلك من انعكاسات إيجابية على الجوانب الاجتماعية والسياسية والثقافية في المجتمع، معبرا عنه بالعديد من المتغيرات الاقتصادية أهمها: الناتج الداخلي الخام، معدل النمو الاقتصادي، الإنتاج الصناعي... إلخ.

10. محتويات البحث:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من الفرضيات المعروضة، قمنا بتقسيم البحث إلى قسمين رئيسيين، يتناول القسم الأول الجوانب النظرية ويتناول القسم الثاني الدراسة الميدانية.

✳ **القسم الأول:** يتناول مختلف الجوانب النظرية للموضوع من خلال فصلين متمثلين في:

✓ **الفصل الأول:** وتتطرق فيه إلى البورصة وميكانيزماتها، إذ نتعرض من خلاله إلى مفهوم البورصة وأهدافها، ومختلف الأدوات المالية المتداولة فيها، ثم نوضح مختلف الآليات والعمليات التي تجري داخل البورصة.

✓ **الفصل الثاني:** نتعرض فيه إلى التنمية الاقتصادية، إذ نوضح من خلاله مفهوم التنمية الاقتصادية وشروط دفعها ونتناول كذلك كل من مصادر تمويل هذه العملية والعلاقة التي تربط البورصة بالتنمية الاقتصادية.

✳ **القسم الثاني:** نتناول فيه دراسة حالة ميدانية للبورصة التونسية ودورها في تقدم وتطور الاقتصاد التونسي، من خلال فصلين هما:

✓ **الفصل الثالث:** يتناول هذا الفصل الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية واستعراض كل من الاقتصاد والبورصة التونسية محل الدراسة، بهدف إبراز الإنجازات التي حققتها الجمهورية التونسية في المجال الاقتصادي.

✓ **الفصل الرابع:** يتناول هذا الفصل تحليل النتائج المتحصل عليها بعد تقدير نموذج الانحدار، إذ نوضح من خلاله أثر البورصة على الأداء الاقتصادي التونسي وكذلك أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء البورصة التونسية.

11. صعوبات البحث:

خلال فترة إنجاز هذا البحث، سواء في جانبه النظري أو العملي، صادفتنا مجموعة من المصاعب، فعلى مستوى الجانب النظري ونظرا لحداثة البحث حول هذا الموضوع، فإن المراجع التي تتناوله قليلة وتكاد تكون منعدمة، مما دفعنا إلى الاعتماد أكثر فأكثر على الدراسات والأبحاث العلمية المنشورة في مختلف المجالات أو حتى التي تم استخراجها من مواقع الانترنت المتخصصة. أما على مستوى الجانب العملي، فعلى الرغم من توفر جميع الوثائق والمعلومات اللازمة وتقديم جميع التسهيلات لإجراء المقابلات الشخصية، إلا أننا وجدنا بعض النقص في المعلومات والإحصائيات التي كانت ستثري وتفيد البحث مثل تعذر الحصول على قيمة الإصدارات السنوية التي كانت ستساعدنا على معرفة دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات.

الفصل الأول: البورصة وميكانيزماتها

يعود أصل كلمة بورصة إلى القرن الخامس عشر ميلادي، حيث كان التجار القادمون من فلورنسيا يجتمعون في فندق يقع في مدينة بريدج (Brudges) غرب بلجيكا، تملكه عائلة بلجيكية تسمى Van der Beurze.

وكان هذا الفندق يؤمه التجار من كافة المناطق، وتطور التعامل فيه إلى درجة أن الصفقات والارتباطات فيما بين التجار أصبحت تتم في شكل عقود وتعهدات، من دون اصطحاب البضائع. ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة. وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملون معهم، والذي كان يتم بشكل منتظم ودوري وذلك لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو المؤجل عليها، وهذا ما أدى إلى إنشاء أول نواة للبورصة في العالم.

وقد شهدت مدينة أمستردام بهولندا أول سوق منظمة للأوراق المالية ثم جاءت بعدها أسواق متعددة في أوروبا الغربية، والتي بدأت بسوق لندن، إلى أن تم افتتاح سوق نيويورك لتبادل الأسهم عام 1792م والتي أصبحت بعد ذلك من أهم أسواق الأوراق المالية العالمية بل وأكبرها حجما. عملا بشعارها الشهير: "هنا فرصة عدم البيع تساوي صفرا!"، والذي يعني أن أي متعامل يرغب في بيع أسهمه يجب أن يجد الفرصة متاحة لذلك فورا⁽¹⁾.

(1) العديد من المراجع منها:

- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مطبعة الإشعاع، طبعة أولى، 2000، ص. 10 (بتصرف)؛
- جبار محفوظ، البورصة التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية، رسالة دكتوراه، سطيف، 1996/1997، ص. 60 (بتصرف)؛
- لبنى سعيد، البورصة مغارة علي بابا الجديدة، اسلام أون لاين. نت، 2003، www.IslamOnline.net (بتصرف).

1.I مفهوم البورصة:

لغويا مصطلح السوق المالية (البورصة) هي ترجمة لمصطلح: stock exchange الكلمة Stock تعني مخزون، ويمكن أن يكون المخزون من أي سلعة. والمصطلح Stocks يعني مخزون الأموال المتمثل في الأسهم. كلمة Exchange تشير إلى مكان عام حيث يتم شراء وبيع الأشياء. إذن البورصة، لغويا، تعني تجارة شراء وبيع الأموال أو الأوراق المالية⁽¹⁾.

عرف الدكتور محمد عثمان إسماعيل حميد البورصة بأنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي تعمل من خلاله السوق المالية، سواء كان البائع أو المشتري مدخر أو مستثمر للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية، أو تحويل هذه الأصول لنقدية مرة أخرى، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالية، ونمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، والقوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالية، وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية⁽²⁾".

تناول الدكتور صلاح السيد جودة البورصة من الناحية القانونية وعرفها ب: "هي شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة وتكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، وحضور جميع اجتماعات لجان البورصة المختلفة وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو اللوائح أو الصالح العام⁽³⁾".

واضاف الدكتور عبد الغفار حنفي في تعريفه للبورصة من دورها حيث اعتبر: "البورصة هي سوق حيث يتم التعامل والتداول في الأوراق المالية وإبرام الصفقات وهي بهذا الشكل تلعب دورا مزدوجا بالنسبة للمستثمر حيث يمكنه شراء وبيع الأوراق المالية، وبالنسبة للمنظمات حيث يمكنها إصدار الأوراق المالية الجديدة وطرحها للاكتتاب، ومن ثم تساعد البورصة المنظمة في تحديد سعر الإصدار، ومن ناحية أخرى يمكن أن تؤدي إلى تعديل الثروة عن طريق مراجعة وموازنة أو إعادة تشكيل المحفظة. فهي بهذا الشكل وسيط بين المنظمة التي تبحث عن أموال والمستثمرون الذين يبحثون عن الفرص الملائمة للاستثمار، أي أن البورصة تعتبر مصدرا محتملا للأموال بالنسبة للمنظمة⁽⁴⁾".

في نفس السياق يعرف الدكتور ناجي جمال البورصة من خلال مهامها فيقول: "السوق المالية

تشكل دائرة تمويلية مختصة، وهذا ما يسمى:

(1) إدريس الشريف، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الثالث، نشرة التجارة والتنمية، 2002، www.bankofed.com.

(2) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص. 41.

(3) صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص. 12.

(4) عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1995، ص. 192.

- ✓ السوق الأولية: تسهل عملية زيادة رؤوس أموال المؤسسات عبر إصدار أسهم جديدة في البورصة، كما تحول وبشكل مباشر الادخار الفردي إلى مصادر تمويلية طويلة الأجل بالنسبة للمؤسسات العامة والخاصة؛
- ✓ السوق الثانوية: تضمن البورصة عبر هذا الدور الحركة والسيولة في الادخار من خلال الحفاظ على القدرة على إعادة تسيل الاستثمارات على كافة أنواعها عبر حركة التداول للأدوات المالية (بيع وشراء) في أي لحظة وليس بالضرورة انتظار الاستحقاقات؛
- ✓ مهمة تقييم أدوات السوق المالية؛
- ✓ تغيير الهيكلة الإدارية للمؤسسات⁽¹⁾.
- بينما يعالج الدكتور منير إبراهيم هندي البورصة من حيث مستوى المخاطر والتنظيم فيعتبرها بمثابة: "السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار، ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة (البورصات) والأسواق غير المنظمة. فالسوق المنظمة تتميز بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، كما أنها تدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق"⁽²⁾.
- في حين تعارض كل من Serre et Carnot مع وجهة النظر السابقة، حيث يعرفان البورصة على أنها: "سوق مالية طويلة الأجل أين تتجسد العمليات من خلال قيم منقولة، وتنقسم هذه السوق إلى سوق أولية أو سوق الإصدارات الجديدة، وسوق ثانوية أو سوق الفرصة، أين يتم تداول ما سبق إصداره"⁽³⁾.
- على المستوى الكلي، يعرف الدكتور محمد عبده محمد مصطفى البورصة على أنها: "مكان التقاء عرض الأموال (المدخرون) بالطلب عليها (المستثمرون) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج. ومن ثم فإن وظيفتها الاقتصادية هي تخصيص موارد المجتمع على أفضل استخداماتها"⁽⁴⁾.
- وعلى المستوى الجزئي، يعرف Belletante البورصة فيقول: "هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الأوراق التي تم إصدارها والأشخاص الراغبون في شراء نفس هذه الأوراق. فالطرف الأول يكون دافعه الأساسي هو الحاجة إلى السيولة أو عدم الرغبة في تجميد أمواله، أما الطرف الثاني فهو في إطار البحث عن القيم التي تضمن له التوظيف الأمثل بالنسبة لأهدافه المرجوة. فالبورصة تساهم في تمويل الاقتصاد وذلك:
- ✦ على أنها سوق ثانوية تسمح للجمهور العريض الحصول على الأوراق التي يرغب بها والتي لم يتحصل عليها أثناء عملية الإصدار؛

(1) ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية، لبنان، طبعة أولى، 1998، ص. 11-12.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص. 493.

(3) André Serre et Sylvain Carnot, Capitaux permanents et marché financier, Presse universitaire, France, 1977, P.21.

(4) محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، طبعة أولى، 1998، ص. 1.

✚ على أنها سوق أولية تسهل في نفس الوقت بداية عمليات تمويلية جديدة، إذن من الواضح أن المؤسسة التي استطاعت أن تعطي صورة ممتازة داخل السوق الثانوية، تستطيع أن تستغل البورصة كسوق أولية⁽¹⁾. وعليه فإن البورصة هي مكان التقاء وتبادل، أو بمعنى آخر سوق، بين العرض والطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل، والتي تظهر على شكل قيم منقولة (أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية). ويستدعي الفهم الجيد للبورصة، التفرقة بين جزئها:

✚ السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة، والتي تضمن الالتقاء بين الطلب والعرض، وهي تساهم في تمويل الاقتصاد؛

✚ السوق الثانوية: تخص تبادل وتداول الأوراق التي تم إصدارها، وفيها يتم تحديد سعر القيم المنقولة. هاتان السوقان، لا يمكن الفصل بينهما، فهما متكاملتان وفي حاجة دائمة لبعضهما البعض.

مما سبق يلاحظ أن الكتاب يستعملون مصطلحات مختلفة للتعبير عن البورصة والأسواق المالية الأخرى. ولتفادي الالتباس والخلط، ونظرا لتعدد المعايير التي تتحكم في هذه الأسواق فإن الاقتصاديين يميلون إلى تقسيمها إلى عدة أنواع وفقا للمعايير التي تتحكم فيها وذلك على النحو التالي:

➤ تصنيف الأسواق حسب فترة الاستحقاق. حيث تقسم إلى:

1. أسواق حاضرة: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين؛
2. أسواق آجلة: هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.

➤ تصنيف حسب توقيت الإصدار:

1. أسواق أولية: هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية لذلك يطلق عليها أيضا سوق الإصدار؛
2. أسواق ثانوية: هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية شراء وبيعا عبر السماسرة والوسطاء ولذلك يطلق عليها سوق التداول.

➤ تصنيف حسب درجة المخاطر والضمانات:

1. سوق منظمة: يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية حيث تتصف هذه السوق بالآتي:
 - يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية؛
 - توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية؛
 - يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة.
2. سوق غير منظمة: سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض.

(1) Bernard Belletante, La bourse: temple de la spéculation ou marché financier?, Hatier, France, 5^{ème} édition, 1991, P.179.

بالإضافة إلى ما سبق هناك أنواع أخرى تتمثل في:

❖ السوق الثالثة: هي قطاع من السوق غير المنظمة وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل: صناديق المعاشات، والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

❖ السوق الرابعة: ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التلفونات والحاسوبات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، اللذين يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة⁽¹⁾.

(1) www.IslamOnline.net.

2.I. أهداف السوق المالية⁽¹⁾:

باعتبارها مكانا لالتقاء العرض بالطلب على الأوراق المالية، فإن البورصة هي مؤسسة حيوية على المستويين الجزئي (شركات المساهمة) والكلبي (الاقتصاد الوطني ككل)، حيث تعرف ميكانيزماتها تطورا هائلا محققة بذلك أربعة أهداف رئيسية، نلخصها فيما يلي:

1.2.I. جذب وتجنيد الادخار:

تعمل البورصة على جمع الادخار⁽²⁾ من القطاع العائلي والمؤسسات المختصة وتجنيد في تمويل المؤسسات والاقتصاد بصفة عامة، وهي بذلك تنقذ الاقتصاد من الاختناق فيما يتعلق بالجانب التمويلي جراء ظاهرة الاكتناز، إذ توظف الأموال المدخرة في النشاطات الاقتصادية المنتجة وبالتالي تولد نقودا أخرى (فوائد، أرباح،). مما يبعدها عن خطر التآكل نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار، على عكس الأموال المكتنزة التي تخزن ولا تستعمل، مما يعرضها لخطر انخفاض قيمتها نتيجة ظاهرة التضخم التي تميز معظم الاقتصاديات الحديثة. وتبعاً لذلك تساهم البورصة في توظيف الادخار الوطني وجعله منتجا أي غير جامد بإقامة نشاطات اقتصادية منتجة. فالمدخر عند شرائه لأوراق مالية من السوق المالية يكون دافعه الأساسي هو الحصول على عائد معين في المستقبل قد يكون ثابتا (عند شراء السندات) أو متغيرا (عند شراء الأسهم).

لذلك يجب أن تتوفر عملية التوظيف على صفات معينة حتى يستمد المدخر الثقة التي يحتاج إليها لكي يقدم على توظيف أمواله دون خوف. فتتسم عملية التوظيف بـ:

✓ الأمن: التام للأموال المستثمرة، والذي يؤدي إلى شعور المدخر بالطمأنينة، مما يحفز على توظيف أمواله

لاعتقاده بأنها ستتمو وتزايد في المستقبل؛

وتقع مهمة تحقيق هذه السمة على عاتق الوسطاء الماليين والسلطات العمومية [Pouvoirs publics]، خاصة في ظل المنافسة بين التوظيفات في جميع أنحاء العالم، وخطر لا مكانية [Délocalisation] الأسواق المالية، ولا مادية [Dématisation] المنتوجات المالية كنتيجة لذلك.

✓ السيولة: المقصود بها قدرة أي متعامل في البورصة على بيع أو شراء كمية مهمة من الأوراق المالية دون أن يؤثر ذلك بطريقة معبرة على العمليات الجارية الأخرى وعلى الأسعار تحديدا. فقد يحتاج المستثمر أو المدخر في الأوراق المالية في أية لحظة إلى أمواله لحدوث طارئ ما يجبره على تلبية حاجة استهلاكية أو سداد دين معين،

(1) العديد من المراجع أهمها:

* جبار محفوظ، مذكرة الدكتوراه، الجزء 1، مرجع سابق، ص ص. 105-119 (بتصرف).

* B. Belletante, 1991, Opcit, PP. 178-188.

(2) الادخار: هو ذلك الفائض من الدخل الذي يحققه الفرد بعد قضاء كافة حاجاته الاستهلاكية، وهناك عدة أنواع من الادخار: منه ما يوجه للحصول على سكن، سيارة أو على آلة إلكترونية أو غيرها (كما هو معروف في الجزائر)، ومنه الادخار المالي وهو جزء من الادخار الوطني الذي يتوجه للبورصة بطريقة أو بأخرى نتيجة التعامل بالأوراق المالية.

أو يحتاجها للاستثمار في أوراق مالية أخرى يرى أنها أكثر مردودية. لذلك فإنه يحاول دائما الاستثمار في أوراق مالية تمتاز بسوق سائلة⁽¹⁾. وبذلك يستطيع المستثمر تحويل جزء أو كل رؤوس أمواله الموظفة إلى نقود سائلة وهذا ما يعرف بحركة الادخار.

✓ الحماية من تناقص قيمة الأموال، أي انخفاض القوة الشرائية لها نتيجة لارتفاع المستوى العام للأسعار. لذلك نجد أن معظم المدخرين يتجهون نحو التوظيف ذو العائد المتغير كالأسهم (التي تمثل حقوق ملكية في الشركات) والسندات التي تتميز بمعدل فائدة متغير أو مرتبط بمؤشر معين ... إلخ.

✓ المردودية: أو الحصول على عائد مرضي، والذي لولاه لما فكر أي مستثمر سواء كان من الأفراد أو من الشركات المختصة في المخاطرة بأمواله. فالهدف من وراء الاستثمار هو زيادة الثروة عن طريق الفوائد، الأرباح، أو القيم المضافة وذلك حسب صيغة الاستثمار المختارة.

لذلك نجد أن من أهم أدوار الوسيط المالي هو تعظيم ربح المستثمر وتقليل المخاطر عن طريق تنويع محفظة الأوراق المالية. الخاصة بكل مستثمر.

ولعل أهم عوامل زرع الثقة عند المدخرين هو إعلامهم بكل صغيرة وكبيرة فيما يتعلق بالشركات التي تصدر الأوراق المالية عبر البورصة: كالمعلومات التي تسبق عملية الإصدار والمعلومات التي يتم نشرها بصفة دورية (الحسابات السنوية مثلا) والمعلومات التي يتم نشرها بصفة دائمة مثل شراء أو بيع جزء من الشركة أو لأحد القيم المتداولة.

كذلك من الأهمية بمكان أن يعرف المدخر بالإضافة إلى كل ما سبق، وضعية السوق محل الادخار والإطلاع على المؤشرات البورصية وجميع الإحصائيات المتعلقة بالصفقات.

إذن يمكن القول أن الغرض الرئيسي من كل ما سبق الإشارة إليه، هو جذب وتجميع الادخار على المستوى الوطني وتجنيد لاستعماله في تمويل جميع أنشطة الاقتصاد الوطني. ويقوم الوسطاء الماليون والسلطات العمومية بدور فعال في هذا الإطار، حيث يساعد الوسطاء في تسويق ونشر الأوراق المالية المصدرة. وتلتزم السلطات العمومية بحماية الأموال المدخرة من العابثين وكذا حماية المدخر وزرع الثقة فيه حتى يتزايد حجم الادخار ويتقلص حجم الاستهلاك. كما أن تعريف الجمهور بأهمية الادخار عموما وخاصة عن طريق البورصة -بشراء القيم المتداولة- بالغ الأهمية في عملية التنمية الوطنية، وذلك بما تملكه السلطات العمومية من تشريعات ضريبية ووقائية وإعطاء الضمانات الكافية للمدخرين⁽²⁾.

(1) نقول عن ورقة مالية أنها تمتاز بسوق سائلة. إذا ما استطاع المتعاملون فيها شراء وبيع كميات معتبرة منها في أي وقت يريدونه ودون فارق كبير في الأسعار.

(2) " Les avantages fiscaux ne suffiront pas, même s'ils ne sont pas négligeables. La faveur dont l'immobilier a joui était due davantage à la quasi certitude d'une valorisation et d'une protection contre l'érosion monétaire qu'aux dégrèvements d'impôts. Tout acquéreur d'action achète un espoir, celui de la prospérité de la société émettrice. Il achète aussi un risque, celui d'être cruellement déçu, et ce risque doit lui être payé sous forme d'un rendement élevé ou d'une participation aux bénéfices par le biais d'une valorisation en capital. M. Renard, le monde, 4juin 1978, in: B. Belletante, 1991, op.cit, P. 182".

I.2.2. نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات:

عندما يقوم فرد أو مجموعة من الأفراد بإنشاء مؤسسة أو شركة معينة، قد يلجؤون إلى البنوك و المؤسسات المالية. هؤلاء الأفراد هم الأعضاء المؤسسون للشركة الذين ساهموا بالأموال اللازمة لبدية نشاطها. وكلما كانت هذه الشركة في حالة تطور و ازدهار و نمو، كلما زادت احتياجاتها إلى رؤوس الأموال التي تستعمل في توسيع نشاطها. وفي الكثير من الأحيان تكون الأموال المطلوبة للتمويل غير متوفرة بالقدر الكافي لدى الأعضاء المؤسسين، هذه الوضعية تضطر هؤلاء إلى البحث عن مصادر التمويل الدائمة و بأقل تكلفة ممكنة، ولعل إحدى هذه المصادر هي القيام بإدخال الشركة إلى البورصة [L'introduction en bourse] أي القيام بنشر رأس مالها الاجتماعي ووصول قيمها المتداولة إلى الجمهور العريض من أفراد و مؤسسات يرغبون في الاستثمار فيها. و تتيح البورصة القيام بهذه العملية، لما تملكه من إمكانيات مادية و بشرية و توفرها على ميكانيزمات متطورة، معدة خصيصا لذلك.

يرتفع عدد المساهمين جراء عملية نشر رأس المال الاجتماعي⁽¹⁾، وتحصل المؤسسة على رؤوس الأموال الضرورية لتوسعها ونموها، لاسيما إذا كانت ناجحة وتحقق أرباحا باستمرار. بالإضافة إلى أن هذه العملية تعني استرجاع المساهمين المؤسسين لجزء من أموالهم التي دفعوها أثناء تكوين الشركة أول مرة، وانتقال جزء من ملكيتها إلى الغير وما يترتب عن ذلك من انتقال لسلطة القرار والرقابة وغيرها من النتائج المترتبة عن النشر. وتجدر الإشارة إلى أن نشر رأس مال الشركة عبر البورصة يعد بمثابة حملة إشهارية دائمة، تزيد من شهرتها وإقبال الجمهور على الاستثمار فيها بشراء أوراقها المالية. وتعني عملية النشر لرأس مال الشركة الخاصة توسيع قائمة المساهمين، بينما في حالة الشركات العمومية (القطاع العام) فهي تعني خصوصتها وانتقال ملكيتها من الحكومة إلى القطاع الخاص، ومنه فإن بورصة الأوراق المالية تسهل كثيرا عملية الخصخصة⁽²⁾. من جهة أخرى ومن الناحية الكلية، فإن نشر رأس مال الكثير أو كافة الشركات يعني استعمال جزء من الادخار واستثماره، مما يؤدي إلى حركية دائمة في الاقتصاد، وأن الاستعمال العقلاني لأي مبلغ من الادخار يتوفر في السوق يرفع من حجم الاستثمارات وبالتالي تزايد ونمو النشاط الاقتصادي بصفة عامة.

(1) رأس المال الاجتماعي هو حصص أو حقوق المساهمين في تكوين رأس مال المؤسسة والمكونة من المساهمات المالية أو العينية، أو هو عبارة عن مجموع الأسهم التي بيعت في البورصة لصالح شركة ما و بذلك يصبح كل مشتري لمجموعة معينة من تلك الأسهم مالكا لجزء من الشركة، وفقا لعدد الأسهم المشتراة ويتمتع أو يتحمل كافة النتائج المحققة من قبل المؤسسة حسب ذلك العدد أيضا.

(2) الخصخصة هي نقل العديد من الوظائف والمهام التي كانت تقوم بها الحكومة والمؤسسات التابعة لها إلى القطاع الخاص. هذا يعني ترك دور الدولة في تنظيم مختلف حواب الحياة الاقتصادية مثل: الإنتاج، التوزيع والتسعير وغيره من المسائل إلى قوى السوق التي تحدد كل تلك المظاهر في وسط تنافسي وفقا للعرض والطلب.

I.3.2. المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والمالية:

أو ما يطلق المختصون على بعضها " حركية الهياكل الصناعية " (Mobilité des structures industrielles) . يساعد وجود البورصة كثيرا على إتمام و حدوث عمليات وصفقات ضخمة فيما بين الشركات، فالشركة المقيدة في البورصة يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بسهولة حيث يسهل تحويل جزء أو كل رأس مالها الاجتماعي من شخص (معنوي أو طبيعي) لآخر من خلال تسعير الأوراق المالية محل التحويل بملاقة العرض والطلب عليها وبالتالي تقييم أولي لتلك الشركة.

وتمثل هذه العمليات والصفقات الضخمة في:

✓ الصفقات لأغراض السيطرة والرقابة [Prise de contrôle] وهي عادة ما تهدف للسيطرة على شركة ما أو على فرع منها وذلك من خلال امتلاك أكثر من 50 % من رأسمالها الاجتماعي، ويصبح هذا الجزء فرعا تابعا لتلك الشركة المسيطرة [Filiale]؛

✓ الامتصاص [Absorption]: يعني الاستيلاء على رأس مال شركة بأكملها من قبل شركة أخرى وبذلك تفقد الشركة محل الامتصاص شخصيتها القانونية، أي تحل محلها؛

✓ الانضمام [Fusion]: يعني انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتها وتكوين شركة جديدة، رأس مالها هو عبارة عن مجموع رؤوس أموال الشركات المنضمة، وذات شخصية قانونية جديدة. وكتيجة لهذه العمليات نلاحظ انتقال شركات بأكملها من مالك لآخر، وذوبان شركات في شركات أخرى وظهور شركات أخرى ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة.

يمكن القول أن العمليات السابقة الذكر ليست حكرا على السوق المالية على مستوى البلد الواحد، وإنما أصبحت ذات بعد دولي بانتقال الشركات من بلد لبلد آخر ومن مالك أجنبي إلى مالك أجنبي آخر.

إن دوافع حركية الهياكل الصناعية المستمرة كثيرة ومتنوعة، فمنها ما يكون لغرض التقليل أو القضاء على المنافسة الشديدة، ومنها ما يكون من أجل رفع فعالية ومردودية المنتجات، أو بكل بساطة تكون لأن الشركة ترى فيها صفقة مربحة وذلك إذا ما لاحظت أن أسهم شركة معينة تباع في البورصة بأقل من قيمتها الحقيقية

(Sous-évaluée) .

I.4.2. قياس وضعية الاقتصاد الوطني:

يقال أن للبورصة دور في تنشيط الشركات وتنميتها، ولها أيضا دور في تنشيط وتمويل الاقتصاد الوطني ككل، خاصة في البلدان المتقدمة التي تتوفر على سوق مالية نشيطة وتعمل بكفاءة⁽¹⁾ عالية.

(1) كفاءة السوق: السوق الكفء هي تلك السوق التي تحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا. ففي ظل السوق الكفء يعكس سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، وتكون القيمة السوقية لهذا السهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية.

بالنسبة للمؤسسة، تعتبر أسعار أوراقها المالية المتداولة وتطور تلك الأسعار، الرابط المهم بينها وبين البورصة، حيث أن سعر الورقة يعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركة المعنية، خاصة من حيث الأرباح المحققة، المردودية وكذا ثقة المستثمرين والمختصين، وذلك نظرا للشروط القاسية المفروضة على الشركات المقيدة بالبورصة خاصة ما تعلق منها بالنتائج المحققة في السنوات الأخيرة، كما أن تطور تلك الأسعار يعكس مدى قدرة الإدارة المعنية على تسيير المؤسسة تسييرا حسنا، جعلها تقف في وجه المنافسة الشديدة التي تمتاز بها السوق. أو عكس ذلك إذا كان التطور في الأسعار سلبيا خلال مدة معقولة.

وتجدر الإشارة إلى أن الشركة تتأثر وتؤثر في البورصة، باعتبارها جزء من الاقتصاد الوطني وذلك عندما تعكس جميع المعلومات المتوفرة حول الشركة سواء كانت إيجابية أو سلبية مباشرة على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي تعطينا تقريرا مفصلا وحقيقيا حول كافة الأنشطة والتطورات التي تقوم بها المؤسسات المقيدة.

أما بالنسبة للاقتصاد الوطني، فنجد أن التغيرات التي تسجل في البورصة تؤثر في الاقتصاد ككل وبالمثل فإن التغيرات التي تحدث في هذا الأخير تؤثر على البورصة، فعلى سبيل المثال لا الحصر فإن أي تغير يطرأ على الخمسين شركة الأولى المسجلة في بورصة وول ستريت (Wall Street)، وهي شركات ضخمة لها وزن كبير في الاقتصاد الأمريكي، يؤثر في الاقتصاد الوطني من عمالة، أسعار، دخل وطني وغيره. كما أن أي تغير يطرأ على تلك البورصة يؤثر كثيرا في تلك الشركات من حيث قيمتها السوقية. بالإضافة إلى ذلك فإن التغيرات التي تسجل على المستوى الكلي تؤثر كثيرا على البورصة، ففترة معقولة من الكساد كافية لتؤثر بشكل سلبى على تلك الشركات، إذ تنخفض أسعار الأوراق المالية، وينخفض مقدار الاستثمار، وبالتالي ينعكس كل ذلك على البورصة.

لكن للوصول إلى شيء من الدقة والواقعية في هذا الجانب، علينا أن نميز بين التحليل على المدى القصير والطويل. فعلى المدى القصير، نجد أن البورصة تكون شديدة الحساسية لدرجة أنه يقال أن لديها حساسية جهاز قياس الزلازل. حيث أن أحداثا قد لا تتعدى الثلاثة أسطر في الصحف، تستطيع أن تكون لها تأثيرات خطيرة على مجرى العمليات في البورصة، وذلك في إطار أن بعض المستثمرين يترجمونها على أنها بوادر لتطورات مهمة مثل:

- اكتشاف شركة معينة لبئر من البترول أو لمنجم من الذهب وغيرها من المعادن الثمينة والثروات الطبيعية الاستراتيجية؛

- الإعلان عن سياسة جديدة بالنسبة للنفط في بلد من بلدان الشرق الأوسط؛

- الاختراعات التي من شأنها أن تقضي تماما على نشاط مؤسسة كبيرة مقيدة في البورصة، وتقلب حقلا صناعيا معيناً رأسا على عقب.

هذه الحساسية الشديدة يمكنها تفسير الظاهرة التي تثير دائما دهشة غير العارفين بالبورصة ألا وهي: التغيرات التي تطرأ على القيمة أو مجموعة القيم المتداولة والتي تكون في بعض الأحيان معتبرة وخلال دقائق قليلة فقط⁽¹⁾. بالإضافة إلى الأحداث السياسية التي تستطيع أن تكون لها نتائج مدهشة خاصة الانتخابات التشريعية والرئاسية للبلدان التي توجد بها البورصة، من الأمثلة على ذلك ما حدث في فرنسا سنتي 1978 و1981. ففي 1978 جرت الانتخابات التشريعية وخسرهما الأحزاب اليسارية وكنتيجة لذلك سجل ارتفاع كبير في أسعار القيم المتداولة لم تشهده بورصة باريس من قبل قدر بـ 9 % في يوم واحد. وارتفع الطلب على الأوراق المالية بصورة ملحوظة وعجزت السلطات المالية في بورصة باريس عن تلبية كليا وتم تأجيل التعامل بعدد كبير منها⁽²⁾. وفي 1981 إثر فوز الاشتراكيين بالانتخابات الرئاسية، عرفت البورصة الفرنسية ارتباكا شديدا أدى إلى غلقها لمدة يومين وسجل مؤشرها انخفاضا هائلا، وعرفت الأسعار انخفاضا كبيرا وصل معدله إلى 30%⁽³⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنه هناك العديد من الأسباب الأخرى المسؤولة عن التغيرات الطارئة والمفاجئة التي تمر بها البورصة منها: أسعار الفائدة، خاصة تلك المتعلقة بالسندات والعملات الرائدة في العالم كالدولار الأمريكي، الين الياباني والمارك الألماني... إلخ، الحروب، المستوى العام للأسعار أو التضخم، المستوى العام للعمالة والبطالة، ووضعية الموازين التجارية وموازين المدفوعات للدول العظمى، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الظواهر الاقتصادية.

✚ أما على المدى الطويل، فإن البورصة أكثر استقرارا وثباتا. بالفعل، فعندما تستبعد التغيرات العشوائية والموسمية والتي غالبا ما تكون قصيرة المدة، فإن المتفحص لمؤشرات البورصات خلال العديد من السنوات يجدها معبرة. ومنه فإن الارتفاع المستمر لمؤشر معين هو عبارة عن تنبؤ بوضعية أحسن، كما أنه تعبير عن الصحة الجيدة للاقتصاد حاليا. وهو بذلك يعكس النمو الاقتصادي للبلد المعني.

فالبورصة إذن تعتبر المرآة التي تعكس بصدق وضعية الاقتصاد الوطني، وأكثر من هذا فإن المراحل التي تمر بها تعد ترجمة للسياسات الاقتصادية والمالية للبلد.

I. 5.2. أهداف أخرى للسوق المالية:

بالإضافة إلى الأهداف الرئيسية للسوق المالية، السابقة الذكر، هناك أهداف ثانوية أخرى أهمها أن

البورصة:

✚ سوق مستمرة و بذلك يستطيع المستثمر في الأوراق المالية أن يستعيد أمواله الموظفة في تلك الأوراق في أية لحظة يريد بسرعة و بسهولة، خاصة إذا ما احتاج لتلك الأموال لطارئ من الطوارئ. و هنا تظهر الميزة المحققة من الاستثمار في البورصة على التوظيف في أشكال أخرى من الاستثمار، و هي ما تعرف اقتصاديا بوظيفة

(1) Le particulier, n° 592, septembre 1980, in: B. Belletante, 1991, Op.cit, P. 188.

(2) Le monde, 14 mars 1978, in: B. Belletante, 1991, Op.cit, P. 188.

(3) C. Baroux, Le nouvel économiste, n° 435, in: B. Belletante, 1991, Op.cit, P. 189.

تحويل الانتظار. و بهذا تساهم البورصة في تنمية الاستثمارات الضرورية و اللازمة للتنمية الاقتصادية، من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر.

✚ أداة مساعدة على تحديد أسعار الأسهم و السندات باعتبارها مكانا لالتقاء العرض و الطلب على تلك الأوراق، وعليه فإن التنافس عليها يجعل كل من العرض و الطلب يتغير ارتفاعا و انخفاضاً و في نهاية الأمر يتحقق التوازن بينهما و يحدد سعر البيع بصورة آلية⁽¹⁾.

✚ وسيلة لتقديم الإرشادات والنصائح للمستثمرين والمسيرين. إذ يمكن للمحتاجين لرؤوس الأموال أن يتوجهوا إلى السوق المالية للحصول على أحسن السبل للتزود بتلك الأموال.

✚ أداة هامة لإصدار الأوراق المالية والسماح لعدد كبير من صغار المستثمرين بالمخاطرة وتقديم أموالهم لتمويل عدد كبير من الصناعات والذي يؤدي في النهاية إلى استفادة الاقتصاد الوطني من عملية الاستثمار المالي أو ما يعرف بوظيفة تحويل المخاطر.

✚ هناك من يضيف إلى كل ما سبق هدفا آخر، انطلاقا من أن البورصة هي أنسب مكان للمضاربة⁽²⁾ (Temple de la spéculation) والذي يؤدي حتما إلى إفلاس المدخرين وهذا الاعتقاد هو ناتج أساسا عن الانهيارات الكبرى (Grands krachs) التي عرفتها البورصات العالمية، خاصة تلك التي حصلت في وول ستريت سنة 1929، والانهيارات المتعاقبة للبورصات في أكتوبر 1987، وانهيار 1989. هذا الهدف قليل الأهمية لدرجة تم ذكره مرة واحدة فقط من طرف البروفسور " B. Belletante ".

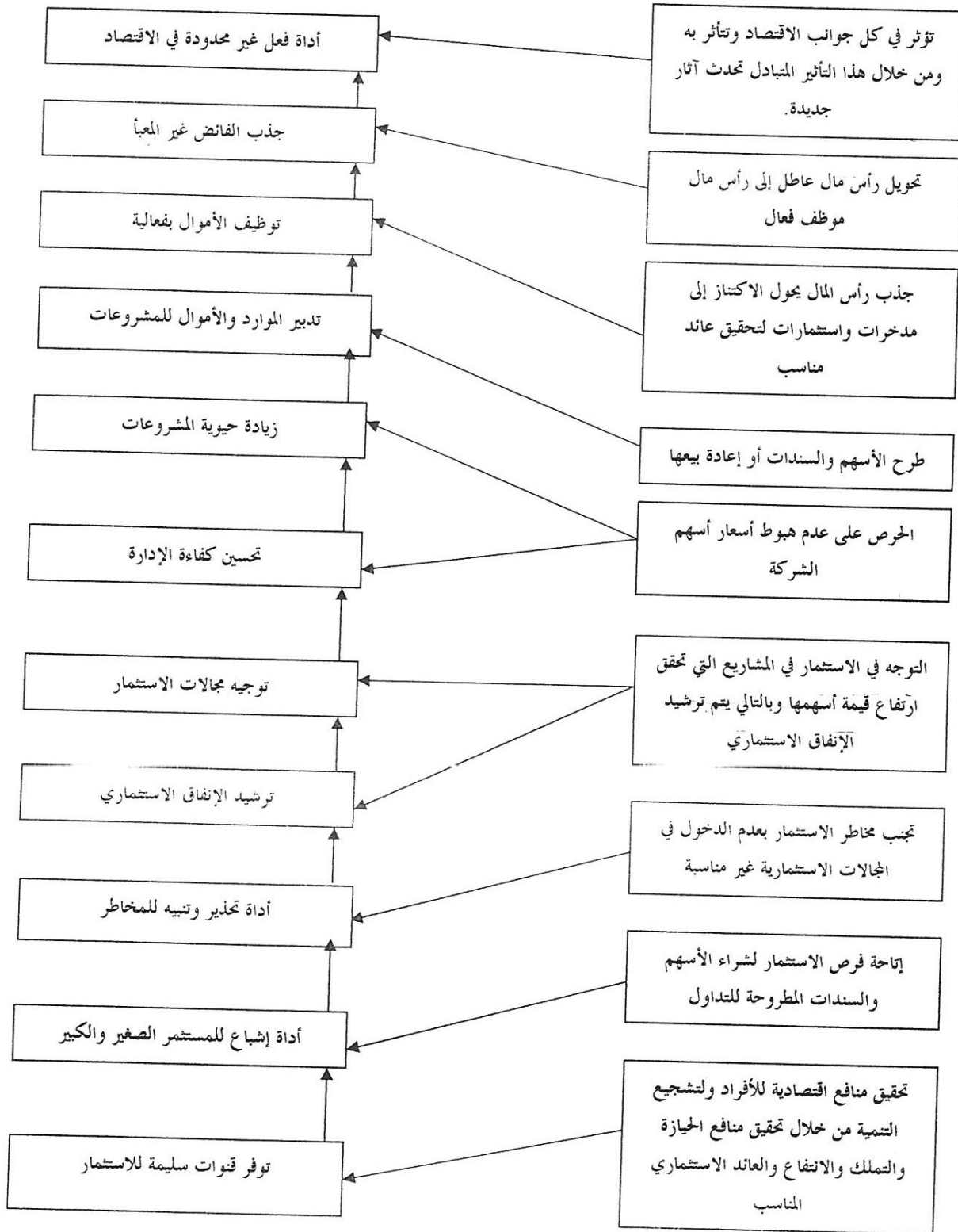
إن أهمية البورصة بالنسبة للمستثمر، المؤسسة والاقتصاد الوطني ناتجة عن الدور الذي تؤديه هذه المنظمة، فهي تؤمن السيولة للإصدارات فتعطي بذلك دفعة جديدة للاقتصاد بصورة أساسية⁽³⁾. والشكل التالي يوضح أهمية السوق المالية في الاقتصاد الوطني، حيث يتضح أنها تستمد أهميتها من أسباب وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به:

(1) سوف نتطرق إلى هذا الموضوع بالتفصيل في الجزء القادم.

(2) المضاربة هي تداول الأوراق المالية بيعا وشراء بغرض تحقيق الأرباح لا غير، أي دون الاحتفاظ بالأوراق في المحفظة لمدة طويلة. أكثر من هذا قد لا يتوفر المضارب على الأوراق أصلا أو أموال الشراء، وإنما هو وسيط فقط.

(3) Djebbar Mahfoud, La privatisation des entreprises publiques et rôle du marché financier, Revue Algérienne des sciences juridiques économiques et politiques, vol 3, Université d'Alger, 1996, PP.390-393.

شكل رقم (1-1): أهمية السوق المالية في الاقتصاد الوطني.



خلاصة القول أن السوق المالية مؤسسة مالية ضرورية لإقامة اقتصاد عصري متطور، وتمويله وتنشيطه. إذ تقوم بتجميع وتوجيه الادخار إلى الوجهة السليمة ممولة بذلك مختلف الأنشطة الاقتصادية: تمويل مساهمة و ليس تمويل استدانة، بكل ما للأسلوب الأول من مزايا وما للثاني من عيوب، خاصة ما تعلق منها بالأعباء و التكاليف. كما أن لذلك تأثير حسن على الكتلة النقدية المتواجدة في الاقتصاد الوطني أي تخفيض نسبة التضخم نتيجة تشجيع و نشر الوعي الادخاري لدى الجمهور.

I.3. الأوراق المالية المتداولة⁽¹⁾:

الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، تقوم بإصدارها وحدات اقتصادية لتحصل من خلالها على أرصدة مالية من سوق رأس المال، بغرض تمويل استثماراتها. كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل المشروعات أو لتغطية العجز أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم. يقال بأن الأوراق المالية هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في البورصات. وقد عرفت بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية)، أو مؤسسات خاصة، وينتج عن ذلك دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة في حالة إصدار السندات أو مشاركة في الملكية من قبل المشتريين في حالة إصدار الأسهم. وعليه يمكن تصنيف الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين هما: الأسهم (Actions / Stocks) والسندات (Obligations / Bonds). بالإضافة إلى نوع ثالث يفهم بينهما.

I.3.1. الأسهم:

السهم هو عبارة عن منتج مالي يمثل الحق في ملكية جزء من رأس المال الاجتماعي للشركة التي أصدرته. والأسهم هي قيم ذات عائد متغير ذلك لأن المساهم (صاحب السهم) يتلقى أو يتحصل على نسبة من الأرباح تتماشى مع ما يملكه من أسهم (Dividendes)، وهذا العائد متوقف على قيمة الأرباح المحققة وأيضا على قرار الجمعية العامة للمساهمين في توزيع الأرباح أم لا.

(1) العديد من المراجع أهمها:

* جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر، طبعة أولى، 2002 (بتصرف).

* حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص. 243 - 259 (بتصرف).

* ضياء مجيد الموسوي، البورصات، منشورات image، الجزائر، طبعة أولى، 1998، ص ص. 32 - 51 (بتصرف).

* صلاح السيد جردة، مرجع سابق، ص ص. 155 - 184 (بتصرف).

* Les cahiers Français. La bourse. les produits du marché financier, la documentation Française, 1988, PP. 8-10.

كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق في الملكية. والحكمة من تساوي قيمة الأسهم وعدم قابليتها للتجزئة هي تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للمساهمين. وعليه فإن السهم " هو جزء من رأس المال الذي يقسم إلى عدة أجزاء صغيرة متساوية، كل جزء أو قسم منها يسمى سهماً، وله ثمن معين، ويعتبر العدد الذي يمتلكه الشخص من هذه الأسهم حصته في رأس المال وهي قابلة للتداول⁽¹⁾ ".

للسهم ثلاث قيم هي: القيمة الاسمية، القيمة السوقية والقيمة الدفترية.

✳ **القيمة الاسمية:** تتمثل في القيم المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، فمجموع القيم الاسمية للأسهم يمثل قيمة رأس المال الاجتماعي للشركة.

✳ **القيمة السوقية:** هي التقييم الحقيقي للسهم في البورصة، وهي تتوقف على العديد من العوامل منها: العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية، التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر، المركز المالي للشركة ومدى نجاحها، الظروف الاقتصادية والسياسية السائدة، كمية الأسهم المعروفة وحجم الطلب عليها، المضاربات على الأسهم في البورصة...إلخ.

✳ **القيمة الدفترية:** تعادل قيمة حقوق الملكية: احتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة. وتستعمل هذه القيمة في حالة تصفية الشركة.

وتتمثل الأسهم أساساً في الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

I. 1.1.3. الأسهم العادية:

هي أكثر أنواع الأسهم انتشاراً، ويمثل هذا النوع من الأسهم مقدار الاشتراك في رأس مال شركة المساهمة، أي هو المقدار المملوك من رأس مال الشركة.

من الناحية الشكلية هي عبارة عن أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق تحمل القيمة الاسمية. قد يكون السهم لحامله، بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من بحوزته ذلك السهم في أية لحظة، ولذلك فتداوله يتم بانتقاله من مشتري لآخر دون المرور بالشركة المعنية، أي بمجرد رغبة حامل الأسهم في الحصول مرة أخرى على أمواله يقوم ببيعها في البورصة. كما قد يكون السهم اسمياً أي حاملاً لاسم المالك، حيث يصبح هذا الأخير معروفاً لدى الشركة وعليه فإن تداوله يتطلب إعلام الشركة بالصفقة لإتاحة الفرصة لهذه الأخيرة بتسجيل العمليات في دفاترها والتي تمت على أسهمها ومعرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم.

وعليه فإن المساهمين العاديين هم ملاك الشركة المعنية، جاءت هذه الملكية نتيجة شرائهم لأسهمها وتحملهم المخاطر الناجمة عن ذلك، على الرغم من أن تلك المخاطر محدودة بمقدار مساهمتهم في رأس مال الشركة. في

(1) علي محمد جعودة، الشركات المساهمة وهياكلها، 2002، www.bankofcd.com (بتصرف).

حالة تصفية الشركة بعد إفلاسها، فإن هؤلاء المساهمين يأتون في الدرجة الثالثة بعد الدائنين والمساهمين الممتازين من حيث استرجاع أموالهم المستثمرة.

✚ خصائص الأسهم العادية:

- ✓ الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف ولكن أصعب من حيث التحليل. فالسندات لديها مدة صلاحية محدودة، تاريخ استحقاق، وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح - في أغلب الأحيان - على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر ولا الأرباح.
- ✓ عادة ما يحدد القانون الأساسي لشركة المساهمة عدد الأسهم العادية الذي يمكن إصداره منها، أما في الواقع فتقوم الشركات بإصدار عدد أقل من ذلك العدد المحدد، حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور، ومقابلة الأوراق القابلة للتبديل... إلخ.
- ✓ يتحصل أصحاب الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة وقرار الجمعية العامة للمساهمين، وعليه فأرباح هذه الأسهم تتغير من سنة لأخرى.
- ✓ يمكن لشركات المساهمة إعادة شراء بعض أسهمها وذلك عن طريق عقود السيولة⁽¹⁾، التي تبرمها مع الوسطاء لمدة سنة على الأكثر.

✚ أنواع الأسهم العادية: إلى جانب الأسهم العادية الاسمية والأسهم العادية لحاملها، التي سبقت الإشارة إليها، ظهرت في السنوات الأخيرة العديد من الأنواع الأخرى منها:

- ✓ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: قامت بعض الشركات الأمريكية، في الثمانينات من القرن الماضي بإصدار أنواع جديدة من الأسهم الإنتاجية، يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة. وأفضل مثال على ذلك شركة "جنرال موتورز" التي أصدرت آنذاك مجموعة من الأسهم أطلق عليها "E class"، وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها، بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها "H class" ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات... وهكذا.

- ✓ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: إن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة. وفي إطار خطة معينة لمشاركة العاملين في ملكية الشركة التي يعملون فيها، تقوم وحدة تنظيمية مختصة بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدامه لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية، ويتم سداد القرض وفوائده من التوزيعات التي تتولد عنها، وكذلك من مساهمة مالية إضافية تقدمها الشركة التي أصدرت الأسهم على أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

(1) عقد السيولة هو عقد تبرمه الشركة مع وسيطها من أجل امتصاص الفائض من أسهمها في السوق وتعتبر إعادة شراء الشركة لأسهمها طلباً وهمياً، حيث لا تتأثر الأسعار والقيمة السوقية للأسهم.

لقد ظهر هذا النوع من الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، عندما صدر تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة. كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح القرض لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

✓ **الأسهم العادية المضمونة:** الأسهم المضمونة هي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، والتي عادة ما تمتد إلى سنتين. ويتم التعويض إما بحصول حامل السهم على مزيد من الأسهم العادية، أو بحصوله على أسهم ممتازة أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل، كما يمكن أن يكون التعويض نقداً. هذا النوع من الأسهم يكون محبذاً عند المستثمرين المترددين في التعامل في البورصة، كما يحقق أيضاً الحماية لبنوك الاستثمار التي تقوم بمهمة الإصدار، ومن شأنه أن يؤدي إلى ضمان التصريف الكامل لهذا الإصدار وهو ما يعني توفير الموارد المالية التي خططت الشركة لتدبيرها.

✓ وهناك أسهم لها حق أكثر في التصويت وليس لها أولوية عند توزيع الأرباح، وبالمقابل هناك نوع آخر له أولوية في الأرباح وليس له ثقل عند التصويت، وبناءً على إيجابيات وسلبيات كل نوع وكذا على الهدف من شراء الأسهم يتحدد قرار التوظيف من قبل المستثمرين.

✦ حقوق المساهمين العاديين:

من أهم الحقوق التي يتمتع بها المساهمون العاديون، والموضحة في القانون الأساسي للشركة ما يلي:

✓ **الحصول على الأرباح الموزعة:** وهو أحد الأهداف الهامة من الاستثمار، حيث يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، كما أن هذه الأخيرة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنوياً، فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة وكذا تمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة.

✓ **التصويت:** في سوق عادة ما تسودها المنافسة الحادة، يعتبر هذا الحق مساهمة في تسيير الشركة، وذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل سهم صوت. وتتجلى الأهمية الكبيرة لهذا الحق من خلال أن التصويت يتم على مسائل هامة جداً كتعديل القانون الأساسي للشركة وكيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلافهم واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل.

يعتبر التصويت وسيلة للسيطرة على الشركة، فالشركات الصغرى تمتاز بقلة المساهمين وهو الشيء الذي يسهل حضورهم الجمعيات ويتم التصويت بشكل عادي، أما في الشركات الضخمة فنجد المساهمين فيها منتشرون في مناطق متباعدة وبالتالي فإن تصويتهم فردياً يكون صعباً وقد تتم السيطرة على الشركة من قبل فئة من المساهمين أو من الإدارة.

✓ الأولوية في الاكتتاب والتوزيع: للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شراء الأسهم العادية أو الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، إذا قامت الشركة بإصدارات جديدة بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة، وذلك للمحافظة على حقوق ووزن كل مساهم في المراقبة والسيطرة، وكذا الإبقاء على نسبهم (حقوقهم) في الإحتياطات والأرباح المحجوزة في السنوات التي سبقت الإصدار المعني. هذا بالنسبة للاكتتاب، أما بالنسبة للأولوية في التوزيع فتكون في حالة ما إذا قامت الشركة بإصدارات جديدة عن طريق ضم جزء من الإحتياطات، فللمساهمين القدامى الحق في تلك الأسهم الجديدة بجانبها بنسبة ما يملكه كل مساهم من أسهم قديمة. وتجدر الإشارة إلى أن كل مساهم قديم لا يرغب في الاكتتاب والتوزيع من الإصدارات الجديدة، من حقه بيعها في البورصة وبالتالي أصبحت حقوق الاكتتاب وحقوق التوزيع عبارة عن أوراق مالية تباع وتشتري بصورة مستقلة عن الأسهم الأصلية.

✓ حضور الجمعيات العامة: وهي صيغة من صيغ تسيير الشركة، فمن حق المساهم العادي حضور الجمعيات العامة سواء كانت عادية أو طارئة. فالأولى -الجمعيات العادية- تنعقد كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية، تخصيص النتائج، تركيبة الإدارة أو عدم تركبتها وكذا قضية توزيع الأرباح. أما الثانية -الطارئة- فتعقد متى اقتضى الأمر ذلك، خاصة عند إجراء تعديل على القانون الأساسي للشركة، رفع رأس مالها... إلخ.

✓ بيع الأسهم: انطلاقاً من أن الأسهم هي عبارة عن أموال دائمة في الشركة المساهمة وأن هذه الأخيرة غير ملزمة بإعادة المبالغ المستثمرة لأصحابها، فإنه من حق المساهمين العاديين نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم سواء يبيعها في البورصة أو يبيعها مباشرة من المساهم القديم إلى المساهم الجديد.

✓ الإطلاع على وثائق الشركة: باعتبارهم ملاكاً للشركة، يحق للمساهمين العاديين الإطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضرورياً، خاصة الوثائق المحاسبية وقائمة المساهمين الآخرين، وإذا ما رفضت الإدارة ذلك من حقهم اللجوء إلى المحكمة.

✓ الحق في موجودات الشركة بعد التصفية: عند بيع أصول الشركة محل التصفية، فإن ملاكها يقومون بتسديد ما عليهم من ديون، ثم يقومون بدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين. لكن إذا ما تجاوزت الديون قيمة الأصول فإن حملة الأسهم لا يحصلون على شيء. والخسارة هنا تكون بمقدار مساهمتهم فقط لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.

خلاصة القول أن الأسهم العادية تستمد أهميتها من أنها وسيلة هامة للسيطرة وتوجيه الشركة وكذا اتخاذ القرارات والتحكم في تسيير شركات المساهمة.

I. 2.1.3. الأسهم الممتازة:

شأنها شأن الأسهم العادية، تمثل الأسهم الممتازة شهادات ملكية لجزء من رأس المال الخاص. للسهم الممتاز ثلاث قيم: اسمية وسوقية ودفترية. غير أن هذه الأخيرة تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

✦ خصائص الأسهم الممتازة:

- ✦ تحدد الأرباح السنوية بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، ويحدد الحد الأقصى لهذه النسبة في عقد الإصدار. أما إذا لم تحقق الشركة أرباحاً فهي غير ملزمة بدفع تلك النسبة؛
- ✦ عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو لأكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين؛
- ✦ ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص العقد على استدعائها في توقيت لاحق سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية. وهو ما يدل من جهة على سهولة ومرونة التعامل بهذه الأسهم، ومن جهة أخرى يساعد من يريد السيطرة على الشركة بتحويل أسهمه الممتازة إلى أخرى عادية. أما سعر إعادة الشراء فيكون أعلى من الأسعار التي تتداول بها الأسهم في البورصة أو إعطاؤهم إغراءات أخرى مماثلة.
- ✦ تمتاز هذه الأسهم على الأسهم العادية بأولويتها في الحصول على الأرباح ولكنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية وذلك بعد الديون.
- ✦ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في معظم الحالات، فهي وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها.

✦ مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:

1. المؤسسة ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباح؛
2. التوزيعات محددة بنسبة معينة، ولا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة؛
3. يساعد إصدار الأسهم الممتازة على تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للمنشأة.

✦ عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

1. ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة يفوق تكلفة التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخصم من وعاء الضريبة على عكس الفوائد.
 2. يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطلبون عائداً أعلى.
- وتجدر الإشارة أنه لا توجد هناك أسهم ممتازة بالمفهوم القديم، وإنما انقسمت إلى عدة أنواع أخرى من الأوراق المالية مثل: الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح وبدون حق التصويت (ADP)، الأسهم بكوبونات الاكتتاب في الأسهم (ABSA)، الأسهم الموزعة كأرباح، والأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت... إلخ، وبالتالي فإن التقسيم السابق للمنتوجات المالية التي تمثل ملكية الشركة أو ذات الدخل المتغير لا يعتبر التقسيم الوحيد للأسهم.

3.1.3.I. تقييم الأسهم: يقوم أي مستثمر في الأوراق المالية - خاصة المستثمر في الأسهم العادية - بتقييم أوراقه بنفسه أو باستعمال خدمات المتخصصين، وذلك بغرض معرفة مردودية استثماراته في تلك الأسهم، باعتبار

أن هذه الأخيرة لا تدر عائدا ثابتا سنويا. وأكثر من هذا لا يضمن المساهم العادي عائدا بصورة دورية ولو على الأمد الطويل. لذلك نجد أن المستثمر يبحث دائما عن الإجابة للسؤال: هل قيمت السوق السهم بدقة، وما مدى قرب تلك القيمة أو بعدها عن القيمة الذاتية⁽¹⁾ للسهم؟ مستعملا العديد من طرق التقييم التي من أهمها:

✚ **تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية:** تنطلق هذه الطريقة من فكرة أن التدفقات النقدية التي يدرها عدد معين من الأسهم في السنوات القادمة يجب أن تخصم بسعر خصم معين حتى يمكن معرفة قيمتها الحالية، ومعرفة مردوديتها وبالتالي مقارنتها ببدائل استثمارية أخرى.

✚ **تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة:** في هذه الحالة، القيمة الحالية للأسهم بالنسبة للمستثمر هي قيمة الأرباح المنتظرة أو الموزعة بعد سنة، ويمكن حسابها كما يلي:

$$(2) \quad P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + r}$$

حيث: P_0 = القيمة الحالية للسهم؛

D_1 = الأرباح المنتظرة أو الموزعة بعد سنة؛

P_1 = سعر السهم بعد سنة؛

r = سعر الفائدة أو سعر الخصم.

يقارن المستثمر القيمة الحالية للسهم P_0 بسعر السوق، ليتخذ بعد ذلك قرار الاستثمار - سواء بالبيع أو بالشراء - كما يمكن من خلال هذا النموذج استخراج القيمة الحالية للشركة وذلك بضرب طرفي المعادلة السابقة في عدد الأسهم.

وعليه فإن قيمة السهم هي دالة لتدفقات الأرباح الموزعة في الفترات القادمة. وبعبارة أخرى هي دالة لتوقعات المستثمرين.

✚ **تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة:** من الشائع في الحياة العملية، أن الشركات لا تقوم بتوزيع كافة أرباحها المحققة. ويمكن القول بأن قيمة أي شركة مرتبطة أساسا بهذا العامل، أي الفرق بين أرباحها المحققة ومقدار ما أعادت استثماره كل سنة، إذا ما كانت هذه السياسة متبعة طيلة نشاط الشركة المعنية ونفس الشيء يمكن أن يقال عن قيمة السهم، في هذه الحالة. ويكون التعبير الرياضي عن هذه الفكرة، بالعلاقة التالية [Sharpe, 1978]:

(1) القيمة الذاتية للسهم [intrinsic value] هي القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من المخاطر.

(2) ظهر هذا النموذج في أوائل الستينات من القرن الماضي وعرف باسم: "The Miller - Modigliani valuation model".

$$P_0 = \frac{E_1 - I_1}{1+r} + \frac{E_2 - I_2}{(1+r)^2} + \frac{E_3 - I_3}{(1+r)^3} + \dots$$

حيث: E: تمثل الأرباح المحققة، I: هي مقدار الأرباح المعاد استثمارها، و r: هي سعر الفائدة أو سعر الخصم. في هذا الصدد تجدر الإشارة، إلى أن تقييم الأسهم يتم بطرق مختلفة، لكن المفارقة هي أن هذه الطرق قد تؤدي إلى نفس النتيجة، باعتبار أن الأرباح الموزعة هي جزء من الأرباح المحققة. وأن صافي التدفقات النقدية ما هي إلا صورة من صور النتائج المحققة من قبل الشركة. كما أن عملية حساب القيمة الحالية تتطلب تحديد سعر الخصم⁽¹⁾، الذي من الصعب تحديده مسبقاً لأنه متعلق أساساً بتحديد مستوى المخاطر الذي يختلف من أصل لآخر ومن فترة لأخرى ومن مستثمر لآخر.

I. 2.3. السندات:

السندات التي تصدرها الحكومة أو الشركات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بينها وبين المستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (الشركة)، الذي يتعهد بدوره برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة. فالسند عبارة عن ورقة متداولة تمثل دين طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أية هيئة أخرى، وهو جزء من الدين الكلي لها، وقد يكون السند لحامله، وبذلك يكون ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، وقد يكون اسمي فلا يتداول إلا بعد موافقة الشركة وإثبات التنازل عنها في دفاتها. إن عملية تسجيل السندات في البورصة، تعتبر مهمة وضرورية جداً لنجاح الاكتتاب، وذلك لأن المستثمر لا يمكن أن يودع نقوده لمدة طويلة دون أن يتأكد من إمكانية استرجاعها في أية لحظة يرغب في ذلك. وتلجأ الشركة إلى إصدار السندات لأسباب عديدة أهمها أن أموالها الخاصة لا تكفي لتمويل المشاريع، لا تريد تدخل أطراف أخرى في التسيير والسيطرة عليها، في حاجة إلى أموال طويلة الأجل وتفضل إصدار السندات لأنها أقل تكلفة من القروض... إلخ. وفي هذا الإطار تمارس الدولة تأثيراً هاماً على أوضاع الأسواق المالية من خلال طرح سندات القرض العامة، واسترجاع قسم منها. فزيادتها تكون بهدف سحب الفائض من السيولة في الاقتصاد، وتخفيضها يؤدي إلى زيادة عرض الموارد في الأسواق المالية. وعليه يعتبر السند مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل، تلجأ الحكومة أو الشركات أو المؤسسات إليه للحصول على احتياجاها من خلال الاكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال.

(1) يعرف سعر الخصم في الأدبيات الاقتصادية بأنه عبارة عن معدل العائد المنتظر من الاستثمارات البديلة التي تنطوي على نفس المستوى من المخاطر. والمقصود بالمخاطر هنا هي درجة حساسية الأصل للتغيرات الحاصلة في السوق.

I. 1.2.3. خصائص السندات: تتمتع السندات بخصائص عدة، فبالإضافة إلى أنها أدوات استئانة تتطلب

ضمانات كبيرة، وإمكانية إصدارها من قبل الحكومة والجماعات المحلية، تتميز السندات بأن:

1. دخلها ثابت في غالب الأحيان، هذا الدخل هو عبارة عن نسبة معينة من القيمة الاسمية للورقة يدفع لحامل السند سنوياً أياً كانت نتيجة الدورة. وفي حال توقفت الشركة عن سداد هذا الدخل أو الفائدة، يحق لأصحاب السندات اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تصل إلى طلب إشهار إفلاس الشركة وتصفيتها.
2. للسندات تاريخ استحقاق يتفق عليه عند الإصدار، حيث يسدد المبلغ الأصلي لحائز السند، ولهذا الأخير

ضمان عام على أموال الشركة وأحياناً يكون له ضمان خاص على بعض أصولها.

3. يجب أن تظهر وثيقة الإصدار لكافة المستثمرين: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتسابهم في السندات المعنية لطمأننتهم على مدخراتهم كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب دفعه للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي القيمة الاسمية له.

4. قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها، وذلك لتشجيع المكتتبين، ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار (Prime d'émission). كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد (Prime de remboursement).

I. 2.2.3. أنواع السندات: يمكن أن تقسم السندات التي تصدرها الشركات إلى أنواع مختلفة بحسب الأساس

المستخدم في التقسيم، ونظراً لكثرتها سنختار منها عدة سندات مهمة وشائعة الاستعمال لتعرض لها باختصار:

السندات التقليدية: إن السندات التقليدية هي الشكل البسيط لهذا النوع من الأوراق المالية، حيث هي من بين المنتجات المالية التي تدر فائدة ثابتة محددة مسبقاً. وعليه فجميع الخصائص التي سبق ذكرها تنطبق على هذا النوع من السندات.

السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هذا النوع من السندات يعطي الحق لحاملها اختيارياً في تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات أو في أية فترة قبل تاريخ استحقاقها. وإضافة هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها وخاصة المستثمر المتردد، وبذلك يمكنه الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود، وتحويله إلى مساهم والحصول على أرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية.

السندات ككوبونات الاكتتاب في السندات (OBSO): يسمح هذا النوع من السندات لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً في عقد الإصدار، إذ يرفق بكل سند قديم كوبوناً يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر الفترة المحددة. ومن حق أصحاب هذه السندات تسجيل تلك الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة بمجرد انتهاء عملية الإصدار الأولى.

❖ **السندات المضمونة بأصول الشركة:** قد تلجأ الشركة إلى إصدار سندات مضمونة ببعض ممتلكاتها. نظرا للوضعية السيئة التي وصلت إليها. في هذه الحالة لا يمكنها التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما سددته من قيمة تلك السندات، ويعود ذلك إلى أن حامل هذه السندات عادة ما يكون محميا صراحة في وثيقة أو اتفاق الإصدار.

❖ **السندات بسعر فائدة متغير:** وجد هذا النوع من السندات انطلاقا من نقائص السندات ذات المعدل الثابت، والمتمثلة أساسا في تحمل الفرق بين أسعار الفائدة في السوق ومعدلات الفائدة الثابتة التي عادة ما تمتاز بها السندات، سواء بالزيادة أو بالنقصان. تتركز فوائد هذه السندات في تغييرها على بعض العوامل: كمعدل العائد لبعض الأنواع من السندات الحكومية التي تمتاز بنوع من الاستقرار، معدل العائد المتوسط لسندات القطاع العام ذات أسعار الفائدة الثابتة أو المعدل المتوسط الشهري لأسعار الفائدة السائدة في السوق النقدية وغيرها من المعدلات التي يمكن أن يربط تغييرها بتغير السندات المتغيرة الفائدة، وذلك بهدف الحفاظ على مصالح كل من المصدر والمستثمر من خلال تقريب سعر الفائدة أو حتى مساواته بالسعر السائد في السوق.

❖ **السندات المرتبطة بالمؤشرات:** تعرف أيضا بالسندات المستقرة، ظهرت سنة 1942 في الولايات المتحدة، وهي تلك السندات التي تربط سعر الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين قد يكون: مستوى أسعار التجزئة، مستوى أسعار الجملة، مستوى أسعار مجموعة مهمة من السلع أو معدل التضخم أو غيره من المؤشرات. وذلك بغرض المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند. إذ مع ارتفاع المستوى العام للأسعار لفترة طويلة (التضخم) فإن القيمة الحقيقية للسند تنخفض، وما ربطه بمؤشر إلا حفاظا على هذه الأخيرة.

والجدير بالذكر أن هناك العديد من السندات بمزايا وضمانات مختلفة وبحقوق متفاوتة بالنسبة لسلتها، كما أن غير المضمونة، السندات المضمونة من أطراف خارجية، السندات القابلة للاستدعاء وغير القابلة للاستدعاء، السندات التي لها حق في الأرباح بالإضافة إلى الفائدة المحددة، وغيرها من السندات التي تزخر بها الأسواق المالية.

I. 3.2.3. تقييم السندات: مهما اختلفت خصائص السندات التي سبق ذكرها أو التي لم نتعرض لها، فإنها عموما تتميز وتشارك في خاصية يمكن أن توحيدها وهي كونها تضمن نوعين من التدفقات المالية: تدفق سنوي متمثل في الفائدة وتدفق عند تاريخ الاستحقاق متمثل في المبلغ الأصلي. لذلك فإن عملية تقييم السندات تقوم أساسا على تقييم هذين المصدرين من التدفقات التي يحصل عليها الحملة وذلك بإيجاد القيمة الحالية لهما.

في اللحظة t هي ⁽¹⁾:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+K)^i} + \frac{MV}{(1+K)^n}$$

(1) Archer.S.H. et al., Financial management, Wiley and sons, 1983, in:

* جبار محفوظ، 2002، مرجع سابق، ص. 72.

حيث: V = هي القيمة الحالية للسند في اللحظة t ؛

C = مقدار الفائدة السنوية؛

MV = المبلغ الأصلي؛ n = تاريخ الاستحقاق معبرا عنه بعدد السنوات.

K = سعر الفائدة السنوي السائد في السوق.

يبقى أن نشير إلى أن للسندات أهمية تفوق أهمية الأسهم في خلق حركة نشطة داخل الأسواق المالية، خاصة في السنوات الأولى من عمر هذه الأخيرة، وذلك بتنوع السندات وجعلها ملائمة لمتطلبات صغار المستثمرين، أما على المدى الطويل فينبغي أن تتركز الجهود على مواجهة سبل الاحتيال والغش وجميع الممارسات غير الأخلاقية بأسلوب صارم، يساعد في جذب اهتمام المستثمرين للأسهم العادية، لما لها من دور فعال في جعل السوق المالية تحقق الأهداف التي أنشئت من أجلها.

والجدير بالذكر أن هناك من المنتجات المالية ما يجمع بين الملكية والدين (هجينة Hybride) وبالتالي فهي تقع ما بين الأسهم والسندات من حيث الخصائص، من أهمها ما يلي:

✦ أوراق المساهمة: وهي قيم قابلة للتداول، تحمل قيمة اسمية وليس لها الحق في التصويت، تصدر لأغراض مختلفة لتمويل الصادرات والواردات، الاستثمار في السكن، تمويل الشركات العمومية الصناعية... إلخ.

✦ السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم (OBSA): لحاملها الحق في أن يصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين للشركة، وفي نفس الوقت أن يحتفظ بصفته كدائن بالنسبة للشركة (حامل للسندات).

بالإضافة إلى ما سبق ذكره، هناك أوراق مالية أخرى انتشرت وأخذت أشكالا متعددة، وكان الغرض منها أساسا حماية المستثمر ضد المخاطر المختلفة. ومن أبرز هذه الأوراق: الاختيارات والعقود المستقبلية، أو ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالأدوات المشتقة أو المشتقات، لكننا نكتفي بالإشارة إليها لأنها تتجاوز إطار هذه المذكرة.

I. 4. ميكانيزمات البورصة⁽¹⁾:

قد تكون البورصة على شكل مؤسسة عامة، كما هو الحال في فرنسا، أو على شكل شركة مساهمة، كما هو الحال في الولايات المتحدة، حيث تكون المساهمة فيها حكرًا على المساهمين القدامى، ويكون من الصعب جدا قبول مساهمين جدد، لكن الشيء المؤكد هو أن أي بورصة تضم العديد من الوسطاء والأطراف المتدخلة الأخرى، كما يتم فيها إقامة العديد من الهيئات المنظمة والإشراف على الكثير من العمليات التي تحدث داخلها. ومراقبة كل هذا النسيج المتداخل فيما بينه ليس بالأمر الهين. لذلك لعب ويلعب التنظيم والتحكم في إدارة وميكانيزمات البورصة دورا رئيسيا ومهما في نجاح وتوسع البورصات العالمية.

I. 1.4. الوسطاء الماليون:

هذه الفئة هي العمود الفقري لأي بورصة، وحلقة الوصل بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أواميرهم. ويشترط أن يكون الوسطاء أعضاء في البورصة، هذه العضوية يشار إليها بالمقاعد المخصصة وغير المجانية، إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول عليها. وفي هذا الصدد ينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى خمسة أنواع هم:

✚ **السماسرة الوكلاء [Commission Broker]:** السماسر الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة الكبيرة، كما قد يعمل تاجرا لحسابه الخاص.

✚ **سماسرة الصالة [Floor Broker]:** يطلق عليهم أيضا سماسرة السماسرة، فهم لا يعملون لحساب بيت سمسرة بعينه، بل يقدمون الخدمة لمن يطلبها ووجودهم يسهم في التقليل من إمكانية حدوث اختناق في المعاملات.

✚ **تجار الصالة [Floor Traders]:** يعرفون أيضا بالمضاربين أو التجار المسجلين، فهم يقومون بالالتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص فقط وينتهبون فرص سانحة للبيع أو للشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح.

(1) مجموعة من المراجع أهمها:

* منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق، ص 495 - 549 (بتصرف).

* جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، طبعة أولى، 2002، ص 5 - 32، 71 - 135 (بتصرف).

* محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 34-55 (بتصرف).

* ضياء مجيد الموسوي، 1998، مرجع سابق، ص 17 - 29، 54 - 67 (بتصرف).

* B. Belletante, 1991, Op. cit, PP.15-81.

* Gaston Défossé et Pierre Balley, La bourse des valeurs, édition Bouchène, Alger, 1993, PP. 112-127.

✚ **المتخصصون [Specialists]:** يقصد بهم أعضاء السوق الذين يتخصص كل واحد منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والاتجار، وعمله يكون بطريقة تضمن الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، حيث يمكن القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، ونظرا لخطورة هذا الدور فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.

✚ **تجار الطلبات الصغيرة:** وهم التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة، ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة هي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. هذا بالنسبة للبورصات الأمريكية والبريطانية، أما بالنسبة للبورصات الفرنسية، ففي بادئ الأمر كان الأشخاص الذين يقومون بدور الوسيط هم وكلاء الصرف المعروفون باسم [Agents de Change] الذين استبدلوا أو انظموا بعد 1988 إلى شركات عرفت بشركات البورصة⁽¹⁾ [Sociétés de Bourse] واحتفظت هذه الأخيرة بمهمة احتكار تداول الأوراق المالية حتى جانفي 1992، ففي ذلك التاريخ انضمت إليها مؤسسات أخرى لتشاركها نفس المهمة، مما أجبرها على تنوع وتوسيع نشاطاتها لتشمل العديد من أوجه الوساطة المالية مثل التعامل بالأوراق المالية المقيدة، أي القيام بصفقات لصالحها الخاص، التعامل بالعقود المستقبلية والاختيارات، تسير الحوافظ المالية وغيرها من الأنشطة.

إن شرط دفع الوسطاء الماليين لمبلغ كبير لقاء العضوية والتعامل كطرف في الصفقات التي تعقد في البورصة، مهم جدا وتوضح أهميته أكثر من خلال إعطائهم الحق في أن يكونوا طرفا في تجارة الجملة [Contre partie de Blocs]. وعموما فإن هذا الحق يجعل من الوسيط صانعا فعالا للسوق⁽²⁾ (Market Makers)، إذ يلعب دورا هاما في خلق سيولة السوق وانتظام الأسعار وتغطية المخاطر.

I.1.1.4. مهام الوسطاء: بالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، فقد توسع نشاط هذه الفئة كما سبقت الإشارة إلى ذلك، ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصات. ويجب على كل راغب في الاستثمار يطلب خدمات الوسطاء العاملين في البورصات، أن يحدد مسبقا طبيعة العمليات المالية التي يريدها، خاصة وأن مهام الوسيط تتمثل أساسا في:

✓ تنفيذ أوامر الزبون من بيع وشراء للأوراق المالية المختارة من طرف هذا الأخير دون إبداء رأيه حول تلك الأوراق وإتمام الصفقة حتى النهاية؛

(1) شركات البورصة شركات مساهمة خفية (Anonymes) أو شركات توصية (Commanditaire) تسهر على إتمام الصفقات حتى نهايتها أي تسليم الأوراق للمستثمرين وتسليم المبالغ للبائعين، ولا تضمن نتيجة تلك الصفقات لأي طرف، كما تحاول اكتشاف أي غش في المعاملات وتعمل على تحقيق الأهداف المرسومة من قبل زبائنها ومعاملتهم بالمساواة بغض النظر عن مبالغ الأوامر المسلمة لها.

(2) يقصد بصناع السوق أولئك الذين يتعاملون في الأوراق المالية بيعا وشراءا ويحتفظون لديهم بحجوز منها لتلبية طلبات الزبائن، وبالتالي تتحدد أسعار الأوراق المالية بواسطة.

✓ تسيير المحفظة المالية كلية، على أن يقدم الزبون أو المستثمر المعني كافة المعلومات عن الصفقات المبرمة، قيمة المحفظة والأرباح المحصلة وغيرها من المعلومات بصفة دورية؛

✓ مناقشة مزايا وعيوب الشركات التي يريد الزبون الاستثمار في أوراقها كأن يشتري، يحتفظ أو يبيع أسهمها، أو التخلي عن نوع معين من الأوراق الموجودة في محفظته، أي إعطائه مجموعة من الإرشادات والنصائح.

I. 2.1.4. أهمية الوسطاء: في غالب الأحيان يقف المستثمرون (خاصة من الجمهور) حائرون أمام العدد الهائل من المنتجات المالية التي من الممكن أن يستثمروا فيها، و اتخاذ قرار حاسم حول الهدف من شرائهم لها، عندئذ تظهر أهمية الوسيط بالنسبة للمستثمر الذي يلجأ للوساطة لاتخاذ قراراته الاستثمارية في العديد من المظاهر أهمها:

✓ توفير المعلومات التي يحتاجها المستثمر بتكلفة أقل مما لو بحث عنها بمفرده، وذلك لما يتمتع به الوسطاء من معرفة جيدة وتخصص وإلمام بتقنيات ومجالات التحليل المالي وغيره؛

✓ تخفيض تكلفة المعاملات، حيث يقوم الوسطاء بجمع الكثير من الصفقات ودفع المصاريف عنها بصورة مشتركة، وهذا ما يشجع المستثمر على اللجوء إلى الوسيط؛

✓ تمكين كل مستثمر يجذب الاستثمار في ورقة مالية سعرها مرتفع جداً، من الاستثمار فيها، خاصة وأن للوسطاء الحق في إصدار أوراق "غير مباشرة" بقيمة اسمية منخفضة وبيعها للمستثمرين؛

✓ التخصص الدقيق في نوع معين من العمليات المالية، أو في التعامل في ورقة مالية معينة، مما يجعل المستثمرين يلجأون إليهم للاستفادة من خبراتهم.

وبصفة عامة يساعد الوسطاء الماليون على تنشيط السوق وإفادة المستثمرين بالمعلومات والنصائح والإرشادات، ومساعدتهم على تكوين حوافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة، خاصة إذا ما تعلق الأمر بمئات بل وبآلاف البدائل الاستثمارية.

I. 2.4. الأطراف المتدخلة في البورصة:

نتعرض فيما يلي لأهم المتدخلين في البورصة⁽¹⁾.

I. 1.2.4. الجمهور: هم الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار. منذ نهاية السبعينات وخلال عشرية الثمانينات، عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة قفزة هائلة، ففي 1975 مثلاً كان هناك فرنسي واحد من بين 31 شخص يملك أسهما في شركة ما، لتصل هذه النسبة في 1987 إلى 1 من بين 8 أشخاص (أنظر الجدول رقم 1-1). ويستحوذ الجمهور

(1) هناك من يصنف الوسطاء من بين المتدخلين في البورصة على أساس أن المتدخلون هم: مصدرين، مستثمرين، وسطاء، غير أن هؤلاء في حقيقة الأمر يعتبرون من الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير البورصة ودورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبياً.

في فرنسا على أكبر قدر من القيمة السوقية للمستثمرات في البورصة، وذلك في منتصف الثمانينات بنسبة تتراوح ما بين 28% و30% من توزيع القيمة السوقية على المتدخلين (للأسهم) وبدرجة أقل في اليابان بنسبة 23%.
جدول رقم (1-1): نسبة الأفراد المستثمرين في البورصة في سنة 1987.

الوحدة: %.

البلد	فرنسا	بريطانيا	ألمانيا	الولايات المتحدة	اليابان
نسبة الأفراد	12.5	6.25	7.69	20	5

المصدر: جبار محفوظ، إدارة وتنظيم البورصة، مرجع سابق، ص. 13.

يتنقل المستثمر الفرد من مجال لآخر بمجرد ظهور عامل من العوامل الاقتصادية والسياسية، لتحقيق أكبر عائد في كافة الحالات. وتجدر الإشارة هنا إلى أن المستثمر الياباني شديد الحساسية لتغيرات وظروف السوق، فهو يتجه للاستثمار في الشركات التي تملك العقارات إذا ما ارتفعت أسعارها، ويتجه إلى الشركات ذات الطابع التصديري إذا ما ضعف الين، وإلى الشركات التي تعمل في التكنولوجيا الدقيقة إذا ما ارتفع سعر الين، وإلى قطاع التوزيع إذا ما ارتفع الاستهلاك الداخلي، وهكذا.

I. 2.2.4. المستثمرون التأسيسيون [Les investisseurs institutionnels]: في معظم الدول المتقدمة المستثمرون التأسيسيون هم المتدخلون الرئيسيون والمهمون في البورصة، لما تجلبه هذه الفئة من ادخار. إذ تعتبر المزود الأساسي برؤوس الأموال على المدى الطويل لتمتعها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية. وتتمثل في البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التعاقد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار. ويمكن القول أن للمستثمرين التأسيسيين ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة التي تنتقل من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالية، وبالتالي يبرز دورها في جمع مدخرات ضخمة، تمويل تلك الاقتصاديات وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد وضخها مرة أخرى في الدورات الاقتصادية، وهكذا تنطلق التنمية الشاملة من أساس متين هو: الادخار.

I. 3.2.4. المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه المؤسسات أيضا من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة، إذ أن الشركات الصناعية والتجارية الحديثة، المسجلة في البورصة⁽¹⁾، لم يبق دورها مقتصرًا على إصدار الأوراق المالية. يختلف أنواعها للحصول على رؤوس الأموال الضرورية لسيرها وتوسعها، وإنما أصبحت تتدخل في البورصات والأسواق المالية لتوظيف فوائضها المالية وتحقيق أرباح تفوق أرباح نشاطاتها العادية، وأحسن مثال على ذلك الشركات اليابانية.

(1) هناك شروط قاسية في بعض الأحيان يجب توافرها في المؤسسة المرشحة للتسجيل في البورصة خاصة فيما تعلق بقيمتها السوقية، نسبة رأس المال المتخلى عنه للجمهور والنتائج المسجلة في السنوات السابقة وغيرها من الشروط.

I 4.2.4. الدولة: الحكومات هي متدخل رئيسي في البورصة وخاصة في سوق السندات، إذ أن إصدارات الحكومة هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر. والتي عادة ما تلجأ إليها لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة.

في الأخير يمكن القول أن الأطراف المتدخلة في البورصة متعددة ومتفاوتة، حيث تتراوح من الفرد المدخر لجزء بسيط من دخله إلى بيوت السمسرة الضخمة والمستثمرين التأسيسيين وتنتهي بالحكومات المتدخلة في الأسواق المالية الوطنية والأجنبية. فمنها من يطلب مصادر التمويل ومنها من يوفرها ووفقا لقوى السوق تتحدد أسعار مختلف الأوراق المالية.

I 3.4. العمليات التي تتم في البورصة:

إن تطور وسائل الاتصال، قد أتاح نقلة نوعية في مجال سرعة تنفيذ أوامر البيع والشراء وحسن تسيير وتنظيم البورصة، وذلك بربط البورصات والأسواق المالية الدولية بشبكة اتصال عالمية جعلت من هذا العالم المالي الكبير والواسع قرية صغيرة. وبذلك تحدث في البورصة العديد من العمليات والتقنيات المختلفة أهمها:

I 1.3.4. عمليات الإصدار: للبورصة دور رئيسي في عمليات الإصدار، فهي تساهم بشكل كبير في تمويل الاقتصاد الوطني بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. ولتبيان هذا الدور، يجب الإشارة إلى العلاقة التي تربط الأوراق المالية المصدرة والاستثمارات المنجزة خلال فترة معينة.

ويمكن حساب دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات كما يلي⁽¹⁾:

مجموع الإصدارات للفترة

دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات =

مجموع الاستثمارات للفترة

بحساب هذه النسبة يمكن معرفة دور الإصدارات التي تقوم بها مختلف الشركات والحكومات في تمويل الاستثمارات والاقتصاد الوطني بصفة عامة، وتعبّر النسبة عن مدى مساهمة البورصة في تمويل تلك الاستثمارات. تمر عملية الإصدار لأية شركة مسجلة في البورصة بمرحلتين:

✓ مرحلة الإصدار في السوق الأولية وهي قصيرة جدا مقارنة بحياة الشركة، حيث تتيح الفرصة للقاء طالبي وعارضي رؤوس الأموال؛

✓ مرحلة التداول والتي تبدأ مباشرة بعد انتهاء الإصدار، وقد تدوم فترة تصل إلى مدة حياة الشركة المصدرة - في حالة إصدار الأسهم - أو قد تدوم فترة 10 أو 15 أو حتى 30 سنة أو أكثر - في حالة إصدار السندات -

(1) C.A. Duplat, La bourse démystifiée, 1983, in: M. Djebbar, 2002, Op. cit, P. 73.

والجديز بالذكر هنا هو أن تسعير الأسهم المصدرة حديثا عادة ما يكون بسعر أقل من قيمتها الحقيقية وذلك لجلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وضمان نجاح عملية الإصدار، غير أن ميكانيزمات السوق كفيلة بإعادة السعر إلى ما يجب أن يكون عليه بمجرد إقبال عدد كبير من المستثمرين على تلك الأسهم المصدرة حديثا.

I. 2.3.4. الأوامر وتكاليف تنفيذها: الأمر هو تلك الوثيقة التي يملؤها المستثمر (بائع أو مشتري) يفوض بموجبها وسيطا ماليا معيناً ليتصرف مكانه في تنفيذ الصفقة، أي أن الأمر ما هو إلا تفويض يمنحه المستثمر للوسيط المالي. يجب أن تحتوي هذه الوثيقة على جميع المعلومات وبالتفصيل: كاسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها، عدد الأوراق المراد التعامل فيها، نوع الصفقة، نوع السوق، مدة صلاحية الأمر، السعر وغيرها من المعلومات التي عادة ما يحددها المستثمر بدقة أثناء تكليف الوسيط، والتي تسمح بترك هامش مناورة أو مجالا للتصرف بحرية لهذا الأخير، حتى لا تضيق بعض الفرص التي تتطلب اتخاذ قرار بسرعة ودون توفر الوقت للرجوع للمستثمر لأخذ رأيه في ذلك، ولا تخرج الأوامر عن كونها: أوامر كاملة وأخرى كسرية.

I. 1.2.3.4. أنواع الأوامر: تختلف أوامر البيع والشراء للأوراق المالية باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا، بالإضافة إلى بعض الخصوصيات. وعليه تنقسم الأوامر إلى:

✚ الأوامر غير المحددة للسعر: وتمثل في:

✓ أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل (Au mieux): يصلح هذا النوع من الأوامر للتعامل في الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل الثابت⁽¹⁾ (Cotation par fixing).

إن تنفيذ هذا النوع من الأوامر يتم بأول سعر يحدد في البورصة وبصورة كلية إذا ما سلم الأمر قبل بداية التداول، أما إذا ما سلم أثناء التعامل فإنه ينفذ بالسعر السائد في لحظة تسليمه وبالتالي فهو مضمون التنفيذ في أول صفقة كلياً، بما أنه لا يحتوي على أي اقتراح فيما يتعلق بالسعر، كما أن تنفيذه جزئياً يؤدي إلى تخفيض العرض أو الطلب بعد موافقة سلطات البورصة.

✓ أوامر التنفيذ بسعر السوق (Au prix du marché): تشبه النوع السابق من حيث عدم تحديد سعر التنفيذ، وتنفيذها يتوقف على سعر السوق ويتم بمجرد إيجاد الطرف الآخر، غير أنه يختلف عن سابقه من حيث إمكانية تنفيذه جزئياً على مدى فترة التداول دون إجراء عملية تخفيض للعرض أو للطلب والرجوع إلى سلطات البورصة، ويستعمل هذا النوع من الأوامر في طريقة التسجيل المستمر⁽²⁾ (en continue).

(1) تتمثل هذه الطريقة لتحديد أسعار الأوراق المالية في جمع كافة أوامر الشراء والبيع دفعة واحدة وتحديد سعر التوازن لكل ورقة انطلاقاً من قوى العرض والطلب وتنفيذ كافة الصفقات بذلك السعر.

(2) تسمح هذه الطريقة بتحديد سعر التوازن لكافة الأوراق والمتوجات المالية في كل لحظة من لحظات فترة التعامل في البورصة. وكنيجة لهذه الطريقة يتم نشر عدة أسعار بالنسبة لكل ورقة عند نهاية فترة التعامل في البورصة وهي: سعر الافتتاح، سعر الإغلاق، أعلى سعر وأدنى سعر سجل.

ما يميز الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ هو سرعة وضمان تنفيذ الصفقات، إلا أن من أهم سلباتها عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ مسبقاً وهو ما يشكل خطراً عليه خاصة إذا كانت السوق غير كفؤة والتعامل يكون في أوراق مالية غير مطلوبة بكثرة ولا تمتاز بسيولة عالية.

✚ الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وتتكون من⁽¹⁾:

✓ الأوامر المحددة (A cours limité): وفيها يكون السعر محددًا من قبل المستثمر، ويمكن التمييز بين الأمر المحدد الخاص بالبيع وفيه يحدد السعر الأدنى لتنفيذ الصفقة، وبين الأمر المحدد الخاص بالشراء وفيه يحدد سعر الشراء الأعلى. وعادة ما يحدث هذا النوع الأخير من المعاملات عندما يتوقع المستثمرون ارتفاعاً معتبراً في سعر الورقة المعنية، مما يدفعهم لشرائها والعكس بالعكس.

✓ أوامر الإيقاف (A cours limité avec stop): يتحول هذا النوع من الأوامر، سواء تعلق الأمر بعملية بيع أو شراء، إلى أمر قابل للتنفيذ بالسعر الأفضل إذا ما تمت الصفقة بقيمة السعر المحدد فيه، كما يتحول إلى أمر قابل للتنفيذ بسعر السوق في حالة إتمام الصفقة بسعر أقل أو أكبر من السعر المحدد وذلك راجع إلى الطريقة التي يصاغ بها فمثلاً:

* في حالة البيع: "بع إذا ما وصل السعر إلى المستوى كذا أو انخفض عنه".

* في حالة الشراء: "اشتر إذا وصل السعر إلى المستوى كذا أو زاد عنه".

✓ أوامر الإيقاف المحدودة: هذا النوع هو امتداد للنوع السابق غير أنه يتم فيه تحديد كل من كمية الأوراق المالية التي يرغب المستثمر التعامل فيها، وكذلك تحديد أعلى وأدنى سعر يمكن للوسيط من خلاله البدء وإنهاء عملية التعامل.

2.2.3.4.I الخصوصيات: هناك العديد من الخصوصيات المرفقة بالأوامر تهدف إلى تسهيل الصفقات للوسيط، منها:

* تظهر الأوامر خاصية مهمة جداً وهي المدة التي يرغب المستثمر تنفيذ الأمر فيها، انطلاقاً من الأوامر ذات المدة يوم واحد، إلى الأوامر ذات المدة المفتوحة (Good Till Canceled)؛

* يحدد المستثمر عدد الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها مستعيناً بـ: شراء أو بيع الكل أو لاشيء (Tout ou rien)، أو تحديد عدد الأوراق في كل حصة، أو تحديد عدد الأوراق خلال عدد من الحصص؛

* ترتيب عمليات البيع والشراء المتزامنة والمتتالية سواء بالربط أي البيع والشراء في نفس الحصة، أو بالتسلسل حيث يطلب مثلاً من الوسيط تنفيذ عملية الشراء قبل البيع أو العكس؛

* تحديد المبلغ الكلي للصفقة الذي لا يجب تجاوزه بغض النظر عن كمية أو عدد الأوراق المالية.

(3) صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، طبعة أولى، 2003، ص. 17-24 (بتصرف).

تبقى الإشارة إلى أن الخصوصيات السابقة الذكر ذات منفعة محدودة، ويجب استعمالها بحذر كي لا تضيع فرص جيدة للاستثمار، فإذا توفرت الثقة وخبرة الوسيط، يستطيع المستثمر تحقيق أهدافه.

3.2.3.4.I. العوامل المؤثرة في أسعار الأوراق المالية محل الأمر: تتأثر أسعار الأوامر بمجموعة من العوامل التي

تحدث أثناء تنفيذها، فتنخفض بمقدار التأثير أو تلغى نهائيا ومن بين هذه العوامل:

- * ينخفض سعر الورقة المالية محل الأمر بقيمة مبلغ القسيمة (Coupon) المرفقة بها بمجرد نزعها؛
- * نزع حق الاكتتاب والتوزيع، الذي سبق وأن تعرضنا له، يؤدي إلى إلغاء الأوامر التي حدد فيها المستثمر سعر التنفيذ بينما تبقى الأوامر غير المحدودة السعر صالحة لكن بدون حق الاكتتاب أو التوزيع؛
- * يتأثر سعر تنفيذ الأمر وصيغة التعامل به بكيفية تحرير الأوراق من حيث كونها مسددة كلياً أو جزئياً وفي هذه الحالة أيضاً يحتفظ بالأوامر غير المحدودة السعر وتلغى الأوامر المحدودة.

4.2.3.4.I. تكاليف الأوامر: تختلف هذه التكاليف من بلد لآخر ومن وسيط لآخر، خاصة وأن معظمها يتحدد

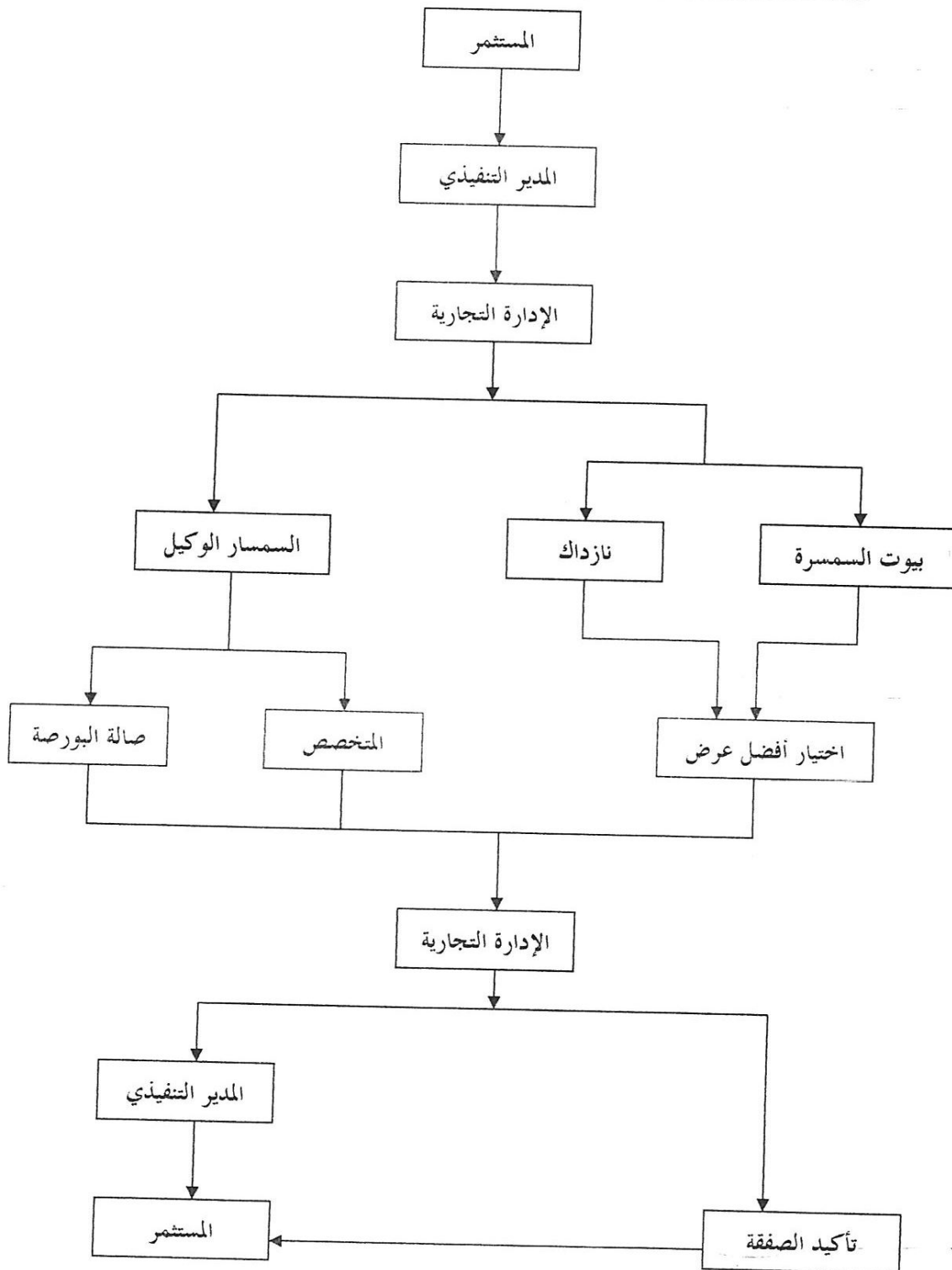
بالتفاوض إلا أن هناك عدداً من التكاليف يبقى ثابتاً ومحدداً مسبقاً من أهمها:

- ✚ **تكاليف المعاملات:** تحسب انطلاقاً من المبلغ الكلي للصفقة في شكل نسبة مئوية غير أنه في بعض البلدان كالولايات المتحدة فإن عدد الأوراق المتبادلة وكذا سعر الورقة يدجان في حساب تكاليف المعاملات.
- ✚ **عمولات البنوك:** عندما يلجأ المستثمر لفرع من فروع البنوك المنتشرة في أنحاء البلاد لإيداع أوامره هناك، يضطر إلى تحمل تكلفة أكبر من التي كان سيتحملها لو قام بتسليم تلك الأوامر للوسيط مباشرة، وذلك لفرض البنوك عمولة إضافية على محوري الأوامر.

- ✚ **تكاليف أخرى:** تتمثل أساساً في المصاريف عن الأوامر الكسرية، أي تلك التي تحتوي على عدد من الأوراق ليس من مضاعفات 100، إذا كان التعامل في البورصة يتم على الأوامر غير الكسرية، تتمثل أيضاً في تكاليف الفرص البديلة أو الضائعة بسبب اختيار منتج دون آخر، إضافة إلى مختلف الضرائب والرسوم التي تفرض على المتعامل في الأوراق المالية.

يبين الشكل الموالي إجراءات وخطوات تنفيذ الأوامر في البورصات الأمريكية:

شكل رقم (1-2): خطوات تنفيذ الأوامر



I 3.3.4. عمليات أخرى: توجد العديد من العمليات المالية التي يقوم بها المتدخلون في البورصة قديمة كانت أو حديثة، نذكر منها وباختصار ما يلي:

✚ **العروض العامة للشراء (OPA):** وهي تلخص في إعلان مستثمر معين عن نيته في الاستيلاء على شركة مساهمة بشراء أسهمها الموجودة لدى الجمهور، بسعر غالبا ما يفوق السعر السائد في البورصة.

✚ **العروض العامة للتبادل (OPE):** هو عرض يقدمه مساهمو شركة ما لتبادل الأسهم التي بحوزتهم مقابل أسهم أو سندات شركة أخرى وليس مقابل مبلغ مالي.

✚ **العروض العامة للبيع (OPV):** هي العملية العكسية للعروض العامة للشراء، حيث بمقتضاها يتخلى مساهم في شركة مسجلة عن عدد معين من الأسهم للجمهور، بسعر عادة ما يكون أقل من السعر السائد.

✚ **المراجعة أو الموازنة (Arbitrage):** هي عملية مزدوجة يقوم بها المستثمر بغرض تحقيق الأرباح، إذ يقوم بعملية شراء وبيع في آن واحد لنفس الورقة المالية من سوقين مختلفين، والاستفادة من الفرق في السعر.

✚ **عمليات التأجيل والتغطية:** هي عمليات مالية جديدة نسبيا ناتجة عن تعامل المستثمر في المنتجات المالية والإبداعات المالية الحديثة.

I 4.3.4. تحديد الأسعار في البورصة: تتحدد أسعار مختلف الأوراق المالية، بتفاعل قوى العرض والطلب، ويتم هذه العملية بعدة تقنيات، لكن بغض النظر عن طريقة التعامل فإن البورصة هي الجهاز الوحيد تقريبا الذي يوفر كل الميكانيزمات والآليات التي تضمن معالجة ذلك العرض والطلب.

I 1.4.3.4.1. تقنيات التعامل والتسعير (Techniques de Cotation): هناك العديد من التقنيات التي تهدف في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا، من أهمها:

✓ **التعامل بالمناذاة (Cotation à la Crié):** في ظل هذه العملية يتلاقى المستثمرون أو وسطاؤهم وجها لوجه في صالة البورصة ويتم عقد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض. وهكذا تضمن هذه الطريقة الشفافية في التعامل ومراقبة الصفقات مباشرة، وغالبا ما يتفاوض عن طريقها على الأوراق المالية النشطة والأكثر تداولاً في البورصة.

✓ **التعامل بالأدراج (Cotation par Casier):** تتم هذه الطريقة كتابيا وليس شفويا، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة، توضع فيه بطاقة مسجل عليها كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة، ويكون الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يصبح بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. يحدد سعر التعامل وفقا لعملية جمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية سواء بالشراء أو بالبيع، الموجودة في الدرج الخاص بها مضافا لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة.

✓ **التعامل بالصندوق (Cotation par Boite):** تصلح هذه الطريقة في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل، حيث يتم وضع جميع أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، ويحدد سعر التعامل بعد إحصاء وتفحص كل تلك الأوامر.

✓ **التعامل بالمقابلة (Cotation par Opposition):** تسمح هذه الطريقة بإجراء عملية المراجعة، حيث جمعت بين الطرق السابقة في التعامل، فيتم إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات وتسجيل الأوامر على سجلات. غير أن التقدم التكنولوجي في جميع المجالات، قد أدى إلى تطور تقنيات التعامل والتسعير وأصبحت وسائل الإعلام الآلي التي جهزت بها معظم بورصات الدول المتقدمة، هي المسؤولة عن معالجة الأوامر وإعطاء سعر التوازن وتغييره تماشياً مع ظروف السوق، الشيء الذي وفر نوعاً من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

2.4.3.4.I. كيفية تحديد الأسعار: إن المبدأ الأساسي للتعامل في البورصة هو قانون العرض والطلب، مثله في ذلك مثل كافة أسواق المنتجات والسلع الأخرى، حيث كلما ارتفع عدد أوامر الشراء (الطلب) الخاص بورقة مالية معينة، مع بقاء مستوى العرض ثابتاً، ارتفع سعرها وبالعكس إذا انخفض ذلك العدد فإن السعر ينخفض. ونفس الشيء ينطبق على عدد أوامر البيع (العرض)، فكلما ارتفع عدد الأوامر، مع بقاء مستوى الطلب على حاله، فإن سعر الورقة ينخفض، بينما إذا انخفض ذلك العدد (الكمية) فإن السعر يرتفع.

✓ **مبادئ التسعير:** هناك أربعة مبادئ للتسعير، اثنان منها متعلقان بالبيع، والآخران متعلقان بالشراء، حيث يمكن ملاحظة ما يلي:

1. أعلى سعر للشراء هو الشراء بالسعر الأفضل، فالمستثمر في هذه الحالة مستعد لشراء الورقة المالية ولو بالسعر المرتفع؛
2. إن المستثمر الذي يريد شراء نفس الورقة المالية بسعر محدود وليكن (س) مثلاً، هو مستعد لشراؤها بسعر أقل من ذلك؛
3. إذا رغب المستثمر ببيع ورقة مالية بسعر محدود وليكن (ع)، فإنه يجذب ولا يمانع في بيعها بسعر أعلى من ذلك؛

4. البائع بالسعر الأفضل يكون مستعداً لبيع الورقة ولو بالسعر المنخفض.
- انطلاقاً من ذلك تجمع أوامر البيع وأوامر الشراء الخاصة بكل منتج مالي، ويقابل العرض والطلب ويحدد السعر التوازني الذي يتم بيع وشراء الأوراق الأولى به، في انتظار تغير كميات العرض والطلب وتغير السعر تبعاً لذلك. بمقابلة العرض والطلب نحصل على جدول يعرف بـ: "جدول تحديد الأسعار". وذلك بإتباع الخطوات التالية:
- * ترتيب أوامر الشراء المتمثلة في الطلب، في الجهة اليمنى من الجدول حسب كل سعر حدد من قبل المستثمرين، بما فيهم الذين لم يحددوا ذلك السعر (الطلب بالسعر الأفضل)، كما ترفق تلك الأوامر بالعدد التراكم المتمثل في الطلب الكلي على الورقة المعنية عند كل سعر محدد، ويكون الترتيب والتراكم من أعلى إلى أسفل.
 - * بنفس الطريقة ترتب أوامر البيع (العرض) في الجهة اليسرى من الجدول حسب السعر. بما في ذلك السعر الأفضل، وترفق تلك الأوامر أيضاً بالعدد التراكم للأوراق المعروضة عند كل سعر محدد. الترتيب والتراكم يكون من أسفل إلى أعلى.

* ترتيب الأسعار في عمود يتوسط الجدول تصاعديا من أسفل إلى أعلى، على اعتبار أن السعر الأكثر انخفاضا هو السعر الأفضل للبيع، وأن السعر الأكثر ارتفاعا هو السعر الأفضل للشراء.

ومن بين تلك الأسعار يحدد سعر التوازن، الذي يكون عنده التبادل أعظمية.

قبل التطرق إلى مثال توضيحي يبين أكثر كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة، تجدر الإشارة إلى أنه هناك عوامل مؤثرة على سعر الورقة المالية تتوقف بالدرجة الأولى على طبيعة الأصول المالية، فإذا كانت هذه الأصول أسهما فإن أسعارها تتأثر:

أولاً: بوضعية الشركة المصدرة في الماضي، الحاضر وفي المستقبل متجسدة في النتائج المسجلة في السنوات السابقة ومعدلات الخصم المطبقة عليها، توقعات المستثمرين، معدل نمو المؤسسة، الأرباح الموزعة، نسبة التمويل الذاتي، تطور رقم الأعمال، وخاصة مضاعف السهم⁽¹⁾ (P.E.R) والذي يعتبر بمثابة مقياس لثقة المستثمرين وكذلك مقياسا جيدا لسعر السهم، فكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم.

وثانياً: ببعض العوامل الخارجية كالظروف الاقتصادية السائدة، القوانين الضريبية، الحروب، التوترات السياسية المحتملة، الانتخابات، الإضرابات وظروف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة (خاصة التطور التكنولوجي ومدى إقبال الزبائن على اقتناء منتوجاتها).

أما إذا كانت سندات فإن العامل الأكثر تأثيراً على أسعارها هو سعر الفائدة، بالإضافة إلى أن أسعارها تتأثر كذلك بالقرارات الضريبية، المالية والسياسية، الحالة الاقتصادية للدولة من تضخم بطالة ومعدل النمو، كما تتأثر هي أيضاً بظروف الشركة المصدرة.

✓ مثال توضيحي: لنفترض أنه لدينا ورقة مالية ولتكن أسهم (Club Méditerranée)، ونريد تحديد سعرها في بداية حصة من حصص البورصة الفرنسية، وقد وصلت الأوامر التالية بخصوصها:

✚ أوامر الشراء (الطلب):

الأمر	عدد الأوراق	السعر
321	820	الأفضل
322	680	753.5
323	500	753
324	450	750.5
325	550	750
326	630	749.5
327	575	745

(1) مضاعف السهم = حاصل قسمة سعر السهم على الربح لكل سهم أو رسملة البورصة للشركة على الربح الإجمالي الصافي (Price Earning Ratio)

✚ أوامر البيع (العرض):

الأمـر	عدد الأوراق	السعر
671	480	الأفضل
672	720	745
673	400	749.5
674	800	749
675	600	750
676	725	752
677	375	753
678	850	755

في سوق تسودها المنافسة، الشيء الملحوظ هو أن الطلب الإجمالي يزداد بانخفاض السعر، والعرض الإجمالي يزداد بزيادة السعر، لتحديد سعر التداول تقوم سلطات البورصة بمقابلة العرض والطلب مع مراعاة طبيعة العلاقة العكسية بين أوامر الشراء والسعر، وطبيعة العلاقة الطردية بين البيع والسعر.

✚ جدول تحديد الأسعار:

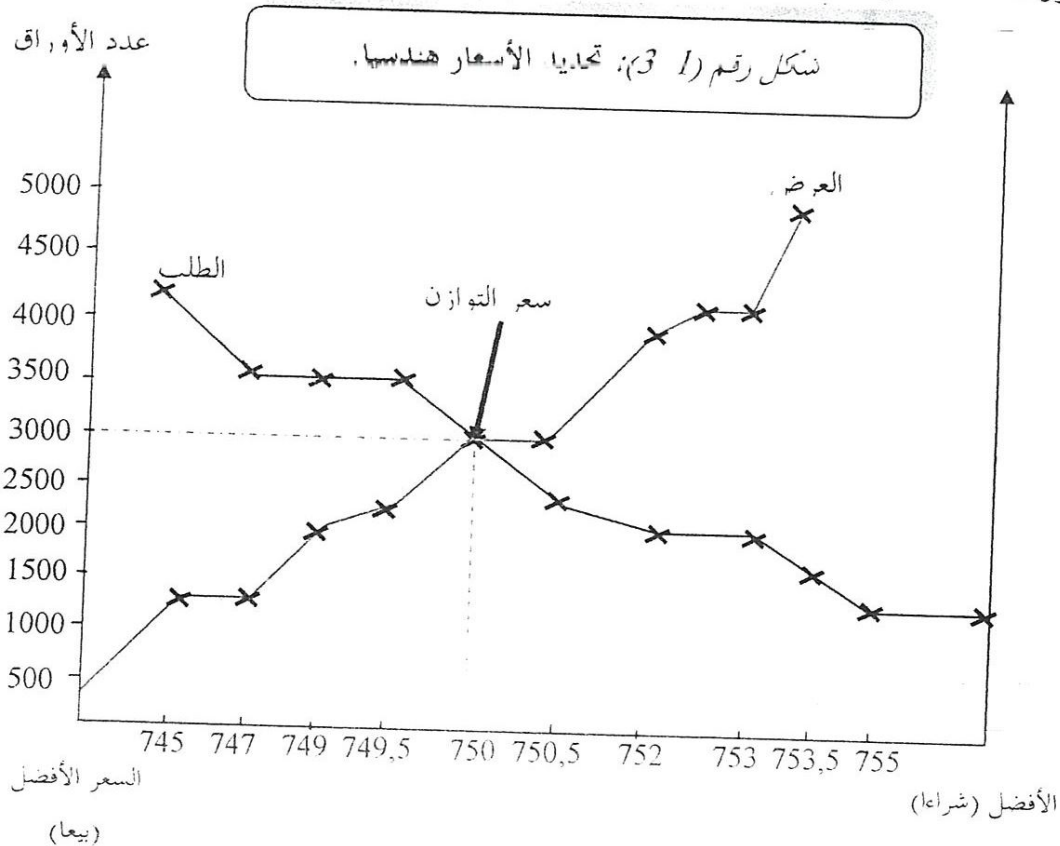
الطلب			العرض		
رقم الأمر	عدد الأوراق	الطلب المتراكم	السعر	العرض المتراكم	رقم الأمر
321	820	820	الأفضل	/	/
/	/	820	755	4950	678
322	680	1500	753.5	4100	/
323	500	2000	753	4100	677
/	/	2000	752	3725	676
324	450	2450	750.5	3000	/
325	550	3000	750	3000	675
326	630	3630	749.5	2400	674
/	/	3630	749	2000	673
/	/	3630	747	1200	/
327	575	4205	745	1200	672
/	/	/	الأفضل	480	671

يتضح من الجدول السابق أن سعر التوازن الذي تساوى فيه العرض الكلي مع الطلب الكلي هو 750 فرنك حيث تم تبادل 3000 ورقة مالية.

وبالنظر إلى الطلب المتراكم والعرض المتراكم فإننا نلاحظ أنه كلما انخفض السعر عن 750 فرنك (سعر التوازن)، كلما زاد الطلب ونقص العرض والعكس، فكلما زاد السعر عن ذلك الحد كلما انخفض الطلب وازداد العرض. إن عملية تنفيذ الأوامر، كما سبق وأن رأينا، تبدأ بالأوامر التي قبل أصحابها بتنفيذها بالسعر الأفضل (في مثالنا الأوامر رقم 321 و 671). بمجرد تحديد سعر التعامل الأول، ثم يتم تنفيذ الأوامر المحدودة السعر (بالنسبة للطلب الأوامر رقم 321، 322، 323، 324 و 325 على التوالي، وبالنسبة للعرض الأوامر رقم 671، 672، 673، 674 و 675 على التوالي)، ليصل عدد الأوراق المطلوبة والمعرضة إلى 3000 ورقة مالية تمكن أصحابها من تبادلها. يمكن الوصول إلى نفس النتائج هندسياً (أنظر الشكل رقم: 1-3).

نلاحظ أيضاً أن أوامر الشراء (الطلب) رقم 326 و 327 على التوالي لم تنفذ لأن أصحابها لم يقبلوا الشراء بسعر يفوق أو يساوي السعر المحدد، كما أن أوامر البيع (العرض) رقم 676، 677 و 678 على التوالي لم تنفذ أيضاً، لأن الأمرين ليسوا على استعداد للبيع بسعر يقل أو يساوي السعر المحدد.

تجدر الإشارة إلى أن الطلب الكلي قد لا يتساوى تماماً مع العرض الكلي وإنما قد يتقاربان، فمثلاً قد يكون عدد الأوراق المطلوبة بالسعر 750 فرنك هو 2950 ورقة وعدد الأوراق المعرضة هو 3000 ورقة، وكنتيجة لذلك يتم تبادل 3000 ورقة بالسعر المحدد 750، على أساس أن التداول قد تم على أكبر كمية ممكنة من الأوراق. عندئذ نقول أن الصفقات قد تمت بالسعر المقرب (Cours touché).



من الشكل يمكن استخراج مباشرة سعر التوازن وكمية أو عدد الأوراق المالية المتداولة عند ذلك السعر، حيث يمثلان إحداثيات تقاطع منحني دالة الطلب (التي تتناسب عكسيا مع السعر) مع منحني دالة العرض (التي تتناسب طرديا مع السعر).

3.4.3.4.I. تسديد مبالغ الصفقات: تحدد وثائق الصفقة عند عقدها، كيفية التسديد من قبل المشتري ووقت تسليم الأوراق المالية محل الصفقة من طرف البائع (إذا كان لها وجود مادي). وتختلف كيفية سداد المعاملات من بلد لآخر ومن نوع معين من الأوراق لنوع آخر، كما أنها تتوقف على طبيعة الصفقة في حد ذاتها من حيث كونها صفقات فورية أو ذات التسديد الشهري كما هو الحال في البورصات الفرنسية، أو كونها صفقات آجلة كما يحدث في البورصات الأمريكية. عموما يمكن حصر عمليات التسديد وما يقابلها من تسليم للأوراق في نوعين هما:

- ✓ **التسديد النقدي الكامل:** يتم سداد المبلغ الكلي للصفقة نقدا، وفي اليوم المتفق عليه عند عقدها.
- ✓ **التسديد النقدي الجزئي:** في هذه الحالة يقوم المشتري بتسديد جزء من مبلغ الصفقة نقدا، على أن يسدد الباقي بواسطة قروض، الشيء الذي يجعل هذا النوع من الصفقات مميزا بطابع الرفع المالي (Financial leverage) وارتفاع مستوى العائد نظرا لارتفاع مستوى المخاطر المصاحبة لمثل هذه المعاملات.

خاتمة الفصل:

عرفت المؤسسات والشركات الخاصة والعمومية، في جميع الأزمنة، احتياجات مالية كانت ومازالت ضرورية وحتمية لتمويل مختلف مراحل تطورها، متجاوزة في ذلك القدرات المالية لمؤسسيها (أشخاصاً أو دولة). فبحث هؤلاء عن رؤوس أموال طويلة الأجل قد قادهم إلى التعامل في سوق مالية تعرف بالبورصة. تبعد البورصة مكان التقاء وتبادل بين العرض والطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل في شكل قيم منقولة، وبالتالي فوجودها يعمل على تشجيع حاجات ورغبات المتعاملين وحماية المستثمرين لتحقيق التعادل بين البائع والمشتري من خلال الوصول إلى كل ما ترمي إليه السوق المالية من أهداف عامة وثنائية. مستعملة في ذلك أدوات مالية مختلفة تعتبر السلعة الرئيسية المتداولة في البورصات وهي الأسهم التي تمثل حقوق ملكية، والسندات التي تمثل ديون على الشركات، بالإضافة إلى منتجات مالية تجمع بين الملكية والدين وغيرها من الأوراق المالية التي انتشرت وتعددت أشكالها.

ولكي تقوم السوق المالية بدورها على أكمل وجه لابد من وجود هيكل تنظيمي فعال، يعمل على التحكم في ميكانيزمات وإدارة البورصة وعلى مراقبة جميع أنشطة الوسطاء والأطراف المتدخلة الأخرى وإقامة العديد من الهيئات المنظمة، والإشراف على الكثير من العمليات التي تحدث داخلها خاصة ما تعلق منها بعمليات الإصدار، عمليات تنفيذ الأوامر، العروض العامة للشراء والبيع والتبادل، المراجعة أو الموازنة، عمليات التأجيل والتغطية وتقنيات التعامل وتحديد الأسعار بصورة أساسية.

إن السوق المالية مؤسسة مالية ضرورية لإقامة اقتصاد عصري ومتطور، إذ تقوم بتجميع وتوجيه الادخار إلى الوجهة السليمة ممولة بذلك مختلف الأنشطة الاقتصادية تمويل مساهمة وليس تمويل استئدانة، لما لذلك من تأثير حسن على عملية التنمية الاقتصادية الخاصة بكل دولة تطمح إلى اللحاق بركب التقدم والتحضر.

الفصل الثاني: التنمية الاقتصادية

يعد مفهوم التنمية من أهم المفاهيم المتداولة عالميا في القرن العشرين، حيث أطلق على عملية تأسيس نظم اقتصادية وسياسية متماسكة. وهو يشير لذلك التحول بعد الاستقلال - في الستينات من القرن الماضي - في آسيا وإفريقيا بصورة جلية. وتبرز أهمية مفهوم التنمية في تعدد أبعاده ومستوياته، وتشابكه مع العديد من المفاهيم الأخرى مثل التخطيط، الإنتاج والتقدم.

وقد برز مفهوم التنمية بصورة أساسية منذ الحرب العالمية الثانية، حيث لم يستعمل منذ ظهوره في عصر الاقتصادي البريطاني البارز "آدم سميث" في الربع الأخير من القرن الثامن عشر وحتى الحرب العالمية الثانية إلا على سبيل الاستثناء. فالمصطلحان اللذان استخدمتا للدلالة على حدوث التطور المشار إليه في المجتمع كانا التقدم المادي (Material Progress)، أو التقدم الاقتصادي (Economic Progress)، وحتى عندما ثارت مسألة تطوير بعض اقتصاديات أوروبا الشرقية في القرن التاسع عشر كانت المصطلحات المستخدمة هي التحديث (Modernization) أو التصنيع (Industrialization).

وكان الاقتصاديون ومخططو التنمية، لعقود عديدة، يعرفون التنمية الاقتصادية بقدرة الاقتصاد الوطني على توليد واستدامة الزيادة السنوية في الناتج الوطني الإجمالي بنسبة تتراوح بين 5% إلى 7% أو أكثر، ويأخذون بمعدل نمو نصيب الفرد من الدخل أو الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى قدرة الدولة على توسيع إنتاجها بمعدلات أسرع من معدل النمو السكاني كمؤشر على التنمية، مما يؤدي إلى تغيير مخطط بنية الإنتاج والعمالة. وخلال الخمسينات والستينات وحتى السبعينات من القرن الماضي قامت معظم الدول النامية بتطبيق هذا المفهوم، واستطاع - بعضها - أن يحقق هدف النمو الاقتصادي الكمي. ولكن ظلت هناك فروقا كبيرة بين السكان في مستويات المعيشة من ناحية توفر الحاجات الضرورية ودرجة الرفاهية وعكست الأرقام في العديد من تلك الدول، خاصة في إفريقيا وأمريكا اللاتينية وآسيا الوسطى، تدهورا في مستويات الصحة العامة ودرجة التعليم والعمر المتوقع للأفراد، مما أثر سلبا على مستوى إنتاجية القوى العاملة، إضافة إلى النقص المتزايد في مستوى الإشباع من السلع والخدمات الضرورية. هذا القصور في المفهوم التنموي وتطبيقاته ونتائجه السلبية والمخزية في بعض الأحيان دفع بالكثير من الاقتصاديين إلى انتقاد مدخل التنمية التقليدي وعدم كفاية المقارنات الإجمالية لنصيب الفرد من الدخل القومي أو الناتج المحلي لتحديد حالة النمو والتنمية من عدمها.

1.II. مفهوم التنمية الاقتصادية:

شكل معنى مصطلح "تنمية اقتصادية"، منذ القدم، مشكلة واجهت الاقتصاديين والمخططين وحتى القادة السياسيين، الذين حاولوا إيجاد تعريف نهائي لها تستطيع كافة الدول إتباعه. فعند تمييز مجموعة من الدول عن غيرها من الدول التي تختلف عنها، من المحبذ توخي الدقة في استعمال المصطلحات التي تصف عملية التنمية بمحد ذاتها. إذ يستخدم الكثير من الباحثين مصطلحات: "التنمية الاقتصادية"، "النمو الاقتصادي"، "التقدم الاقتصادي" للدلالة على نفس الشيء تقريباً، على الرغم من وجود فروق واختلافات جوهرية بينها، ولعل هذا الارتباك في استخدام هذه المصطلحات راجع إلى أنها مترادفة في مضمونها⁽¹⁾.

حيث يشتق لفظ تنمية من الفعل "نَمَى" بمعنى الزيادة والانتشار، أما لفظ النمو فيشتق من الفعل "نَمَا" ينمو نماءً ويعني الزيادة ومنه ينمو نمواً. وإذا كان لفظ النمو أقرب إلى الاشتقاق العربي الصحيح، فإن إطلاق هذا اللفظ على المفهوم الأوروبي (Development) يشوه اللفظ العربي، فالنماء يعني أن الشيء يزيد حالاً بعد حال من نفسه، لا بالإضافة إليه⁽²⁾.

وفي هذا السياق حاول بعض الاقتصاديين التمييز بين أكثر المصطلحات شيوعاً في الاستخدام: التنمية الاقتصادية التي تتعلق بمشاكل الدول النامية، والنمو الاقتصادي الذي يشير إلى الدول المتقدمة، حيث ذكر "Shumpeter" أن: "التنمية الاقتصادية هي تغيير غير متواصل وتلقائي في الوضع الساكن المستقر بهدف التعديل والحلول محل حالة التوازن الموجودة مسبقاً إلى الأبد، أما النمو فهو تغيير تدريجي ومطرّد على المدى الطويل ويتحقق بارتفاع عام في معدل الادخار والسكان⁽³⁾".

واستخدمت "Hicks" هذه المصطلحات بطريقة أخرى حين أشارت إلى أن مشاكل الدول النامية تتعلق بتنمية الموارد غير المستغلة حتى وإن كان استخدامها معروفاً تماماً، في حين أن مشاكل الدول المتقدمة ترتبط بالنمو مع أن معظم مواردها معروفة مسبقاً وتم تنميتها إلى مدى يعتد به⁽⁴⁾.

وبالتالي فإنه من وجهة النظر هذه التنمية تأتي قبل النمو، أي أن الدول تتجه أولاً للتنمية ثم بعد ذلك للنمو. ووفقاً لـ: "ماديسون" فإن رفع مستويات الدخل هو ما يطلق عليه بصفة عامة النمو الاقتصادي في الدول الغنية، ويطلق عليه في الدول الفقيرة التنمية الاقتصادية، وبالتالي فالدولة ليس لديها الاختيار بين التنمية الاقتصادية أو النمو الاقتصادي، فإذا كانت دولة فقيرة فستكون مدفوعة للتنمية الاقتصادية، وإذا كانت دولة غنية فسوف تتجه للنمو الاقتصادي.

(1) جيلز وآخرون، اقتصاديات التنمية، ترجمة طه عبد الله منصور وعبد العظيم مصطفى، دار المريخ، الرياض، 1995، ص. 31.

(2) نصر عارف، مفهوم التنمية، 2003، من الموقع: www.IslamOnline.net

(3) J.A.Shumpeter, The theory of economic development, Oxford University Press, in:

محمد الفرجاني حصن، أفريقيا وتحديات العولمة، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2003، ص. 140.

(4) V. Hicks, Learning about economic development, Oxford economic papers, in:

محمد الفرجاني حصن، مرجع سابق، ص. 140.

أما "Gills" فقد أشار إلى فرق جوهري بين المصطلحين، فالنمو الاقتصادي يتعلق بارتفاع دخل الفرد والناتج الوطني، بمعنى ارتفاع إنتاج دولة من السلع والخدمات، وهذا الارتفاع يمكن استيعابه كنمو اقتصادي، ومن ناحية أخرى يتضمن مفهوم التنمية الاقتصادية أكثر من ذلك المعنى، إذ أن التنمية الاقتصادية ليست فقط ارتفاع الدخل الفردي، ولكن أيضا تغيير جوهري في هيكل الاقتصاد مثل زيادة نصيب الصناعة من الناتج الوطني وانخفاض نصيب الزراعة⁽¹⁾.

ويرى الدكتور محمد زكي شافعي أن: "النمو يراد به مجرد الزيادة في الدخل الفردي الحقيقي، أما التنمية فممن المرجح تعريفها بأنها تحصل في الدخول في مرحلة النمو الاقتصادي السريع، وبعبارة أخرى تحقيق زيادة سريعة، تراكمية ودائمة، في الدخل الفردي الحقيقي عبر فترة معتبرة من الزمن. والتنمية لا تتحقق دون تغير جذري في البنية الاقتصادية والاجتماعية"⁽²⁾.

ويشير الدكتور عمرو محي الدين بأن تعريف النمو الاقتصادي على أنه الارتفاع بمستوى المعيشة واعتباره زيادة في الحجم قد أدى إلى تعاريف أكثر غموضا للتنمية، حيث اعتبرت تبعا لذلك تغير كفي ونوعي في نمط الحياة وأسلوب الإنتاج وهيكله وفي البناء الاجتماعي... إلخ. فقبل أن التنمية هي الزيادة في الدخل الفردي مصحوبة بالتغيرات الهيكلية، كما وصفت على أنها التغيرات الهيكلية التي تؤدي إلى زيادة الدخل الوطني ومتوسط دخل الفرد، وأشار البعض إلى أن التنمية هي زيادة متوسط دخل الفرد الناجمة عن التغيرات في البنية الاجتماعية والاقتصادية⁽³⁾.

وقد اعتبر الدكتور محمد عبد العزيز عجمية والدكتور محمد علي الليثي أن التنمية الاقتصادية: "هي تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية 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. ومن ثم فإن التنمية الاقتصادية تنطوي ليس فقط على تغيرات اقتصادية معينة بل وتتضمن كذلك تغيرات هامة في المجالات الاجتماعية والهيكلية والتنظيمية. وعليه فإن الدول المتقدمة اقتصاديا هي تلك التي حققت الكثير في هذا الاتجاه، بينما تلك التي حققت تقدما غير ملحوظ في هذا الطريق هي ما يطلق عليها الدول المتخلفة اقتصاديا"⁽⁴⁾.

وتجدر الإشارة إلى أن التنمية بمفهومها الواسع هي حركة صعود وارتفاع تشمل النظام الاجتماعي بكامله، فتعالج النقص أو افتقاد الشيء أو الهبوط الاجتماعي الذي يعتبره بعض المفكرين الفقر بعينه. وفي نفس هذا السياق نجد أن الاقتصادي السويدي "Myrdal" يقول بأن: "التنمية هي التحركات التصاعدية للنظام الاجتماعي ككل"⁽⁵⁾.

(1) M. Gills et al, Economics of development, W. N. Northon and company, in:

محمد الفرجاني حصن، مرجع سابق، ص. 141.

(2) محمد البناء، التنمية والتخطيط الاقتصادي، مكتبة زهراء الشرف، 1996، ص. 20.

(3) المرجع السابق، ص. 20.

(4) محمد عبد العزيز عجمية ومحمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 20.

(5) إسماعيل شعاعي، مقدمة في اقتصاد التنمية، دار هومة، الجزائر، 1997، ص. 54.

فكرة التنمية كما تبدو ينظر إليها عادة على أنها منفعة عامة أو خير عام، إلا أن هناك من يرى تعددية الأفكار حول هذا المفهوم والجميع يعدّها أمراً مقبولا تنطوي على تغيير دائم وإيجابي. وتعتمد بعض الأفكار والظروحات أساسا على مفهوم الناس للتنمية الذي يمثل الرغبة في الحصول على الرفاهية والرخاء دون التخلي عن الالتزام في نمط الحياة الاجتماعية.

لذا نستطيع القول أن التنمية الاقتصادية بمنظورها الواسع ليس مجرد تكاثر السلع والخدمات فحسب، بل هي أيضا تحسين وتطوير نمط الحياة للعلاقات الاجتماعية، وهي جانب تربوي يهدف إلى تغيير المواقف والأفكار، وكلمة توافق هذه التغييرات بجانبها الاقتصادي والاجتماعي نلاحظ نمو الثروة وزيادتها⁽¹⁾.

وعليه تعد التنمية الاقتصادية عملية مجتمعية واعية وموجهة لإيجاد تحولات هيكلية تؤدي إلى تكوين قاعدة وإطلاق إنتاجية ذاتية يتحقق بموجبها تزايد منتظم في متوسط إنتاجية الفرد وقدرات المجتمع، ضمن إطار من العلاقات الاجتماعية يؤكد الارتباط بين المكافأة والجهد ويعمق متطلبات المشاركة، مستهدفا توفير الاحتياجات الأساسية وموفرا لضمانات الأمن الفردي والوطني.

وعملية التنمية الاقتصادية بهذا المعنى، تختلف جوهريا عن عملية النمو الاقتصادي. حيث يعد هذا الأخير جزءا من مكونات عملية التنمية يسبقه الكثير من التوجه والاستعداد المجتمعي والتحويلات الهيكلية ويصاحبه توجه اجتماعي يحرص على وجود علاقات تؤكد عدالة توزيع ثمرات التنمية وتربطها عضويا بعملية التطور الحضاري.

إن الإشكالية التي تواجه أي دولة نامية تريد البدء في التنمية الاقتصادية هي معرفة المراحل التي يجب عليها إتباعها، في ظل النظام العالمي الجديد الذي، وبفضل التقدم والتطور في وسائل الاتصال والمعلومات، أصبح فيه العالم قرية صغيرة. ويؤكد الكثير من المؤرخين الاقتصاديين أن الدولة تمر بمراحل مختلفة في مسيرة تنميتها، فنجد أن "آدم سميث" مثلا استخدم في هذا الخصوص متتالية: الصيد، الرعي، الزراعة، التجارة، الصناعة. في حين رأى الكتاب الألمان أن كل دولة تمر بخمسة أطوار للتنمية الاقتصادية هي: أهمجية، الحياة الرعوية، الزراعة، الصناعة والتجارة. من جهة أخرى يركز "هيلد براند" على متتالية خاصة بعلاقات المبادلات هي: المقايضة، الاقتصاد النقدي، الاقتصاد الائتماني. أما "بوتشر" فقد اتخذ من التحويلات الاقتصادية معيارا لدرجة التنمية الاقتصادية وهي: الاقتصاد المحلي المستقل، اقتصاد الحضر، والاقتصاد القومي. في حين استخدم كل من "آشلي" و "أونوين" متتالية: النظام العائلي، نظام النقابة، النظام المحلي، نظام المصنع. وفي النهاية جاء "جراس" الذي اتبع برنامجا يستند على مجال السوق: قرية، مدينة، دولة، عالم. ووفقا لـ "رستو" فإن هناك خمسة مراحل رئيسية للتنمية هي: المجتمع التقليدي، المرحلة الانتقالية، الشروط المسبقة لفترة الانطلاق، التوجه للانطلاق، وعصر الاستهلاك الجماهيري الترفي.

والجدير بالذكر أنه ليس من الضروري أن تتبع كل الدول نفس المراحل لأن ذلك يعتمد على ظروف كل دولة. ولذلك يمكن لدولة ما الوصول لما يطلق عليه مرحلة التنمية الأخيرة، دون أن تمر بمرحلة مبكرة. وهناك أيضا مراحل من الممكن تخطيها، وليس على نماذج اقتصادية مختلفة أن تنجح أو تتطور من مرحلة لأخرى، ولذلك فلا يوجد سبب لأي دولة لثلاث تنجحه نحو التنمية الاقتصادية، لأن أي دولة يمكن أن تقوم بالتنمية في أي وقت وبأي مرحلة⁽¹⁾.

وعليه يمكن القول أن التنمية هي حركة تصاعدية تأخذ المجتمع من مرحلة بدائية سواء في العيش أو في طريقة الإنتاج، إلى مرحلة أكثر تطورا وتقدما لتضمن بذلك مستوى أحسن للمعيشة ورفاهية للمجتمع. وفي هذا الإطار يقدم البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة عام 1993 مفهوما بسيطا ومتطورا للتنمية، إذ يعرفها بأنها: "تنمية الناس، من أجل الناس، بواسطة الناس".

ويقصد بتنمية الناس الاستثمار في قدرات البشر، سواء في التعليم أو الصحة أو المهارات، حتى يمكنهم العمل على نحو منتج وخالق. والتنمية من أجل الناس يقصد بها كفاءة توزيع ثمار النمو الاقتصادي الذي يحققونه توزيعا عادلا وعلى أوسع نطاق، أما التنمية بواسطة الناس فهي تعني إعطاء كل امرئ فرصة المشاركة فيها.

(1) W. W. Rostow, Les étapes de la croissance économique, traduit par M. J. du Rouret, éditions du Seuil, 1963.

II.2. شروط دفع التنمية الاقتصادية⁽¹⁾:

يجب على أي دولة تسعى إلى التقدم أن تقوم بتحديد وتوفير شروط معينة للتنمية الاقتصادية، إذ أن هذه الشروط تتعدى المجال الاقتصادي لتشمل القدرات البشرية، الأوضاع الاجتماعية والظروف السياسية.

II.2.1. الموارد الطبيعية:

تعتبر الموارد الطبيعية مهمة جدا للتنمية الاقتصادية، مثل الأراضي الخصبة وموقعها وبنيتها، وفرة الغابات، المعادن، المناخ، مصادر المياه، الموارد البحرية وغيرها. وللموارد الطبيعية مظهران:

- * موارد طبيعية جديدة لم تكن معروفة (اكتشاف موارد جديدة)؛
- * الاستغلال المناسب للموارد المكتشفة سابقا.

وهذا المظهر الأخير أكثر أهمية لأن الدولة إذا كانت فقيرة ومحدودة الموارد الطبيعية ولم تستغل الموارد القليلة التي بحوزتها بشكل ملائم، فلن تكون في وضع يسمح لها بالنمو المتسارع. وفي هذا الصدد توضح خبرة الدول المتقدمة كاليابان، أن الدول يمكن أن تنمو بسرعة ليس لأنها غنية بمواردها الطبيعية، ولكن لاكتشاف استخدامات جديدة للموارد المتاحة. فعلى كافة الدول النامية تبني تقنيات أفضل وبحوث علمية جديدة ومعرفة أبعاد، بهدف استغلال مواردها الطبيعية بصورة ملائمة مع إنفاق مالي قليل وخلال فترة زمنية أطول، وأكثر أهمية من التنقيب عن الموارد الطبيعية الوفيرة.

II.2.2. القاعدة المحلية الذاتية:

إن أحد شروط دفع التنمية الاقتصادية هو ضرورة تأسيس عملية التنمية على قاعدة محلية داخل الدولة، حيث أن التنمية تكون مستحيلة إذا لم تعمل سكانا في أذهان السكان، أي أنها يجب أن تعتمد على سكان الدولة ذاتها وليس على الأجانب لأن الاعتماد على المساعدات الخارجية سوف يعرقل مبادرات التنمية، فضلا عن إعطاء الفرصة للمستثمرين الأجانب لاستغلال الموارد الطبيعية لمصلحتهم الذاتية.

فالقوى الخارجية تستطيع أن تحفز وتسهل عمل القوى المحلية، ولكنها لا تستطيع إتمام عملية التنمية أو العمل كبديل عنها. ولا يعني هذا ألا تلجأ الدولة للمساعدات الخارجية إذا لم تستطع الاعتماد فقط على مصادرها المحلية

(1) العديد من المراجع أهمها:

* جيلز وآخرون، مرجع سابق، ص 259-357 (بتصرف).

* محمد الفرجاني حصن، مرجع سابق، ص 143-170 (بتصرف).

* جمال الدين لعويصات، العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية، دار هومة، الجزائر، 2000، ص 41-78 (بتصرف).

* علي عبد الله، موقع التنمية البشرية ضمن الإصلاح الهيكلي، مجلة الباحث، العدد 2، جامعة ورقلة، 2003، ص 100-106 (بتصرف).

* مولة عبد الله، التبادل الحر والتنمية، الملتقى الدولي الأول حول الجزائر والنظام العالمي الجديد للتجارة، عنابة، أفريل 2002، ص 94-

107 (بتصرف).

للتنمية الاقتصادية، فذلك قد يكون ممكنا ولكن ليس إلى مدى بعيد، وذلك حتى لا تفقد مواردها الطبيعية من دون التمكن من تحقيق التنمية.

II.3.2. السوق:

إن وجود سوق مناسبة يعد شرطاً أساسياً لعملية التنمية، خاصة وأن إحدى العوائق التي تواجه الدول النامية هي محدودية السوق. فعيوب هذه الأخيرة تؤدي إلى جمود معالم الإنتاج وسكون التوسع والتنمية القطاعية. ولتوفير سوق مناسبة يجب القضاء على المؤسسات الاجتماعية/الاقتصادية القائمة واستبدالها بمؤسسات أخرى، وتوسيع الأسواق المالية والنقدية، ومنح تسهيلات ائتمانية أرخص وأكثر اتساعاً للمزارعين وصغار التجار ورجال الأعمال، مع زيادة معرفتهم بفرص السوق وتقنيات الإنتاج الحديثة، وذلك من أجل الاستغلال الأمثل والكفاءة المثلى في استخدام الموارد الموجودة.

II.4.2. التغير الهيكلي:

هو ينطوي على التحول من مجتمع زراعي تقليدي إلى اقتصاد صناعي حديث، حيث يتضمن توسيع القطاع غير الزراعي بما يخفض من نسبة السكان في القطاع الزراعي تدريجياً، ويؤدي إلى فرص أكبر للتوظيف بهدف حل مشكلة البطالة⁽¹⁾ وذلك من دون إهمال القطاع الزراعي ككلية، إذ لابد من وجود علاقة قوية جداً بين قطاعي الزراعة والصناعة. ومن أجل تحقيق كل ذلك يجب إجراء تغييرات في أسلوب الإصلاح الزراعي، إدخال تقنيات ومدخلات زراعية محسنة، هيئات تسويق أفضل ومؤسسات ائتمانية جديدة... إلخ. ومن مظاهر التغير الهيكلي انتقال السكان من مستوى إلى آخر في العمالة بالإضافة إلى تطوير نظام اجتماعي باستخدام أسلوب الإقناع وليس الإكراه لأن هذا التغيير سيؤثر على العامل الأساسي في التنمية الاقتصادية ألا وهو الموارد البشرية، فبدون إعداد الإنسان الذي سيتولى مهمة التنمية لا يمكننا التوجه نحو هذه العملية. وتجدر الإشارة إلى أن التغير الهيكلي يؤدي إلى زيادة فرص التوظيف، إنتاجية أعلى للعمالة وتراكم رأس المال، واستغلال أمثل للموارد الجديدة وتحسينات في التقنية.

II.5.2. الموارد البشرية:

عندما نتحدث عن الموارد البشرية فإننا لا نعني الحجم المجرد المحدود كرقم معين من الأشخاص في الدولة، وإنما نقصد فعاليتهم ومدى إسهامهم في التنمية الاقتصادية، حيث تعتبر الزيادة المتسارعة للسكان مع دخول فردية منخفضة ومعدلات متدنية للتكوين الرأسمالي بمثابة عائق كبير للتنمية الاقتصادية، خاصة وأن هذه الأخيرة تهدف إلى تحسين مستوى معيشة السكان وتحقيق مستويات عالية للدخل الفردي.

(1) البطالة هي حالة التوقف عن العمل رغم البحث عنه ولهذا فإن التوقف الإداري عن العمل لا يدخل ضمن البطالة. وللبطالة أنواع كثيرة أهمها: البطالة الموسمية، البطالة التقنية، البطالة المقنعة، بطالة قطاعية والتي تصيب قطاعاً اقتصادياً نتيجة التحول إلى قطاع آخر، بالإضافة إلى البطالة الاحتكاكية التي تصيب اليد العاملة غير المؤهلة.

ويعتبر العنصر البشري العنصر الأساسي في العملية الاقتصادية لكونه العنصر المنتج والعنصر المستهلك. فريادة العنصر البشري أو نقصانه يؤثر في نطاق العملية الاقتصادية عن طريق التأثير في الطلب وفي الإنتاج وفي الإنتاجية وفي تكاليف الإنتاج والمنافسة في السوق. وقد شهد منتصف السبعينات من القرن الماضي إعادة تعريف التنمية الاقتصادية على أساس الجهود المبذولة لتخفيف الفقر وتحقيق العدالة وتوفير فرص العمل تماشيا مع وجود اقتصاد نام.

وفي هذا السياق يعلق البروفسور "إدغار أوبنيس" فيقول: "إن التنمية تمت معالجتها من قبل الاقتصاد على أساس مجرد تمرين في الاقتصاد التطبيقي بدون أن تتعلق عملية التنمية بالأفكار السياسية أو تكوين الحكومات أو دور الأفراد في المجتمع. فنحن في حاجة لدمج السياسة مع النظرية الاقتصادية، ليس فقط لاعتبار أنها أسلوب للمجتمعات المعاصرة، بل أيضا لتكون أكثر إنتاجية مع أن تنمية البشر أهم من تنمية الأشياء". حتى البنك الدولي الذي كان يساند النمو الاقتصادي الكمي منذ الثمانينات كهدف رئيسي للتنمية الاقتصادية يعلن في تقريره عن التنمية لعام 1991م: "إن التحدي أمام التنمية هو تحسين نوعية الحياة، خاصة في عالم الدول الفقيرة. إن أفضل نوعية للحياة هي التي تتطلب دخولا عالية، ولكنها في نفس الوقت تتضمن أكثر من ذلك، تتضمن تعليما جيدا ومستويات عالية من التغذية والصحة العامة وفقرا أقل، وبيئة نظيفة، وعدالة في الفرص، وحرية أكثر للأفراد وحياة ثقافية غنية".

من جهة أخرى نجد أن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة (UNDP) قد وضع مقياسا جديدا للتنمية البشرية من خلال فريق عمل من الخبراء والمختصين كون لهذا الغرض وأصدر تقريراً بهذا الخصوص في 1990، وهو مقياس كمي لأوضاع التنمية البشرية، حيث يرتب الدول على أساس ما حققته من نجاح في تلبية الحاجات الإنسانية وتحسين مستوى معيشتهم، ويتضمن المقياس معايير اقتصادية أخرى مثل: التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، الاختيارات الاقتصادية، الحرية، الأوضاع الصحية والتعليمية.

أما منظمة العمل الدولية (ILO) فقد حاولت أن تترجم مفهوم تلبية الحاجات الأساسية إلى برنامج عمل ناجح في الكثير من الدول النامية (Basic Needs) غطى جوانب مهمة من عملية التنمية الاقتصادية شملت الرعاية الصحية والتعليم الأساسي ودعم المشروعات الصغيرة ومشروعات البنية التحتية⁽¹⁾.

ومما سبق يمكن القول أن هناك طرقا عديدة تجعل من الاستخدام الملائم للموارد البشرية طريقا نافعا جدا للتنمية الاقتصادية لاسيما إذا ما تحققت بعض الشروط التي نلخصها فيما يلي:

1. ضرورة تحديد السكان بهدف تخفيض معدل المواليد من خلال تنظيم الأسرة؛
2. ضرورة تغيير أسلوب التعامل مع قوة العمل وتوجيهها نحو رفع إنتاجية العمل وقدرتها على الانتقال، على أن تصحب هذا التغيير تغييرات أخرى في الأمور العقائدية والثقافية والمؤسسية والاجتماعية؛

(1) محمد شريف بشير، التنمية... من الكم إلى الإنسان، 2003، www.IslamOnline.net (بنصرف).

3. ضرورة تكوين⁽¹⁾ العنصر البشري الذي يقتضي عملية زيادة مستوى المعرفة والمهارة والقدرات لكل مواطني الدولة، ولذلك تزداد أهمية التعليم وتدريب قوة العمل إذا ما تم الاهتمام بالتنمية الاقتصادية.

II. 6.2. رأس المال:

بصفة عامة يعتبر رأس المال المفتاح الرئيسي للتنمية الاقتصادية. فهو عملية تراكمية وذاتية بمجرد أن تبدأ. وتكوين رأس المال يعني ألا يخصص المجتمع كل نشاطه لحاجات ورغبات الاستهلاك الفوري ولكن يوجه جزء منه لصنع السلع الرأسمالية والأدوات، والآلات ووسائل النقل، والتجهيزات والمعدات. ويؤدي الاستثمار في السلع الرأسمالية إلى زيادة الأصول الرأسمالية والإنتاج والدخل الوطني. وهو ما قد يحدث من خلال ثلاث مراحل تبادلية العلاقة، تبدأ بتوافر مدخرات حقيقية تؤدي إلى وجود مؤسسات ائتمانية ومالية لتعبئة هذه المدخرات وتحويلها للقنوات المطلوبة، وأخيرا استخدام تلك المدخرات للاستثمار في السلع الرأسمالية، وهذا هو سبب اعتبار التكوين الرأسمالي عملية تراكمية وذاتية النمو.

ونشير هنا إلى أن أساليب تكوين رأس المال تختلف من دولة لأخرى، حيث يمكن أن تلجأ الدولة إلى الاقتراض من الجمهور (الذي قد يكون إجباريا)، بالإضافة إلى تغيير وتقييد الواردات الاستهلاكية وتحويل البطالة المقنعة من الصناعات العقارية والخدمية إلى مشروعات متنوعة خالقة لرأس المال مثل الطرق وأعمال التشييد البسيطة. فمثلا في الدول النامية لا يكون الادخار الاختياري⁽²⁾ مقبولا بالقدر المطلوب، وبالتالي يتم اللجوء إلى الادخار الإجباري الذي يتمتع بالميزات الإضافية لتقليل الاستهلاك، كاستخدام الضرائب والتمويل بالعجز⁽³⁾. كل الأساليب التي سبق التعرض لها تعتبر مصادر تمويلية محلية، يمكن تدعيمها بمصادر خارجية، إما مباشرة في شكل قروض وضمانات أو غير مباشرة بسداد قيمة الواردات من خلال الصادرات.

II. 7.2. الاستثمار:

يعتبر تحديد نموذج صحيح للاستثمار الملائم للتنمية في اقتصاد نام مهما بقدر أهمية تكوين رأس المال، خاصة وأن هذا النموذج الأمثل غالبا ما يعتمد على وسائل الاستثمار المثمرة المتاحة للدولة، ويمكن حصر المعايير المختلفة للاستثمار فيما يلي:

✓ الإنتاجية الاجتماعية الحديثة، بمعنى أنه يجب توجيه الاستثمار نحو الاستخدام الأكثر إنتاجية بالاعتماد على استخدام المواد الخام المحلية وتحسين أسلوب توزيع الدخل الحقيقي، كما يجب أن تتركز الاستثمارات على

(1) التكوين هو نشاط مخطط يهدف إلى تزويد الأفراد بمجموعة من المعلومات والمهارات التي تؤدي إلى زيادة معدلات أداء الفرد في عمله.

(2) الادخار الاختياري هو ما يقوم به الأفراد والهيئات والمؤسسات طوعية واختيارا وبمحض رغبتهم، أما الادخار الإجباري فهو ما يفرض على الأفراد من قبل قوة خارجية عن إرادتهم، ولا يوجد فارق بين الرعين من وجهة نظر تكوين رأس المال وكل الخلاف ينحصر في مدى التأثير في كل منهما بإتباع سياسة معينة.

(3) التمويل بالعجز ويطلق عليه أيضا الادخار الإجباري عن طريق التضخم، أين تلجأ الحكومات إلى إنفاق قوة شرائية جديدة تقتربها من الجهاز المصرفي وذلك لتغطية عجز تستحدثه في الميزانية، مما يؤدي إلى زيادة المستويات العامة للأسعار بمعدل أعلى من ارتفاع الدخل النقدي لبعض المجموعات في المجتمع وبالتالي يضعف المستوى الحقيقي لاستهلاكهم.

الصناعات التي توفر النقد الأجنبي، وتخفف الضغوط على ميزان المدفوعات، وتعظم من نسبة الصادرات السلعية إلى الاستثمار.

✓ النفقات العامة الاجتماعية والاقتصادية بطريقتها: العرض والطلب. فالعرض يقتضي ضرورة خلق الاستثمار لاقتصاديات خارجية في صورة تطوير مصادر الوقود والطاقة، تنمية المصادر المشتركة للموارد الخام، تطوير تسهيلات الائتمان والبحوث والنقل... إلخ. في حين يتضمن الطلب طرقاً، سككا حديدية، مبانٍ، سدوداً... إلخ. ويجب أن يرفع الاستثمار مستوى الإنتاجية، ويوسع الأسواق، ويخفض التكاليف، ويشجع إنشاء الصناعات الجديدة، لكلا الطرفين.

✓ النمو المتوازن (Balanced growth): نقطة التركيز الأساسية لفكرة النمو المتوازن لبدء عملية التنمية وخروج الاقتصاد الوطني من الحلقة المفرغة، هو القضاء على مشكلة ضيق السوق، فانخفاض الإنتاجية في الدول النامية وما يترتب عليه من انخفاض الدخل يؤدي إلى ضعف القوة الشرائية وبالتالي ضيق نطاق السوق ومن ثم انخفاض الحافز على الاستثمار. إذن فالسبيل الوحيد للخروج من مشكلة ضيق السوق هو برنامج استثماري تتوجه فيه الاستثمارات إلى جبهة واسعة وعريضة من المشروعات الصناعية وغير الصناعية المتكاملة من حيث خدماتها لاحتياجات الطلب الاستهلاكي النهائي. إلا أن نجاح مثل هذا النمط يتطلب إنشاء كل المشروعات في نفس الوقت. ويمكن تلخيص نظرية النمو المتوازن فيما يلي:

1. دفعة قوية متمثلة في حد أدنى من الاستثمارات؛

2. توجيه هذه الاستثمارات إلى جبهة عريضة من المشروعات الاستثمارية في العديد من الأنشطة؛

3. أن تكون هذه المشروعات متكاملة من حيث خدماتها لاحتياجات الطلب الاستهلاكي النهائي.

✓ اختيار تقنيات الإنتاج التي تتماشى مع نموذج الاستثمار الخاص بكل دولة. فإذا كانت الدولة متقدمة سكانياً وتعاني من البطالة المقنعة بالتوازي مع نقص رأس المال، فإنها مدفوعة إلى تبني تقنيات كثيفة العمل. أما إذا كان لديها مشكلة نقص رأس المال وتحاول زيادة الإنتاج التصديري للحصول على عائد أكبر من العملات الأجنبية، فإنه من المستحب في هذه الحالة تبني تقنيات كثيفة رأس المال. كما يمكن أن تقوم الدولة بنقل التقنيات مباشرة بأشكال متعددة أهمها⁽¹⁾:

1. طريقة المفتاح باليد (Key in Hand): في هذه الحالة تقوم الدولة أو الشركة الأجنبية بالدراسة اللازمة عن المشروع المراد إقامته، ثم تقوم بنقل مستلزماته التقنية وتركيبها بعد إنشاء مباني المشروع وتوابعه اللازمة له، وتقوم بعد ذلك بتسليم المشروع للجهة المستوردة جاهزاً للإنتاج قبل أن يدخل في مرحلة الإنتاج التجاري.

(1) جمال الدين لعويسات، مرجع سابق، ص. 71 (بتصرف).

2. طريقة الإنتاج باليد (Product in Hand): من حيث عمل الجهة الأجنبية هي نفس طريقة المفتاح باليد، مع اختلاف واحد هو أن تسليم المشروع من قبل الدولة أو الشركة الأجنبية إلى المؤسسة الوطنية يتم بعد أن يستطيع المشروع الإنتاج التجاري، ولهذا فإن مدة الخبراء سوف تكون أكثر وقد يدوم الاعتماد عليهم طويلا. ويؤكد الكثير من الاقتصاديين أن نسبة رأس المال إلى الإنتاج هي المعيار المناسب للاستثمار، مقترحين ضرورة توجيه الاستثمار إلى تلك المشروعات التي تخفض معدل رأس المال إلى الإنتاج. غير أن المعيار المنطقي الذي يحكم الاستثمار يتطلب إتاحة عناصر الإنتاج المتكاملة مع تلك التي يرتبط بها رأس المال لتجنب التضخم والحفاظ على توازن ميزان المدفوعات.

II. 8.2. الإدارة:

إن ضرورة عنصر الإدارة بالنسبة للتنمية الاقتصادية نابعة من امكاناتها وقدراتها على تنظيم جميع الشروط والعوامل والمتطلبات التي لا غنى عنها. فوجود إدارة قوية وفعالة وقوية شرط هام للوصول إلى أقصى درجات التنمية والنمو، وفي حالة غياب جهاز إداري جيد وفعال فإن خطط التنمية الخاصة منها أو العامة لا يمكن أن تنفذ كما ينبغي. بالإضافة إلى أن أي برنامج للتنمية يتطلب أيضا نظاما إداريا ملائما للمتابعة من خلال الخطوط الموضوعية في القوانين. ولقيادة جهود التنمية يشترط وجود المنظم⁽¹⁾ الذي لديه القدرة على تنظيم وإدارة مشروعات الأعمال وعلى تقدير المخاطر والشكوك التي يتسبب فيها صغر حجم السوق، ونقص رأس المال، وغياب الموهبة، وافتقاد العمالة المدربة وعدم توافر المواد الخام بالقدر الكافي. كما تعتبر الابتكارات أيضا أكثر وظائف المنظم أهمية. فهو يستحوذ على الإمكانيات التي تحته دائما على ابتكار سلع جديدة وعلى تبني تقنيات حديثة أو العثور على أسواق جديدة. وكل هذه الوظائف ضرورية للتنمية الاقتصادية.

II. 9.2. التجارة الإلكترونية:

يعيش العالم مرحلة من التحول من نظام اقتصادي تسانده المعلومات إلى اقتصاد المعرفة الذي تشكل المعلومات ركنا أساسيا في معظم أنشطته الإنتاجية. وليس أدل على أهمية التكنولوجيا من أن المعرفة العلمية والتكنولوجية أصبحت تمثل 80% من اقتصاد العالم المتقدم، بينما لا تتعدى 20% المتبقية هي حصة رأس المال والعمالة والموارد الطبيعية... والعكس صحيح بالنسبة للدول النامية.

إن العوامل التي سبقت الإشارة إليها تنتمي إلى الأدبيات الكلاسيكية للتنمية، ولكن الاقتصاد الجديد قد فرض طائفة جديدة من ألوان النشاطات المرتبطة بالاقتصاد والمعلومات، ومن أهم ملامحه التجارة الإلكترونية. وتشير هذه الأخيرة إلى التعاملات التجارية التي تتم عن طريق الانترنت، وتنقسم التجارة الإلكترونية إلى نوعين: الأول

(1) المقصود بالمنظم هو ذلك الشخص الذي قد يستطيع الأخذ باكتشاف تقني جديد أو بأسلوب جديد للإدارة وتنفيذ استخدام عملي له في مصنعه أو في مجال عمله.

يدعى من الأعمال إلى الأعمال (Business to Business) وتعني أن تتم الأعمال التجارية بين الشركات من خلال شبكة الانترنت، أو شبكة خاصة بهذا الغرض، أو مزيج من الاثنين. والنوع الثاني ويدعى من الأعمال إلى المستهلك (Business to Consumer) وتعني أن يشتري المستهلك احتياجاته من خلال الانترنت. وقد تنامت ظاهرة التجارة الالكترونية في السنوات القليلة الماضية، ولذلك فإن تنمية قطاع المعلومات والاتصال يرتبط بشكل مباشر بتحسين مكانة أي دولة في الاقتصاد العالمي الجديد⁽¹⁾.

فالتطور الصناعي الذي أخذ حوالي 150 عاما ليتحقق في بريطانيا أو 100 عام في أمريكا، قد أمكن الوصول إليه بفترة لا تتجاوز 10 سنوات مع النمر الآسيوية، ومن المتوقع أن تقل الفترة الزمنية مع انتشار تكنولوجيا المعلومات، وتشير إحصاءات البنك الدولي أن الدول النامية ستتمو بنسبة 5% - 6% سنويا حتى عام 2020، وهذا الأمر سيؤدي إلى زيادة حصة الدول النامية في الإنتاج العالمي من 16% عام 1992 إلى 30% عام 2020⁽²⁾، الأمر الذي يدعم سرعة وتيرة التطوير.

وكما أن عولمة التجارة أو الاستثمار قد غيرت طريقة التصنيع منذ الثمانينات، فإن الاقتصاد الذي يتخطى الحدود سيعمل على تغيير قطاع الخدمات أو الصناعات القائمة على الأفكار، وأصبح من الواقع إمكانية ترقيم أية خدمة ومن ثم بثها الكترونيا إلى أي مكان في العالم خلال ثوان معدودة، إلا أن التأثير الأهم سيكون وقعه على التجارة بين المؤسسات، وبرامج الحاسوب، والمعلومات الطبية، والبرامج التربوية، والخدمات القانونية والمعمارية، وبالتالي فإن هذه المجالات أصبحت جزءا من البيئة التنافسية التي لا تحدها حدود، حيث كل دولة وكل مؤسسة تعمل في أسواق عالمية و"افتراضية".

إن هذه الشروط - السابقة الذكر - وحدها ليست كافية لعملية التنمية الاقتصادية بدون العوامل الاجتماعية والثقافية والسياسية التي تمثل جانبا مهما في التنمية.

II. 10.2. العوامل الثقافية، الاجتماعية والسياسية.

على الرغم من أن شروط دفع التنمية لها سمة اقتصادية إلا أن المسائل الاقتصادية في الإنتاج مرتبطة في كثير من الأحيان بباقي النظام الاجتماعي ولا يمكن فصلها عن بعضها البعض. ف نموذج الاستثمار على سبيل المثال عبارة عن دالة في القيم والبواعث السياسية والثقافية والدينية وكذلك الاقتصادية، وبالتالي فإن أي تغيير اقتصادي سيتطلب تغييرات أخرى في المجتمع. فحتى وإن كانت التنمية الاقتصادية ذات سرعة كافية ولم تحتل موقعها داخل إطار العمل الثقافي والتنظيمات الاجتماعية القائمة كالأُسرة، النظام الطبقي، القرابة والنسب، العقائد والتعاليم الدينية، في هذه الحالة لابد من خلق احتياجات جديدة، وبواعث جديدة، وطرق جديدة للإنتاج، ومؤسسات

(1) التقرير الاستراتيجي العربي، تكنولوجيا المعلومات كمدخل للتنمية والتكامل العربي، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، من الموقع: www.ahram.com.

(2) مصطفى عبد العظيم، من الموقع: www.rezgar.com, 2002 (بتصرف).

جديدة لجعل التنمية الاقتصادية ممكنة. وهذا ليس بالأمر اليسر لأن أي تغيير اجتماعي أو ثقافي سيؤدي بالتأكيد إلى سخط ومقاومة السكان، لذلك يجب أن تكون عملية التغيير تطويرية أكثر من كونها ثورية. وتتطلب التنمية الاقتصادية تغييرات في التنظيم المؤسسي للمجتمع، حيث يجب إنشاء مؤسسات أكثر لإنجاز متطلبات الإنماء الاقتصادي. إذ يجب تأسيس مصارف الادخار، المصارف التجارية وأسواق الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية. كما يجب إقامة مؤسسات أخرى بهدف تدريب وتعليم الأفراد لسد العجز في الإداريين والمهندسين والمديرين...إلخ. وتجدر الإشارة في الأخير إلى أن الظروف السياسية المستقرة (الاستقرار السياسي) والإدارة الواضحة الفعالة هي عناصر أساسية تساعد وتساهم في تحفيز التنمية الاقتصادية في غالبية الدول النامية.

II.3. تمويل التنمية الاقتصادية⁽¹⁾:

تعتمد التنمية بشكل واسع على إمكانية وقدرة البلد المعني على تمويل سياسة استثمارية إنتاجية وهياكل قاعدية اقتصادية. لكن في الكثير من الأحيان أدى ضعف الدخل الوطني، الضغوطات الديمغرافية، عدم فعالية النظام البنكي والتسيير الداخلي بالعجز، إلى مستويات ادخار متاحة منخفضة، لا تسمح بتدعيم تمويل النمو بالاعتماد على مصادر البلد فقط.

في الواقع تتطلب التنمية الاقتصادية تراكما لرأس المال المادي بالإضافة إلى تقنيات إنتاج لا يمكن اكتسابها إلا باللجوء إلى الواردات. ولا يتحقق النمو إلا بشراء سلع وتجهيزات حديثة من الخارج وبعض السلع الوسيطة غير الموجودة داخل البلد. وبما أن إمكانيات الحصول على التوازن (مثل المقايضة التي تساعد على التخفيف من ثقل الواردات عن طريق سلع محلية) هي في الحقيقة محدودة، فإنه يتوجب على الدول النامية تأمين المصادر والموارد المالية اللازمة بالعملات الصعبة.

II.3.1. مصادر التمويل:

ما عدا مساعدات التنمية⁽²⁾، هناك ثلاثة مصادر كبرى للتمويل هي تجنيد الادخار الداخلي، الاستثمار المباشر لكبرى الشركات الأجنبية والمديونية الدولية.

II.3.1.1. الادخار الداخلي: الادخار الداخلي بالعملة الوطنية لا يسمح بالحصول مباشرة على العملات الأجنبية اللازمة. لكن من وجهة نظر ماكرواقتصادية، الادخار الغزير يؤدي إلى تقليص الطلب الداخلي على

(1) العديد من المراجع أهمها:

*Larry Sawers et al, Emerging financial Markets in the global Economy, world scientific, 2000, P.P. 3-11;

*Michel Drown, Le financement du développement, Armand-colin, Paris, 1998;

*Jean Marc Siroën, L'économie mondiale, Armand-colin, Paris, 1994, P.P. 155- 170;

*مالكولم جيلز وآخرون، مرجع سابق، ص.ص. 576-564 (بتصرف)؛

*محمد عبد العزيز عجمية، مرجع سابق، ص.ص. 338-215 (بتصرف).

(2) تمثل مساعدات التنمية المنح والهبات والتبرعات التي تقدمها المنظمات.

السلع الاستهلاكية، الشيء الذي يسمح بتوفير فائض للتصدير وبالتالي تأمين إيرادات بالعملات الصعبة الضرورية لعمليات شراء سلع التجهيزات من الخارج. إذن كل شيء يجري وكأن جزءا من الادخار الداخلي يتحول إلى عملات صعبة أجنبية.

إن الادخار القوي الذي يوازيه استثمار، سواء كان عاما أو خاصا، يجعل من عملية تراكم رأس المال مواكبة للتوازن في الميزان التجاري، وبالتالي فهو يستوجب نوعا من الاستقرار على المستوى الكلي. بالمقابل الادخار الغزير جدا يمكن أن يشكل فائضا في ميزان المدفوعات الجاري، الشيء الذي يسمح بدوره: بتمويل الاستثمارات في الخارج (حالة اليابان)، تبجيل خدمة الديون (حالة كوريا الجنوبية) أو حتى زيادة الاحتياطات (حالة تايوان). في بداية الأمر، كانت بعض دول أمريكا أو إفريقيا، ذوي الادخار الضعيف، أكثر غنا من الدول الآسيوية التي آثرت هذا الشكل من التمويل. حيث نجد أن دول جنوب شرق آسيا قد تمتعت في 1991 بمعدل ادخار داخلي خام قدر بـ 36%⁽¹⁾. أما معدل الادخار الضعيف المسجل في دول نامية أخرى، في إفريقيا أو أمريكا اللاتينية، فيفسر من ناحية بسياسات ضريبية غير مشجعة وأسعار فائدة حقيقية منخفضة جدا، ومن ناحية أخرى بأسعار صرف مرتفعة ساعدت على هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

إذا كان الادخار الداخلي القوي هو شرط أساسي للتنمية، فهو لا يؤدي إليها حتما. ففي الواقع، في البلدان ذات الاقتصاد المخطط أين حجم الاستثمار محكوم في الكثير من الأحيان بقرارات إدارية، الادخار يحدد مسبقا عند مستوى التوازن. والاستثمارات الكثيرة التي تتميز بها الاقتصاديات المخططة تنشئ حالة من الفائض في الادخار، هذه الحالة تظهر المصادر في شكل تعويضات وهمية أكثر منه تجنيدا لقدرات الادخار لصالح التنمية. وعمليا؛ الادخار يكون "إجباريا" بالتضخم أو بالنقص في المواد والسلع الاستهلاكية.

II. 2.1.3. الاستثمار الأجنبي المباشر: يتعلق الأمر بالاستثمارات المنتجة المحققة من طرف كبرى الشركات الأجنبية، والتي تسمح لهذه الأخيرة بالتأثير أو السيطرة على المؤسسات المحلية. لذلك نجد أن السياسات التأميمية التي قامت بها دول العالم الثالث، قد أحبطت في بعض الأحيان ووقفت في طريق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، خاصة وأن الدول ليست لها نفس درجة الجاذبية حيث تؤكد النظرية الاقتصادية أن رؤوس الأموال تمر من الدول التي تكون فيها وفرة إلى تلك التي تفتقر إليها، انطلاقا من أن مردودية فرص الاستثمار الجديدة هي أكثر أهمية عندما تكون رؤوس الأموال محدودة. والاستثمارات الجديدة هي أكثر إنتاجية في الدول التي تمتلك أيدي عاملة مؤهلة وهياكل قاعدية مادية متطورة بالقدر الكافي، وهذا ما يفسر عدم توجه رؤوس الأموال إلى الدول الفقيرة، وتوجهها نحو الدول التي استفادت منها في السابق.

لقد أثبت الاستثمار الأجنبي المباشر قدرة على الصمود أثناء الأزمات المالية، فعلى سبيل المثال خلال الأزمات المالية الدولية 1997-1998، في بلدان جنوب شرق آسيا كان مستقرا، في حين نجد أن الأشكال الأخرى لرؤوس الأموال الخاصة (رؤوس أموال المحفظة، الدين وخاصة تلك القصيرة المدى) قد تراجعت بطريقة جوهرية، وقد

(1) Jean Marc siroën, op.cit, P. 156.

سجل نفس الصمود خلال الأزمة المكسيكية 1994-1995 وأزمة الدين لسنوات الثمانينات، هذه الميزة قد حفزت ودفعت بالكثير من الدول النامية إلى تفضيل الاستثمار الأجنبي المباشر. مما أدى إلى تراجع نصيب القروض البنكية لصالح ذلك الشكل من الاستثمار والاستثمارات في المحفظة والجدول التالي يوضح ذلك.

جدول رقم (2-1): نصيب كل شكل من أشكال التدفقات المالية من التمويل الدولي.

الوحدة: %.

الفترة	القروض البنكية	الاستثمار الأجنبي المباشر	استثمار المحفظة	المجموع
1981-1978	80	11	9	100
1989-1982	55	16	29	100
1995-1990	36	20	44	100

Source: Prakash Loungani et Assaf Razin, L'investissement direct étranger est-il bénéfique aux pays en développement?, Finances et Développement, Vol. 38, juin 2001, P.6.

من الناحية النظرية، المزايا والأرباح التي يؤمنها الاستثمار الأجنبي المباشر للبلد المضيف يمكن أن تغطي الأشكال الأخرى فالاستثمار الأجنبي المباشر:

* يسمح بنقل تكنولوجيا لا يمكن للاستثمارات المالية أو تجارة السلع والخدمات أن تحققها، كما يسمح بترويج وزيادة شدة المنافسة داخل السوق الداخلية؛

* تصاحبه غالباً برامج تكوينية لعمال المؤسسات الجديدة، الشيء الذي يساهم في تنمية الموارد البشرية للبلد المضيف؛

* يزيد من الإيرادات الضريبية للدولة المضيفة من خلال الأرباح المالية المحققة، ولذلك نجد أن الدول تختار في غالب الأحيان التحلي عن جزء من هذه الإيرادات عندما تخفض من قيمة الضرائب على أرباح الشركات، كعامل لجذب الاستثمار الأجنبي. وبالتالي فإن الانخفاض الكبير الملاحظ في الإيرادات الضريبية لهذا الشكل في بعض الدول العضوة في منظمة التعاون والتنمية (OCDE)⁽¹⁾ يمكن إرجاعها إلى هذه المنافسة؛

* ميزة أخرى للاستثمار الأجنبي هي أنه مؤسس ومشيد داخل البلد لا يمكنه الخروج بكل سهولة لدى ظهور أي صعوبة.

وعليه ومن خلال هذه الطرق المختلفة، يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو داخل البلد المضيف.

من الناحية العملية، قام كل من (Collins et Bosworth) سنة 1999 بدراسة لتبيان آثار دخول رؤوس الأموال على الاستثمار الداخلي لـ 58 دولة نامية خلال الفترة الممتدة ما بين 1978-1995⁽²⁾. حيث شملت العينة المأخوذة جميع دول أمريكا اللاتينية وآسيا وكذلك عددا لا بأس به من الدول الإفريقية، وجرى التمييز بين ثلاثة

(1) OCDE: L'organisation de coopération et de développement économique, créée en 1960, vise à promouvoir des politiques assurant la plus forte expansion de l'économie, de l'emploi et dans un niveau de vie de ses pays membres [Union Européenne, Etats-Unis, Canada, Turquie, Islande, Australie, Norvège, N.Zélande, suisse et Japon].

(2) Prakash Loungani et Assaf Razin, op. cit, P. 7.

أنواع من التدفقات: الاستثمار الأجنبي المباشر، توظيفات المحفظة وتدفقات مالية أخرى متمثلة أساسا في القروض البنكية.

تشير هذه الدراسة إلى أنه من أجل زيادة مقدارها 1 دولار من تدفقات رأس المال، الاستثمارات الداخلية تزيد بحوالي 50 سندا (التدفقات المالية والاستثمار الداخلي معبر عنهم بنسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام (PIB). هذه الملاحظة تغطي اختلافات جذرية بين أشكال التدفقات في هذا الشأن، فالاستثمار الأجنبي المباشر يعطي زيادة في الاستثمار الداخلي مقدارها 1 دولار لكل 1 دولار.

هذه النتيجة قد تأكدت مرة أخرى بالنسبة للمجموعة الفرعية التي أخذت من العينة السابقة والمتكونة من 18 دولة ذات سوق ناشئة.

وفي دراسة أخرى تم التوصل إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر يساعد على النمو الاقتصادي عندما يكون مستوى التعليم في البلد المضيف عال جدا.

وقد أشار تقرير البنك الدولي (Global development Finance) لسنة 2001، إلى أن العلاقة بين التدفقات المالية الخاصة والاستثمار الداخلي قد ضعفت، لكن الشيء الملاحظ والمؤكد هو أن تلك التدفقات تؤدي إلى تحسين في الإنتاجية مهم جدا أكثر من السابق، حيث وجد أن هناك علاقة تربط بين النمو من جهة ومدخلات رؤوس الأموال والناتج الداخلي الخام (PIB) من جهة أخرى، وذلك عندما لا يؤخذ في الاعتبار بعض المتغيرات الكلاسيكية الممثلة للنمو، خاصة معدل الاستثمار الداخلي. فخلال التسعينيات، الدول التي كانت لديها نسب مدخلات رؤوس الأموال إلى الناتج الداخلي الخام أكبر من المتوسط سجلت كذلك معدلات نمو أكبر من المتوسط، ففي دول جنوب شرق آسيا مثلا يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر كحافز لزيادة وتحسين الإنتاجية. في حين أثبتت دراسات حول المغرب، تونس والأوروغواي، أن هذا العامل لا يؤدي إلى نفس النتائج المربحة، ففي الحقيقة تشير بعض المعطيات إلى أن دخول مؤسسة أجنبية لا يترجم، بالنسبة للمؤسسات المحلية، كعامل مساعد من حيث المعرفة التي يمكن أن يصطحبها أثناء عملية الانتقال⁽¹⁾. وبالرغم من كل ذلك، فهناك الكثير من الاقتصاديين والكثير من الدراسات الحديثة، التي تؤكد أن اعتماد الدول النامية بشكل كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر لا يعد مؤشر قوة، بل على العكس، يعد مؤشرا على ضعف مؤسسات ومنظمات البلد المضيف خاصة وأن الاستثمار الأجنبي المباشر يميل إلى البلدان التي تكون فيها الأسواق غير كفؤة وفي هذه الحالة يفضل المستثمر الأجنبي العمل مباشرة وإقامة المشاريع داخل تلك البلدان عوض اللجوء إلى أسواقها المالية، إن وجدت لديها أسواق.

ومع مرور الوقت، وعندما تقبل هذه الاستثمارات المباشرة وتشجع، تتبع في تعاملها مع البلد المضيف منطقين متضادين هما:

(1) Deepak Michra, Ashoka Mody et Antu Panini Murshid, Flux de capitaux privés et croissance, Finances et Développement, Vol.38, juin 2001, P.3-4.

✓ **منطق العزلة (Logique de l'enclave)** ، الشركة المتعددة الجنسيات لا تستغل إلا المزايا في التكاليف (خاصة بالنسبة للأجور) الناتجة عن اللامكانية، والعوائد على الاقتصاد الوطني تكون محدودة في مجال توفير العمل والإيرادات بالعملة الصعبة. أما النشاطات المحلية فنادرًا ما تستفيد من نتائج الصناعات الداخلية، وذلك راجع إلى أن الدولة تعمل على عزل المؤسسات التي تسيطر عليها الشركات الأجنبية، وأحسن مثال على هذا منطق الصين التي عملت على عزل والمحافظة على بعض المناطق الاقتصادية الخاصة بها، خصوصًا وأنها تعتبر المكان المستقبل والمضيف المفضل بالنسبة للاستثمارات الأجنبية.

لكن في بعض الحالات هذه العزلة والحماية، قد استطاعت جذب المستثمرين الأجانب الباحثين عن فوائد أو عوائد سنوية ثابتة (Rentes) من السوق الداخلية.

✓ **منطق المساهمة (Logique de contribution)** ، الشركة المتعددة الجنسيات تقدم للاقتصاد الوطني في هذه الحالة، جميع العوامل التي هي في حاجة إليها (التكنولوجيا، المعرفة العملية "Savoir faire"). فهي بالتالي تمثل قوة جذب وتعمل في الأخير على ازدهار وتقدم نشاطات جديدة. هذا المنطق يتطلب من الدولة أن تكون قادرة على إدارة هذه الاستثمارات الأجنبية والسيطرة والتحكم فيها بفرض، مثلاً، أشكال معينة من الشراكة بين الشركات المحلية والشركات الأجنبية.

إن الدول الأكثر فقراً في الكاريبي والباسيفيك، كما هو حال الصين، قد طبقت منطق العزلة-على الأقل في مرحلة أولى- أما بعض دول آسيا وأمريكا اللاتينية التي تعرف بالدول الصناعية الجديدة (NPI) قد فضلت الطريقة الثانية.

II.3.1.3. المديونية الدولية: تمثل المديونية الدولية لدى البنوك الخاصة، الحكومات أو المنظمات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي FMI ، البنك الدولي BM والبنوك الجهوية للتنمية) ثالث وسيلة للتمويل. ففي سنوات السبعينات، نجد أن الحكومات الوطنية، خاصة في أمريكا اللاتينية، قد تعسرت بأنها سوف، تكون أقل تعمة للمنظمات المقرضة منها للشركات متعددة الجنسيات، لكن التاريخ قد أثبت لها عكس ذلك، حيث فرض المقرضون عليها خلال الثمانينات برامج تعديل هيكلية، ترجمت في أغلب الأحيان، وعلى مرحلة طويلة، بتراجعات وانخفاضات اقتصادية.

إن المديونية الدولية ليست في حد ذاتها شكلاً للتمويل محكوم عليه، لكنه يستوجب القيام باستثمارات تعمل على تحفيز النمو وتسمح بإنتاج فائض للتصدير يضمن التسديد غير المؤلم للدين، فمثلاً كوريا الجنوبية التي كانت لمدة طويلة أحد المدينين الأكثر أهمية في العالم، لم تعرف أبداً أزمة مديونية حقيقية. على عكس الدول المدينة في أمريكا اللاتينية أو إفريقيا، التي لم تستطع معرفة أو اكتشاف كل ما يجب أن تتحمله من جراء مديونيتها. فهروب رؤوس الأموال، انفجار الاستهلاك الذي كان في بعض الحالات ملحا جداً، الاستثمارات الخاطئة والفاشلة، الفساد، وغيرها من العوامل لم تسمح للدين الدولي أن يحفز التنمية.

II.4.1.3. الأسواق المالية الناشئة: لقد عملت الليبرالية المالية التي انتشرت، وتدعمت شيئاً فشيئاً في أنحاء العالم، على إنهاء سيطرة النظام البنكي على النظام المالي وذلك بالانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية.

هذه النقلة النوعية لا تعتبر ظاهرة معزولة ولكنها إحدى مكونات ظاهرة أكبر بكثير هي العولمة المالية. هذه الأخيرة تلقى حالياً رواجاً هائلاً، حيث تجد وتأخذ كل معناها الحقيقي على المستوى الدولي باحتوائها لثلاث مفاهيم جديدة هي: إلغاء الرقابة (Dérèglementation)، الاندماج (إزالة الحواجز) (Décloisonnement) واللاوساطة (Désintermédiation)⁽¹⁾.

فبفضل هذه المفاهيم الجديدة ظهرت أو عادت إلى الوجود أسواق الإصدارات التي أصبحت بمرور الوقت المصدر البديل للتمويل بالنسبة للشركات والدول. فمنذ بداية الثمانينات، وفي ما يقارب عشرين دولة نامية ظهرت أسواق مالية ذات حجم صغير نسبة إلى أسواق الدول المتطورة، حيث عرفت هذه الأسواق نمواً قوياً جداً في حجم معاملاتها، الذي انتقل من 79 مليار دولار سنة 1983 إلى 774 مليار دولار سنة 1992⁽²⁾، والذي صاحبه تغيرات شديدة وقوية في الأسعار. ويعد تباطؤ النمو داخل دول منظمة التعاون والتنمية لأوروبا (OCDE) نظراً لضعف أسعار الفائدة على العملات القوية، من العوامل التي ساعدت على أن تتهتم الخزائن الدولية بهذه الأسواق التي كانت تسمح بتنويع المخاطر مع تحسين عوائد التوظيفات.

ظهرت الأسواق المالية الناشئة (MBE) في الدول النامية، عندما حصلت تغيرات كبرى في تعويض المصادر التي أصبحت شرطاً أساسياً لمواصلة أو بعث النمو. وتعد إقامة هياكل اقتصادية جديدة مادية ونقدية، بصورة مفاجئة، داخل دولة معينة أو غير معينة ببرامج إعادة هيكلة الديون الخارجية، تعد السبب الرئيسي في جذب رؤوس الأموال وجعل سوق الإصدارات، سوقاً ناشئة.

ولقد أدى توسع أسواق البورصات الناشئة إلى انخفاض في تكاليف تمويل المؤسسات التي هي في صالح النمو وتساعد عليه، لكنه أدى أيضاً إلى تغيير طبيعة السياسات النقدية والمالية التي كان من الممكن أن تمارسها السلطات. وذلك راجع إلى أن التوجه نحو الانفتاح المتزايد لتلك الأسواق يظهر في الحقيقة عاماً وكملياً، لكنه وفي نفس الوقت لا يستطيع أن يؤدي تلقائياً إلى صيانة وضمان الاستقرار الماكرواقتصادي. ففي الواقع الحجم الكبير لرؤوس الأموال الدولية يضايق سلطات تسير على خطى ومبادئ تنموية معينة فحتى وإن أخبرتنا النظرية الاقتصادية والدراسات التجريبية بشكل وفير عن التوجه المحتمل لرؤوس الأموال الدولية، فإن النظرية والمعطيات الحقيقية هي أقل جزمًا بالنسبة لأثر هذه التدفقات. إذ أن دخول رؤوس الأموال الخاصة إلى بلد معين، إما أن يزيد من الاستهلاك أو الاستثمار الداخلي، وإما يزيد أساساً من احتياطات الصرف لذلك البلد. أما إذا كانت تلك التدفقات قد دخلت فقط لجرد التهرب الجبائي أو لتجنب صعوبات قانونية أخرى، فإن الأموال تخرج من البلد بالسرعة التي دخلت بها من دون إحداث أي أثر يذكر في اقتصاد ذلك البلد⁽³⁾. لذلك فإن الطريقة الكورية أو

(1) Michel Lelart, Les aspects internationaux de la désintermédiation financière, in: M. Cazars et al, Economies d'endettement économies de marchés financiers, cas de la France et de la Tunisie, éditions cigas, 2001, P. 164-165.

(2) Michel Drouin, Op.cit, P. 63.

(3) لمزيد من المعلومات والتوسع في هذا الشأن، أرجع إلى ملف: "التدفقات الدولية لرؤوس الأموال"، مجلة التمويل والتنمية، العدد 38، جوان

التاوانية التي اتبعت في فتح أسواقها المالية تدريجيا هي أحسن من تلك التي تم إتباعها في أمريكا اللاتينية، أين تم التخلي عن القوانين وفتح الأسواق بصورة جذرية وسريعة، الشيء الذي عرض بعض تلك الدول إلى الأزمات المعروفة. وعليه إذا ما أردنا تثبيت رؤوس الأموال الأجنبية داخل الدولة وجعلها مفيدة للاقتصاد، وجب علينا بذل مجهود لمراقبة الأسواق المالية الناشئة من أجل تحسين الشفافية وتنظيم وتوحيد العملات. فبعد إلغاء القوانين، يستدعي وضع هياكل قاعدية مالية كاملة تركز على منظمات قوية بعضا من الوقت وشيئا من الوقاية، إذ أن المراقبة واحترام القوانين الوقائية تلعب دورا مهما جدا، خاصة إذا علمنا أن السبب في بقاء المؤسسات الوطنية، في مرحلتها الانتقالية، شديدة الاعتماد على القروض البنكية، هو وجود سوق متنوعة.

في الأخير، يمكن القول أن الاستقرار الماكرواقتصادي هو أفضل ضمان للسياسة الليبرالية والانفتاح المالي، لكن يبقى أن ننصح الدول النامية أن تعطي أهمية كبرى لتحسين المناخ الاستثماري لجميع أنواع رؤوس الأموال، وطنية كانت أو أجنبية.

II.2.3. تنمية مصادر التمويل:

ترمي سياسات تعميق التمويل إلى دعم نمو الحجم الحقيقي للنظام التمويلي، أي نمو الأصول التمويلية بسرعة أكبر من نمو الدخل. ويأخذ ادخار القطاع الخاص في جميع الدول النامية ما عدا الدول مرتفعة الدخل، شكل عملة وودائع في البنوك التجارية ومؤسسات الادخار والقروض وحسابات الادخار البريدية وبنوك القروض السكنية، لذلك فإن نمو حجم النظام التمويلي في معظم الدول النامية ينعكس في نمو نسبة الأصول السائلة من الناتج المحلي في ظل التمويل السطحي⁽¹⁾، حيث تنمو ببطء وقد لا تنمو بتاتا عبر الزمن فيتقلص بذلك حجم النظام التمويلي الحقيقي. لكن بإمكان الدول القادرة على تعبئة حجم كبير من المدخرات الحكومية أو المدخرات الأجنبية الحفاظ على معدل نمو عال حتى في ظل سياسات التمويل السطحية، بغض النظر عن أن هذه الدول قد تجد التمويل العميق⁽²⁾ جذابا لأسباب تتعلق بالتوظيف وتوزيع الدخل.

ولكن في الدول التي يصعب فيها تعبئة المدخرات الحكومية وتعتبر المدخرات الأجنبية غير مرغوب فيها، أو ينذر وجودها فقد يكون التمويل العميق أساسيا لمواصلة النمو في الدخل، لأن نمو حصة الأصول السائلة من الناتج المحلي يقدم دليلا نسبيا لقدرة النظام المعرفي على زيادة قروضه لأهداف استثمارية.

(1) يتميز التمويل السطحي بعدد من المميزات هي ارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني على البنوك التجارية وانتشار توزيع الائتمان بطريقة الحصص النسبية، وأكثر من ذلك بأسعار فائدة حقيقية سالبة.

(2) إن جوهر التمويل العميق هو الحركة الدائمة باتجاه سياسات تنطوي على أسعار فائدة حقيقية موجبة تهدف أساسا إلى: تعبئة كمية كبيرة من المدخرات من الاقتصاد المحلي أو زيادة نسبة الادخار القومي في الناتج المحلي الإجمالي (على اعتبار أن مرونة الفائدة بالنسبة للادخار موجبة وكبيرة). زيادة قدرة جميع أنواع المستثمرين على الوصول إلى المدخرات. ضمان التخصيص الكفء للاستثمار في الاقتصاد الوطني والسماح لعملية التمويل بزيادة وتخصيص المدخرات لتقليل الاعتماد على العملة المالية والمساعدات الأجنبية والتضخم.

ويدعم النمو في حجم النظام التمويلي قدرته على الوساطة، حيث يتم تجميع المدخرات من مصادر متعددة ومتنوعة والدفع بها إلى مجالات استثمارية منتجة. وتظهر الحاجة للوساطة التمويلية لأن المدخرات المتاحة لا تستجيب بالضرورة لفرص الاستثمار.

تؤدي أسعار الفائدة الموجبة إلى نمو في حجم النظام المصرفي الحقيقي، وهذا التطور يزيد من تدفقات الائتمان قصير الأجل وإسهام البنوك التجارية المتداولة، ولكن لا تنتهي مشكلة تمويل الاستثمار بتزويد التدفق الحقيقي للائتمان قصير الأجل، فعندما تتجه الاقتصاديات إلى مستويات دخل فردي عالية، ينتقل نمط الاستثمار باتجاه أفق أطول، إذ يتطلب الاستثمار طويل الأجل تمويلًا طويل الأجل أيضًا. وتشكو البنوك في جميع الدول من عدم قدرتها على توفير تمويل طويل الأجل نظرا لأن معظم ودائعها قصيرة الأجل.

وهكذا، فعندما يتطور الاقتصاد تزداد الحاجة إلى مؤسسات متخصصة في التمويل طويل الأجل أيضا، فشركات التأمين أو بنوك الاستثمار وسوق البورصة تصبح عنصرا مهما في الوساطة التمويلية. وعلى كل حال فإن النظام المصرفي الكفء، الذي يظهر في ظل التمويل العميق يمثل شرطا ضروريا لنجاح وظهور المؤسسات الحيوية المتخصصة في تمويل الاستثمار طويل الأجل، فإذا كانت قيود الدخل قليلة ظهرت هذه المؤسسات تلقائيا.

II.3.3. استراتيجية التنمية:

إن الغاية الكبرى من التنمية الاقتصادية تبقى متمثلة في رفع مستوى المعيشة، وعليه فإن سياسات التنمية تقاس في معظمها بآثارها على مستويات الدخل والاستهلاك. حيث نجد أن نقطة التركيز الأساسية لفكرة النمو المتوازن لبدء عملية التنمية وخروج الاقتصاد الوطني من الحلقة المفرغة هي القضاء على مشكلة ضيق السوق. فانخفاض الإنتاجية في الدول المتخلفة وما يترتب عليه من انخفاض الدخل يؤدي إلى ضعف القوة الشرائية، وبالتالي ضيق نطاق السوق ومن ثم انخفاض الحافز على الاستثمار.

ولذلك يجب أن تتوفر في المقام الأول إرادة التنمية تلازمها في المقام الآخر إدارة التنمية. ولعل التعبير الحقيقي عن نمو الحد الأدنى من إرادة التنمية الفاعلة يتمثل في تحول قطاعات الإدارة في المجتمع إلى إدارة تنمية. فإدارة التنمية ليست مجرد وحدة إدارية منعزلة وإنما هي أسلوب وتوجه وانضباط جميع قطاعات الإدارة في المجتمع بالرؤية المستقبلية، والتي يتم التعبير عنها بصياغة استراتيجية التنمية ووضعها موضع التنفيذ. وأداء إدارة التنمية هو المحصلة النهائية لأداء قطاعات الإدارة ويعبر عن مدى الترابط العضوي والتوجه التنموي لكافة قطاعات الإدارة وكفاءة أدائها. فإدارة التنمية تتضمن بالضرورة الإدارة السياسية إلى جانب الإدارة العامة وإدارة المشروعات في كل من القطاع الخاص والعام ومؤسسات المجتمع المدني وعلى رأسها مؤسسات العمل السياسي. ومن هنا يمكن التأكد أنه بالرغم من كون، إرادة التنمية قضية مجتمعية، وإدارة التنمية مسألة فنية فإنهما مترابطان ترابطا عضويا. ولذلك فإن التعبير الحقيقي والصادق عن مدى وجود الحد الأدنى من إرادة التنمية يتمثل في تحول قطاعات الإدارة إلى إدارة تنمية تترجم غايات التنمية إلى سياسات واستراتيجيات وخطط وبرامج وأهداف استراتيجية مرحلية قابلة للتقييم وخاضعة للقياس على المستوى الكلي والجزئي. وإذا لم يصاحب الادعاء بوجود إرادة التنمية إقامة إدارة التنمية

قادرة على وضع استراتيجية وخلق آلية للتنمية تسمح ببدء عملية التنمية الاقتصادية/الاجتماعية الشاملة المستدامة. فإن لفظ التنمية يبقى شعاعاً أجوفاً سرعان ما ينكشف زعمه عندما يحين وقت التقييم ورصد المؤشرات⁽¹⁾. يعتبر تحديد الاستراتيجية العامة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية اختياراً من بين مجموعة من البدائل تتنوع باختلاف البلدان المعنية بالأمر، فليس هناك برنامجاً إنمائياً واحداً يصلح لجميع الدول النامية. وما قد يكون ملائماً في بلد ما قد لا يكون كذلك في بلد آخر. إذ يحتاج كل بلد إلى سياسات خاصة تلائم مميزاته ومشاكله وأهدافه. وتحديد الاستراتيجية العامة للدولة مسألة هامة لأنها تحدد مسار التنمية عبر الزمن، ويجب أن تتصف تلك الاستراتيجيات بالشمولية، أي يجب أن تغطي جميع قطاعات الاقتصاد الوطني، فالاستراتيجية لأي دولة تبنى على تحليل كامل للقوانين الموضوعية التي تحكم نمو الاقتصاد الوطني ثم وضع تصور لما يجب أن تكون عليه التنمية المعتمدة في المستقبل. وفيما يلي الخطوط العريضة التي يجب أن تتضمنها استراتيجية التنمية الشاملة، حيث يجب أن تنحصر ميادين العمل الحكومي في الآتي:

- ✓ تحديد المشروع الاجتماعي؛
- ✓ المشروعات الإنتاجية الحكومية في المجالات التي هي خارجة عن النشاط الاقتصادي الخاص (المشروعات الاقتصادية الاجتماعية الضخمة)؛
- ✓ التوجه الحكومي والتخطيط لتشجيع التكامل والاندماج الاقتصادي بين القطاع العام والخاص؛
- ✓ تشجيع وتقديم الإعانات للمستثمرين في الميادين الهامة كالتعليم، الصحة، الإسكان؛
- ✓ سياسة زراعية في المدى القصير، المتوسط والطويل تحدد الأهداف الإنتاجية الضرورية لتقليص التبعية الغذائية وهذا بتقديم يد العون للمستثمر الخاص؛
- ✓ سياسة مالية ونقدية وتجارية عامة ملائمة تشجع الاستثمار العام والخاص (شروط الاقتراض، معدل الفائدة) العدالة الاجتماعية (الضرائب)، تكوين رأس المال والادخار والحد الأدنى من التضخم (التمويل بالعجز)⁽²⁾.

(1) علي حليفة الكمالي، آفاق التنمية في أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 17، 1999، ص. 114-115

(بتصرف).

(2) جمال الدين لعريسات، مرجع سابق، ص. 77-78 (بتصرف).

II.4. علاقة السوق المالية بالتنمية الاقتصادية⁽¹⁾:

تتجلى علاقة التأثير والتأثر التي تربط السوق المالية بالتنمية الاقتصادية، في مجموعة من المعايير والوسائل التي يضطر جميع المهتمين من مستثمرين ومختصين لقياسها من أجل الوصول إلى اتخاذ القرار المناسب، وتحسس وضعية الاقتصاد الوطني والتنبؤ بها. وباعتبار السوق المالية - كما رأينا في الفصل الأول - المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة، ومن أجل الوقوف على درجة الارتباط بين السوق المالية كمصدر للتمويل، والاقتصاد الوطني ومساهمتها في المضي قدما بالتنمية الاقتصادية فإننا سنتطرق فيما يلي إلى مؤشرات البورصة التي تعد أهم مقياس يعكس وضعية البورصة، وإلى أهم معايير قياس التنمية الاقتصادية ثم نحاول استعراض إسهامات الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية وتبيان جميع المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في البورصة.

II.4.1. مؤشرات البورصة:

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المستهدف قياسها. ويمكن القول أن هناك العديد من المؤشرات البورصية التي تختلف سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف، أي القطاع المراد قياس حالة السوق بالنسبة له أو من حيث قابليته للتداول، فأصبح جزء منها يهتم بقياس اتجاه السوق لمختلف القطاعات الاقتصادية كمؤشر (Standard and Poor's 500) ومؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم (NYSE Composite)، كما قد يقتصر جزء آخر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع صناعة معينة أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل (Dow Jones Transportation Index)، ومؤشر الخدمات العامة (Standard and Poor's Public Utilities Index).

.Index)

II.4.1.1. استخدامات المؤشر: لمؤشرات البورصة، فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلا، استخدامات عديدة تم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية وفي طليعة تلك الاستخدامات التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق وإعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة

(1) العديد من المراجع أهمها:

* عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001، ص ص. 120-131 (بتصرف)؛

* جبار محفوظ، 1997/1996، مرجع سابق، ص ص. 324-351 (بتصرف)؛

* فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي، دار الحداثة، لبنان، طبعة أولى، 1981، ص ص. 409-424 (بتصرف)؛

* عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2000، ص ص. 7-33 (بتصرف)؛

* مالكو لم جيلز وآخرون، مرجع سابق، ص ص. 701-778 (بتصرف).

المحافظ في المؤسسات الاستثمارية المتخصصة. كما يمكن استخدام المؤشرات لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة لحفظ الأوراق المالية.

II.2.1.4. بناء المؤشرات: على الرغم من التفاوت في كيفية حساب وبناء المؤشرات البورصية، إلا أنها تقوم

جميعاً على ثلاثة أسس هي:

✓ **عينة ملائمة:** العينة هي مجموعة من الأدوات المالية التي تكون المؤشر حيث ينتظر منها أن تمثل السوق، وينبغي أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم، الاتساع والمصدر. فبالنسبة للحجم، فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق. أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم التداول.

✓ **الأوزان النسبية:** تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي. الأول هو الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. وأخيراً مدخل القيمة أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

✓ **حساب قيمة المؤشر:** تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر. فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية. في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي. وبمجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي تتكون منها المؤشر، وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر، وذلك لكي يتسنى له اتخاذ القرار الملائم.

II.3.1.4. أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية: إذا كان نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها

المالية في البورصة يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت السوق المالية بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة زمنية⁽¹⁾.

وعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم تتجه نحو الصعود، يطلق على السوق المالية، السوق الصعودية (Bull Market)، أما حينما تكون حركة المؤشر تتجه نحو الهبوط أو التراجع، يطلق عليها السوق الترويلية (Bear Market). وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي أنه عندما يعتقد المضارب بأن السوق

(1) حسان خضرة، تحليل الأسواق المالية، سلسلة حشر التنمية، العدد 27، مارس 2004، من الموقع: www.arab-api.org (بتصرف)

سوف تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود (Bullish)، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط فيوصف حينئذ بالمضارب على الهبوط (Bearish). يطلق على السوق بأنها صعودية عندما يزيد معدل العائد الذي تحققه -وفقا للمؤشر- على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والذي عادة ما يقصد به معدل العائد على السندات الحكومية لمدة سنة واحدة، أما السوق التزولية فهي حين يكون معدل العائد الذي تحققه السوق وفقا للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

II.4.1.4. البورصة والاقتصاد: قد تحدث أزمة في السوق المالية، لا ترجع في المقام الأول لهبوط أسعار الأوراق المالية ولكن للعديد من المتغيرات أهمها⁽¹⁾:

➤ **المتغيرات الاقتصادية:** الناتجة عن اختلال الميزان التجاري وزيادة عجز الموازنة وزيادة عبء الدين الخارجي على الدولة.

➤ **المتغيرات السياسية:** الناتجة عن عدم الاستقرار السياسي للدولة، انحدار علاقة الدولة السياسية والاقتصادية بالدول الأخرى، النزاعات الداخلية وعمليات الإرهاب السياسي التي تتم داخل الدولة، فضلا عن الحروب التي تنشأ بين الدول.

➤ **المتغيرات المالية:** مثل ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع في البنوك، انهيار قيمة العملة الوطنية، زيادة عبء الدين الداخلي، انهيار مقدرة المواطنين على الادخار والاستثمار، عدم توفر وعي استثماري لدى المواطن وتزايد معدلات التضخم والأسعار.

➤ **المتغيرات النفسية والسلوكية:** التي تترتب عليها تصرفات غير مسؤولة لدى المستثمرين تساعد على انهيار أسعار الأوراق المالية في السوق، وأهم هذه المتغيرات الشائعات المغرضة وعدم توفر البيانات الصادقة الموضوعية عن الشركات التي تتداول أوراقها المالية في البورصة.

➤ **المتغيرات الفنية:** التي يترتب عليها ارتفاع أسعار الأوراق المالية لمستوى أعلى من القيمة الحقيقية لها كنتيجة لعمليات المضاربة عليها وسرعة تأثير وتأثر بورصات الأوراق المالية ببعضها البعض كنتيجة لتقدم وسائل الاتصال بجانب التلاعب في برامج الحاسب الآلي أو الخطأ في تشغيلها بأوامر بيع أو شراء غير حقيقية.

II.2.4. معايير قياس التنمية:

تطرح فكرة التنمية ذاتها ضرورة القياس سواء لصياغة السياسات والخطط وتحديد الأهداف أو لتقييم النتائج. ونظرا للتحويلات الواسعة في مفهوم التنمية، فإن المؤشرات عرفت بدورها تطورات هامة على محاور عدة بدءا من مقاييس النمو الاقتصادي إلى المؤشرات الاجتماعية، ووصولاً إلى مؤشر التنمية البشرية (Human Development Index)، الذي يغفل الناتج الوطني الإجمالي وسواه من المؤشرات التقليدية للتنمية ويأخذ

(1) محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص. 80.

في الحسابان الصحة، التربية والتعليم. وعلى الرغم من الاستعمال المكثف في الأدبيات لمصطلح مؤشر فإنه لا يبدو معرّفا بشكل واف، فالقواميس تعرف المؤشر بأنه "الذي يشير إلى شيء آخر" لكن بالاستعمال الفعلي كثيرا ما يتم الخلط بين الإحصاءات والمتغيرات والمؤشرات.

ولكي يسمى متغير اقتصادي أو اجتماعي ما "مؤشر تنمية" عليه أن يمثل بعض العوامل التي تشكل عملية التنمية أو حالتها. ويمكن للمؤشر أن يشكل قياسا مباشرا وكاملا لعامل محدد من التنمية ويكون بذلك مؤشر تنمية باعتبار أن الجانب الذي يقيسه هو هدف التنمية أو عنصر من عناصرها، وعندما يكون هذا الهدف أو العنصر غير قابل بذاته للقياس، فإن المؤشر يخدم بالدرجة الأولى الإشارة بأفضل ما يمكن لهذا الهدف أو العنصر⁽¹⁾. ومن أهم معايير أو مؤشرات التنمية الاقتصادية والتي تقاس بها ما يلي:

II. 1.2.4. الناتج الوطني (National Product): إن الموارد الاقتصادية لا تصلح كما هي عليه لسد الحاجات وإشباع الرغبات. لذلك يجب تحويل هذه الموارد إلى منتجات قابلة لسد الحاجات وإشباع الرغبات. ونشاط المجتمع هذا يطلق عليه الإنتاج (Production) وحصيلة هذا الإنتاج هو الناتج أو الدخل الوطني. ولتحليل هذا الناتج الوطني، تستخدم عادة بعض المفاهيم أهمها: الناتج الداخلي الخام (PIB) وإجمالي الناتج الوطني (PNB).
✓ **الناتج الداخلي الخام (Produit Intérieur Brut):** يمثل الناتج الداخلي الخام قيمة مجموع السلع والخدمات المنتجة داخل الحدود الوطنية (داخل حدود الدولة)، بصرف النظر عن جنسية المنتج، أي أن الناتج الداخلي الخام هو رقم الأعمال لدولة ما⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنه عندما يكون هذا الناتج الداخلي الخام في ارتفاع وتزايد من سنة إلى سنة أخرى موالية لها، نكون في هذه الحالة بصدد التحدث عن النمو، حيث أن في أغلب النظريات الاقتصادية هذا النمو ضروري لتنمية وتطور أي دولة. أما عندما تنخفض وتراجع قيمة الناتج الداخلي الخام فإننا نكون أمام حالة من التخلف والتدهور الاقتصادي (هذا طبعا إضافة إلى مقاييس اقتصادية أخرى كالضخم، البطالة، المردودية... إلخ).

✓ **إجمالي الناتج الوطني (Produit National Brut):** يعتبر إجمالي الناتج الوطني المقياس الأكثر استخداما في تحليل الناتج الوطني. وهو عبارة عن القيمة النقدية للبضائع والخدمات النهائية المنتجة خلال فترة زمنية معينة عادة تكون سنة. كما يعرف بأنه عبارة عن قيمة جميع السلع والخدمات المنتجة والمعرضة في السوق خلال فترة زمنية معينة. إذ يتضمن مشتريات المستهلكين من المواد الغذائية، الملابس، الوقود، السيارات الجديدة، وكذلك الخدمات الأخرى، كما يتضمن مشتريات المؤسسات الاقتصادية، ومشتريات الأفراد والمؤسسات من المباني السكنية وغير السكنية كالمحلات التجارية والمعامل والمكاتب والمخازن، كما يتضمن قيمة فائض الصادرات على قيمة الاستيراد. ويمكن النظر إلى الناتج الوطني الإجمالي على أنه عبارة عن المجموع الكلي للناتج الجاري.

(1) محمد عدنان وديع، قياس التنمية ومؤشراتها، سلسلة جسر التنمية، العدد 2، 2001، من الموقع: www.Arab-api.org (بتصرف).

(2) Jean Regnaud, Les crises de la croissance, Epargne et Finance, n° 15, septembre 2003, P. 10-11.

ويعتبر من غير صالح الاقتصاد الوطني أن يكون إجمالي الناتج الوطني عاليا جدا أو منخفضا جدا، لأن ارتفاعه يتسبب في ارتفاع معدلات التضخم. إذ حتى تتمكن المؤسسات الإنتاجية من تحقيق أعلى إنتاج ممكن يتطلب منها استخدام المزيد من عنصر العمل عن طريق استمالة العمال برفع أجورهم لإغرائهم على العمل لديها. إلا أن ارتفاع معدلات الأجور هذه تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج ومن ثم انعكاسها على الأسعار التي ترتفع بدورها، وعلى ذلك يؤدي حجم الإنتاج الكبير إلى بروز حالة التضخم. كما يعتبر من غير المرغوب فيه الإنتاج عند المستويات الدنيا، لأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى رفع معدلات البطالة وانخفاض دخول المستخدمين وما يترتب عليه من انخفاض المستوى المعيشي العام⁽¹⁾.

تكتسي دراسة الدخل أو الناتج الوطني أهمية كبيرة، إذ أن الناتج الوطني هو مقياس إنتاج بلد من البضائع والخدمات، كما أنه من أهم المؤشرات العامة الدالة على تطور الوضع الاقتصادي وعلى نجاح السياسة الاقتصادية التي تسلكها الدولة. وتتمثل أهمية دراسة الدخل الوطني في التالي:

- 1- تقدير نجاح السياسة الاقتصادية للدولة، حيث تتمثل السياسة الاقتصادية للحكومة في القرارات والإجراءات التي تتخذها لتهيئة الجو الملائم للنشاط الإنتاجي وتوجيهه توجيها صحيحا؛
- 2- دراسة بعض المظاهر الهامة للبيان الاقتصادي، فبيانات الناتج الوطني لا تظهر فقط مجموع هذا الناتج خلال السنوات المختلفة وإنما تبين أيضا مساهمة كل قطاع في تكوينه؛
- 3- بحث توزيع الدخل بين عوامل الإنتاج، أي النصيب الذي يعود لعوامل الإنتاج نتيجة مساهمتها في الناتج الوطني والمتمثل في العوائد التي تتلقاها من أجور وفوائد وريع وأرباح؛
- 4- قياس مستوى رفاهية الأفراد، وذلك بحساب معدل نمو متوسط دخل الفرد الحقيقي.

ورغم الانتقادات الموجهة لتقديرات إجمالي الناتج الوطني من حيث:

• نوعية الإنتاج، خاصة وأن إجمالي الناتج الوطني هو مقياس كمي وليس نوعي وبالتالي فهو لا يظهر التحسن والتطور الذي جرى على البضائع والخدمات النهائية.

• التلوث، فإجمالي الناتج الوطني لا يقيس المنتجات الهامشية التي ترافق إنتاج البضائع النهائية التي تدخل في حسابه. هذه المنتجات الهامشية قد تلوث الجو والماء بالإضافة إلى الفوضى التي يمكن أن تحدثها وهذا ما يؤدي في النهاية إلى مشاكل صحية. غير أن تكلفة هذه المشاكل الصحية الناشئة عن تلوث البيئة لا تدخل في حساب الناتج الوطني الإجمالي.

• الراحة، حيث أن أغلب الناس في الوقت الحاضر، وبصورة خاصة في الدول المتقدمة، يرغبون في العمل عددا من الساعات أقل، على عكس ما كان عليه الحال في الماضي.

(1) ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طعة ثانية، 1994، ص ص 13-17.

فإن إجمالي الناتج الوطني (PNB) يعتبر تقديراً تقريبياً جيداً للنشاط الاقتصادي كما يعطي صورة دقيقة إلى حد ما حول الاقتصاد الوطني.

II.2.2.4. معدل النمو: يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة ومستقرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي. يوضح هذا المفهوم أن حدوث النمو الاقتصادي يرتبط بثلاث عناصر أساسية تتمثل فيما يلي:

✓ **العنصر الأول:** تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني. ويقاس متوسط نصيب الفرد من

$$\text{الدخل الوطني عن طريق:} \frac{\text{الدخل الوطني}}{\text{عدد السكان}}$$

يتطلب حدوث هذه الزيادة، أن يكون معدل الزيادة في الدخل الوطني أكبر من معدل الزيادة في عدد السكان، أي:

$$\text{معدل الزيادة في الدخل} > \text{أكثر من الواحد (1)}.$$

معدل الزيادة في عدد السكان

* فإذا كانت النسبة السابقة = 1، فهذا يعني أنه على الرغم من زيادة الدخل الوطني إلا أن نصيب الفرد منه يظل ثابتاً بسبب زيادة عدد السكان بنفس النسبة.

* وإذا كانت النسبة السابقة أقل من 1 فهذا يعني أن متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني ينخفض رغم زيادة الدخل الوطني وذلك لأن معدل النمو في السكان يزيد عن معدل النمو في الدخل الوطني.

✓ **العنصر الثاني:** تحقيق زيادة حقيقية في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي أي تحقيق زيادة حقيقية في مقدرة الأفراد على شراء السلع والخدمات المختلفة.

$$\text{ويقاس الدخل الحقيقي عن طريق:} \frac{\text{الدخل النقدي}}{\text{المستوى العام للأسعار}}$$

ولذلك فإن تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي يتطلب أن يكون معدل الزيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني أكبر من معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار (التضخم). ويعني ذلك أن حدوث زيادة حقيقية في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني يتطلب أن يكون:

$$\text{معدل الزيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني} > \text{أكثر من الواحد (1)}.$$

$$\text{معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار}$$

ويمكن قياس معدل النمو الاقتصادي في دولة ما عن طريق المعادلة الآتية⁽¹⁾:

$$\text{معدل النمو الاقتصادي} = \text{معدل الزيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني} - \text{معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار (التضخم)}.$$

(1) إيمان عطية ناصف، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 378-381 (بتصرف).

✓ **العنصر الثالث:** تحقيق زيادة مستمرة ومستقرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي. والزيادة المستمرة معناها أنه يجب أن تكون ناتجة عن زيادة حقيقية في مستوى النشاط الاقتصادي، أي أنها لا تحدث بسبب ظروف طارئة، ومن ناحية أخرى فهذه الزيادة لا بد وأن تكون مستقرة بمعنى ألا تتعرض للتقلب الشديد في معدلها من فترة زمنية لأخرى.

II.3.2.4. معدل التضخم: التضخم هو عملية ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار، أو التدهور المستمر في القوة الشرائية لوحدة النقود. وهو عملية ديناميكية تنشأ أسبابها الأولية أو القوة المولدة لهذه الضغوط التضخمية بفعل عوامل نقدية أو حقيقية أو هيكلية. وهناك العديد من الطرق المستعملة لقياس وتقدير معدلات التضخم، ومن أهمها الطريقة المتبعة من قبل صندوق النقد الدولي والتي تعتمد على معيار فائض العرض النقدي، وهو عبارة عن الفرق بين التغير في عرض النقود (السيولة) وبين التغير في الطلب على النقود، أي حجم ما يرغب الأفراد الاحتفاظ به من دخل حقيقي في شكل نقود، وذلك خلال فترة زمنية معينة⁽¹⁾.

فإذا كان: ΔM هو التغير في عرض النقود؛ T_i هو معدل التضخم؛

$$\frac{M}{GNP} \text{ هو الطلب على النقود (مقلوب سرعة التداول الداخلية للنقود)؛}$$

GNP هو الناتج الوطني الإجمالي؛

ΔGNP هو التغير في الناتج الوطني الإجمالي.

فإن معدل التضخم يساوي:

$$T_i = \Delta M - \frac{M}{GNP} \cdot \Delta GNP$$

II.4.2.4. تطور الإنتاج الصناعي والإنتاج الفلاحي: تعد نسبة مساهمة الإنتاج الصناعي في قيمة الناتج

الوطني أحد معايير قياس التنمية الاقتصادية، نظرا لاقتران هذه الأخيرة بالتصنيع، خاصة وأن البعض قد أشار إلى أن عملية التصنيع ومفهوم التنمية مرتبطان ولا ينفصل أحدهما عن الآخر، بحيث عومل الاصطلاحان وكأنهما يشيران إلى شيء واحد. فكلما زاد نصيب الإنتاج الصناعي من قيمة الناتج الوطني الإجمالي كلما كان ذلك مؤشرا جيدا على تقدم وتطور البلد. في هذا الإطار هناك نقطتان ذات أهمية كبيرة لبرنامج التنمية هما:

1- زيادة الإنتاجية الصناعية تشكل مفتاحا لزيادة متوسط دخل الفرد.

2- توفر الصناعات التحويلية قائمة أكبر من الاحتمالات لزيادة كفاءة إحلال الواردات وزيادة بقية

الصادرات بدلا من تصدير المواد الأولية وحدها.

كما لا يجب إهمال الزراعة والإنتاج الفلاحي في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك راجع إلى وجود علاقات متبادلة ووطيدة فيما بين الصناعة والزراعة. فإذا نما الدخل الزراعي بعدالة والذي قد يتطلب الإصلاح الزراعي تنمية ريفية واسعة السلطان، فإن التنمية الزراعية واسعة لاستهلاك انتاجها الذي قد يحقق لها اقتصاديات الحجم في

(1) نيل الروبي، التضخم في الاقتصاديات المتخلفة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 1987، ص. 241 (بتصرف).

الإنتاج والتسويق. كذلك الحال يجب أن يزود نمو الدخل بسبب التوسع الصناعي حافزا دائما للإنتاج الزراعي والإنتاجية من خلال زيادة الطلب على الغذاء⁽¹⁾.

إن مشكلة الإنتاج الفلاحي لدى دول العالم الثالث تتلخص في ضرورة رفع الإنتاج الفلاحي قصد مواجهة تزايد السكان وانتشار الزحف الديمغرافي الذي تعرفه بلدان القارات الثلاث، من جهة وضرورة رفع الإنتاج الفلاحي قصد تحرير إمكانات فائضة ماديا وبشريا لتغذية وتمويل التصنيع الذي يعتبر المفتاح الوحيد لطريق التقدم من جهة أخرى.

فالمشكل الفلاحي مطروح في واجهتين: واجهة دفاعية تتلخص في جعل الفلاحة تشبع الحاجيات الغذائية الأساسية، وواجهة هجومية تتلخص في جعل الفلاحة وسيلة من وسائل التنمية الاقتصادية.

II. 5.2.4. مؤشر التنمية البشرية (HDI): إن النظر إلى التنمية من منظور التنمية البشرية يعني أساسا توسيع الخيارات الإنسانية، وتنطوي هذه العملية على تكوين وتعزيز قدرات الإنسان من خلال تنمية الموارد البشرية من حيث الصحة والتغذية الجيدتين والتعليم بما فيه اكتساب المهارات. وترتبط التنمية الإنسانية ارتباطا عضويا بحرية الإنسان، الصحة والتعليم فقلة المعرفة أو جمودها يعني الركود وتضاؤل فرص التنمية، وقد أصبحت فجوة المعرفة، وليس فجوة الدخل هي المحور الرئيسي لقدرات الدول في عالمنا المعاصر⁽²⁾. حيث يشير تقرير البنك الدولي حول مؤشرات التنمية العالمية لعام 2001 أنه في المتوسط، يوجد لدى أي بلد مرتفع الدخل من أجهزة الكمبيوتر 40 مرة ما لدى أي بلد في منطقة إفريقيا جنوب الصحراء، ولكن حدث تقدم هام، ففي عام 1995، كانت خمسة بلدان فقط في المنطقة متصلة بشبكة الانترنت، واليوم تتصل جميع بلدان المنطقة بالشبكة، ومعدل نمو عدد مضيئي الانترنت في إفريقيا يبلغ تقريبا ثلثي المتوسط العالمي⁽³⁾.

II. 3.4. دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية:

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية، حيث تنقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، ومن ثم تسهم السوق المالية في التنمية الاقتصادية من خلال:

II. 1.3.4. زيادة الادخار: تؤثر السوق المالية على الميل للادخار، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض لتوليد أصول مالية أكبر وباحتفاظ على تفضيلاتها، كما توفر السوق أصولا تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطر، وبالتالي فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

(1) فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 421 (بتصرف).

(2) منير الحمش، تصحيح مسار التنمية في عالم متغير، مجلة البعث، 7 ديسمبر 2003، من الموقع: www.albaath.com (بتصرف).

(3) محمد عدنان وديع، مرجع سابق، من الموقع: www.arah-api.org (بتصرف).

II.2.3.4. خلق السيولة: تؤثر السوق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفر رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من الشركات التي أصدرتها، طالما أن تلك الشركة مستمرة في ممارسة نشاطها. في هذا الإطار تجعل البورصة الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية وبيعها بسرعة ويسر متى أرادوا ذلك.

وتؤكد الدراسات التطبيقية أن زيادة سيولة البورصة تعطي دفعة للنمو الاقتصادي أو تسبقه على الأقل، ومن المقاييس الشائعة للسيولة بيان القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج الداخلي الخام.

II.3.3.4. تخصيص الموارد: في هذا الإطار تقوم السوق المالية بدورين متميزين. الأول مباشر والآخر غير مباشر. ويعزى الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية. وبناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملون 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 ومن ثم تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض. كما يتميز الاستثمار في الأسهم بأنه يوفق على نحو فعال بين الحصول على الأرباح، وبين القدرة على الدفع. ومع اندماج الأسواق الصاعدة في الاقتصاد العالمي، فمن المتوقع أن تنخفض تكلفة رأس المال. ومن ثم فإنه من الأرجح أن تتجه الأموال إلى من لديهم القدرة على زيادة الاستثمار الأمر الذي يرفع معدلات النمو والأرباح وبالتالي فإن البورصة التي تمارس وظيفتها على نحو جيد لا بد وأن تنتهي إلى حشد ونعثة الموارد وتخصيصها بصورة أفضل.

II.4.3.4. علاج المديونية الخارجية: تقوم أسواق الأوراق المالية الناشئة بجذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تلافي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية. كما ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر⁽¹⁾، وذلك باستخدام تقنية توريق الدين، التي تتمثل في عملية تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية. وتعتبر هذه التقنية إحدى التقنيات التي تستخدم كأسلوب لمواجهة أزمة الدين ومحاوله تخفيض الرصيد القائم للدين الخارجي للدول، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج.

(1) لقد حدث انخفاض في قروض البنوك التجارية إلى الدول النامية كسبة من إجمالي الدين الخاص بها من 62% في عام 1980 إلى 46% في عام 1993، وكذلك زيادة في نسبة توريق الدين من 8% إلى 32% في نفس الفترة (عمر صقير، مرجع سابق، ص. 130).

وتقوم أسواق الأوراق المالية بدور في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية أيضا من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم (Debt Equity Swaps)، وهي أداة جديدة بديلة للتمويل في السوق المالية الدولية. ومن خلالها يسمح للمستثمرين المقيمين والأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملية الأجنبية بخصم في الخارج، بحيث يمكن بعد ذلك الحصول على مقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملية المحلية في مجالات إنتاجية وخدمية يتفق عليها، وكذلك قيام البنوك التجارية الأجنبية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات في تلك الدول وشركاتها المساهمة.

II.5.3.4. استعادة رأس المال الهارب: إن عدم وجود فرص للاستثمار في البورصات المحلية، وغياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من أسباب هروب رأس المال إلى الدول المتقدمة. ولا يوجد اتفاق حول تعريف محدد لهروب رأس المال، حيث يعتبر بعض الاقتصاديين كل تدفقات رأس المال الخاص من الدول النامية إلى الخارج، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، أو كانت استثمارات في شراء أصول مالية أجنبية أو عقارات أو في شكل استثمار مباشر في الخارج، هروبا لرأس المال، نظرا لندرة رأس المال بهذه الدول. بينما يرى البعض الآخر أن هروب رأس المال يقتصر فقط على تدفقات رأس المال الناتجة عن التنويع الدولي لحفظة الأوراق المالية. ومن ثم يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية الناشئة أحد عوامل الجذب لاسترداد الأموال الهاربة وخاصة تلك التي تبحث عن عائد أعلى، وهو ما يتوافر في تلك الأسواق الناشئة، وعادة ما يعود جزء من هذه الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الاستثمارية في تلك الأسواق، نظرا لقرب المستثمر المحلي في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة من مصادر المعلومات الخاصة بالتطورات الاقتصادية والأحداث المتوقعة مقارنة بالمستثمر الأجنبي.

وعليه فإن وجود أسواق مالية ناشئة يقلل من فرصة هروب الأموال للخارج وخاصة تلك التي تفرج نظرا إلى عدم وجود أسواق مالية محلية تعطي بدائل استثمارية متعددة، ومن ثم فإن توافر مثل هذه البدائل في الأسواق الناشئة، مع ارتفاع العائد بها يترتب عليه، ليس فقط عودة جزء من الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة مرة أخرى، بل تقليل فرصة هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج.

II.6.3.4. تلطيف التقلبات الاقتصادية: يزيد الاقتراض من البنوك في عمليات الاستثمار من تفاقم الدورة الاقتصادية نظرا لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد. في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب وخسائر معينة، لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

خاتمة الفصل:

حاول الكثير من الاقتصاديين والمخططين إيجاد تعريف شامل وكامل للتنمية الاقتصادية، يصلح لجميع الدول لكن بوجود العديد من المصطلحات التي استعملت للدلالة على نفس العملية، فإن هؤلاء قد فشلوا في تحديد مفهوم للتنمية الاقتصادية واختلفت تعاريفهم لهذه العملية.

ورغم كل ذلك الاختلاف فإنه يمكن القول بأن التنمية هي حركة تصاعدية تأخذ المجتمع من مرحلة بدائية سواء في العيش أو في طريقة الإنتاج، إلى مرحلة أكثر تطوراً وتقدماً لتضمن بذلك رفاهية المجتمع ومستوى أحسن للمعيشة. ويجب على كل دولة تسعى إلى التقدم أن تقوم بتحديد وتوفير شروط معينة لدفع عملية التنمية الاقتصادية الخاصة بها، بحيث تتعدى هذه الشروط المجال الاقتصادي (السوق، الاستثمار، رأس المال، الإدارة... إلخ) لتشمل القدرات والموارد البشرية، الأوضاع الاجتماعية، الظروف السياسية إضافة إلى عنصر جديد فرضته طائفة جديدة من النشاطات المرتبطة بالاقتصاد والمعلومات، ألا وهو عنصر التجارة الإلكترونية.

تتطلب التنمية الاقتصادية تراكماً لرأس المال المادي، كما تعتمد كثيراً على مقدرة البلد على تمويل سياسة استثمارية إنتاجية وهياكل قاعدية اقتصادية، وعموماً عرفت الدول عدة مصادر للتمويل ابتداءً بالادخار الداخلي، الاستثمار الأجنبي المباشر، المديونية الدولية ووصولاً عند التمويل بواسطة الأسواق المالية الناشئة.

للسوق المالية دور أساسي وفعال في عملية التنمية الاقتصادية، فمن خلال بعض المؤشرات التابعة للبورصة أو للاقتصاد يمكن تحديد العلاقة التي تربط هذه العملية بالسوق المالية، وبقياس تلك المؤشرات تتمكن من تحسس الوضعية الاقتصادية وبالتالي اتخاذ القرار المناسب.

الفصل الثالث: الإجراءات المنهجية واستعراض التنمية الاقتصادية وبورصة تونس

تقع تونس في شمال إفريقيا بالقرب من أوروبا من الجهة الجنوبية للبحر الأبيض المتوسط، الشيء الذي أكسبها موقعا استراتيجيا. بلغ عدد سكانها في نهاية 2002 حوالي 9.78 مليون نسمة، ويتوقع أن يبلغ حوالي 14 مليون نسمة سنة 2025. تبلغ نسبة البطالة 14.3% من القوة العاملة.

عانت تونس خلال الفترة 1981 - 1986 (قبيل الإصلاحات) من وضعية اقتصادية حرجية، حيث كان عجز الميزانية يمثل 5.2% من الناتج الداخلي الإجمالي، شركات غير كفؤة ممولة بالدعم من الخزينة العمومية، ارتفاع العجز في الميزان التجاري من 5% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 1980 إلى 11% منه سنة 1984، ارتفاع المديونية الخارجية وخدماتها بالإضافة إلى المبالغة في صرف سعر الدينار التونسي وحصول تشنجات في الاستهلاك والاستثمار وتوزيع الموارد المالية، وهذا ما أكدته خبراء صندوق النقد الدولي.

إن تداخل الاقتصاديات العالمية وعولة الاقتصاد بصفة عامة، إضافة إلى المشاكل السابقة، قد حفزا السلطات التونسية على مساهمة تلك التحولات بتطبيق برنامج التعديل الهيكلي لاقتصادها وتعميق الإصلاحات، من أجل تحقيق معدل نمو معقول ودائم، تخفيض معدل التضخم والتقليل من العجز المسجل في ميزان المدفوعات. بالإضافة إلى تحقيق الاستقرار النقدي الذي يؤدي إلى إمكانية تحرير صرف الدينار التونسي، رفع كفاءة وإنتاجية الآلة الاقتصادية والقضاء على مراكز الاختناق والتشوّهات التي عادة ما تتصف بها الاقتصاديات المخططة مركزيا.

ومن بين المجالات التي مستها الإصلاحات نسجل تركيز هذه الأخيرة على تطوير السوق المالية وجعلها تلعب دورها في التنمية الاقتصادية للدولة. وفي هذا الإطار قامت الحكومة التونسية بإصدار عدة قوانين ومراسيم خلال نهاية عشرية الثمانينات، والنصف الأول من عشرية التسعينات من القرن الماضي، قصد تنشيط بورصة تونس لتقوم بتمويل الاقتصاد الوطني وتجنيد الادخار الوطني والأجنبي في خدمة التنمية.

III.1. الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية:

تأكيدا للعديد من النظريات والتقنيات الواردة في الجانب النظري من هذه المذكرة، ورغبة في الإطلاع على الدور الذي يمكن أن تلعبه البورصة في عملية التنمية الاقتصادية لبلاد ذات اقتصاد نام، فإننا قد ركزنا الاهتمام على دراسة بورصة تونس التي قمنا بزيارتها خلال شهر ماي 2004 لإجراء البحث الميداني. خاصة وأن التجربة الجزائية في هذا المجال لا تستجيب لمتطلبات هذا البحث بسبب قصر فترة ممارسة البورصة لدورها في الجزائر، وأدائها الذي كان متواضعا وغير فعال خلالها والذي أصبح في الوقت الحالي معدوما تقريبا. ونظرا لأهمية المنهجية المتبعة في أي بحث ونوعية المعلومات المتوفرة، خاصة وأنها تنعكس مباشرة على نتائج البحث والدراسة، فإننا سوف نستعرض فيما يلي الإجراءات المنهجية المتبعة في الدراسة الميدانية.

III.1.1. مبررات اختيار البورصة محل الدراسة:

وقع الاختيار على بورصة الأوراق المالية التونسية للقيام بالدراسة الميدانية لعدة اعتبارات نذكر منها:

- ✓ كون أن هدف البحث، والمتمثل في إبراز الدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه البورصة في عملية التنمية الاقتصادية، يتوافق مع التجربة التونسية في هذا المجال؛
- ✓ توفر كافة الإحصائيات والمعلومات والمعطيات الرقمية الخاصة بالبورصة وبالاقتصاد، الشيء الذي ساعدنا كثيرا في بناء وتقدير النموذج الإحصائي لمحاولة قياس ذلك الدور الذي تؤديه البورصة في الاقتصاد الوطني؛
- ✓ توفر بعض المؤشرات العامة التي توحى بنجاح عملية التنمية الاقتصادية في الجمهورية التونسية وذلك بشهادة الكثير من المختصين في المجال الاقتصادي وعلى المستوى العالمي؛
- ✓ إمكانية القيام بالدراسة الميدانية وزيارة كل من الجمهورية التونسية وبورصة الأوراق المالية وكذا هيئة السوق المالية، لقرب المسافة بينها وبين مقر الإقامة مقارنة بدولة غربية أو أجنبية أخرى، وذلك للمحور العاشر على كافة المعلومات والشروحات اللازمة.

III.1.2. مبررات اختيار فترة الدراسة:

طلما أن هذه الدراسة قد انصبّت أساسا على محاولة قياس دور البورصة في التنمية الاقتصادية، انطلاقا من الربط بين مؤشرات البورصة والمؤشرات الاقتصادية العامة، فإنه من المنطقي أن تكون فترة الدراسة هي فترة طويلة نسبيا تمتد على أكثر من 10 سنوات حتى نتمكن من الحكم على النتائج التنموية المحققة، كما أنها هي الفترة الأقرب (الجديدة) التي تمكنا من الحصول فيها على معظم المعلومات اللازمة، إضافة إلى أن مؤشر بورصة تونس، وهو المتغير الرئيسي في الدراسة، أنشئ لأول مرة سنة 1990. لذلك فقد تم تحديد فترة الدراسة من 1991 إلى 2002 وهي فترة تغطي تقريبا أربعة مخططات تنموية في الجمهورية التونسية (من نهاية المخطط السابع إلى بداية المخطط العاشر).

III.3.1. منهج الدراسة الميدانية:

تختلف المناهج باختلاف طبيعة البحث، إذ لكل منهج خصائصه التي تتوقف على طبيعة النتائج المراد التوصل إليها. فالمنهج هو عبارة عن الطريقة التي يسلكها الباحث في سبيل معالجة إشكالية بحثه والتحقق من صحة فرضياته للوصول إلى نتائج دقيقة وتحقيق أهداف الدراسة⁽¹⁾.

وبما أن إشكالية بحثنا تستدعي الإجابة عنها الرجوع إلى معلومات مستقاة من واقع الدولة المعنية ومحاولة تحليلها وإسقاط الجوانب النظرية عليها، فإننا سنعمد على ثلاث مناهج كفيلة بجمع المعلومات وترتيبها وتحليلها، هم:

1. **المنهج التاريخي:** يهتم المنهج التاريخي بدراسة الظواهر والأحداث والمواقف التي مضى عليها زمن. أو يقوم بدراسة ظاهرة معينة من خلال الرجوع إلى نشأتها والتطورات التي مرت بها والعوامل التي أثرت عليها إلى أن صارت على الشكل الحالي⁽²⁾.

وسنعمد على هذا المنهج في التعرف على نشأة وتطور الاقتصاد والبورصة التونسيين.

2. **المنهج الوصفي التحليلي:** يهتم المنهج الوصفي التحليلي بجمع وتلخيص الحقائق الحاضرة المرتبطة بظاهرة معينة، ويهدف إلى وصف موقف أو مجال اهتمام معين بصدق ودقة⁽³⁾.

وسنعمد على هذا المنهج في وصف وتحليل كل المعلومات المتاحة عن الاقتصاد التونسي والبورصة التونسية.

3. **المنهج الرياضي والإحصائي:** سنعمد على هذا المنهج لتقدير النموذج الإحصائي، بهدف إبراز أهمية البورصة في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال الربط بين مؤشرات البورصة والمؤشرات الماكرو اقتصادية بواسطة نموذج إحصائي من الشكل $y = f(x)$. بحيث نقوم أولاً بدراسة الحالة التي تكون فيها مؤشرات البورصة هي المتغيرات التابعة والمؤشرات الاقتصادية هي المتغيرات المستقلة أو المفسرة، ثم نقوم ثانياً بدراسة الحالة العكسية أي التي تكون فيها المؤشرات الاقتصادية هي التابعة ومؤشرات البورصة هي المفسرة. وحساب معاملي الارتباط والتحديد في الحالتين بغرض المقارنة والتفسير والحكم على أداء البورصة.

III.4.1. أدوات جمع البيانات:

تعتبر المناهج المحدد المرجعي لأدوات البحث وجمع المعطيات لذلك فإن الأدوات المستعملة تختلف

باختلاف المناهج المتبعة. وبذلك نكون قد اعتمدنا على الأدوات التالية:

1. **الوثائق والتقارير ومواقع الأنترنت:** تعتبر الوثائق الرسمية والتقارير السنوية التي تصدرها الهيئات الرسمية بالإضافة إلى مواقع الأنترنت، الأداة الرئيسية التي تسمح بتعبئة المعلومات والمعطيات التي تؤمن لنا المادة الأساسية للبحث والتحليل ومن ثم الحكم على الظاهرة المدروسة.

(1) موسى بن منصور، أهمية الأصول المعنوية في تقييم المؤسسة المرشحة للدخول إلى البورصة، مذكرة ماجستير، جامعة سطيف، 2001/2002، ص. 107 (بتصرف).

(2) مهدي زويلف وتحسين الطراوة، منهجية البحث العلمي، دار الفكر، الأردن، طبعة أولى، 1998، ص. 197 (بتصرف).

(3) خير الله عصار، محاضرات في منهجية البحث الاجتماعي، في: موسى بن منصور، المرجع السابق، ص. 107 (بتصرف).

2. الزيارة الميدانية والمقابلات الشخصية: لقد تم الاعتماد على الزيارة الميدانية والمقابلات الشخصية للوقوف على حقائق الأمور والاستفسار أكثر عن بعض المعطيات والمعلومات الواردة في الوثائق ومواقع الأنترنت أو لتدعيم المعلومات المتوفرة بمعلومات يتعذر الحصول عليها من تلك الوثائق والمواقع. إذ قمنا في ماي 2004 بزيارة لبورصة تونس وحاولنا الحصول على كافة المعلومات الضرورية لإتمام هذا البحث. كما كانت لنا فرصة لقاء بعض القائمين على هذه المؤسسة مستفيدين من شروحاتهم وتفسيراتهم لبعض الأرقام التي صادفتنا في مختلف السنوات.

III.5.1. متغيرات الدراسة:

يمكن حصر متغيرات الدراسة في مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية (BT) والمتغيرات الاقتصادية التي تمكنا من جمعها، والتي نعتقد أنها عامل مؤثر في أداء سوق الأوراق المالية التونسية، وتمثل أساسا في:

الرمز	المتغيرات الاقتصادية
TC	معدل النمو الاقتصادي
PI	الناتج الداخلي الخام
RD	الدخل الوطني الإجمالي المتاح
RH	نصيب الفرد من الناتج الوطني الخام
TM	سعر الفائدة الحقيقي
CH	سعر الصرف
TF	معدل الادخار
TI	معدل التضخم
IN	معدل الاستثمار
PR	الإنتاج الصناعي
TO	الاستثمارات السياحية
RT	إيرادات السياحة بالعملة الصعبة
DE	المديونية الخارجية

III.2. استعراض التنمية الاقتصادية في تونس⁽¹⁾

استطاعت الجمهورية التونسية، بفضل الإصلاحات التي اتخذتها بفعالية في جميع المجالات، أن تحقق وفي فترة زمنية قصيرة نسبيا إنجازات مهمة سواء على المستوى السياسي، الاقتصادي أو الاجتماعي.

هذه الإنجازات مكنتها من اكتساب احترام وتقدير المجتمع الدولي، الذي يقدم الحالة التونسية كنموذج ناجح يجب الاقتداء به من قبل بقية الدول النامية، خاصة من حيث المستويات التي وصل إليها نمو الناتج الداخلي الخام (PIB) أو تحسين الظروف المعيشية للسكان، وذلك بالرغم من الفقر الذي تعاني منه الدولة من جهة الموارد الطبيعية. هذا النموذج يجد مضمونه في البحث الدائم والمتواصل عن التوازن الأفضل بين شروط تنمية اقتصادية مدعمة من جهة، ومتطلبات الترقية الاجتماعية المتناسكة من جهة أخرى.

وتمشيا مع هذه الرؤية، يمثل الإنسان العامل الذي ينفرد بحصة كاملة ومهمة في عملية التنمية والهدف الرئيسي لجميع السياسات والاختيارات التنموية. في الواقع، بفضل الاستقرار السياسي الذي يتمتع به البلد منذ التغيير الذي حصل في 7 نوفمبر 1987، ومناخ الثقة الذي يعم بالإضافة إلى حرية المبادرات، تمكنت الجمهورية التونسية أن تحقق خطوات ثابتة ومقررة في نفس الوقت، من جهة انفتاح اقتصادها وتأمين الرفاهية الاجتماعية لسكانها.

تعتبر تونس، بالإضافة لكونها بلدا عضوا في المنظمة العالمية للتجارة (OMC)، أولى بلدان الجهة الجنوبية للبحر الأبيض المتوسط التي قامت بعقد اتفاقية شراكة مع الاتحاد الأوروبي، مشجعة التأسيس التدريجي (خلال 12 سنة) لمنطقة التبادل الحر ومعلنة بذلك رغبتها في أن تكون جزءا من الاقتصاد العالمي الدائم الحركة والتحول.

في هذا الإطار، أعدت تونس برنامجا للإصلاحات مس جميع القطاعات والأنشطة وذلك من أجل وضع أسس لاقتصاد وطني يكون متينا، متنوعا، تنافسيا وقادرا على التأقلم مع البيئة الدولية الجديدة.

هذه الإصلاحات العميقة، التي تقذف إلى إلغاء الاتراوات والاعوجاج الذي عادة ما يقيد حرية المبادرات، قد خصت: الأسعار، التجارة، الجباية، مجالات الاستثمار، القطاع البنكي والسوق المالية إضافة إلى إعادة هيكلة المؤسسات العمومية والدخول في برنامج الخصخصة والإصلاحات الإدارية.

موازاة مع كل ما سبق، أولت الدولة اهتماما خاصا لمسألة ترقية وتكوين الموارد البشرية من خلال إصلاح النظام التعليمي ونظام التكوين المهني. الشيء الذي توجبه شروط نجاح برنامج التأهيل العام والكلي للاقتصاد من حيث تحسين الإنتاجية ومواجهة المنافسة الخارجية في أحسن ظروف ممكنة.

(1) العديد من المراجع أهمها:

- www.Tunisie.com
- Rapport d'activité 1998 et rapport d'activité 1999, Bourse des valeurs mobilières de Tunis
- www.INS.nat.tn
- www.bct.gov.tn
- 9^{ème} plan de développement (1997-2001), Ministère du développement économique, in: www.Tunisie.com
- Note d'orientation du 10^{ème} plan de développement, Ministère du développement économique, in: www.Tunisieinfo.com, Août 2001.

إن المواضبة على طريق الإصلاحات قد سمح لتونس أن تحقق إنجازات مهمة سواء على الجبهة الاجتماعية أو على الجبهة الاقتصادية.

فعلى المستوى الاجتماعي؛ استطاعت السلطات التونسية أن تتحكم في مشكلتي الفقر والامية، حيث قامت في هذا المجال بتخفيض نسب الفقر (أنظر الجدول رقم: 3-1) داخل المجتمع التونسي من 22% سنة 1975 إلى 4.2% سنة 2000. كما عملت على تخفيض نسب الأمية المنتشرة ما بين السكان ذوي السن 10 سنوات فأكثر (أنظر الجدول رقم: 3-2)، حيث كانت نسبة الأمية تقدر بـ 67.9% بعد 10 سنوات من الاستقلال أي سنة 1966 لتصل سنة 2003 إلى 22.4%.

جدول رقم (3-1): تطور نسب الفقر داخل المجتمع التونسي.

الوحدة: %

السنوات	1975	1980	1985	1990	1995	2000
نسبة الفقر	22.00	12.9	7.7	6.7	6.2	4.2

Source: www.INS.nat.tn.

جدول رقم (3-2): تطور نسب الأمية.

الوحدة: %

السنوات	1966	1975	1984	1989	1994	1999	2000	2001	2002	2003
نسبة الأمية	67.9	54.9	46.2	37.2	31.7	27.0	25.6	24.7	23.6	22.4

Source: www.INS.nat.tn.

أما على المستوى الاقتصادي؛ فقد تمكنت الحكومة التونسية خلال السنوات الأولى من تنفيذ المخطط التاسع (1996-2001)، أن تحقق تقدما باهرا على مستوى استقرار الإطار الماكرو اقتصادي مسجلة بذلك نتائج مشجعة خاصة بفضل:

- ✓ تحقيق نمو للناتج الداخلي الخام (PIB) بمعدل متوسط قدر بـ 5.8% بالأسعار الثابتة، خلال الأربع سنوات الأولى من تنفيذ المخطط التاسع للتنمية الاقتصادية، حيث ساهمت القطاعات الإنتاجية المختلفة بأكثر من الثلث، في مناخ سادته السيطرة على معدلات التضخم التي وصلت إلى 2.9% سنة 2000 (أنظر الجدول رقم: 3-3).
- ✓ زيادة الاستثمار بمعدل قدر بـ 13.5% في السنة، الشيء الذي ساعد على زيادة معدل الاستثمار من 23.2% من الناتج الداخلي الخام سنة 1996 إلى 26.4% سنة 2001، ومعدل الادخار من 22.3% سنة 1996 إلى 26.9% من إجمالي الناتج الوطني سنة 2001⁽¹⁾.

(1) Ministère du développement économique, in: www.Tunisie.com.

✓ تحسين التوازنات المالية الخارجية من خلال تخفيض العجز الجاري الذي حدد معدله سنة 2000 بـ: 2.9% من الناتج الداخلي الخام.

✓ انخفاض معدل المديونية خلال الفترة 1996-1998 من 50.5% إلى 48.2%.

✓ المحافظة على التوازنات المالية الداخلية مع التحكم والسيطرة على عجز الميزانية الذي قدر بمعدل 3% من الناتج الداخلي الخام لكل سنة، وهذا بالرغم من أثر برنامج هدم أو تكسير التعريفة الذي واكب تخفيض قيمة 470 مليون دينار خلال سنة 1999.

جدول رقم (3-3): المؤشرات الاقتصادية العامة.

الإنتاج	الوحدة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PIB بسعر السوق	مليون دينار	17051.8	19066.2	20898.2	22560.8	24671.6	26650.8	28793.1	30077.1
PNB بسعر السوق	مليون دينار	16257.4	18056.1	19896.4	21616.5	23653.4	25393.7	27481.5	28773.1
نصيب الفرد من PNB	دينار	1814.8	1986.6	2159.1	2316.1	2501.4	2655.4	2840.8	2948.7
معدل النمو	%	2.4	6.9	5.1	5.9	6.5	6.7	6.9	3.4
معدل الاستثمار	%	24.2	24.1	24.6	24.9	25.4	26.3	27.5	25.2
معدل الادخار	%	20.9	22.3	23.1	23.9	24.7	26.0	26.9	21.9
الميزان التجاري									
الصادرات	مليون دينار	5172.9	5372.0	6147.9	6518.3	6966.9	8004.8	9503.7	9748.6
معدل النمو	%	10.1	3.9	14.4	6.0	6.9	14.9	18.7	2.6
الواردات	مليون دينار	7464.1	7498.8	8793.5	9489.5	10070.5	11738.0	13697.3	13510.9
معدل النمو	%	12.3	0.5	17.3	7.9	6.0	16.6	16.7	-1.4
معدل التضخم	%	6.2	3.7	3.6	3.1	2.7	2.9	2.0	2.7
معدل صرف الدينار		0.9508	1.003	1.1475	1.0909	1.2513	1.3853	1.4683	1.3341
المديونية الخارجية	مليون دينار	9085.0	9620.0	10820.0	10857.0	12795.0	13691.0	15010.0	16070.0
معدل المديونية	%	53.6	51.0	52.1	48.2	51.8	51.7	52.1	53.1

Source: *www.INS.nat.tn ;

*www.bct.gov.tn;

*Rapport d'activité de 1998 et de 1999, Bourse des valeurs mobilière, Tunis;

*9^{ème} Plan de développement (1997-2001), Ministère de développement économique, in: www.Tunisie.com;

*www.Investintunisia.com; *www.CMF.org.tn.

تمتلك الجمهورية التونسية اقتصادا متنوعا، يتميز بمتانة كل من قطاع الصناعات اليدوية وقطاع السياحة بالإضافة إلى قطاع الخدمات الخاص. وبالرغم من التناقص التدريجي للرقابة الحكومية على الأعمال الاقتصادية، بسبب الخصوصية وإصلاحات أخرى، فإن السلطات ما تزال تتحكم في العديد من قطاعات الاقتصاد التونسي. حيث تهدف السياسة الحكومية المعتمدة أساسا إلى تدعيم منافسة الاقتصاد، ترقية القطاع الخاص والتأقلم مع الاقتصاد العالمي.

يعتبر الاقتصاد التونسي اقتصادا متواضعا، لكنه يفتخر بكونه الاقتصاد الذي دخل الفرد فيه هو الأكثر ارتفاعا في المنطقة، ويأتي أمام كل من المغرب، الجزائر ومصر. وبالتالي فإن أكثرية السكان فيه ينتمون إلى الطبقة الوسطى. قامت الحكومة التونسية بعدد لا بأس به من المبادرات، في سبيل ضمان نمو اقتصادي متمحور أكثر فأكثر حول التصدير. فصادرات السلع هي العامل المهم الذي سمح لها بأن تحافظ على معدل نمو مرتفع إضافة إلى خلق مناصب للشغل.

وفي هذا الإطار، وتماشيا مع النظام الذي أطلق عليه "off-shore"، فإن 60%⁽¹⁾ من الصادرات هي عبارة عن سلع تصنعها المؤسسات المتخصصة في التصدير. هذا النظام يسمح للمصدرين أن يستوردوا آلات ووسائل إلى داخل تونس، مستفيدين بذلك من إعفاء جمركي شريطة أن يعاد تصدير المنتجات النهائية. وتمثل واردات هؤلاء المصنعين من الخارج حوالي ثلث الواردات التونسية.

ويبقى أن نشير إلى أن الجمهورية التونسية تتمتع بوفرة في اليد العاملة، لكن ضعف معدل خلق مناصب العمل، ونقص اليد العاملة المؤهلة قد أديا إلى الاستقرار النسبي في معدل البطالة، رغم التحسن الملحوظ في السنوات الأخيرة (أنظر الجدول رقم: 3-4). وهذا ما تحاول أن تتداركه السلطات بإدخال العديد من الإصلاحات على النظام التعليمي والتكوين المهني، من أجل تحسين المردودية ومواجهة المنافسة الخارجية.

جدول رقم (3-4): تطور معدلات البطالة.

الوحدة: %

السنوات	1994	1997	1999	2000	2001	2002	2003
معدل البطالة	15.6	15.7	15.8	15.6	15.0	14.9	14.3

Source: www.INS.nat.tn.

(1) Tunisie, Profil agro-alimentaire d'un pays, Aperçu statistique, 2001, P. 3, in: www.atn-riac.agro.ca.

III.1.2. قطاع الزراعة:

تتربع تونس على مساحة تقدر بـ: 164150 كم²، حيث مقدار الأراضي الخصبة هو 4071.4 مليون هكتار منها 360000 هكتار هي عبارة عن أراضي مسقية. بلغت مساهمة الزراعة في إجمالي الناتج المحلي 16% سنة 2002، كما تساهم بـ: 9% من الصادرات السلعية، وتشغل حوالي 22% من اليد العاملة⁽¹⁾. والجدول الموالي يمثل تقسيم المساحة المزروعة حسب المنتجات الزراعية وذلك خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2002.

جدول رقم (3-5): تقسيم المساحة المزروعة حسب المنتوجات.

الوحدة: ألف هكتار.

الإنتاج	1999	2000	2001	2002
الحبوب	1519	1588	1271	1172
البقوليات	156	171	139.4	142.7
الخضروات	80.3	81.0	74.2	74.3
زراعة العلف	336.2	361.2	402.2	411.7
الأشجار المثمرة	2103.5	2125.9	2143.9	2136.9
زراعات أخرى	21	23	/	/

المصدر: المعهد الوطني للإحصائيات، ديسمبر 2003، في الموقع: www.Tunisie.com

يتمثل الإنتاج الزراعي الأساسي في: زيت الزيتون، الحمضيات، الحبوب والتمور (أنظر الجدول رقم: 3-6). بالإضافة إلى تربية كل من الأبقار والأغنام بشكل رئيسي. تقدر المصادر المائية للبلد بـ: 4236 مليون م³ لكل سنة، حيث 68% من المياه السطحية هي مياه مستعملة. وفي هذا الشأن تضمنت الإستراتيجية الموضوعة منذ 1990 مخططاً لتجديد المصادر المائية، امتد على فترة 10 سنوات تم خلالها إنشاء 21 سداً، 203 سداً جليلاً و1000 بحيرة محتجزة بالإضافة إلى 1760 موقع للحفر والتنقيب و98 محطة لتنقية المياه.

(1) www.Tunisie.com.

لقد أدت هذه الاتفاقية، بصورة خاصة، إلى التحرير المتدرج لتبادل السلع، الخدمات ورؤوس الأموال وكذلك إلى تمتين العلاقات الاقتصادية، المالية والتقنية. حيث جاء في الاتفاقية الجديدة ما يلي:

➤ على مستوى المنتجات الصناعية:

1. إلغاء جميع الحواجز الكمية المتعلقة بالواردات وجميع إجراءات التكافؤ في المبادلات الصناعية بين الطرفين؛
2. المحافظة على نظام المصارحة الكاملة للحقوق الجمركية من أجل دخول المنتجات الصناعية التونسية إلى المجتمع الأوربي؛
3. إلغاء الحقوق الجمركية وضرائب التكافؤ المطبقة من قبل تونس على منتجات الاتحاد الأوربي طبقا للزرنامة والمنتجات التالية:

■ قائمة أولى ممثلة لـ: 12% من الواردات القادمة من مجموعة الاتحاد، منذ البدء في تنفيذ الاتفاقية. تغطي هذه القائمة سلع التجهيزات ومنتجات نصف نهائية غير مصنعة محليا؛

■ قائمة ثانية ممثلة لـ: 28% من الواردات وتتضمن المنتجات غير المصنعة محليا، خلال 5 سنوات، تنخفض بنسبة 1/5 لكل سنة؛

■ قائمة تمثل 30% وتتضمن منتجات مصنعة محليا، تعتبر تنافسية نسبيا، خلال 12 سنة، بنسبة 1/12 لكل سنة؛

■ قائمة تمثل 29.5% وتتضمن منتجات مصنعة محليا، تستدعي وحداها تأهيلا فوريا، خلال 8 سنوات ابتداء من السنة الخامسة.

➤ على مستوى المنتجات الزراعية:

تقديم مقابل مجزي على شكل نسب التعريف أو اقتطاعات مخفضة لبعض المنتجات التونسية المصدرة إلى بلدان الاتحاد مثل: زيت الزيتون، الخمر، الحمضيات... إلخ؛ في انتظار إعادة بحث وفحص المحور الزراعي نحو تحرير أكبر وأوسع.

➤ في مجال التعاون الاقتصادي والمالي:

يمكن للسلطات التونسية، في إطار تلك الاتفاقية، الاعتماد على الاتحاد الأوربي فيما يخص تأهيل الصناعة التونسية، تنمية الهياكل القاعدية الزراعية، ترقية الاستثمار الأوربي داخل تونس، تحسين التعليم والتكوين المهني والسماح للجمهورية التونسية بدخول برنامج الاتحاد الأوربي للبحث والتنمية التكنولوجية. كما يساهم الاتحاد في القيام بوضع وتطوير تعاون مالي لفائدة تونس، حسب الإمكانيات المتوفرة ونماذج خاصة من أجل تسهيل الوصول إلى الأهداف المسطرة.

وتجدر الإشارة إلى أن للجمهورية التونسية العديد من الاتفاقيات التجارية مع بقية دول العالم، منها ما هو ثنائي ومنها ما هو متعدد الأطراف، ولعل أهم هذه الاتفاقيات التي لم تترجم كليا في الواقع وتعرضت للركود هي اتفاقية الاتحاد المغاربي. حيث تشير دراسة أجريت حديثا حول واقع المبادلات فيما بين دول المغرب العربي، أن

المشهد الاقتصادي يختلف من بلد إلى بلد آخر مع مجموعة من الخصوصيات والعادات التجارية، وهو ما يسوحي موضوعيا بوجود فوارق مهمة⁽¹⁾. وبما أنه من الصعب التخلص بسهولة من عاداتهم وعلاقاتهم الاستهلاكية مع الاتحاد الأوروبي بشكل عام فإن حجم المبادلات التجارية المغربية لم يتجاوز 5% من حجم التجارة المغربية، فبالنسبة لتونس مثلا بلغ حجم مبادلاتها مع الأشقاء 8% لعام 1992، محتلة بذلك المرتبة الأولى بين دول المغرب العربي، إذا ما اعتمدنا معدلا مغاربيا.

إن الفضاء الاقتصادي المغاربي لم يستغل بالشكل الأمثل من قبل جميع الدول المغربية لمواجهة تحديات العصر، خاصة فيما يتعلق بالانضمام إلى المنظمات الاقتصادية العالمية كالمنظمة العالمية للتجارة، وعقد اتفاقيات الشراكة مع دول قوية لم تكثف بعلاقات ثنائية اقتصادية بل تكتلت وشكلت اتحادات اقتصادية أقوى. لذلك يمكن القول بأن ما حققته تونس في مجال التعاملات الخارجية، حتى ولو كان مهما ومعتبرا، يبقى متواضعا أمام ما كانت ستحققه وتكتسبه لو اهتمت أكثر بالتعاملات المغربية وبناء فضاء اقتصادي مغاربي متكامل، يشكل قوة اقتصادية تقف بمواجهة القوى الاقتصادية العالمية الأخرى الموجودة والمحققة فعليا على الساحة الدولية.

III.2.3. قطاع السياحة:

يعد جمال الشواطئ التونسية والمعالم التاريخية التي تزخر بها، عامل جذب لملايين السواح من العالم بأسره. فأكثر من خمسة ملايين شخص قاموا بزيارة تونس سنة 2000، ليصل عدد السواح سنة 2001 إلى 5.387 مليون حيث يمثل الأوروبيون الزبائن الرئيسيين بنسبة تقدر بـ: 58.9% من إجمالي السواح، خاصة وأن دخول كل من الأوروبيين والأمريكيين لا يستوجب تأشيرة.

والدولة أذنبول وأسس الطاراز، شيدت تونس، 77.5 فندق بمجموع 200 ألف سرير وسبع مطارات دولية إضافة إلى 8 موانئ تعمل على وصل تونس بباقي دول العالم، كما أكسبها موقعها الجغرافي ساحلا يقدر طوله بـ: 1298 كم، تمتد على ضفته أجمل المدن الساحلية نذكر منها: طبرقة، الحمامات، سوسة وجربة⁽²⁾. ومن أهم المنجزات السياحية التي أقامتها السلطات التونسية نجد المركب السياحي القنطاوي الذي أسس بشكل يضمن راحة ورفاهية السواح الأجانب حيث يحتوي على ملاعب للغولف ومجموعة من السفن ذات الطراز الأندلسي. وقرية سيدي بوسعيد التي تقدم مناظر فريدة من نوعها بأقواسها، أبوابها وشرفاتها.

كل هذه الاستثمارات وغيرها ساعدت على تطور وتقدم صناعة السياحة التي تمثل أهم مصدر للعملة الصعبة ولإيرادات الدولة (أنظر الجدول رقم: 3-8). حيث قدمت السياحة للاقتصاد التونسي سنة 2001 حوالي 2340 مليون دينار كإيرادات بالعملة الصعبة مقابل 1712.8 مليون دينار سنة 1998.

(1) www.albyan.co.ae;

(2) www.Tunisie.com.

جدول رقم (3-8): تطور الاستثمارات السياحية وعوائدها بالعملة الصعبة.

الوحدة: ملايين الدينارات

السنوات	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
الاستثمارات	449.1	417.0	353.3	307.0	323.0	320.0	330.9	353.3
الإيرادات	1322.9	1411.0	1565.3	1712.8	1950.0	2095.1	2340.6	2021.0
بالعملة الصعبة								

Source: www.INS.nat.tn.

III.4.2. الاستثمارات الأجنبية:

سجل الاستثمار الأجنبي المباشر (IDE) تقدما مهما في السنوات الأخيرة. فهو يمثل حاليا 10% من الاستثمار المنتج، ويكون ثلث الصادرات ويوفر سدس مجموع مناصب الشغل. ساهم الاستقرار السياسي والاجتماعي، الإنجازات الاقتصادية وأيضاً تحسين البيئة لإقامة الأعمال بفضل القيام بالعديد من الإصلاحات، ساهم كثيراً في تحقيق هذه النتائج الإيجابية. كما أدت هذه العوامل إلى اهتمام متزايد من طرف الكثير من كبريات المؤسسات ذات الشهرة العالمية والباحثة عن البيئة وفرص الاستثمار والأعمال التي وفرتها السلطات التونسية.

ففي نهاية سنة 2000 تم تأسيس حوالي 2139 مؤسسة ذات مساهمة أجنبية داخل تونس، حيث وجدت في هذه الأخيرة موارد بشرية مؤهلة، إجراءات إدارية بسيطة، تشريع يتماشى مع الاستثمار الخاص، الدخول السهل لمعظم الأسواق الأوروبية-متوسطية، مزايا خاصة خصوصية لكل مستثمر وهياكل قاعدية فعالة وفي تحسن مستمر (أنظر الملحق رقم 1).

📌 النتائج المحققة سنة 2002:

قدّرت الاستثمارات الأجنبية في تونس سنة 2002 بحوالي 1167.3 مليون دينار مقابل 437.2 مليون دينار سنة 1999، فخصوصية مصنعي الإسمنت (مصنع الإسمنت بقابس ومصنع الإسمنت الصناعي بتونس) واللذين يبعان لمستثمرين برتغاليين وإيطاليين، قد نتج عنها إيرادات للاستثمار الأجنبي المباشر قدرتها: 362 مليون دينار. أما الاستثمارات الأجنبية المحققة في قطاع الصناعات اليدوية، خارج عملية الخصوصية، فقد استمرت في إتباع منحها التصاعدي لتصل إلى 362 مليون دينار سنة 2000 مقابل 198 مليون دينار سنة 1999 (أنظر الجدول رقم: 3-9).

إن الشراكة مع كبرى المجموعات الأجنبية قد تجسدت سنة 2000، بشكل خاص، بامتصاص مجموعة إنجليزية-هولندية تدعى "UNILEVER" لشركتين تونسييتين بقيمة 104 مليون دينار تونسي.

جدول رقم (3-9): تطور الاستثمار الأجنبي.

الوحدة: ملايين الدينارات.

السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002
الاستثمار الأجنبي المباشر:	402.9	572.1	437.2	706.1	700.0	1167.3
* الطاقة	271.3	201.8	149.8	323.3	327.3	427.5
* سياحة وأثاث	23.0	246.0	37.2	41.5	101.1	91.9
* صناعات يدوية	85.7	114.1	197.9	326.3	251.0	255.4
* قطاعات أخرى	22.9	10.2	7.3	15.0	20.6	392.5
محفظة الأوراق المالية	129.8	89.2	74.5	69.5	18.3	23.8
المجموع	532.7	661.3	511.7	775.6	718.3	1191.1

المصدر: البنك المركزي التونسي، في الموقع: www.Tunisie.com

في نهاية سنة 2000، تم تقييم مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر بحوالي 15 مليار دينار، و 2139 مؤسسة ذات مساهمة أجنبية أُنشأت أكثر من 192000 منصب شغل.

جدول رقم (3-10): قائمة المؤسسات ذات المساهمة الأجنبية في تونس حتى نهاية سنة 2000.

القطاعات	عدد المؤسسات	مناصب الشغل
الصناعات اليدوية:	1779	169707
* المواد الغذائية	78	3976
* نسيج وألبسة	1060	107745
* جلد وأحذية	140	12909
* كهرباء وإلكترونيك	148	25542
* ميكانيك	122	5546
* مواد وبناء ومواد كيمياوية	104	8967
* صناعات مختلفة	127	5022
الزراعة	50	1216
السياحة	149	17117
خدمات أخرى	108	1002
الطاقة	53	3000
المجموع	2139	192042

Source: www.Tunisie.com.

من بين الـ 2139 مؤسسة ذات مساهمة أجنبية، هناك 709 مؤسسة تم إنشاؤها ما بين 1997 و2000 أي بمعدل 178 مؤسسة كل سنة، مقابل 138 مؤسسة كل سنة خلال الفترة 1992-1996، و91 مؤسسة كل سنة خلال الفترة 1988-1991. الشيء الذي يترجم زيادة سرعة إقامة هذه المؤسسات في تونس، وكذلك الجهود المبذولة لتكوين صورة جيدة للبلد وترقيته لجعله موقع ذو فائدة للاستثمار فيه.

جدول رقم (3-11): الشركاء الرئيسيون لتونس في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر في نهاية 2000.

الشركاء	عدد المؤسسات	مناصب الشغل
بلدان الاتحاد الأوروبي:	1833	162731
فرنسا	816	60797
إيطاليا	463	30896
ألمانيا	262	35820
بلجيكا	191	20093
هولندا	55	8036
إنجلترا	40	6252
إسبانيا	31	1859
سويسرا	63	7329
الولايات المتحدة الأمريكية	41	7798
بلدان عربية	179	16824
بلدان آسيوية	16	1188
المجموع	2139	192042

المصدر: المرجع السابق.

إن تقسيم المؤسسات ذات المساهمة الأجنبية القائمة في تونس حسب جنسية المساهمين الشركاء، يقودنا إلى استنتاج مفاده أن الشركاء الرئيسيين هم بلدان الاتحاد الأوروبي. لكن تجدر الإشارة إلى أن هناك اهتماما متزايدا أكثر فأكثر لبعض الجنسيات الأخرى من أجل الاستفادة من فرص وبيئة الاستثمار المتوفرة في تونس.

هذا وقد تجاوزت قيمة الاستثمارات الأجنبية سنة 2001 قيمة 900 مليون دينار تونسي موزعة كالاتي:

✚ 150 مليون دينار جندت في إطار برنامج خصوصية حوالي 40 مؤسسة في مختلف القطاعات والأنشطة؛

✚ 100 مليون دينار خصصت لإنهاء مشروع إنشاء المحطة المركزية للكهرباء Radés II؛

✚ 200 مليون دينار كاستثمار مباشر في مشاريع أخرى داخل قطاع الطاقة؛

✚ 350 مليون دينار كاستثمار مباشر في قطاع الصناعات اليدوية؛

✚ 50 مليون دينار كاستثمار مباشر في الأنشطة الخدمية؛

✚ 50 مليون دينار كاستثمارات في محفظة الأوراق المالية.

III.5.2. الخصخصة في تونس:

يدخل مفهوم الخصخصة لدى السلطات التونسية في إطار رؤية شراكة وتكامل فيما بين القطاع العام والقطاع الخاص. وتساهم عمليات الخصخصة بذلك في تجسيد سياسة تخلص الدولة من الأنشطة التنافسية، وعلى أساس هذه المقاربة، وضعت السلطات العمومية عملية الخصخصة منذ 2 أوت 1987 تاريخ مصادقة البرلمان التونسي على قانون إعادة هيكلة المؤسسات العمومية التونسية⁽¹⁾، كأحد محاور تنمية القطاع الخاص وإحدى الوسائل المهمة من أجل تدعيم فعالية الاقتصاد، الانفتاح على الخارج وإعادة الاعتبار لميكانيزمات السوق. ومن وجهة نظر أكثر واقعية، تعرف الخصخصة على أنها تحويل المراقبة والتحكم في ملكية معينة أو تسيير مؤسسة تنتج سلعة أو خدمة ما، من القطاع العام إلى القطاع الخاص. حيث تهدف أساسا إلى:

✚ ضمان استمرارية المؤسسة المعنية من خلال تحسين فعاليتها ومنافستها وفي نفس الوقت السماح لها بتجديد الأموال، مرونة التسيير ونقل مختلف التكنولوجيات اللازمة لتطورها؛
✚ تعزيز توازن مالية السلطات العمومية بإنقاص من جهة، النفقات التي تخصصها الدولة لفائدة بعض الشركات العمومية، ومن جهة أخرى بتأمين مصادر إضافية تسمح بدعم مجهودات الدولة خاصة في مجالات التعليم، التكوين، الصحة، الهياكل القاعدية... إلخ؛
✚ وأخيرا زيادة حيوية وديناميكية السوق المالية وتنمية مساهمة الجمهور من خلال العروض العامة للبيع

(OPV) وإدخال بعض المؤسسات المخصصة إلى التعامل في البورصة.

1. طرق تقييم المؤسسات: إن التقييم السابق لكل عملية خصخصة يكون طبقا لمعايير دولية، ومن قبل خبراء من خارج الإدارة مثل: المكاتب المحاسبية التونسية أو الأجنبية، بنوك الأعمال، مكاتب الدراسات المتخصصة... إلخ. إن اللجوء إلى مثل هؤلاء الخبراء قد تعزز وأصبح أكثر كثافة منذ 1997، وذلك في كل مرة تعلق الأمر فيها بعمليات خصخصة معقدة أو ذات أهمية ووزن اقتصادي كبير (أنظر الجدول رقم: 3-12) كما هو الحال بالنسبة لخصخصة شركات الإسمنت، أو كما حصل مؤخرا بالنسبة لحالة (Union Internationale de Banques).

(1) جبار محفوظ، 1997/1996، مرجع سابق، ص. 636 (بتصرف).

في السنوات الأخيرة، تعرف هذه التقنية أهمية كبيرة، سواء من حيث حجم المشاريع التي هي في طريق الإنجاز أو من حيث عدد وأهمية القطاعات المعنية.

III.3. بورصة تونس⁽¹⁾:

إن تطور النظام المالي قد قام بتحويل عميق لطريقة التمويل في الجمهورية التونسية، كما هو الحال في باقي دول العالم. وإذا كان اللجوء إلى مؤسسات الإقراض، منذ عشر سنوات فقط، كان يمثل التمويل الأساسي والوحيد تقريباً للشركات غير المالية، فإن الحال قد تغير اليوم حيث أصبح نصيب السوق المالية في تكوين إجمالي رأس المال الثابت يقدر بأكثر من 25%. فالأهمية التي انفرد بها التمويل الخارجي من السوق المالية، في السنوات الأخيرة، تظهر أن المؤسسة التونسية قد بدأت تسيطر على ميكانيزمات البورصة التي تحكم وتسير الأسواق.

III.3.1. نبذة تاريخية عن تطور نشاط بورصة تونس:

عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الاستعماري قبل استقلالها سنة 1956. إذ أنشأت السلطات المالية الفرنسية "ديوان تونس لتحديد أسعار القيم المنقولة" بغرض تداول الأسهم والسندات الفرنسية فيما بين الأجانب المقيمين آنذاك في تونس. لذلك تعتبر بورصة تونس في تلك المرحلة من تاريخها بمثابة الوسيلة التي قامت بواسطتها السلطات المالية الاستعمارية بتحويل المدخرات الوطنية التونسية إلى فرنسا. أما الفترة الممتدة من الاستقلال وحتى سنة 1968 فقد توقفت بورصة تونس عن العمل. وفي سنة 1969، قامت السلطات التونسية آنذاك بنشر أول قانون للاستثمارات والإعلان عن إنشاء بورصة للقيم المنقولة، معززة بذلك توجه الاقتصاد التونسي نحو الليبرالية واقتصاد السوق في تلك السنة.

في الواقع، وبالرغم من أن إنشاء البورصة يعود إلى 1969، فإن دورها في تمويل الاقتصاد بقي خلال العشريين سنة الأولى من التأسيس محدوداً بل وحتى عديم الجدوى والمفعول بسبب سيطرة الدولة والبنوك على تمويل الاقتصاد، الشيء الذي أدى إلى مستويات عالية ومهمة من خلق النقود والتضخم.

وقد تميزت الفترة الممتدة من 1969 إلى 1986 بما يلي:

1. سهولة الاستفادة من القروض ومساعدات الدولة؛
2. الحصول على فوائد مغرية في مقابل الإيداعات لدى البنوك والتي كانت محمية ومغفأة من الضرائب؛
3. جباية ثقيلة مفروضة على التوظيفات في البورصة.

(1) العديد من المراجع أهمها:

* Recueil de textes législatifs et réglementaires, Bourse de Tunis, novembre 1999;
* Recueil de textes (complément), Bourse de Tunis, mars 2000;
* Khémaïs El Béjaoui, Le marché financier en Tunisie: instrument, organisation et fonctionnement, école supérieure de commerce, Tunisie, première édition, 2000;
* Abderraouf Boudabous, Les indices Boursiers en Tunisie, Bourse des valeurs mobilières de Tunis, 2003;
* www.BVMT.com.tn;
* www.CMF.org.tn;

باختصار كان ينظر إلى البورصة على أنها مكتب لتسجيل التبادلات والمعاملات أكثر من أنها وسيلة أساسية لتمويل الاقتصاد.

ابتداء من سنة 1988، وتحديدًا في إطار وضع برنامج للتعديل الهيكلي، ظهرت لأول مرة سوق حقيقية للنقود متوسطة وطويلة الأجل. هذه السوق تركز على ثلاثة أسس هي:

أولاً: وضع إطار شرعي وتنظيمي عصري بين 1988-1995.

ثانياً: وضع هيكل قاعدي تقني مطابق للمعايير الدولية (ابتداء من 1996).

ثالثاً: تبني إطار جبائي جد مشجع ابتداء من 1990.

❖ **إصلاحات (1993-1988):** أولى الإصلاحات التي شرع فيها خلال الفترة 1988-1993، قد أدت إلى

وضع إطار شرعي وقانوني عصري تمثل أساساً في:

1. إدخال مفهوم الإعلان العام للادخار (APE) والذي كان يهدف إلى فتح السوق للشركات وفي نفس الوقت حماية المدخرين عن طريق نشر كتيب للمعلومات (Prospectus)؛

2. وضع إطار شرعي للإصدار، حيث تم إلغاء الموافقة الإدارية وأصبح الإصدار قرار داخلي خاص بالشركة وحدها. فخلال الفترة 1993-2000 تمت أكثر من 100 عملية إصدار، مقابل أقل من عشرة عمليات خلال

الفترة 1969-1988؛

3. وضع إطار شرعي لإنشاء شركات الاستثمار من أجل تفضيل الادخار الجماعي (141 مؤسسة استثمار

تنشط وتسير حوالي 2.12 مليار دينار وذلك بتاريخ 30 نوفمبر 2000)⁽¹⁾؛

4. خلق منتجات مالية جديدة من أجل تسهيل فتح رأس مال الشركات.

❖ **إصلاحات 1994:** بحلول سنة 1994، لم يبق الهدف التهيئة الداخلية للسوق وحسب بل أصبح يرمي إلى

المطابقة مع المعايير الدولية في المجال التنظيمي كما في المجال التقني.

ففي المجال التنظيمي، نجد أن السلطات قامت بتبني قانون أعاد تنظيم السوق المالية، وهو القانون رقم 94-117

الصادر في 14 نوفمبر 1994 (أنظر الملحق رقم: 2). هذا القانون قد أعاد هيكلة البورصة السابقة.

أما في المجال التقني، وابتداء من 25 أكتوبر 1996، فقد أصبح التفاوض والتعامل في البورصة يتم من خلال نظام

جديد للتسعير الإلكتروني، مصمم وفقاً للمعايير الدولية⁽²⁾.

(1) Abderraouf Boudabous, Op.cit, P. 51;

(2) سوف نتعرض لهذا النظام بشيء من التفصيل في الجزء القادم من هذا الفصل.

III.2.3. تنظيم السوق المالية:

إن عصرنة السوق المالية التونسية، التي أسس لها القانون رقم 94-117 والذي شرع في تنفيذه ابتداء من 1995، قد أصبحت ضرورية للاستجابة لجميع متطلبات التنمية الاقتصادية في الدولة وكذلك لمتطلبات انفتاح تونس على الخارج، مما أدى إلى ضرورة وضع هيكل جديد للسوق يتوافق مع المعايير الدولية⁽¹⁾.

استوجبت هذه العصرنة إعادة تنظيم شاملة أدت إلى الفصل بين مهام المراقبة والتسيير على الشكل التالي:

III.2.3.1. وزارة المالية: تعتبر البورصة الوحدة الرئيسية المتحكممة في استثمار الأموال المدخرة، لذلك فإن السلطات العمومية من خلال وزارة المالية تقوم بتحديد قوانين عمل السوق المالية وتحصر على تطبيقها، حيث يعود حق إنشاء أو إلغاء البورصة إلى وزارة المالية، كما تقوم بتحديد معدلات الوساطة.

إضافة إلى سن القوانين، تكون الوزارة دائما على علم وإطلاع بالأسعار والحوادث التي تؤثر على التعامل أو على الشركات المسجلة، حيث تصلها أخبار كل ما يحدث داخل البورصة. ووزارة المالية بدورها مطالبة بإعداد وتقديم تقرير للحكومة يتضمن جميع المعلومات المتعلقة بتطور وضعية البورصة، باعتبارها الوصي التقني للسوق.

III.2.2.3. هيئة السوق المالية (Conseil du marché financier): أعطى المشروع لهذه الهيئة صلاحيات

واسعة. مستمدة من (Securities and exchange commission) الأمريكية و (La commission des opérations de bourse) الفرنسية، هيئة السوق المالية هي سلطة إدارية تتمتع بالاستقلالية المالية، تقوم بحماية الادخار المستثمر في شكل أوراق مالية والمطروح للتعامل في البورصة، بتنظيم ومراقبة أسواق البورصة والوصاية على شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV). تمول هذه المؤسسة العمومية بواسطة مبالغ مالية مفروضة على الشركات التي تقوم بالإعلان العام للادخار وكذلك على هيئات التمويل العام، أي الأموال (OPCVM)⁽²⁾ وجزء من العمولات المدفوعة للبورصة على المبادلات والتعامل داخلها، والمحددة بقرار وزير المالية الصادر في 27 مارس 1996.

يدير هيئة السوق المالية مجلس متكون من تسعة أعضاء معينين بمرسوم، هم على الترتيب: الرئيس، ثلاثة أعضاء دائمين يمثلون السلطات القانونية، الإدارية والتنفيذية، ممثل عن وزارة المالية، ممثل عن جمعية وسطاء البورصة، ممثل

(1) www.Tunisie.com.

(2) هيئات التوظيف الجماعي للأموال هي شركات استثمار، تعمل على اقتناء وتسيير الأوراق المالية (أسهم، سندات) لحساب العديد من المستثمرين.

تأخذ في غالب الأحيان شكل شركات استثمار ذات رأس مال متغير (SICAV).

وتجدر الإشارة إلى أن هناك نوعين آخرين من شركات الاستثمار تم إدخالها للبورصة، في إطار تقوية وتدعيم الأموال الخاصة في المؤسسات وزيادة

حيوية السوق المالية، هما:

- شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت (SICAF) والتي تهدف أساسا إلى السيطرة على المساهمات في رأس مال الشركات الموجودة أو تلك

التي هي في إطار الإنشاء.

- شركات الاستثمار ذات رأس مال ذو مخاطر (SICAR) وتهدف إلى تدعيم الأموال الخاصة في المؤسسات صغيرة ومتوسطة الحجم والشركات

التي تساعد على ترقية وتأهيل مناطق التنمية الجهوية.

شركات الاستثمار هذه معتمدة من قبل وزارة المالية بعد أخذ موافقة هيئة السوق المالية والبنك المركزي التونسي.

عن البنك المركزي، ممثل عن محكمة الحسابات والعضوين الآخرين يعينان وفقا للقدرات والخبرة في مجال الإعلان العام للادخار. إضافة إلى سكرتير عام يعينه الرئيس، يقوم بإدارة الخدمات التي تقدمها الهيئة. من ناحية الصلاحيات الموكلة لهيئة السوق المالية، فإنها تعتبر سلطة وصية تمتلك حق رقابة، مراقبة وتأديب كل من: بورصة الأوراق المالية، جمعية وسطاء البورصة، الوسطاء، خزانة البورصة المركزية (STICODEVAM)، هيئات التوظيف الجماعي للأموال وجميع الشركات والتنظيمات التي تقوم بالإعلان العام للادخار.

III.3.2.3. بورصة الأوراق المالية التونسية: بالإضافة إلى دورها كسوق تعتبر البورصة أداة إدارية وتنظيمية، أعطاها المشرع مجموعة من المزايا لتسهيل القيام بدورها الأساسي (ملاقة العرض بالطلب) بشكل فعال وذلك لضمان ديمومة الأمن والسيولة.

✽ **الطبيعة القانونية:** يتعلق الأمر بمؤسسة خفية (Société anonyme) يقوم بتأسيسها وسطاء البورصة، الذين يأخذون على عاتقهم تسيير سوق الأوراق المالية. يكون مقرها في تونس العاصمة، ويطلق عليها اسم "بورصة الأوراق المالية التونسية" كما تنص عليه قوانين هيئة السوق المالية وتعليمات القانون التجاري. مشروع هياكل البورصة وكذا جميع التعديلات المتخذة في هذا الشأن، يجب أن تصادق عليه وزارة المالية التي تتخذ القرار المناسب بعد استشارة هيئة السوق المالية. كما تحدد وزارة المالية الحد الأدنى لقيمة رأس مال البورصة بواسطة قرار وزاري، بموجبه يحق للوسطاء فقط الاشتراك في تكوينها، بحرص تكون باستمرار متساوية، مع إمكانية منح استثناء للوسطاء الأشخاص الطبيعيين.

✽ **وظائف البورصة:** تقوم بورصة الأوراق المالية التونسية بوضع الهياكل التقنية والإدارية اللازمة لإقامة سوق مالية، والتي بطلبها (أي الماك) تعمل على ضمان الأمن المادي والقانوني للعمليات. بالإضافة إلى ذلك فهي تقوم بالوظائف التالية⁽¹⁾:

1. تسجيل العمليات والأسعار المحددة في أسواقها وإلغاء كل التعاملات أو التعامل على ورقة مالية في كل مرة يكون هناك خطر تقني أو خطر متعلق بمعلومة مالية، أو تغيرات غير اعتيادية في الأسعار، وهي بذلك ملزمة بإعلام هيئة السوق المالية في أقرب وقت ممكن؛
2. حق قبول وإدخال منتوجات مالية إلى التداول في البورصة، وإبداء الرأي حول مدى لمعية (Radiation) تلك المنتوجات وحول التعامل والتفاوض على الأوراق المالية؛
3. نشر جميع المعلومات المتعلقة بالعمليات، الأسعار، الإعلانات والنشرات الإعلامية التي يستوجبها الإشهار بقوة القانون، والذي يفترض ضرورة الحرص على مطابقة العمليات التي تتم في السوق مع النصوص القانونية وكذا مع الإجراءات المسطرة في ذلك الشأن؛

(1) Khémaïs El Bejaoui, op. cit, P. 51.

4. إعلام هيئة السوق المالية بجميع المخالفات القانونية، الشيء الذي يقودها إلى تأسيس قوانين خاصة بقاعة التداول وإخضاعها لموافقة الهيئة، وبهذه الطريقة يمكنها تسجيل اقتراحاتها وأرائها حول مسائل تدخل ضمن أهدافها وتتعلق بتطوير السوق؛

5. إدارة صندوق الضمان المحدد في المادة 62 من قانون 14 نوفمبر 1994 المشار إليه سابقا.

مندوب الحكومة: يشغل وظيفة لدى البورصة بشكل دائم ومستمر، مهمته الحرص على احترام جميع التعليمات القانونية والتنظيمية، وحضوره ضروري في جميع اجتماعات البورصة، وله الحق في الإطلاع على القرارات المتخذة قبل الشروع في تنفيذها حيث يمكنه إلغاء تنفيذ أي قرار أو إجراء يتبين له أنه مخالف للقوانين. تجدر الإشارة إلى أن جميع التعاملات التي تتم على القيم المنقولة يجب أن تمر عبر البورصة، كما هو الحال بالنسبة للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات التي تلجأ إلى الإعلان العام للادخار، أما بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات المغلقة فيجب فقط تسجيلها.

III.4.2.3. الشركة التونسية المهنية المشتركة للمقاصة وتوظيف القيم المنقولة (STICODEVAM): تعتبر هذه الشركة بنك الإصدارات المركزي أو الخزينة المركزية في البورصة، حيث تقوم هذه الهيئة بدور ثانوي وأساسي في نفس الوقت في مجال تجميع وتجنيد الإصدارات والأموال من أجل ضمان المدفوعات مقابل استلام ملكية الإصدارات.

طبقا للقانون رقم 94-117 الذي أعاد تنظيم السوق المالية، يقوم الوسطاء بإنشاء على شكل شركة خفية، شركة مهنية مشتركة للإيداع، المقاصة وتسوية الإصدارات، يكون رأس مالها مفتوحا للهيئات المعتمدة من قبل وزارة المالية. وبذلك تم إنشاء هذه الشركة والتي تهدف أساسا إلى دراسة، بحث ووضع نظام إعلامي للمقاصة وإيداع الأوراق المالية، وذلك من أجل السماح للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الذين يقومون بالأعمال البنكية أو البورصية، بتوظيف وتسجيل أوراقهم المالية تحت نظام الحسابات الجارية للقيم المنقولة. وهي بذلك تضمن التقليل من التكاليف والمخاطر المرتبطة بالتعامل المادي على الإصدارات و الانتقال إلى اللامادية في التعامل.

III.5.2.3. الوسطاء في بورصة تونس: الوسيط هو ذلك العون المكلف بتنفيذ أوامر الشراء والبيع مع ضمان النهاية الجيدة لعمليات المبادلة، وهو مكلف أيضا بالتفاوض وتسجيل الأوراق المالية في البورصة، كما يستطيع القيام بجميع العمليات المرتبطة بهذا النشاط مثل: الاستشارة والإجراءات المالية، التسيير الفردي أو الجماعي للقيم المنقولة، توظيف ونشر الأوراق المالية لدى عامة الناس (الجمهور) من خلال عمليات إصدار أو عروض عامة وكذا السهر على السير الحسن للسوق المالية⁽¹⁾.

ويمكن للوسطاء اقتراح أسعارهم الخاصة من أجل إحياء السوق في الحالة التي ينقص فيها أصحاب الصفقات من تعاملاتهم.

(1) www.Tunisie.com.

بلغ عدد الوسطاء المعتمدين بالبورصة سنة 2000، 26 وسيطا أي أقل بقليل من الثلاثين مقسمين مابين فروع البنوك وشركات غير البنوك ووسيط واحد هو عبارة عن شخص طبيعي⁽¹⁾. في مقابل 23 وسيط فقط سنة 2004 (أنظر الجدول رقم: 3-13).

جدول رقم (3-13): قائمة الوسطاء المعتمدين بالبورصة.

اسم الوسيط	نوعه
Best invest	بنك التمويل السعودي التونسي للاستثمار
MACS.A	شركة ماك للوساطة بالبورصة
SOFIGES	الشركة المالية للتصرف
Amen invest	الأمان للاستثمار
SIFIB-BH	الشركة المالية العالمية للبورصة
Union financière	الاتحاد المالي
TSI	التونسية السعودية للوسطاء
Tinisie valeurs	الشركة التونسية للأوراق المالية
AFC	شركة المستشارين الماليين العرب
Maxula bourse	مكسولا بورص
SCIF	شركة الإرشاد للوساطة المالية والاستثمار
CGI	الشركة العامة للاستثمار
BNA Capitaux	البنك القومي الفلاحي رؤوس أموال
Sud invest	الجنوب للاستثمار
SICOFI	شركة الوساطة والاستشارة المالية
INI	الوسيط الدولي
SBT	الشركة التونسية للوساطة
UGF	إتحاد التصرف المالي
FPG	المالية للتوظيف والتصرف
COFIB	الشركة المالية الدولية للوساطة في البورصة
UB	العالمية للاستثمار
STB-capitalis	الشركة التونسية للبنك رأس مال
CGF	شركة التصرف والمالية

المصدر: بورصة الأوراق المالية التونسية، ماي 2004.

(1) Khémaïs El Béjaoui, op. cit, P. 48.

نشير إلى أن الوسطاء معتمدين من طرف هيئة السوق المالية. ويشترط أن يكون الوسيط حاملا للجنسية التونسية، كما يمكنه أن يتخذ شكل شخص طبيعي أو شركة خفية متخصصة، مع العلم أن مهنة الوساطة هي مهنة دائمة ولا يمكن جمعها مع أي مهنة أو نشاط آخر.

لكي يحصل الوسيط على الاعتماد يجب أن يقدم مؤهلات مهنية، تقنية ومادية كافية لضمانة الزبائن. في الواقع، الوسيط هو عبارة عن تاجر يخضع لجميع الالتزامات التي تفرضها هذه الخاصية. أما الأعمال التجارية التي يمكنه القيام بها فهي محدودة في التفاوض على الأوراق المالية، وبالتالي فهو لا يستطيع ممارسة الوظيفة البنكية ويقوم على سبيل المثال بتقديم فائدة على المبالغ التي يودعها لديه الزبون. يبقى أن نذكر بأن الوسطاء هم الذين يشكلون بورصة الأوراق المالية تحت شكل شركة خفية، وتكون مهمتهم تسيير الأوراق المالية.

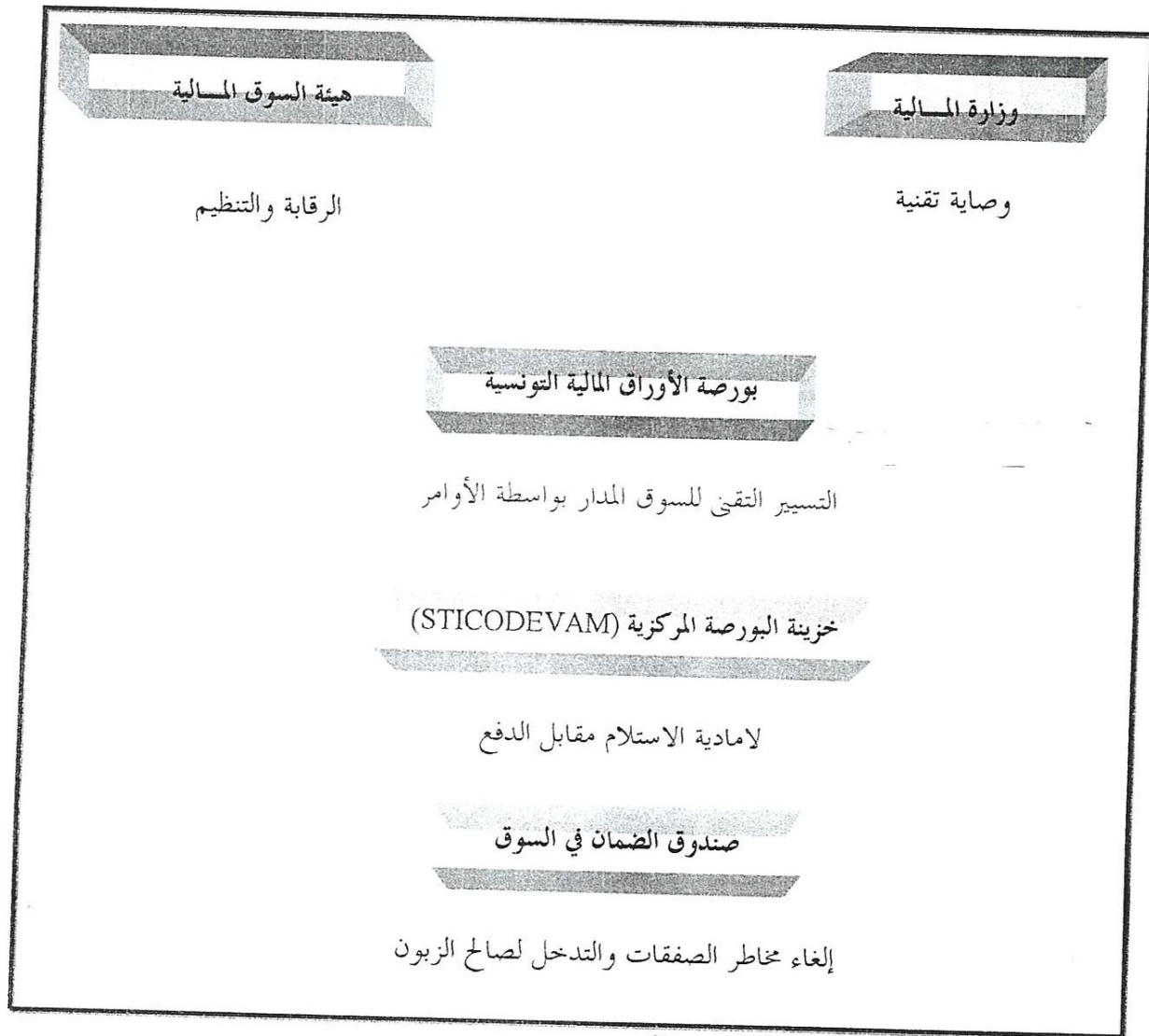
❖ جمعية وسطاء البورصة (Association des intermédiaires en bourse)

طبقا للمادة 61 من القانون رقم 94-117، يقوم الوسطاء بإنشاء جمعية مكلفة بتمثيلهم جماعيا من أجل الحصول على حقوقهم المشتركة، وإبداء رأيها حول المسائل التي تخص المهنة ومنح أي اقتراح من شأنه أن يطور السوق المالية. تعتمد هذه الجمعية من قبل وزير المالية بعد أخذ موافقة هيئة السوق المالية. بإنشائهم لهذه الهيئة، يصبح الوسطاء متضامنون ماليا، الشيء الذي يسمح لجمعية وسطاء البورصة بالوفاء بالالتزامات المالية التي يقدمها الوسيط لزبائنه، في حالة عجزه عن الوفاء بها، أي أن الوسطاء ملزمين بإنشاء صندوق ضمان (un fonds de garantie) يكون دوره الأساسي التدخل لصالح زبائن سوق الأوراق المالية من أجل تغطية المخاطر غير التجارية.

يمول هذا الصندوق عن طريق مساهمات أولية يقدمها الأعضاء، مساهمات منتظمة على أساس الخطر المقدر لكل عضو (هذه المساهمات تعدل بشكل دوري) ومساهمات استثنائية إذا ما استدعت الضرورة ذلك. وبهذا يمكن القول أن بورصة تونس أصبحت تستجيب لمبادئ ومعايير الأسواق المالية المطبقة في

البورصات المتطورة، كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لبورصة تونس.



Source: Abderraouf Boudabous, op.cit, P. 57.

III.3.3. المنتوجات المالية في بورصة تونس:

بالإضافة إلى الأوراق المالية التقليدية المتمثلة أساسا في الأسهم والسندات، فقد تم وضع منتوجات مالية جديدة تعمل على تسوية وتدعيم بند الأموال الخاصة في الشركات من دون فقدان السيطرة، حيث تم إدخال أدوات مالية جديدة إلى بورصة تونس تتمثل في:

III.3.3.1. الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح من دون حق التصويت (ADP): هي أوراق مالية لا يمكن

لشركة معينة إصدارها، إلا إذا ما حققت أرباحا خلال الثلاث سنوات الأخيرة لنشاطها، أو إذا ما قدمت لحاملي هذه الأسهم ضمانا بنكيا يؤمن دفع الأرباح التي يشترط أن:

1. لا تقل عن 7% من الجزء المحرر من رأس المال؛
2. لا تقل عن قيمة أول ربح يوزع في حالة تقديره مسبقا من قبل هيئات الشركة؛
3. لا تتجاوز ثلث رأس المال الاجتماعي للشركة.

هذا النوع من الأوراق المالية تكون له الأسبقية في الأرباح ويتم اقتطاعه من الأرباح الموزعة قبل أي توزيع آخر.

III.3.3.2. شهادات الاستثمار من دون حق التصويت: وهي تمثل الحقوق المتعلقة بالنقود في السهم ولا

يمكنها أن تتجاوز هي أيضا ثلث رأس المال الاجتماعي للشركة. تكتسب هذه الشهادات رواجا كبيرا عندما تقترن بالأسهم ذات الأسبقية في الأرباح، بشرط ألا يتعدى الجمع بين هذين النوعين في جميع الحالات نسبة 49% من رأس المال الاجتماعي للشركة.

III.3.3.3. سندات المساهمة: هي أوراق مالية قابلة للتداول وقيمتها محددة في منشورات الإصدار، حيث

يجب أن تضم جزءا ثابتا وآخر متغير. وهي غير قابلة للتعويض إلا في حالة تسوية نشاط الشركة التي أصدرتها أو في حالة نهاية المدة المحددة والتي لا يجب أن تكون أقل من 7 سنوات.

III.3.3.4. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: لا يمكن تحويل هذا النوع من الأوراق المالية إلا بموافقة

حاملها، وفقط عند توفر الشروط اللازمة لذلك، ويتم التحويل حسب ما حدد في عقد إصدار السندات. وتجدر الإشارة إلى أنه وطبقا لقانون 21 مارس 2000، فإن جميع الأوراق المالية المتداولة، والتي حددتها المادة الأولى منه⁽¹⁾، قد أصبحت غير مادية ومسجلة في حساب أصحابها لدى الشخص المعنوي المصدر أو لدى وسيط معتمد، وهي تتداول بتحويلها من حساب إلى آخر. كما أضاف المشرع أيضا في نفس القانون أن الأوراق المالية التي تصدر في تونس يجب أن تكون اسمية، واضعا بذلك حدا نهائيا للأوراق المالية لحاملها مع إعطاء مهلة زمنية للإصدارات القديمة كي تتحول إلى أوراق مالية اسمية.

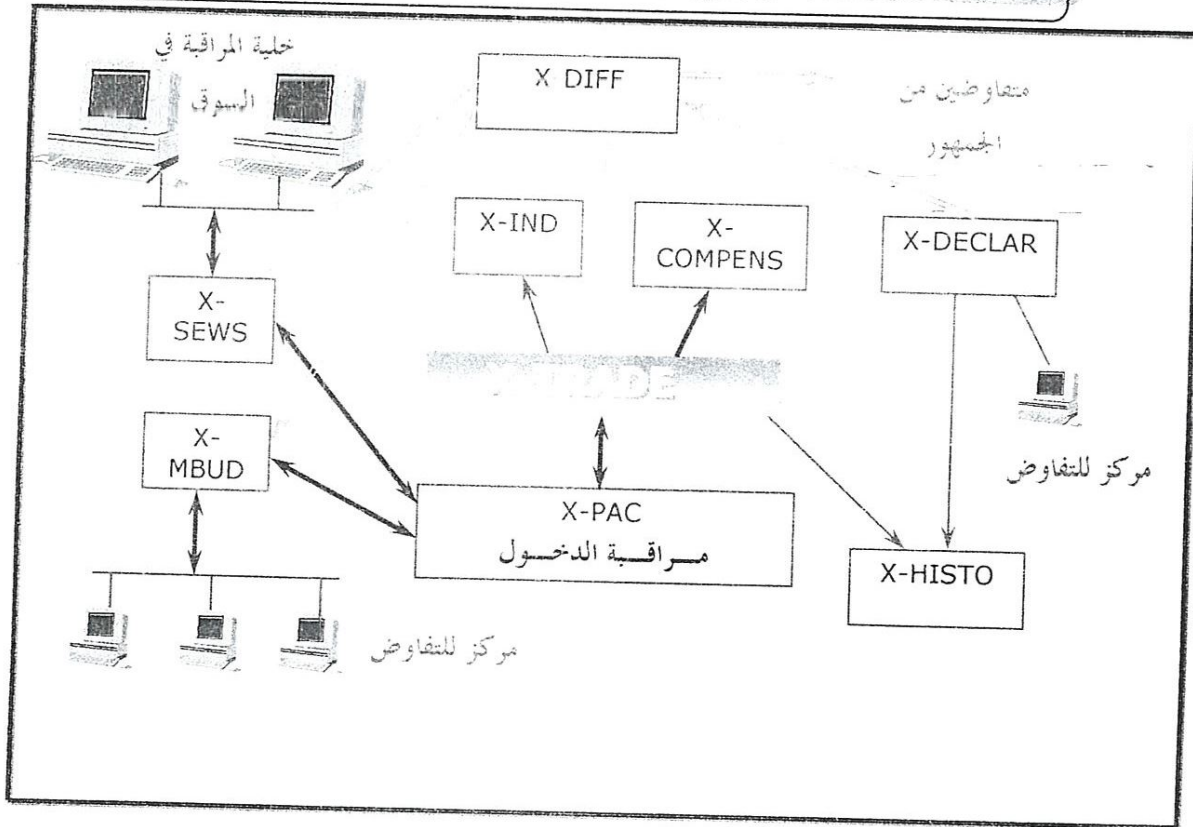
(1) Article 1 de la loi du 21 mars 2000: "sont considérées comme valeurs mobilières, les actions, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les certificats d'investissement, les titres participatifs, les obligations, les obligations convertibles en actions, les parts des fonds communs de placement en valeurs mobilières, les droits rattachés aux valeurs mobilières précitées et les autres instruments financiers négociables sur des marchés organisés".

III.4.3. نظام التسعير في بورصة تونس:

في النصف الأخير من عقد التسعينيات، برزت الحاجة إلى ضرورة ضمان الشفافية في السوق المالية التونسية، بما أنها عامل أساسي لنجاح الإصلاحات وتطور البورصة. وتظهر هذه الشفافية من خلال النقاط التالية:

- ✓ إجراءات محددة بوضوح؛
 - ✓ معالجة الأوامر بشكل فردي وليس جماعي؛
 - ✓ تبني نظام للتسعير الإلكتروني (Supercac-UNIX)؛
 - ✓ نشر وإعلان معلومات السوق في الوقت الحقيقي (En temps réel).
- فابتداء من أكتوبر 1996 تبنت بورصة تونس تكنولوجيا متقدمة في التفاوض والتعامل وفقا للمعايير الدولية، حيث أدخلت نظاما جديدا للتسعير الإلكتروني مطورا من قبل "ATOS-Euronext" الذي يعتبر الجناح التكنولوجي لشركة "EURONEXT" التي تضم كل من بورصة باريس، بروكسل وأمستردام. هذا النظام للتسعير الإلكتروني والذي يطلق عليه اسم (Supercac-UNIX) يسهل عملية التفاوض من خلال نظام جديد للتسعير يستعمل أجهزة الكمبيوتر (أنظر الشكل رقم: 2-3).

شكل رقم (2-3): هندسة نظام التسعير الإلكتروني (Supercac-UNIX).



حيث أن:

X-TRADE: الوحدة المتحكممة في معالجة الأوامر والتسعير؛

X-DIFF: نشر معطيات السوق؛

X-SEWS: قيادة السوق (Pilotage du marché)؛

X-MBUD: تجميع وترتيب الأوامر؛

X-IND: حساب المؤشر؛

X-PAC: واجهة الدخول؛

X-COMPENS: عمليات المقاصة؛

X-HISTO: الأرشيف؛

X-DECLAR: الإعلان عن الأسعار.

يقوم الوسطاء بإدخال الأوامر في نظام التسعير عبر أجهزة تعرف بـ: "محطات التفاوض"، وتدخل في هذا النظام جميع القيم المسجلة في السوق النظامية أو المتفاوض عليها في السوق غير النظامية. أما إلغاء تلك القيم فيؤدي بالضرورة إلى إلغاء الأوامر على تلك الأوراق.

يتم التفاوض على الأوراق المالية في هذا النظام باستمرار (en continue) أو بالتثبيت (Fixing). وبالتالي، قبل افتتاح الحصة وخلال فترة تعرف بمرحلة ما قبل الافتتاح، يمكن للأوامر أن تدخل في نظام التسعير من دون أن تستوجب التعامل فيها. في ساعة الافتتاح، تتم مقابلة الأوامر المقدمة على كل قيمة أو ورقة وإذا ما سمحت تلك المقابلة بتسجيل وتحديد سعر الافتتاح، فإنه وبعد تلك اللحظة لا يمكن إلغاء أو تعديل الأوامر التي تم إدخالها. بالنسبة للأوراق التي يتم التفاوض عليها بنظام التثبيت، فتتم مقابلة الأوامر كما هو موضح أعلاه مرة أو عدة مرات في الحصة الواحدة. أما الأوراق المتفاوض عليها باستمرار، وبعد تسجيل سعر الافتتاح وحتى إغلاق الحصة، الأوامر تنفذ بشكل مستمر وذلك تماشياً مع مبدأ "Premier entré/Premier servi".

وتقسم القيم المسجلة نظامياً أو المتفاوض عليها في السوق غير النظامية إلى أربع فئات هي: المستمر A، التثبيت A، التثبيت B والتثبيت C.

بالنسبة للثلاث فئات الأولى، كيفية تحديد أسعارها والتغيرات المسموح بها قانونياً لتلك الأسعار يوضحها الجدول رقم (3-14). أما بالنسبة للفئة الأخيرة "التثبيت C" فيتم تحديد أسعارها حسب معادلة "الكل أو اللاشيء".

جدول رقم (3-14): تحديد أسعار القيم والتغيرات المسموح بها.

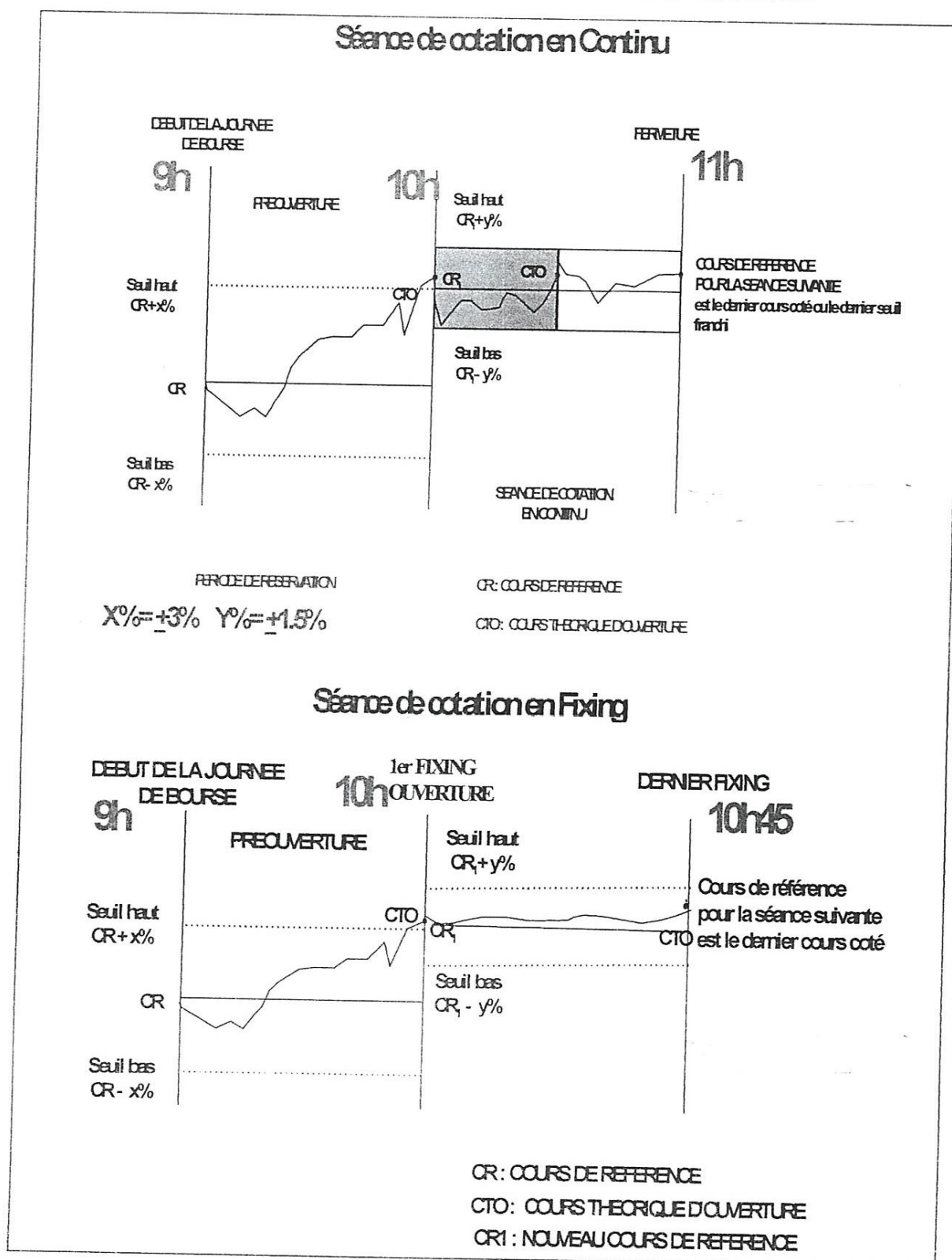
الفئات	المستمر A (CONTINU)	التثبيت A (FIXING)	التثبيت B (FIXING)
أوقات التعامل والتسعير	09:00 إلى 11:00 صباحا فتح حصة التعامل بالتثبيت على الساعة 10:00.	09:00 إلى 10:00 التثبيت يتم على الساعة 10:15 ثاني تثبيت يتم على 10:30 آخر تثبيت على 10:45 (إذا كان ذلك ضروريا).	نفس القواعد المتبعة في التثبيت A.
التغيرات المسموحة	العتبة الأولى: $\pm 3\%$ من سعر الإغلاق في اليوم السابق. العتبة الثانية: $\pm 1.5\%$ من سعر العتبة الأولى	$\pm 3\%$ من سعر الإغلاق في اليوم السابق.	
مدة الاحتفاظ بالسعر	30 دقيقة		

Source: Investir en bourse, BVMT, Mai 2004.

وتجدر الإشارة إلى، أنه للبورصة سلطة تحديد هامش للتغيرات يتعدى العتبات المذكورة أعلاه، إذا ما تبين لها أن ظروف السوق تبرر ذلك. لكن بشرط ألا يتجاوز هذا الهامش في الحصة الواحدة وبالنسبة للورقة الواحدة 6% ⁽¹⁾، والشكل رقم (3-3) يمثل جميع تلك التغيرات. والجدير بالذكر أن هذه التكنولوجيا تستعمل حاليا في عشرين بورصة متطورة وناشئة مثل: شيكاغو، باريس، بروكسل، تورنتو، مانتريال، فارسوفي، ساوبولو، سنغفورة... إلخ. وتعتبر بورصة تونس أولى البورصات العربية والإفريقية التي استعملت هذه التكنولوجيا، ونجاحها ساهم في تسريع تبني هذا النظام في كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة عمان.

(1) مقابلة شخصية مع السيد محمد ماهر عباسي، رئيس المديرية المالية والإدارية، بورصة الأوراق المالية التونسية، تونس، ماي 2004.

شكل رقم (3-3): رسم بياني يمثل تغيرات التداول في حصة التعامل.



Source: Bourse des valeurs mobilières de Tunis, Mai 2004.

III.5.3. مؤشرات بورصة تونس⁽¹⁾:

تمت عملية حساب أول مؤشر في سبتمبر 1990، والذي يعرف بـ: BVMT. وفي إطار تحسين بورصة تونس وجعلها مطابقة للمعايير الدولية، تم تبني مؤشر جديد ابتداء من 2 جانفي 1998 مرجح برسملة البورصة يدعى TUNINDEX، كما تم تعديل المؤشر BVMT في 1 أفريل 1998، بأخذه أساسا جديدا هو قيمة المؤشر في 31 مارس 1998.

III.5.3.1. المؤشر BVMT: هو مؤشر بسيط غير قابل للتداول، يدل أساسا على وضعية واتجاهات السوق.

1. كيفية حسابه: يحسب وفقا للقانون التالي:

$$BVMT = \left(\sum C_i^t / \sum C_i^{t_0} \right) \times B^{t_0}$$

حيث: $C_i^{t_0}$: هو سعر الورقة (i) في لحظة إدخالها العينة؛

C_i^t : سعر الورقة (i) في اللحظة t؛

$$100 = B^{t_0}$$

2. تعديل المؤشر: يتم تعديل مؤشر BVMT في كل مرة تتم فيها عمليات على رأس المال أو على

الإصدارات (زيادة أو رفع رأس المال، دفع الأرباح).

وتصبح قيمة المؤشر تساوي:

$$BA_i^t = \left(C_i^{t-1} / C_i^t \right) \times BA_i^{t-1}$$

حيث: BA_i^t : هو أساس المؤشر المعدل للورقة في اللحظة t؛

BA_i^{t-1} : هو أساس المؤشر قبل حذف القسيمة؛

C_i^{t-1} : هو سعر الورقة (i) قبل حذف القسيمة؛

C_i^t : هو سعر الورقة (i) بعد حذف القسيمة.

3. عينة المؤشر: تراجع العينة سنويا، وهي مفتوحة فقط للأوراق المالية التي تجاوزت فترة تداولها في أحد

الأسواق النظامية 6 أشهر، على أن يكون مقدار التذبذب السنوي لتداول تلك الأوراق أكبر أو يساوي 60%.

مع العلم أن إصدارات شركات الاستثمار والأسهم غير العادية لا تدخل في عينة المؤشر.

والجدول التالي يوضح الأوراق المالية الداخلة في عينة المؤشر BVMT.

(1) Abderraouf Boudabous, op.cit, PP. 23-38

جدول رقم (3-15): عينة المؤشر BVMT لسنة 2000.

الأوراق المالية	مقدار تذبذب التداول سنة 2000	الأوراق المالية	مقدار تذبذب التداول سنة 2000
ATL	99%	SOTETEL	93%
BIAT	98%	BT	91%
Tunisie Leasing	98%	CIL	91%
BH	98%	UIB	91%
STB	97%	UBCI	88%
BS	97%	BNA	88%
SFBT	96%	MONOPRIX	87%
TUNIS AIR	96%	El Mazraa	81%
BATAM	96%	Magasin général	79%
Général Leasing	96%	Amen Bank	78%
Sotumag	95%	ATB	73%
Siame	95%	AMS	72%
		AMEN Lease	68%

Source: Ibid, P. 27.

السعر الذي يؤخذ لتحديد هذا المؤشر هو إما سعر الإغلاق وإما آخر عتبة حجز تم تجاوزها.

III. 2.5.3. المؤشر TUNINDEX: هو مؤشر مرجح برسملة البورصة، غير قابل للتداول وهو كذلك مؤشر

على وضعية واتجاهات السوق.

1. كيفية حسابه: يحسب المؤشر وفق القانون التالي:

$$Indice = 1000 \times \frac{\sum (Q'_i * C'_i)}{K' * CBA'_{t_0}} = \frac{CB'_t}{CBA'_t} \times 1000$$

حيث Q'_i : هو عدد الأوراق المسجلة من الورقة (i) في اليوم t؛

C'_i : هو سعر الورقة (i) في اليوم t؛

CBA'_{t_0} : رسملة البورصة للعينة في 1997/12/31؛

CB'_t : رسملة البورصة الأساسية في اليوم t؛

CBA'_t : رسملة البورصة الأساسية المعدلة في اليوم t؛

K' : معامل التعديل في اليوم t لرسملة البورصة الأساسية.

2. **تعديل المؤشر:** يتم تعديل مؤشر TUNINDEX بعد العمليات التي تمس رسملة البورصة للعينة مثل: توزيع أسهم مجانية، إصدارات رقمية (Numéraire)، عملية اندماج، قبول أوراق جديدة في المؤشر، سحب ورقة من عينة المؤشر... فتصبح قيمة المؤشر مساوية لـ:

$$CBA' = K' * CBA'^{-1}$$

$$K' = 1 + \frac{CB}{CB'^{-1}}$$

حيث CB'^{-1} : رسملة البورصة في اليوم السابق؛

CBA'^{-1} : رسملة البورصة الأساسية قبل التعديل؛

CBA' : رسملة البورصة الأساسية المعدلة؛

CB : التغير في رسملة البورصة؛

K' : معامل التعديل.

3. **عينة المؤشر:** تحتوي العينة على الأسهم العادية المسجلة في البورصة، كما أن إصدارات شركات الاستثمار والأوراق التي لم تتعدى فترة تداولها في أحد الأسواق النظامية 6 أشهر، لا تدخل في حساب المؤشر. والجدول التالي يوضح الأوراق المالية الداخلة في عينة المؤشر TUNINDEX.

جدول رقم (3-16): عينة المؤشر TUNINDEX لسنة 2000.

الأوراق المالية	عدد الأوراق المقبولة	الأوراق المالية	عدد الأوراق المقبولة
Tunis air	14108600	STB	16 000 000
ALKIMIA	1770230	Le moteur	500000
Monoprix	1849016	Palm Beach	2431474
SFBT	4560000	Astree	800000
AMS	1551400	BNA	10000000
BS	20000000	ICF	900000
BIAT	10000000	Tunisie Lait	650000
BH	15000000	Amen Bank	6100000
SPCD	1280000	ATB	7000000
T. Leasing	1000000	STIL	1000000
B.T	3500000	UIB	7000000
Air liquide	345605	SIMPAR	500000
UBCI	6000000		

Source: Ibid, P. 34.

السعر المأخوذ لتحديد المؤشر هو سعر الإغلاق أو آخر عتبة حجز تم تجاوزها.

III.3.5.3. تسير مؤشرات بورصة تونس: أوكلت مهمة تسير مؤشرات البورصة إلى لجنة علمية تم إنشاؤها سنة 1997، تتكون هذه اللجنة من ممثل عن كل من وزارة المالية، هيئة السوق المالية، البنك المركزي التونسي، المعهد الوطني للإحصاء، المعهد الاقتصادي الكمي، جمعية الوسطاء في البورصة وعن بورصة الأوراق المالية.

اللجنة مكلفة بتسيير عينات مؤشرات البورصة وكذلك مراقبة مدى فعالية ومدى تمثيل تلك العينات للأوضاع في السوق. والجدول التالي يمثل تطور مؤشرات بورصة تونس منذ تاريخ إنشاء تلك المؤشرات.

جدول رقم (3-17): تطور مؤشرات بورصة تونس.

السنوات	عدد الشركات المسجلة	رسملة البورصة بمليون دينار	الحجم العام للمبادلات بمليون دينار	المؤشر العام BVMT (الأساس 465.77 في 1998/3/31)	مؤشر TUNINDEX (الأساس 1000 في 1997/12/31)	مضاعف السهم (PER)
1990	13	448	68	128	/	8
1991	15	610	91	171	/	10
1992	17	790	128	199	/	12
1993	19	1000	162	251	/	12
1994	21	2525	531	507	/	25
1995	26	3967	927	635	/	26
1996	30	3892	626	571	/	23
1997	34	2632	590	456	/	12
1998	38	2452	927	465	917	10
1999	44	3328	881	810	1192.57	13
2000	44	3889	1814	1424.91	1442.61	16.6
2001	45	3276	1204	996.09	1266.89	9.85
2002	46	2842	1006	782.93	1119.15	7.72

Source: www.BVMT.com.Tn.

وتجدر الإشارة إلى أن التشريعات التونسية لا تمنع الاتجار الداخلي بالأسهم، بل ولم تتعرض إطلاقاً لما يعرف بمخالفة الحصول على معلومات تمييزية أي الحصول على معلومات تم الشركات المقيدة في البورصة قبل

بقية المستثمرين واستعمالها لتحقيق أرباح غير عادية أو تفادي خسائر محتملة، الشيء الذي يقلل من ثقة الجمهور في البورصة وينقص من كفاءتها.

III.6.3. تعزيز نشاط السوق المالية:

أعطى القانون رقم 99-92 الصادر في 17 أوت 1999، تسهيلات ضريبية مشجعة في سبيل تحريك وزيادة العرض وكذا بعث وعقلنة الطلب في البورصة.

◆ تحريك وتنبيه العرض وذلك بتشجيع الشركات على دخول البورصة بإعطائهم مزايا ضريبية تترجم بتخفيض سعر الضريبة على أرباح الشركات من 35% إلى 20% خلال فترة تقدر بخمس سنوات، بشرط أن لا يقل معدل فتح رأس مال الشركة للجمهور عن 30%. هذه الميزة تعطى أيضا للشركات المسجلة في البورصة والتي تقوم بفتح جزء إضافي من رأس مالها بنسبة تفوق أو تساوي 20%، وهذا من دون أن يكون معدل الفتح الإجمالي لرأس مالها أقل من 30%.

◆ تعزيز الطلب وذلك من خلال:

1. تأسيس إجراء جديد من أجل تشجيع الادخار المستثمر في شكل أسهم مسجلة في البورصة وذلك بإنشاء "حساب الادخار بالأسهم" (Compte d'épargne en action)، حيث يستفيد صاحبه من تخفيض في الضريبة المفروضة على دخله تصل إلى 50% من المبلغ المستثمر، من دون أن تتعدى القيمة المخصصة 5000 دينار تونسي في كل سنة وبشرط أن يتم احتجاز الإصدارات والأموال لمدة 5 سنوات كاملة.

2. إعطاء الأشخاص المعنويين فرصة تكوين احتياطات غير خاضعة للضريبة، وذلك تحت بند حماية قيمة الأسهم المسجلة في البورصة من الانخفاض والنقصان في قيمتها.

3. جعل قوانين تدخل الشركات المسجلة لشراء إصداراتها الخاصة من أجل تعديل الأسعار، أكثر مرونة إذ يعطى لمجلس إدارة الشركة الحق في تحديد شروط تدخل الجمعية العامة العادية خلال ثلاث سنوات عوضا عن سنة واحدة.

◆ انفتاح التوظيف أو البورصة على الخارج، في هذا الإطار تم السماح للأجانب شراء واقتناء من السوق الثانوية أوراقا مالية تمثل رأس مال شركات تونسية، سواء كانت هذه الأخيرة مسجلة أو غير مسجلة في البورصة، من دون فرض قيود أو شروط عليهم طالما أن هذه المساهمة الأجنبية لا تتجاوز 50%. علما بأنه للأجانب الحق في تحويل أموالهم وكذا الأرباح الناتجة عنها بكل حرية. والجداول التالي يوضح وضعية المساهمة الأجنبية في الشركات المسجلة في البورصة، وذلك حتى 2002/12/31.

جدول رقم (3-18): وضعية المساهمة الأجنبية في الشركات المسجلة في نظام التسعير الجديد وذلك حتى

2002/12/31.

Valeur	Titres émis ou admis	Nominal	Titres détenus par les étrangers	Taux de participation
SFBT	10260000	5000	4853647	47.31
Tunis air	15519460	5000	1290438	8.31
BTEI (ADP)	1000000	20000	8511	0.85
SPDIT-SICAF	3360000	10000	65478	1.95
BS	20000000	5000	3116335	15.58
BIAT	10000000	10000	2818153	28.18
BH	15000000	5000	62693	0.42
T.LEASING	1500000	10000	127469	8.5
BT	5000000	10000	1159315	23.19
UBCI	7000000	5000	3526582	50.38
STB	24860000	5000	2736548	11.01
BNA	10000000	10000	0	0
UIB	7000000	10000	3650035	52.14
CIL	1000000	10000	117646	11.76
ATL	1000000	10000	7610	0.76
Magasin général	1670000	5000	84	0.01
SOTETEL	1680000	10000	179228	10.67
SOTUMAG	900000	10000	1293	0.14
SIAME	1350000	10000	263190	19.5
BATAM	4000000	5000	0	0
Général leasing	1000000	10000	109279	10.93
Monoprix	1849016	10000	26805	1.45
AMS	1613456	5000	0	0
CARTE (ci)	100000	10000	22016	22.02
Air liquide	470405	25000	279216	59.36
PI.TUNISIE-SICAF	1000000	10000	2184	0.22
PALM BEACH (AA)	2431474	10000	0	0
PALM BEACH (ADP)	429084	10000	132	0.03
ASTREE	2000000	5000	975508	48.78
ICF	900000	10000	254787	28.31
Tunisie lait	1050000	10000	167490	15.95
Amen Bank	7000000	10000	14241	0.20
ATB	7000000	5000	4496988	64.24
STIL	3400000	5000	149	0
ALKIMIA	1770230	10000	6872	0.39
SIMPAR	600000	5000	0	0
Tuninvest-SICAR	1000000	10000	97386	9.74
STIP	3825294	10000	1150402	30.07
AMEN LEASE	1000000	10000	150	0.02

STAR	1500000	10000	158231	10.55
EL MAZRAA	2900000	5000	52757	1.82
SOTUVER	1059500	10000	135209	12.76
STEQ	1400000	5000	49	0
ELECTRISTAR	1750000	5000	12478	0.71
SOTRAPIL	2600000	5000	3782	0.15
SIPHAT	1800000	5000	1401	0.08
SOMOCER	2800000	5000	550147	19.65
SITEX	2306330	10000	1367670	59.30
SOFI-SICAF	1000000	10000	100	0.01

Source: www.BVMT.com.Tn.

III.7.3. الآفاق المستقبلية لبورصة تونس⁽¹⁾:

بعد وضع إطار ضروري لبورصة عصرية وفعالة، أصبحت السلطات في بورصة تونس تولي اهتماما كبيرا لترقية السوق المالية سواء بالنسبة للمستثمرين المحليين أو الأجانب، وذلك من خلال:

- ♦ لامكانية الأسواق: ستشرع البورصة في المستقبل القريب في تنفيذ لامكانية التعامل، حيث سوف يتمكن الوسطاء من التفاوض والتعامل من دون أن يستدعي ذلك انتقالهم إلى مقر البورصة؛
- ♦ مضاعفة الأعمال التحسسية؛

- ♦ تكثيف الأعمال الترقية في السوق بالنسبة للمصدرين؛
- ♦ ضمان أكبر وأوسع انتشار ممكن لمعطيات السوق في الوقت الحقيقي؛
- ♦ تشجيع تبني المعايير الدولية في مجال نشر المعلومة المالية؛
- ♦ اللجوء أكثر فأكثر إلى المحتفزين الدوليين، فهي في إطار إجراء اتفاق مع "DATASTREAM" و "FININFO"؛

- ♦ زيادة ومضاعفة نقاط البورصة الموجهة للجمهور في: سوسة، صفاقس...؛
- ♦ إنشاء أسواق جديدة: استجابة للاحتياجات المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME)، التي هي في المراحل الأولى من إنشائها والموجهة أساسا للإبداع والاختراع وكذلك تلك التي تنشط في مجال التكنولوجيا الجديدة، تقوم بورصة تونس بدراسة فرصة إنشاء سوق جديدة تكون على شكل Le nouveau marché في فرنسا أو Le NASDAQ في الولايات المتحدة.

شروط دخول هذه السوق ستكون مرنة ومبنية أساسا على عوامل الشفافية وليس على أقدمية ومردودية المؤسسة والتي تستوجبها عادة إجراءات الدخول إلى البورصة.

ستنشئ البورصة أيضا سوقا للاختيارات من أجل السماح للمستثمرين تفادي مخاطر التذبذب أو التغير في الأسعار.

(1) مقابلة شخصية مع السيد عبد الرؤوف بودبوس، مدير دائرة العلاقات العامة. بورصة الأوراق المالية التونسية، تونس، ماي 2004.

الفصل الرابع: تحليل النتائج

تتمثل المهمة الرئيسية لأسواق الأوراق المالية في جذب الأموال المدخرة نحو أوعية الاستثمار الاقتصادي خدمة للتنمية الاقتصادية في الدول التي تنشأ فيها هذه الأسواق.

وحتى توصف هذه الأسواق بأنها أسواق أوراق مالية تنموية وفاعلة يجب أن تدار وفق منهج عملي قادر على تحقيق ذلك الهدف، بحيث يجعل نشاط السوق يتوافق مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية في تلك الدول ويستجيب للحاجات الفعلية لمجتمعاتها ويتلاءم مع متطلبات التنمية فيها. وعلى مر الزمن لعبت تلك الأسواق دورا مهما في تعزيز البنية الاقتصادية في مختلف الدول مما أدى إلى زيادة حركة النشاط الاقتصادي، وبالتالي زيادة مستوى معيشة ورفاه المواطنين فيها، الأمر الذي يعطي قوة أكبر للاقتصاد الوطني تشكل دعامة النمو والتطور في شتى المجالات.

ولمعرفة دور البورصة في تحقيق وتدعيم التنمية الاقتصادية، ومحاولة منا قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية في دولة تعد من الدول النامية، سوف نركز اهتمامنا في هذا الفصل على محاولة تحديد وتعريف العلاقة الموجودة بين البورصة من جهة والاقتصاد الوطني التونسي من جهة أخرى.

IV. 1. المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

من خلال هذه الدراسة سوف نستخدم العديد من المتغيرات، تكون في الحالة الأولى عبارة عن المتغير المستقل، وفي الحالة الثانية تكون المتغير التابع، وهذه المتغيرات هي:

IV. 1.1. المتغيرات المستخدمة كمؤشر على أداء بورصة تونس:

تقتصر المتغيرات المستخدمة كمؤشر على أداء بورصة تونس على المؤشر البسيط مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية (BVMT)، وهذا يرجع بالدرجة الأولى إلى أنه أول مؤشر استعمل في بورصة تونس وذلك منذ سنة 1990، إضافة إلى توفر جميع بياناته السنوية بشكل مستمر حتى سنة 2002. وبالرغم من وجود وتوفر مؤشر ثان في بورصة تونس هو مؤشر (TUNINDEX) كما سبق وأن رأينا، إلا أن استعماله كان منذ 1998 وهو مالا يتماشى مع فترة الدراسة، الشيء الذي قادنا إلى إقصائه من متغيرات الدراسة.

IV. 2.1. المتغيرات المستخدمة كمؤشر على الأداء الكلي للاقتصاد التونسي:

لكي نتمكن من تحليل أثر البورصة على الأداء الكلي للاقتصاد والعكس، أي أثر هذا الأخير على أداء البورصة في تونس، قمنا بخصر المتغيرات الاقتصادية فيما يلي:

1. **معدل النمو الاقتصادي:** يعتبر معدل النمو الاقتصادي ذو أهمية بالغة من حيث استخدامه كمؤشر على الأداء الاقتصادي في أي دولة، ونظرا لتوفر بياناته في صورة سنوية فقد تم اختياره كأحد أهم المتغيرات الاقتصادية التي تساعد على التحليل.

2. **الناتج الداخلي الخام:** يعتبر الناتج الداخلي الخام المؤشر الرئيسي على النشاط الاقتصادي في اقتصاد أي دولة، وهو يحسب في الاقتصاد التونسي حسب طريقة النفقات.

3. **إجمالي الدخل الوطني المتاح:** وهو مؤشر على قيمة ما هو متاح من إجمالي الناتج الوطني في دولة تونس.

4. **نصيب الفرد من الناتج الوطني الخام:** لجأت الدراسة إلى إدخال هذا المتغير في التحليل على اعتبار أنه مؤشر على رفاهية ومستوى معيشة الفرد التونسي.

5. **أسعار الفائدة الحقيقية:** لجأت الدراسة لمزيد من الدقة، إلى الاستعانة بسعر الفائدة الحقيقي الذي تحصلنا عليه عن طريق طرح معدل التضخم من سعر الفائدة الاسمي.

6. **سعر الصرف:** قامت الدراسة باستخدام سعر الصرف النقدي، حيث يتم ربط سعر الصرف الاقتصاد التونسي بالدولار الأمريكي.

7. **معدل الادخار:** للادخار دور هام في التنمية الاقتصادية خاصة في ظل ندرة الموارد وأهمية استخدامها بكفاءة عالية، مما يبرز دور المدخرات المحلية التي من شأنها تمويل المشاريع التنموية دونما أعباء إضافية، لذلك فقد تم إدراج معدل الادخار المالي في هذه الدراسة.

8. **معدل التضخم:** يعتبر معدل التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تعكس درجة وعي المستثمر بالتغيرات الحاصلة في مستوى الأسعار وتأثيرها على الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

9. **معدل الاستثمار الكلي:** تعتبر عملية تجميع المدخرات وصبها في قنوات الاستثمار ذات الانتاجية العالية والتي تخلق قيمة مضافة مرتفعة للاقتصاد الوطني، أحد أهم الأهداف التي تسعى البورصة إلى تحقيقها. ونظرا لتعذر الحصول على حجم الاستثمار عن طريق سوق الأوراق المالية التونسية، فقد اعتمدت الدراسة على معدل الاستثمار الكلي.

10. **الإنتاج الصناعي:** يعتبر قطاع الصناعة ومدى مساهمته في تكوين الناتج الوطني أحد أهم المؤشرات على التنمية الاقتصادية، لذلك اعتمدت الدراسة على الإنتاج الصناعي في عملية التحليل.

11. **الاستثمارات السياحية:** يعتبر الاستثمار في المجال السياحي أحد أهم قنوات الاستثمار ذات الإنتاجية العالية التي توجه إليها الأموال المدخرة في الاقتصاد التونسي، لذلك تم إدخالها كعنصر من عناصر التحليل.

12. **الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة:** يعتمد الاقتصاد التونسي بشكل مهم على عوائد القطاع السياحي، التي تعتبر المصدر الأساسي لتوفير العملة الصعبة التي تحتاجها الدولة في تعاملاتها.

13. **المديونية الخارجية:** لجأت الدراسة إلى تحليل أثر المديونية الخارجية على أداء البورصة والعكس، على اعتبار أنها أحد العوامل التي تعيق النمو الاقتصادي لأي دولة على المدى الطويل.

IV.3.1. مصدر معلومات البحث وأدوات التحليل:

اعتمدت الدراسة على المعلومات والبيانات المتحصل عليها ميدانيا بعد زيارة كل من بورصة الأوراق المالية التونسية، هيئة السوق المالية في تونس، البنك المركزي التونسي وكذلك العديد من التقارير التي استخرجت من مواقع الانترنت لكل من البورصة، هيئة السوق المالية، المعهد التونسي للإحصاء وتقرير كل من المخطط الخماسي التاسع والعاشر للتنمية الاقتصادية والاجتماعية الصادر عن وزارة التنمية التونسية. ولقياس وتحليل أثر البورصة على التنمية الاقتصادية في تونس، سوف نعتمد على العديد من الأدوات

نذكر منها:

◆ نموذج الانحدار الخطي.

◆ معامل الارتباط ومعامل التحديد.

◆ الجداول الإحصائية لتوزيع "Student" وتوزيع "Fisher".

◆ الجداول والرسوم البيانية.

IV. 2. تقدير نموذج الانحدار وتحليله:

- لتحليل نموذج الانحدار يجب القيام أولاً بتقدير النموذج الخطي ذو المتغيرين بالنسبة لجميع المتغيرات، مع تكرار تقديره في الحالة العكسية وبالنسبة لنفس المتغيرين، وعموما يأخذ النموذج الخطي للانحدار الشكل التالي:

$$y = a + bx + \mu$$

حيث: y : هو المتغير التابع أو المتغير الداخلي في النموذج؛

x : هو المتغير المستقل أو المتغير الخارجي في النموذج؛

a : هو المعامل الثابت؛

b : هو معامل الاتجاه العام؛

μ : هو عنصر الخطأ العشوائي أو عنصر التشويش في النموذج، وهو يتبع التوزيع الطبيعي.

وبعد تقدير نموذج الانحدار يتم تحليله باستخدام كل من معامل الارتباط R ومعامل التحديد R^2 وكذا اختبار دلالة الانحدار (F.Test) والذي يهدف إلى قياس تأثير المتغير x على المتغير y ومقارنة ذلك التأثير بالتأثير الذي يحدثه المتغير μ على نفس المتغير y .

كما سوف نقوم باختبار دلالة المعامل b (T.student) الذي يهدف إلى معرفة مدى استجابة التغير في المتغير التابع للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل.

ومن أجل هذين الاختبارين نضع فرضيتان هما:

* فرضية العدم (H_0) التي تنص على انعدام العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

* الفرضية البديلة (H_1) وتنص على وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

باستخدام توزيع (t) وتوزيع (F) تتم مقارنة قيم (t^*) و (F^*) المحسوبة بقيم (t) و (F) الجدولية لقبول إحدى الفرضيتين السابقتين.

وسوف يتم إتباع جميع هذه الخطوات لتقدير وتحليل نموذج الانحدار في الحالة التي يكون فيها كل متغير من المتغيرات الاقتصادية المذكورة سابقا، هو عبارة عن متغير تابع للمتغيرات الحاصلة في مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية. كما في الحالة العكسية التي يكون فيها مؤشر البورصة هو المتغير التابع والمتغيرات الاقتصادية هي المتغير المستقل.

والجدول التالي يمثل جميع البيانات المستخدمة لبناء وتقدير نموذج الانحدار وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 1991-2002 أي خلال 12 سنة.

جدول رقم (4-1): البيانات المستخدمة لتقدير نموذج الانحدار.

2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	المتغيرات
782.93	996.09	1424.91	810.0	465.0	456.0	571.0	635.0	507.0	251.0	199.0	171.0	BT
0.034	0.069	0.067	0.065	0.059	0.051	0.069	0.024	0.033	0.022	0.078	-0.039	TC
30077.1	28793.1	26650.8	24671.6	22560.8	20898.2	19066.2	17051.8	15813.8	14662.9	13705.9	12028.0	PI
30280.0	28869.6	26496.0	24694.8	22547.3	20755.4	18862.0	16944.3	15621.4	14435.7	13617.3	12080.5	RD
2948.7	2840.8	2655.4	2501.4	2316.1	2159.1	1986.6	1814.8	1692.7	1608.5	1554.1	1395.4	RH
0.0323	0.0397	0.0297	0.0329	0.0378	0.0327	0.0498	0.0261	0.0421	0.0669	0.0594	0.0358	TM
1.3341	1.4683	1.3855	1.2513	1.0909	1.1475	1.003	0.9508	0.9912	1.0037	0.8844	0.9246	CH
0.219	0.269	0.26	0.247	0.239	0.231	0.223	0.209	0.213	0.211	0.223	0.22	TE
0.027	0.02	0.029	0.027	0.031	0.036	0.037	0.062	0.046	0.04	0.058	0.082	TI
0.252	0.275	0.263	0.254	0.249	0.246	0.241	0.242	0.271	0.281	0.272	0.231	IN
164.9	165.0	155.7	146.5	139.1	130.1	124.7	121.4	117.1	112.1	111.8	107.6	PR
353.3	330.9	320.0	323.0	307.0	353.3	417.0	449.1	397.8	326.5	253.7	125.0	TO
2021.0	2340.6	295.1	1950.0	1712.8	1565.3	1411.0	1322.9	1317.0	1113.7	945.0	232.0	RT
16070	15010	13691	12759	10857	10820	9620	9085	8462	7794	6800	6400	DE

تجدر الإشارة إلى أن هذه البيانات قد أدخلت إلى برمجية "E-views"، التي اعتمدنا عليها في الحصول على

جميع النتائج والرسوم البيانية المساعدة على التحليل.

1.2.IV: الحالة الأولى: $y = f(BT)$

حيث يمثل y مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي التونسي، الذي يتبع تغيرات مؤشر بورصة الأوراق المالية

التونسية (BT)، وذلك لقياس أثر البورصة على كل مؤشر من المؤشرات الاقتصادية.

1. أثر البورصة على معدل النمو الاقتصادي:

$$\begin{aligned} TC &= 0.048 + 1.66BT \\ R^2 &= 9.33\% \quad R = 0.27\% \\ t^* &= 1.01 \quad F^* = 1.02 \end{aligned}$$

❖ بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 9.33%، وهذا يعني أن المتغير المستقل وهو مؤشر البورصة يفسر

ويتحكم في 9.33% من تباين المتغير التابع وهو معدل النمو الاقتصادي. كما أن معامل الارتباط R الذي بلغ

قيمة منخفضة جدا تساوي 0.27% يدل على ضعف العلاقة بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عدم ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين

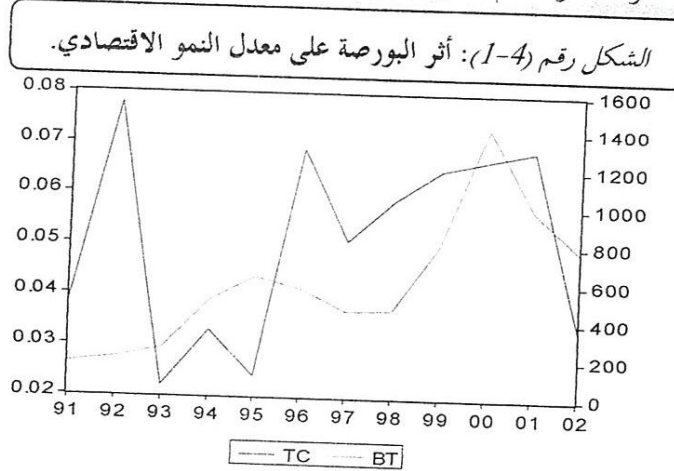
معدل النمو الاقتصادي، فعند مستوى ثقة 95% نجد أن: $F^* = 1.02 < F = 4.96$.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 1.01 < t = 2.228$. وهذا يعني

قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة ليس له أي علاقة معنوية بمعدل النمو

الاقتصادي.

مما تقدم يتبين عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة لا يؤثر في معدل النمو الاقتصادي. والشكل الموالي يظهر التباين الشديد بين معدل النمو الاقتصادي وأداء البورصة التونسية وانعدام الأثر الذي يحدثه التغير في هذا الأخير على معدل النمو الاقتصادي.



2. أثر البورصة على الناتج الداخلي الخام:

$$PI = 12283.97 + 13.56BT$$

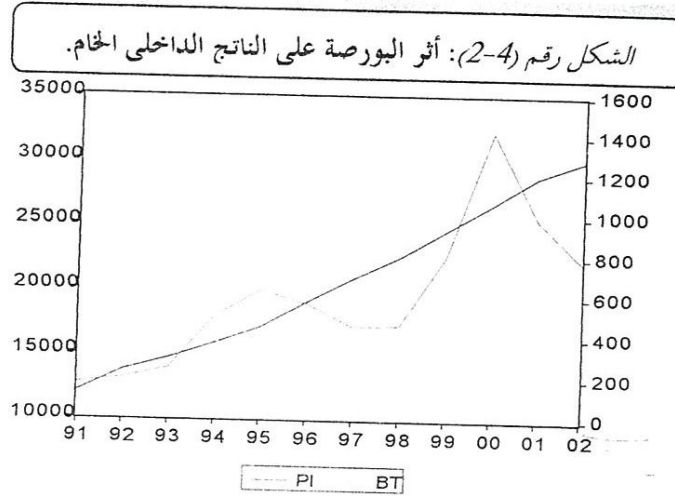
$$R^2 = 64.49\% \quad R = 60.94\%$$

$$t^* = 4.26 \quad F^* = 18.15$$

❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 64.5% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويستحكم في 64.5% من التغيرات التي تحصل في الناتج الداخلي الخام. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 61% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين الناتج الداخلي الخام حيث: $F^* = 18.15 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على الناتج الداخلي الخام أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج. كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 4.26 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بالناتج الداخلي الخام، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (PI).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في الناتج الداخلي الخام. والشكل الموالي يظهر علاقة الارتباط الموجودة بين الناتج الداخلي الخام وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على الناتج الداخلي الخام.



3. أثر البورصة على إجمالي الدخل الوطني المتاح:

$$RD = 12183.63 + 13.62BT$$

$$R^2 = 63.56\% \quad R = 59.91\%$$

$$t^* = 4.18 \quad F^* = 17.47$$

❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 63.5% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 63.5% من التغيرات التي تحصل في إجمالي الدخل الوطني المتاح. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 60% يدل على وجود علاقة ارتباطية قوية نسبياً بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاممة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين إجمالي الدخل الوطني المتاح حيث: $F^* = 17.47 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على إجمالي الدخل الوطني المتاح أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 4.18 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بإجمالي الدخل الوطني المتاح، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (RD). مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن

نشاط البورصة يؤثر في إجمالي الدخل الوطني المتاح.

4. أثر البورصة على نصيب الفرد من الناتج الوطني الخام:

$$RH = 1413.37 + 1.17BT$$

$$R^2 = 63.75\% \quad R = 60.12\%$$

$$t^* = 4.19 \quad F^* = 17.56$$

❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 63.75% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 63.75% من التغيرات التي تحصل في نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 60.12% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني حيث: $F = 4.96 < F^* = 17.56$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 4.19$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بنصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (RH). مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني.

5. أثر البورصة على أسعار الفائدة الحقيقية:

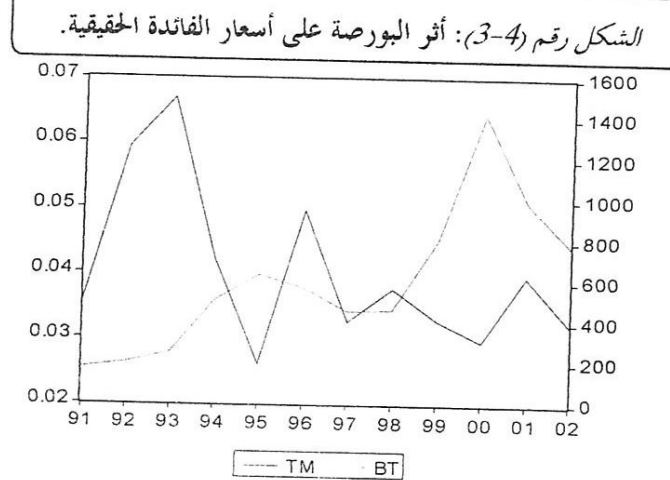
$TM = 0.052 - 1.85BT$	
$R^2 = 29.22\%$	$R = 22.15\%$
$t^* = 2.03$	$F^* = 4.12$

❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 29.22% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 29.22% من التغيرات التي تحصل في أسعار الفائدة الحقيقية. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 22.15% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وضعيفة نسبياً بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، عدم ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين أسعار الفائدة الحقيقية حيث: $F = 4.96 < F^* = 4.12$ ، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على أسعار الفائدة الحقيقية أقل من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 2.03$ ، وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة ليست له علاقة معنوية بأسعار الفائدة الحقيقية، وأن المتغير المستقل (BT) ليست له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (TM).

مما تقدم يتبين عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة لا يؤثر في أسعار الفائدة الحقيقية. والشكل الموالي يظهر ضعف العلاقة التي تربط أسعار الفائدة الحقيقية بأداء البورصة التونسية والأثر الضئيل الذي يحدثه التغير في نشاطها على أسعار الفائدة الحقيقية.



6. أثر البورصة على سعر الصرف:

$$CH = 0.84 + 0.00046BT$$

$$R^2 = 70.29\% \quad R = 67.32\%$$

$$t^* = 4.86 \quad F^* = 23.62$$

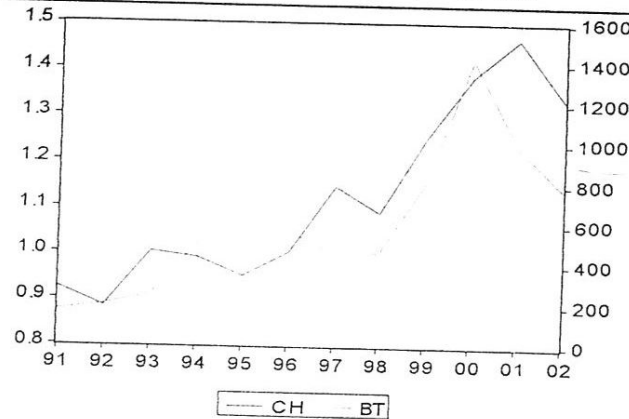
❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 70.29% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 70.29% من التغيرات التي تحصل في سعر الصرف. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 67.32% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين سعر الصرف حيث: $F = 4.96 < F^* = 23.62$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على سعر الصرف أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 4.86$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بسعر الصرف، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (CH).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في سعر الصرف. والشكل الموالي يظهر العلاقة التي تربط سعر الصرف بأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على سعر الصرف.

الشكل رقم (4-4): أثر البورصة على سعر الصرف.



7. أثر البورصة على معدل الادخار:

$$TE = 0.207 + 3.85BT$$

$$R^2 = 50.6\% \quad R = 45.66\%$$

$$t^* = 3.2 \quad F^* = 10.24$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 50.6% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 50.6% من التغيرات التي تحصل في معدل الادخار. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 45.66% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية ومتوسطة نسبيا بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين معدل الادخار حيث: $F = 4.96 < F^* = 10.24$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على معدل الادخار أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 3.2$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بمعدل الادخار، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (TE).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في معدل الادخار. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين معدل الادخار وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على معدل الادخار.



بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 40.42% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 40.42% من التغيرات التي تحصل في معدل التضخم. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 34.46% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وضعيفة نسبياً بين هذين المتغيرين.

أظهر الاختبار العام للدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين معدل التضخم. حيث $F = 4.96$ ، $p = 0.00676$ ، $R^2 = 0.11$ ، H_1 بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على معدل التضخم أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 > t^* = 2.6$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بمعدل التضخم، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (TI).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في معدل التضخم.

9. أثر البورصة على معدل الاستثمار الكلي:

121

✦ بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 1.91%، وهذا يعني أن المتغير المستقل وهو مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 1.91% من تباين المتغير التابع وهو معدل الاستثمار الكلي. كما أن معامل الارتباط R الذي بلغ قيمة منخفضة تساوي 7.9% يدل على وجود علاقة ارتباط عكسية وضعيفة بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عدم ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين معدل الاستثمار الكلي، فعند مستوى ثقة 95% نجد أن: $F = 4.96 > F^* = 0.19$.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 > t^* = 0.44$. وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة ليس له أي علاقة معنوية بمعدل الاستثمار الكلي.

مما تقدم يتبين عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة لا يؤثر في معدل الاستثمار الكلي.

10. أثر البورصة على الإنتاج الصناعي:

$PR = 104.35 + 0.047BT$	
$R^2 = 67.06\%$	$R = 63.76\%$
$t^* = 4.51$	$F^* = 20.34$

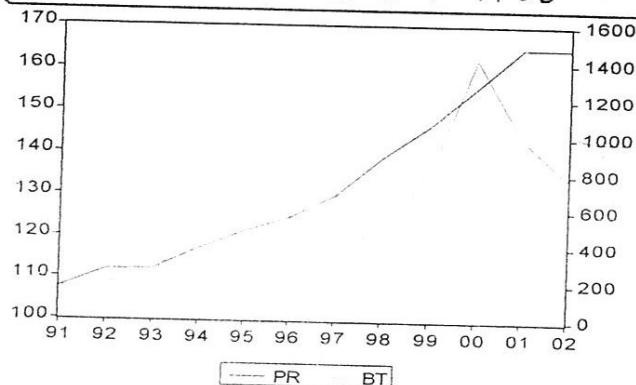
✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 67% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 67% من التغيرات التي تحصل في الإنتاج الصناعي. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 63.67% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين الإنتاج الصناعي حيث: $F = 4.96 < F^* = 20.34$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على الإنتاج الصناعي أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 4.51$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بالإنتاج الصناعي، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (PR).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في الإنتاج الصناعي. والشكل الموالي يظهر العلاقة الإيجابية الموجودة بين الإنتاج الصناعي وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على الإنتاج الصناعي.

الشكل رقم (4-6): أثر البورصة على الإنتاج الصناعي.



11. أثر البورصة على الاستثمارات السياحية:

$$TO = 283.24 + 0.077BT$$

$$R^2 = 11.08\% \quad R = 2.19\%$$

$$t^* = 1.12 \quad F^* = 1.25$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 11.08%، وهذا يعني أن المتغير المستقل وهو مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 11.08% من تباين المتغير التابع وهو الاستثمارات السياحية. كما أن معامل الارتباط R الذي بلغ قيمة منخفضة تساوي 2.19% يدل على ضعف العلاقة بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عدم ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين الاستثمارات السياحية، فعند مستوى ثقة 95% نجد أن: $t^* = 1.12 < t = 4.96$.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 1.12 < t = 2.228$. وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة ليس له أي علاقة معنوية بالاستثمارات السياحية.

مما تقدم يتبين عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة لا يؤثر في الاستثمارات السياحية.

12. أثر البورصة على الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة:

$$RT = 808.97 + 1.199BT$$

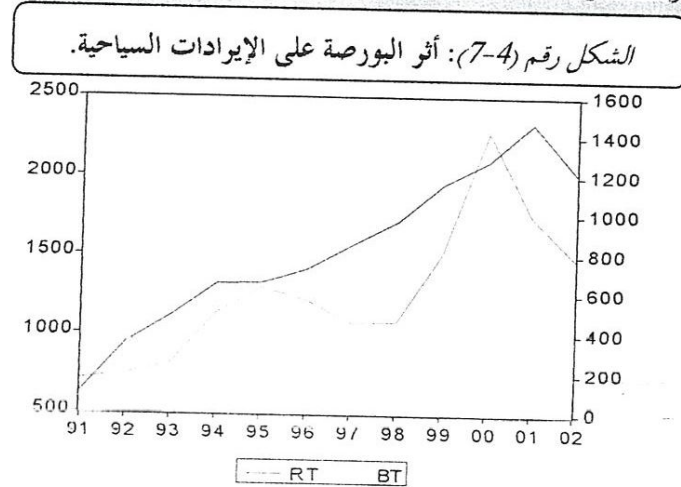
$$R^2 = 72.16\% \quad R = 69.38\%$$

$$t^* = 5.09 \quad F^* = 25.91$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 72.16% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 72.16% من التغيرات التي تحصل في الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 69.38% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة حيث: $F^* = 25.91 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 5.09 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بالإيرادات السياحية بالعملة الصعبة، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (RT).
مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة وأداء البورصة التونسية والذي يحدثه التغير في هذا الأخير على الإيرادات السياحية.



13. أثر البورصة على المديونية الخارجية:

$$DE = 6311.7 + 7.107BT$$

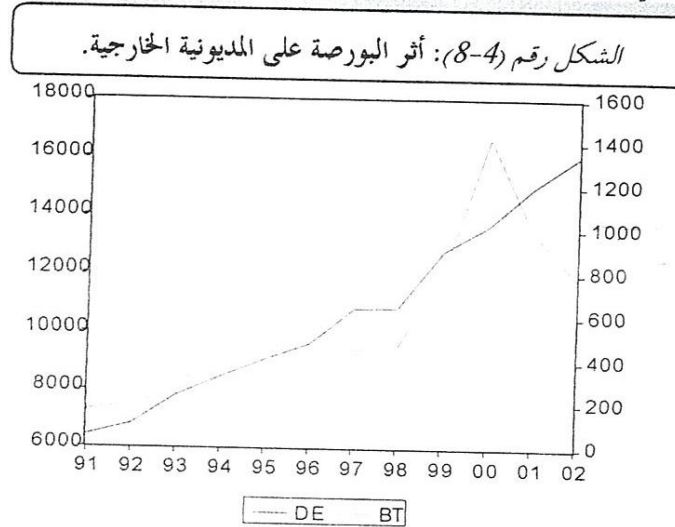
$$R^2 = 64.75\% \quad R = 61.22\%$$

$$t^* = 4.28 \quad F^* = 18.32$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 64.75% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 64.75% من التغيرات التي تحصل في المديونية الخارجية. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 61.22% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين المديونية الخارجية حيث: $F^* = 18.32 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على المديونية الخارجية أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 4.28$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بالمدىونية الخارجية، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (DE).
 مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في المدىونية الخارجية. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين المدىونية الخارجية وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على المدىونية الخارجية.



2.2.IV. الحالة الثانية: $BT' = f(y)$

هي الحالة العكسية للحالة الأولى، حيث يصبح BT مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية المتغير التابع لتغيرات المؤشرات الاقتصادية الكلية y، وذلك لمعرفة أثر هذه الأخيرة على أداء البورصة التونسية.

1. أثر معدل النمو الاقتصادي على أداء البورصة:

$$BT' = 319.77 + 5625.77TC$$

$$R^2 = 9.33\% \quad R = 0.27\%$$

$$t^* = 1.01 \quad F^* = 1.02$$

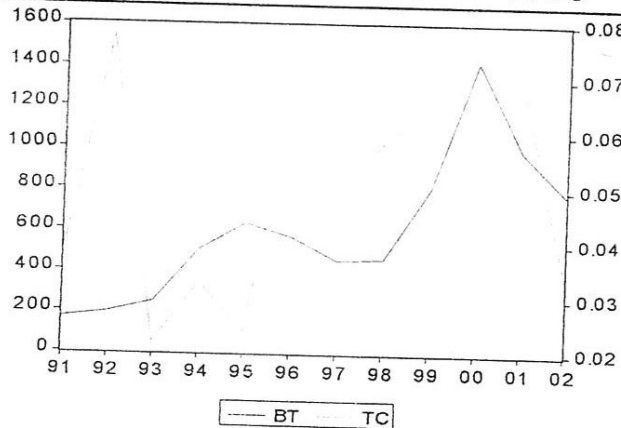
❖ بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 9.33%، وهذا يعني أن المتغير المستقل وهو معدل النمو الاقتصادي يفسر ويتحكم في 9.33% من تباين المتغير التابع وهو مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط R الذي بلغ قيمة منخفضة جدا تساوي 0.27% يدل على ضعف العلاقة بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عدم ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين معدل النمو الاقتصادي وبين مؤشر البورصة، فعند مستوى ثقة 95% نجد أن: $F^* = 1.02 < F = 4.96$.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 1.01 < t = 2.228$. وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن معدل النمو الاقتصادي ليس له أي علاقة معنوية بمؤشر البورصة.

مما تقدم يتبين عام وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن معدل النمو الاقتصادي لا يؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر التباين الشديد بين نشاط البورصة التونسية ومعدل النمو الاقتصادي وانعدام الأثر الذي يحدثه التغير في معدل النمو في نشاط البورصة.

الشكل رقم (4-9): أثر معدل النمو الاقتصادي على البورصة.



2. أثر الناتج الداخلي الخام على أداء البورصة:

$$BT = -369.03 + 0.05PI$$

$$R^2 = 64.49\% \quad R = 60.94\%$$

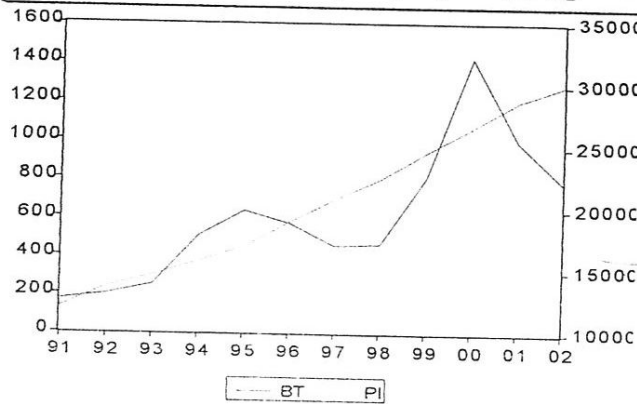
$$t^* = 4.26 \quad F^* = 18.15$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 64.5% وهذا يعني أن الناتج الداخلي الخام يفسر ويتحكم في 64.5% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 61% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين الناتج الداخلي الخام وبين مؤشر البورصة حيث: $F^* = 18.15 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير الناتج الداخلي الخام على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج. ✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 4.26 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن الناتج الداخلي الخام على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (PI) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن الناتج الداخلي الخام يؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر العلاقة التي تربط نشاط البورصة التونسية بالناتج الداخلي الخام والأثر الذي يحدثه التغير في هذا الأخير في أداء البورصة.

الشكل رقم (4-10): أثر الناتج الداخلي الخام على البورصة.



3. أثر إجمالي الدخل الوطني المتاح على أداء البورصة:

$$BT = -347.79 + 0.05RD$$

$$R^2 = 63.56\% \quad R = 59.91\%$$

$$t^* = 4.18 \quad F^* = 17.47$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 63.5% وهذا يعني أن إجمالي الدخل الوطني المتاح يفسر ويتحكم في 63.5% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 60% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين إجمالي الدخل الوطني المتاح وبين مؤشر البورصة حيث: $F = 4.96 < F^* = 17.47$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1). بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير إجمالي الدخل الوطني المتاح على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 4.18$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1). بمستوى ثقة 95%، أي أن إجمالي الدخل الوطني المتاح على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (RD) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT). مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن إجمالي الدخل الوطني المتاح يؤثر في أداء البورصة.

4. أثر نصيب الفرد من الناتج الوطني الخام أداء البورصة:

$BT = -549.7 + 0.54RH$	
$R^2 = 63.75\%$	$R = 60.12\%$
$t^* = 4.19$	$F^* = 17.56$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 63.75% وهذا يعني أن نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني يفسر ويتحكم في 63.75% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 60.12% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني وبين مؤشر البورصة حيث: $F = 4.96 < F^* = 17.56$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1). بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 4.19$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1). بمستوى ثقة 95%، أي أن نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (RH) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني يؤثر في أداء البورصة.

5. أثر أسعار الفائدة الحقيقية على أداء البورصة:

$$\begin{aligned}
 BT &= 1243.07 - 15762.28TM \\
 R^2 &= 29.22\% \quad R = 22.15\% \\
 t^* &= 2.03 \quad F^* = 4.12
 \end{aligned}$$

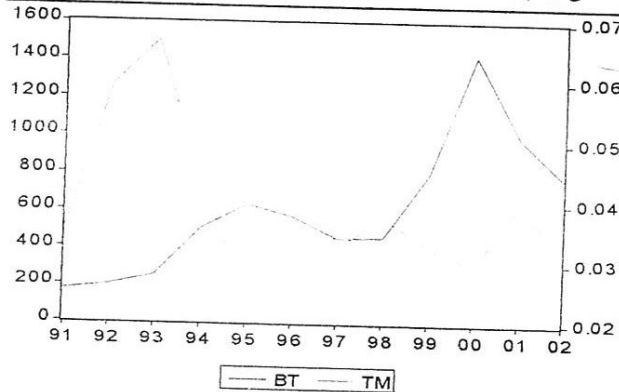
❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 29.22% وهذا يعني أن أسعار الفائدة الحقيقية تفسر وتتحكم في 29.22% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 22.15% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وضعيفة نسبيا بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، عدم ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين أسعار الفائدة الحقيقية وبين مؤشر البورصة حيث: $F^* = 4.12 < F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير أسعار الفائدة الحقيقية على مؤشر البورصة أقل من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 2.03 < t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن أسعار الفائدة الحقيقية ليست لها علاقة معنوية مؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (TM) ليست له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن أسعار الفائدة الحقيقية لا تؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر ضعف العلاقة الموجودة بين نشاط البورصة التونسية وأسعار الفائدة الحقيقية.

الشكل رقم (4-11): أثر أسعار الفائدة الحقيقية على البورصة.



6. أثر سعر الصرف على أداء البورصة:

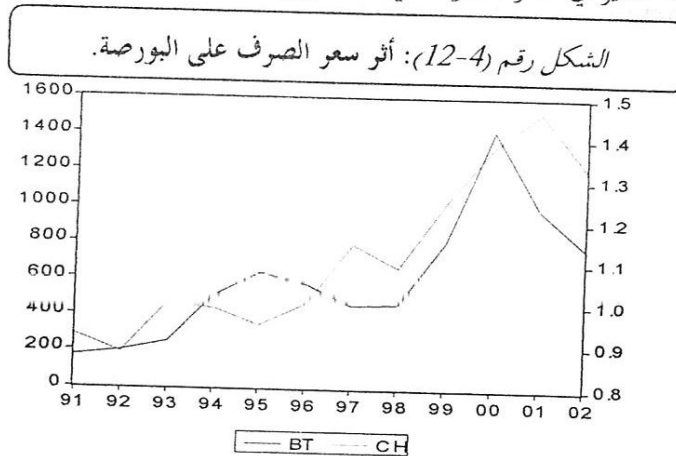
$$\begin{aligned}
 BT &= -1121.7 + 1542.92CH \\
 R^2 &= 70.29\% \quad R = 67.32\% \\
 t^* &= 4.86 \quad F^* = 23.62
 \end{aligned}$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 70.29% وهذا يعني أن سعر الصرف يفسر ويتحكم في 70.29% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 67.32% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين سعر الصرف وبين مؤشر البورصة حيث: $F^* = 23.62 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير سعر الصرف على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 4.86 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن سعر الصرف على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (CH) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن سعر الصرف يؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين نشاط البورصة التونسية وسعر الصرف والأثر الذي يحدثه التغير في سعر الصرف في أداء البورصة.



7. أثر معدل الادخار على أداء البورصة:

$$BT = -2418.14 + 13128.3TE$$

$$R^2 = 50.6\% \quad R = 45.66\%$$

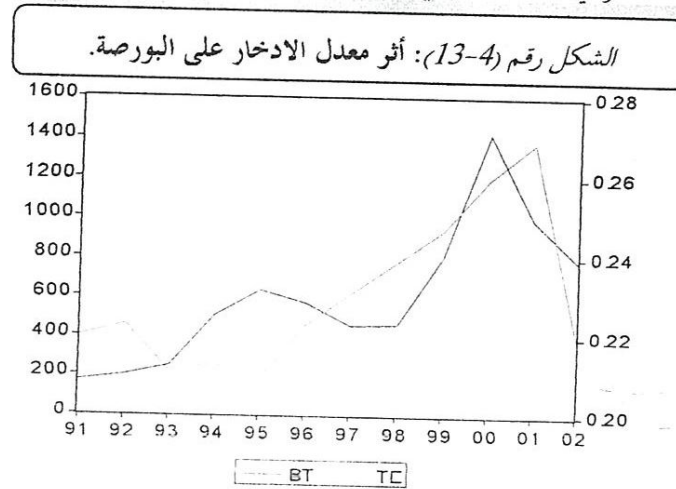
$$t^* = 3.2 \quad F^* = 10.24$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 50.6% وهذا يعني أن معدل الادخار يفسر ويتحكم في 50.6% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 45.66% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية ومتوسطة نسبيا بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين معدل الادخار وبين مؤشر البورصة حيث: $F = 4.96 < F^* = 10.24$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير معدل الادخار على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 3.2$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن معدل الادخار على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (TE) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن معدل الادخار يؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر العلاقة التي تربط نشاط البورصة التونسية بمعدل الادخار والأثر الذي يحدثه التغير في هذا الأخير في أداء البورصة.



8. أثر معدل التضخم على أداء البورصة:

$$BT = 1131.91 - 12755.45TI$$

$$R^2 = 40.42\% \quad R = 34.46\%$$

$$t^* = 2.6 \quad F^* = 6.76$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 40.42% وهذا يعني أن معدل التضخم يفسر ويتحكم في 40.42% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 34.46% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وضعيفة نسبياً بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين معدل التضخم وبين مؤشر البورصة حيث: $F = 4.96 < F^* = 6.76$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير معدل التضخم على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 2.6$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن معدل التضخم على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (TI) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).
مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن معدل التضخم يؤثر في أداء البورصة.

9. أثر معدل الاستثمار الكلي على أداء البورصة:

$BT = -205.97 + 3165.59IN$	
$R^2 = 1.91\%$	$R = -7.9\%$
$t^* = 0.44$	$F^* = 0.19$

بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 1.91%، وهذا يعني أن المتغير المستقل وهو معدل الاستثمار الكلي يفسر ويتحكم في 1.91% من تباين المتغير التابع وهو مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط R الذي بلغ قيمة منخفضة تساوي -7.9% يدل على وجود علاقة ارتباط عكسية وضعيفة بين هذين المتغيرين.
كما أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عدم ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين معدل الاستثمار الكلي وبين مؤشر البورصة، فعند مستوى ثقة 95% نجد أن: $F^* = 0.19 < F = 4.96$.
كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 0.44$ ، وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن معدل الاستثمار الكلي ليس له أي علاقة معنوية بمؤشر البورصة.

مما تقدم يتبين عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن معدل الاستثمار الكلي لا يؤثر في أداء البورصة.

10. أثر الإنتاج الصناعي على أداء البورصة:

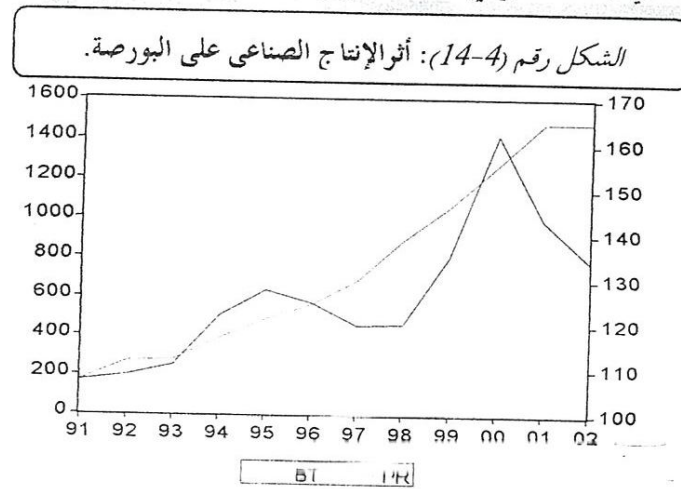
$BT = -1280.11 + 14.18PR$	
$R^2 = 67.06\%$	$R = 63.76\%$
$t^* = 4.51$	$F^* = 20.34$

بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 67% وهذا يعني أن الإنتاج الصناعي يفسر ويتحكم في 67% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 63.67% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين الإنتاج الصناعي وبين مؤشر البورصة حيث: $F = 4.96 < F^* = 20.34$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير الإنتاج الصناعي على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 4.51$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن الإنتاج الصناعي على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (PR) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن الإنتاج الصناعي يؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين نشاط البورصة التونسية والإنتاج الصناعي والأثر الذي يحدثه التغير في هذا الأخير في أداء البورصة.



11. أثر الاستثمارات السياحية على أداء البورصة:

$$BT = 129.34 + 1.44TO$$

$$R^2 = 11.08\% \quad R = 2.19\%$$

$$t^* = 1.12 \quad F^* = 1.25$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 11.08%، وهذا يعني أن المتغير المستقل وهو الاستثمارات السياحية يفسر ويتحكم في 11.08% من تباين المتغير التابع وهو مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط R الذي بلغ قيمة منخفضة تساوي 2.19% يدل على ضعف العلاقة بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عدم ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين الاستثمارات السياحية وبين مؤشر البورصة، فعند مستوى ثقة 95% نجد أن: $F = 4.96 > F^* = 1.25$.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 > t^* = 1.12$ ، وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن الاستثمارات السياحية ليس لها أي علاقة معنوية بمؤشر البورصة.

مما تقدم يتبين عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن الاستثمارات السياحية لا تؤثر في أداء البورصة.

12. أثر الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة على أداء البورصة:

$$BT = -318.11 + 0.6RT$$

$$R^2 = 72.16\% \quad R = 69.38\%$$

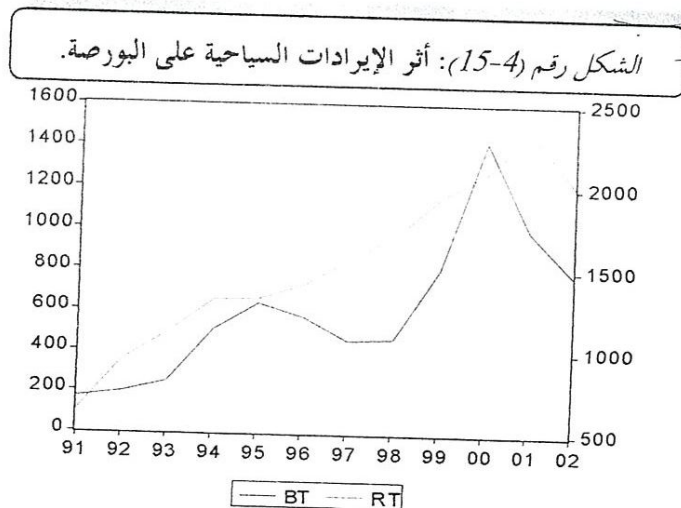
$$t^* = 5.09 \quad F^* = 25.91$$

❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 72.16% وهذا يعني أن الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة تفسر وتتحكم في 72.16% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 69.38% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة وبين مؤشر البورصة حيث: $F^* = 25.91 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

❖ كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 5.09 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (RT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة تؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر العلاقة الإيجابية التي تربط نشاط البورصة التونسية بالإيرادات السياحية بالعملة الصعبة والأثر الذي يحدثه التغير في الإيرادات السياحية في أداء البورصة.



13. أثر المديونية الخارجية على أداء البورصة:

$$BT = -361.46 + 0.09DE$$

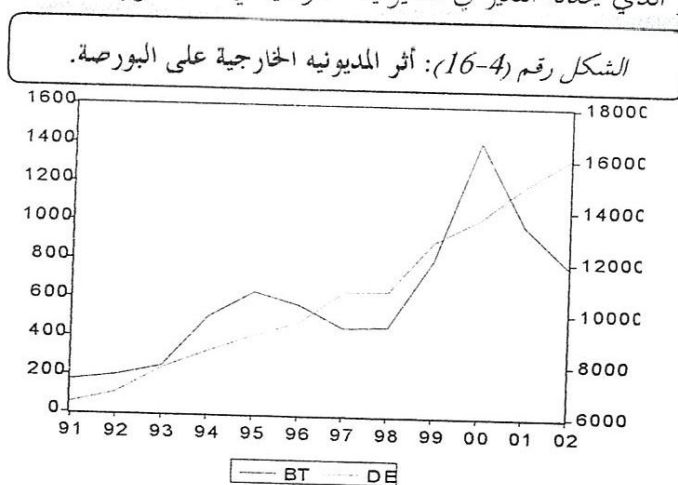
$$R^2 = 64.75\% \quad R = 61.22\%$$

$$t^* = 4.28 \quad F^* = 18.32$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 64.75% وهذا يعني أن المديونية الخارجية تفسر وتتحكم في 64.75% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 61.22% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المديونية الخارجية وبين مؤشر البورصة حيث: $F^* = 18.32 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير المديونية الخارجية على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج. كما أظهر اختبار دلالة المعامل b عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 4.28 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن المديونية الخارجية على علاقة معنوية بمؤشر البورصة، وأن المتغير المستقل (DE) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (BT).

مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن المديونية الخارجية تؤثر في أداء البورصة. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين نشاط البورصة التونسية والمديونية الخارجية والأثر الذي يحدثه التغير في المديونية الخارجية في أداء البورصة.



14. أثر الاقتصاد على أداء البورصة: سوف نحاول فيما يلي قياس أثر الاقتصاد على أداء البورصة، وذلك

بجعل عشر متغيرات اقتصادية كلية (الناتج الداخلي الخام، إجمالي الدخل الوطني المتاح، نصيب الفرد من الناتج الوطني الخام، معدل الادخار، معدل التضخم، الإنتاج الصناعي، الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة، سعر الصرف، المديونية الخارجية وأسعار الفائدة الحقيقية) هي المتغيرات المستقلة ومؤشر البورصة هو المتغير التابع.

$$\begin{aligned}
 BT &= -7907.44 + 2.35 PI - 3.09 RD + 2.33 RH + 14013.45 TE + 18403.42 TI + \\
 &\quad + 117.42 PR - 1.39 RT - 3356.57 CH + 0.65 DE + 16410.73 TM \\
 R^2 &= 98.59\% \\
 F^* &= 6.998 \\
 R &= 84.5\%
 \end{aligned}$$

❖ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 98.59% وهذا يعني أن المتغيرات الاقتصادية المستعملة تفسر وتتحكم في 98.59% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 84.5% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية بين تلك المتغيرات الاقتصادية ومؤشر البورصة.

❖ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وبين مؤشر البورصة حيث: $F = 6.056 < F^* = 6.998$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 99%، وبالتالي فإن تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

❖ مما تقدم يتبين وجود دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة في النموذج عند مستوى معنوية 1%، مما يعني أن التغيرات التي تحصل في الاقتصاد ككل تؤثر في أداء البورصة.

الاستنتاجات والاقتراحات

انطلاقاً من هذه الدراسة، لاسيما الجانب العملي يمكن القول:

تمتع السوق المالية بأهمية بالغة في عملية التنمية، حيث لاحظنا أن السوق تلعب دوراً فعالاً ومهماً جداً في تمويل وتغذية آلية التنمية الاقتصادية خاصة إذا ما توفر المحيط الملائم الذي يخدم قيام السوق بدورها على أكمل وجه.

الدولة التي استطاعت إقامة سوقاً للأوراق المالية على أسس متينة وعملت على ترسيخ فكرة الاستثمار والتمويل عبر هذه القناة السليمة في ذهن عامة الناس، تمكنت بالفعل من التقدم والتطور بالاعتماد على مواردها الخاصة المتوفرة وضمنت الحصول على جميع احتياجاتها المالية اللازمة دون اللجوء إلى المديونية الخارجية. يتأثر أداء البورصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية بنفس الدرجة التي يؤثر بها في تلك المتغيرات.

فمن خلال دراسة حالة الجمهورية التونسية وعلى الرغم من الإنجازات التي حققتها اقتصادياً، نستطيع القول أن الاقتصاد التونسي لا يختلف في إنجازاته ومشكلاته عن الكثير من الاقتصاديات العربية الأخرى، خاصة من ناحية المشكلات التي تعاني منها مجمل تلك الاقتصاديات بما في ذلك تأثرها بالأزمة المالية التي ضربت الاقتصاديات الآسيوية وأثرت بمجملها على الاقتصاد العالمي، ومن بينها الاقتصاد التونسي والبورصة التونسية، والتي على الرغم من الإصلاحات الجذرية والتشجيعات والتحفيزات المقدمة في السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية المأولة أو من حيث تحسين تنظيمها وهياكلها وتشريعاتها، والتي أدت إلى زيادة نشاطها فإنها ما تزال سوقاً ضيقة نسبياً، قليلة السيولة وقليلة الطلب على الأوراق المالية مقارنة بمثيلاتها في الأردن وسلطنة عمان مثلاً.

وفي هذا الإطار نشير إلى أن هناك مجموعة من التحديات ومكامن الضعف التي يتوجب على السلطات الاقتصادية التونسية تداركها منها:

مشكلة المديونية الخارجية، التي تشكل استنزافاً لأي نمو اقتصادي مستقبلي في مجمل الناتج الإجمالي، سواء لجهة تسديد الديون أو لجهة الوفاء بخدماتها المرتفعة.

قلة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية التونسية الشيء الذي أدى إلى انخفاض حجم التداول.

انخفاض معدلات النمو السكاني، فاستناداً إلى إحصائيات تونسية رسمية فقد انخفض معدل النمو السكاني خلال ثلاثة عقود تقريباً نتيجة سياسات تحديد النسل من معدل 2.7% عام 1970 وهو أكبر من المعدل الطبيعي 2.3% إلى نحو 1.2% عام 1998 وهذا الرقم أقل من معدل النمو الطبيعي بأكثر من 1%، وهو المعدل اللازم للاستمرار في تحقيق النمو الاقتصادي المستدام لأي دولة حسب المعايير الدولية، ولما كانت نتائج السياسات

السكانية لا تظهر مباشرة خلال سنوات معدودة فإن مكنم الخطورة ربما يتأخر ظهوره عدة سنوات وعندها ستدخل تونس في مرحلة الكهولة السكانية وضعف الإنتاج وتراجع كبير في حجم الأنشطة الاقتصادية المختلفة. ارتفاع معدلات البطالة قياسا بعدد السكان، ومع الأخذ بعين الاعتبار نسبة النمو السكاني المنخفضة وبالتالي انخفاض عدد الداخلين إلى سوق العمل التونسي سنويا، فإن نسبة البطالة ستكون مرتفعة جدا في حال إصلاح الخلل في سياسات النمو السكاني والتي لا بد من معالجة ضرورية لها.

زيادة سيطرة الشركات الأجنبية على الاقتصاد التونسي، وهو ما سيرك انعكاسات سلبية على اتجاهات السياسات الاقتصادية الوطنية مستقبلا، وهذا الوضع تم من خلال فتح الاقتصاد التونسي أمام الاستثمار الأجنبي وكذلك تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تم بإشراف صندوق النقد الدولي. أما من خلال تحليل نموذج الانحدار فقد تبين الآتي:

انعدام العلاقة بين معدل النمو الاقتصادي وأداء البورصة، حيث تبين أن التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة لا تفسر وليس لها أية علاقة بالتغيرات التي تحدث في معدل النمو الاقتصادي، وفي نفس الوقت وب نفس الكيفية التغيرات التي تحدث في معدل النمو الاقتصادي لا تؤثر في أداء البورصة.

وجود علاقة إيجابية وقوية بين مؤشر البورصة والناتج الداخلي الخام فتغيرات هذا الأخير تفسر وتتحكم في 64.5% من تغير المؤشر في البورصة، كما أن أداء البورصة يتأثر بالتغيرات التي تحدث في الناتج الداخلي الخام بنفس الحجم تقريبا.

تتحكم معظم المتغيرات الاقتصادية الكلية المستعملة في 98.59% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة (عند مستوى ثقة 99%) وبالتالي فهي تؤثر في أداء ونشاط البورصة.

ضعف توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات الاستثمار المتوفرة من خلال بورصة الأوراق المالية التونسية، نظرا لضعف العلاقة بين معدل الاستثمار الكلي ومؤشر البورصة حيث سجلت علاقة عكسية وضعيفة قدرت بـ: 7.9%.

وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين معدل التضخم ومؤشر البورصة، على عكس ما تشير إليه النظرية الاقتصادية التي تعتبر أن رشادة المستثمر تجعله يأخذ معدل التضخم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية للعوائد المستقبلية. وهذا ما يدل على نقص وعي المستثمرين التونسيين بالارتفاع الحاصل في المستوى العام للأسعار وتأثير ذلك على أداء ونشاط السوق.

سعر الصرف على علاقة مع مؤشر البورصة فهو يفسر 70.29% من التغيرات التي تحدث في مؤشر البورصة، وهو ما يساعد على تنمية الاقتصاد ونشاط البورصة في نفس الوقت خاصة وأن لسعر الصرف تأثير مباشر على أداء السوق من خلال تأثيره على حجم كل من الصادرات والواردات، بالإضافة إلى تأثيره على معدل الاستهلاك والاستثمار نظرا للأثر الذي يحدث على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية. هذا طبعا إلى

جانب تأثيره على تعاملات الأجانب، فكلما انخفضت تقلبات أسعار الصرف كأحد المخاطر المعروفة للاستثمار في المحافظ المالية كان هذا أحد العوامل الأساسية لاطمئنان المستثمر الأجنبي.

• وجود علاقة ارتباط طردية بلغت 63.76% بين الإنتاج الصناعي ومؤشر البورصة، كما أن الإنتاج الصناعي يفسر ويتحكم في 67% من التغيرات الحاصلة في المؤشر والعكس صحيح أي أن مؤشر البورصة هو أيضا يفسر 67% من التغيرات التي تحدث في نمو الإنتاج الصناعي. هذا يعني أن البورصة تؤثر وتتأثر كثيرا بنمو الإنتاج الصناعي ونشاطها مرتبط ويتوقف على مستوى التطور والنمو الحاصل في الإنتاج الصناعي، هذا الأخير الذي يعتبر أحد أهم المعايير الأساسية الدالة على عملية التنمية الاقتصادية.

• هناك ارتباط معنوي بين مؤشر البورصة ونصيب الفرد من إجمالي الناتج الوطني، هذا الارتباط الذي يقدر بـ: 60.12% يعتبر متواضعا أمام ما كان ممكن تحقيقه في حالة توفر وعي وثقافة استثمارية لدى عامة الأفراد في المجتمع التونسي، خاصة وأن دخل الفرد التونسي يعتبر من أعلى الدخول في المنطقة.

وعليه ما يمكن أن نقرحه في هذا المجال كمحاولة لإبراز أهمية السوق المالية الناشئة بالنسبة للاقتصاد ولعملية التنمية الاقتصادية ما يلي:

• العمل على تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية مع الاهتمام بصغار المستثمرين من أجل العمل على توسيع قاعدة الملكية.

• العمل على تحسين كفاءة البورصة التونسية من خلال منع الاتجار الداخلي بالأوراق المالية، ونشر المعلومات الخاصة بالشركات وجعلها في متناول عامة الناس، خاصة إذا ما تعلق الأمر بعمليات العروض العامة للبيع، ووضع أسس دهم ذات كفاءة لتقلل الممارسات.

• إدراج الشركات والاستثمارات ذات الطابع السياحي في البورصة وذلك لتوسيع نشاط البورصة وزيادة حيويتها خاصة وأن قطاع السياحة يعتبر من القطاعات المهمة في الاقتصاد التونسي.

• محاولة الاستفادة من الاستثمار الأجنبي يجذبه وتوجيهه نحو الاستثمار في محفظة الأوراق المالية خاصة وأن جميع الظروف تساعد على ذلك والمتمثلة في استقرار سعر صرف الدينار مقابل الدولار وكذلك تفضيل الأجانب للتعامل في الأسواق المالية الناشئة.

• الاهتمام الدائم والمستمر بالسوق الأولية، خاصة وأن التجربة أثبتت أن هذه الأخيرة باستطاعتها المحافظة على بقائها بدون السوق الثانوية، لكن السوق الثانوية لا يمكنها البقاء دون سوق أولية لذلك فإن السوق الأولية القوية أمر ضروري للحصول على سوق ثانوية سليمة.

• إنشاء شركات متخصصة في صناعة التحليل المالي، وإيجاد صحافة اقتصادية مالية متخصصة تعمل على توفير المعلومات الكافية والكاملة عن شركات المساهمة المدرجة في البورصة لإطلاع المستثمرين والمهتمين عليها وتمكينهم من اتخاذ قرار الاستثمار وفق أسس علمية موضوعية.

- ❖ القيام بتوعية المواطنين وزيادة ترسيخ الوعي الادخاري والاستثماري لديهم، من خلال نشر ثقافة مالية واستثمارية وتفعيل دور البورصة وتعريفهم به.
- ❖ وضع مبادئ وأسس تساعد على المزيد من الشفافية والوضوح، وذلك بمهدف اجتذاب الأموال المهاجرة واستغلال الأوضاع السيئة التي تواجهها الأسواق المالية العالمية والتي قد تؤدي إلى إغلاق ربع عدد الأسواق العالمية الجديدة خلال السنتين المقبلتين.
- ❖ تنمية مختلف القطاعات الاقتصادية مع إعطاء الأولوية للقطاعات الحيوية كالصناعة وذلك باللجوء إلى ما توفره البورصة من تمويل مساهمة، وبالتالي تحسين وتنشيط السوق المالية.
- ❖ زيادة فعالية السوق المالية من خلال طرح أسهم الشركات العائلية والشركات العمومية وتحويلها إلى شركات مساهمة عامة، حيث أن الطرح سيؤدي إلى مزيد من حركة التداول ومزيد من تقوية وفاعلية السوق وجعلها أكثر جذبا لفئات المستثمرين، وخصوصا إذا ما تم طرح شركات تتمتع بسمعة جيدة ولها سجل معروف في تحقيق الربحية.

الخاتمة

في الختام من خلال مختلف جوانب هذه الدراسة، اتضح الأثر الهام والدور الحيوي الذي تقوم وتساهم به البورصة في الاقتصاد وفي عملية التنمية الاقتصادية.

مع نهاية القرن الماضي، عرف الاقتصاد تغيرات جذرية في أساليب العمل والتسيير، الأمر الذي استدعى إتباع ميكانيزمات وأساليب حديثة لمواكبة هذا التحول حيث أدت تلك التغيرات إلى اندفاع شديد نحو تعظيم الدور الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص في عملية التمويل والتنمية، وذلك بسبب ارتفاع تكلفة التمويل ورغبة أصحاب الفوائض في تحقيق مردود أكبر بالإضافة إلى مميزات المؤسسة الحديثة التي أصبحت تتصف بـ كبر الحجم، التوسع في النشاط وتنوع المنتجات للقضاء على المخاطر، وهي مميزات تتطلب رؤوس أموال ضخمة وبالتالي ضرورة البحث عن وسائل للتمويل طويلة الأجل. بالمقابل، وجود قطاع عائلي ومؤسسي وبنوك مالية تتوفر على ادخار ضخم ينتظر التوظيف، قد زاد من ضرورة إنشاء مكان لالتقاء عارضي وطالبي رؤوس الأموال وجاءت البورصة كحتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية، خاصة بعد الانتقال التدريجي للاقتصاديات العالمية من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالية.

إذن أصبحت البورصة قناة من قنوات انسياب الادخار الوطني والدولي وأداة فعالة لتمويل اقتصاد أي دولة أنشئت فيها، نتيجة للتأثير الذي تحدثه في معظم المتغيرات الاقتصادية ولما لها من أهمية في تمويل المشاريع، تحقيق الأرباح، تحقيق عدالة بين قوى العرض والطلب، حماية المستثمرين، توفير الشفافية في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار...

وفي عصر تعتبر فيه الميزات التنافسية هي وحدها القادرة على الصمود أمام تحديات التقدم العلمي والتكنولوجي المتسارع في زمن العولمة وما تفرضه من انفتاح على الخارج، لم يبق أمام الدول السائرة في طريق النمو إلا أن تفرض وجودها بالاعتماد على مواردها المالية الخاصة وإتباع أسلوب محدد للتنمية الاقتصادية وفق خطوط واضحة تحقق النمو المتوازن، والقدرة على تنمية الموارد البشرية بصفة خاصة وتعبئتها وإطلاق طاقاتها الخلاقة وذلك من أجل تنمية ميزات تنافسية خاصة بالمجتمع المعني في جميع مجالات الإنتاج والإبداع وتوسيع خياراته.

انطلاقاً من أهمية السوق المالية في التنمية الاقتصادية، وتأكيداً لما ورد في الجانب النظري وفي الفكر الاقتصادي عامة على مر الزمن، قمنا بإجراء دراسة تحليلية لبورصة الأوراق المالية التونسية وحاولنا قياس مدى تأثير ومدى تأثر هذه السوق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الاقتصاد التونسي وقد تمكنا من التوصل إلى نتائج إيجابية في هذا الشأن، فعلى الرغم من أن السياسة الاقتصادية المطبقة قد أعطت أولوية كبرى للتمويل عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر والسلطات لم تولي اهتماماً بهذه السوق الناشئة إلا في السنوات الأخيرة ودورها في الاقتصاد يبقى دوراً متواضعاً فهي ما تزال سوقاً ضيقة نسبياً قليلة السيولة وقليلة الطلب على الأوراق المالية بالنظر

إلى عدد الشركات المدرجة فيها وحجم التداول، إلا أن علاقة الارتباط القوية بين الاقتصاد التونسي ومؤشر البورصة التونسية دليل واضح على أن البورصة هي مرآة ومقياس للاقتصاد الوطني، وأن وجودها ضروري لتمويل وتنشيط الحياة الاقتصادية في الدولة خاصة إذا ما توفرت شروط فعاليتها وحسن تنظيمها وسيرها.

هذا مع الحرص الدائم على ضمان الشفافية في التعامل والضرورة الملحة للعمل على تغيير ذهنيات وسلوكيات الأفراد في مختلف المجتمعات العربية، فيجب أن يكون كل المدخرين وجميع الشركات الاقتصادية على درجة كبيرة من الوعي المالي والاستثماري ولديهم صورة واضحة عن الدور الذي تلعبه سوق مالية ديناميكية، خاصة وأن التجربة أثبتت أن البورصة تؤثر وتتأثر في جميع المتغيرات الاقتصادية بنسب متفاوتة.

لذلك نرى أنه قد حان الوقت لأن تلتفت الدول العربية وخاصة الجزائر إلى ضرورة إيجاد وإنشاء سوق مالية تعمل على تشجيع وتمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية تمويل مساهمة لا تمويل استدانة، وفرض وجودها على الساحة الاقتصادية الدولية بالتخلص نهائيا من أعباء التبعية الاقتصادية ومن قيود الشروط القاسية التي تفرضها هيئات ومنظمات المجتمع الدولي وبصفة خاصة تلك التي تفرضها المؤسسات المالية الدولية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: الكتب.

أ- باللغة العربية:

1. البناء، محمد، التنمية والتخطيط الاقتصادي، مكتبة زهراء الشرف، 1996.
2. جبار، محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، طبعة أولى، 2002.
3. جبار، محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، طبعة أولى، 2002.
4. جمال، ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية، لبنان، طبعة أولى، 1998.
5. جودة، صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية، مطبعة الإشعاع، طبعة أولى، 2000.
6. جيلز، وآخرون، اقتصاديات التنمية، ترجمة طه عبد الله منصور وعبد العظيم مصطفى، دار المريخ، الرياض، 1995.
7. الحناوي، محمد صالح، وعبد الفتاح، السيدة، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
8. حنفي، عبد الغفار، البورصات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995.
9. حنفي، عبد الغفار، وقرىافص، رسميه، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
10. الروبي، نبيل، التضخم في الاقتصاديات المتخلفة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 1987.
11. زويلف، مهدي، والطراونة، تحسين، منهجية البحث العلمي، دار الفكر، الأردن، طبعة أولى، 1998.
12. السيسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، طبعة أولى، 2003.
13. شعباني، إسماعيل، مقدمة في اقتصاد التنمية، دار هومة، الجزائر، 1997.
14. صخري، عمر، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2000.
15. صقر، عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001.
16. عبده، محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، طبعة أولى، 1998.
17. عثمان، محمد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
18. عجمية، محمد عبد العزيز، والليثي، محمد علي، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
19. عطية، إيمان، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

20. فتح الله، ولعلو، الاقتصاد السياسي، دار الحداثة، لبنان، طبعة أولى، 1981.
21. الفرجاني، محمد، إفريقيا وتحديات العولمة، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2003.
22. لعويسات، جمال الدين، العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية، دار هومة، الجزائر، 2000.
23. الموسوي، ضياء مجيد، البورصات، منشورات image، الجزائر، طبعة أولى، 1998.
24. الموسوي، ضياء مجيد، النظرية الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة ثانية، 1994.
25. هندي، منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشأة المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
26. هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.

ب- باللغة الأجنبية:

1. Belletante, Bernard, La bourse: Temple de la spéculation ou marché financier?, Hatier, France, 5^{ème} édition, 1991.
2. Détossé, Gaston, et Balley, pierre, La bourse des valeurs, édition Bouchène, Alger, 1993.
3. Drouin, Michel, Le financement du développement, Armand-Colin, Paris, 1998.
4. Sawers, Larry, et al, Emerging financial markets in the global economy, World scientific, 2000.
5. Serre, André, et carnot, Sylvain, Capitaux permanents et marché financier, Presse universitaire, France, 1977.
6. Siroên, Jean Marc, L'économie mondiale, Armand-Colin, Paris, 1994.
7. Rostow, w.w, Les étapes de la croissance économique, Traduit par: M.J du Ronret, édition du Seuil, 1963.

ثانيا: المجلات والمقتنيات.

أ- باللغة العربية:

1. عبد الله، علي، موقع التنمية البشرية ضمن الإصلاح الهيكلي، مجلة الباحث، العدد 2، جامعة ورقلة، 2003.
2. عبد الله، مولة، التبادل الحر والتنمية، الملتقى الدولي الأول حول الجزائر والنظام العالمي الجديد للتجارة، عنابة، أفريل 2002.
3. الكواري، علي خليفة، آفاق التنمية في أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 17، 1999.

رابعاً: مواقع الانترنت.

أ- باللغة العربية:

1. إدريس، الشريف، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الثالث، نشرة التجارة والتنمية، 2002، من الموقع: www.bankofcd.com.
2. بشير، محمد شريف، التنمية... من الكم إلى الإنسان، 2003، من الموقع: www.IslamOnline.net.
3. التقرير الاستراتيجي العربي، تكنولوجيا المعلومات كمدخل للتنمية والتكامل العربي، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، من الموقع: www.ahram.com.
4. جعودة، علي محمد، شركات المساهمة وهياكلها، 2002، من الموقع: www.bankofcd.com.
5. الحمش، منير، تصحيح مسار التنمية في عالم متغير، مجلة البعث، ديسمبر 2003، من الموقع: www.albaath.com.
6. حنينه، خالد، التنمية، من الموقع: www.attarik.org.
7. خضر، حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، مارس 2004، من الموقع: www.arab-api.org.
8. سعيد، لبنى، البورصة مغارة علي بابا الجديدة، 2003، من الموقع: www.IslamOnline.net.
9. عارف، نصر، مفهوم التنمية، 2003، من الموقع: www.IslamOnline.net.
10. عبد العظيم، مصطفى، 2002، من الموقع: www.rezgar.com.
11. محمد، عدنان وديع، قياس السمية ومؤشراتها، سلسلة البعث، العدد الثاني، 2001، من الموقع: www.arab-api.org.

ب- باللغة الأجنبية:

1. 9^{ème} plan de développement (1997-2001), Ministère du développement économique, in: www.Tunisie.com.
2. Note d'orientation du 10^{ème} plan de développement, Ministère du développement économique, in: www.Tunisie.com.
3. Tunisie, Profil agro-alimentaire d'un pays, Aperçu statistique, 2001, in: www.atn-riac.agro.ca.
4. www.albyan.co.ae.
5. www.bct.gov.tn.
6. www.BVMT.com.tn.
7. www.CMF.org.tn.
8. www.INS.nat.tn.
9. www.Investintunisia.com.
10. www.IslamOnline.net.
11. www.Tunisie.com.

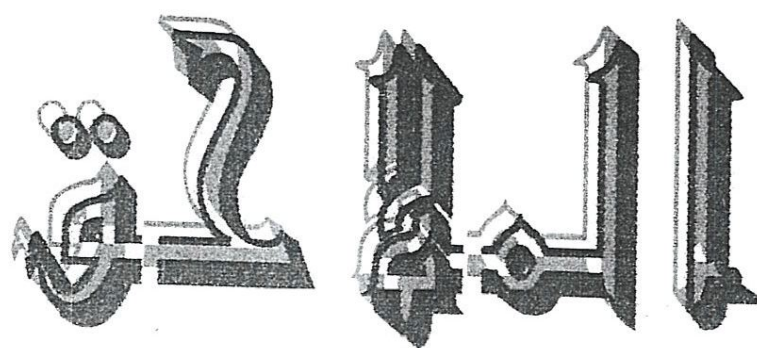
خامسا: الوثائق الداخلية والنصوص القانونية.

أ- باللغة الأجنبية:

1. Rapport d'activité, Bourse des valeurs mobilières de Tunis, Tunis, 1998.
2. Rapport d'activité, Bourse des valeurs mobilières de Tunis, Tunis, 1999.
3. Recueil de textes législatifs et réglementaires, Bourse de Tunis, 1999.
4. Recueil de textes (complément), Bourse de Tunis, 2000.

سادسا: المقابلات الشخصية.

1. مقابلة شخصية مع السيد بودبوس، عبد الرؤوف، مدير دائرة العلاقات العامة، بورصة الأوراق المالية التونسية، تونس، ماي 2004.
2. مقابلة شخصية مع السيد عباسي، محمد ماهر، رئيس المديرية المالية والإدارية، بورصة الأوراق المالية التونسية، تونس، ماي 2004.



الملحق رقم (1): التحفيزات على الاستثمار.

Le Code tunisien des incitations à l'investissement octroie deux catégories d'avantages :

Incitations Communes

- * Un dégrèvement des revenus ou bénéfices réinvestis dans la limite de 35% des revenus ou bénéfices soumis à l'impôt.
- * Exonération des droits de douane sur les biens d'équipement n'ayant pas de similaires fabriqués localement.
- * Une limitation à 10% de TVA à l'importation des biens d'équipement
- * La possibilité de choix du régime de l'amortissement dégressif au titre du matériel et des équipements de production dont la durée d'utilisation dépasse sept ans.

Incitations Spécifiques

- Avantages aux entreprises exportatrices

- * Exonération totale de l'impôt sur les bénéfices provenant de l'exportation pendant les dix premières années, et exonération à concurrence de 50% à partir de la onzième année pour une période illimitée.

Les entreprises totalement exportatrices bénéficient, en plus, des avantages suivants :

- * Exonération totale des bénéfices et revenus réinvestis.
- * Franchise totale des droits et taxes pour les biens d'équipement y compris le matériel de transport des marchandises, les matières premières, les semi-produits et services nécessaires à l'activité.
- * Possibilité de mise en vente sur le marché local de 20% de leur production. La production commercialisée est soumise aux droits et taxes en vigueur.

- Développement régional

Le Code accorde d'importantes incitations en faveur des investissements réalisés par les entreprises établies dans les zones d'encouragement au développement régional : Gouvernerats de Kébili, Tozeur, Sidi Bouzid, Kasserine, le Kef, Béja, Gafsa, Jendouba, Tataouine ainsi que certaines délégations des Gouvernerats de Kairouan, Béja, Zaghuan, Sousse, Sfax, Gabès, Mahdia, Bizerte et Médenine .

- * Exonération totale de l'impôt sur les bénéfices pour une période de dix ans et réduction de 50% de l'assiette imposable pour une nouvelle période de dix ans.
- * Exonération totale de l'impôt sur les bénéfices et revenus réinvestis.
- * Prise en charge par l'Etat de la contribution patronale au régime légal de sécurité sociale, soit 15,5% de la masse des salaires, durant les cinq premières années.
- * Possibilité de participation de l'Etat aux dépenses d'infrastructures.
- * Prime d'investissement de 8% de la valeur de l'investissement.

- Développement agricole

- * Exonération totale de l'impôt sur les bénéfices et revenus réinvestis.
- * Exonération totale de l'impôt durant les dix premières années d'activité.
- * Suspension de la TVA sur les biens d'équipement importés n'ayant pas de similaires fabriqués localement.
- * Possibilité de participation de l'Etat aux dépenses d'infrastructure pour l'aménagement des zones destinées à l'aquaculture et aux cultures utilisant la géothermie.
- * Prime de 7%, 20% ou 25% de l'investissement selon le montant investi et la superficie exploitée.
- * Prime de 30% de la valeur des équipements, instruments et moyens spécifiques nécessaires à la production selon mode biologique.

* Prime de 25% de la valeur de l'investissement dans les délégations de reconversion minière du gouvornorat de Gafsa.

* Prime de 25% de la valeur de l'investissement pour les projets de pêche dans les côtes Nord de Tabarka à Bizerte et en haute mer.

* Prime additionnelle de 8% de la valeur de l'investissement pouvant être accordée pour:

- Les investissements agricoles réalisés dans les régions à climat difficile : Gabès, Gafsa, Médenine, Kébili, Tataouine et Tozeur.

- Les investissements de pêche dans les zones aux ressources insuffisamment exploitées : gouvernerats de Béja, Jendouba, Bizerte et délégation de Kélibia.

- Protection de l'environnement

Le Code accorde aux investissements réalisés par les entreprises, au titre de projets de protection de l'environnement et de traitement des déchets, les avantages suivants :

* Déduction des revenus et bénéfices réinvestis de l'assiette de l'impôt dans la limite de 50%.

* Déduction totale des revenus et bénéfices provenant de l'activité de l'assiette de l'impôt.

* Imposition au taux réduit de 10% des revenus et bénéfices.

* Prime de 20% de la valeur des investissements.

* Suspension de la TVA pour une majeure partie des biens d'équipement.

- Promotion de la technologie et de la recherche-développement

Le Code introduit des encouragements pour les investissements qui concourent à la maîtrise et au développement de la technologie à travers un effort d'intégration locale notamment par la prise en charge par l'Etat, pour une période de cinq ans:

* de 100% de la contribution patronale au régime légal de sécurité sociale au titre des salaires versés aux employés tunisiens pour les investissements réalisés par les entreprises établies dans les zones d'encouragement au développement régional, et ce, dans les secteurs de l'industrie, du tourisme et des services.

* de 50% de la contribution patronale au régime légal de de sécurité sociale pour les salaires versés aux équipes de travail nouvellement créées et qui viennent s'ajouter à la première équipe pour les entreprises industrielles ne fonctionnant pas à feu continu.

* de 100% de la contribution patronale au régime légal de sécurité sociale pour les salaires versés aux agents de nationalité tunisienne titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur délivré au terme d'une scolarité dont la durée est au moins égale à deux années après le baccalauréat ou d'un diplôme équivalent et recrutés par les entreprises opérant dans les secteurs de l'industrie, de l'agriculture et de la pêche ainsi que dans les services, et ce, à partir de la date de recrutement de l'agent pour la première fois.

- Investissements de soutien

Les secteurs de l'éducation, de la formation, de la production culturelle, de la santé et du transport bénéficient notamment de :

* La déduction des bénéfices réinvestis à hauteur de 50% des bénéfices nets soumis à l'impôt sur les sociétés.

* L'imposition au taux réduit de 10% des revenus et bénéfices.

* Suspension de la TVA pour les biens d'équipements importés et n'ayant pas de similaires fabriqués localement.

الملاحق رقم (2): قانون إعادة تنظيم السوق المالية.

Loi N° 94-117 du 14 novembre 1994,
portant réorganisation du marché
financier.

DE LA NOTION DE L'APPEL PUBLIC A
L'ÉPARGNE

Article premier. - Sont réputés sociétés ou organismes faisant appel public à l'épargne:

1. Les sociétés qui sont déclarées comme telles par leurs statuts..
2. Les sociétés dont les titres sont admis à la cote de la Bourse.
3. Les banques et les sociétés d'assurances quel que soit le nombre de leurs actionnaires.
4. Les sociétés dont le nombre d'actionnaires est égal ou supérieur à cent.
5. Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.
6. Les sociétés et les organismes autres que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui, pour le placement de leurs titres, recourent soit à des intermédiaires, soit à des procédés de publicité quelconques, soit au démarchage.

Au sens de la présente loi, le démarchage s'entend l'activité de la personne qui se rend habituellement à la résidence de personnes, sur leurs lieux de travail ou dans les lieux publics, en vue de leur proposer la souscription ou l'acquisition de titres.

Est également considéré comme démarchage, l'envoi de lettres, dépliants ou tous autres documents lorsqu'il est utilisé, de façon habituelle, pour proposer la souscription ou l'acquisition de titres.

CHAPITRE 2
DE L'INFORMATION DU PUBLIC

Art. 2. - Sans préjudice des dispositions relatives aux publications exigées et prévues par la législation en vigueur, toute société ou organisme qui émet des valeurs mobilières ou produits financiers par appel public à l'épargne, doit chaque fois et au préalable, publier un prospectus destiné à l'information du public et portant notamment sur l'organisation de la société ou de l'organisme, sa situation financière et l'évolution de son activité ainsi que les caractéristiques et l'objet du titre ou du produit émis.

Le prospectus est préparé selon des modèles fixés par le Conseil du Marché Financier visé à l'article 23 de la présente loi.

Le projet de prospectus d'émission est soumis pour visa au Conseil du Marché Financier. Celui-ci indique, le cas échéant, les énonciations à modifier et les informations complémentaires à ajouter. Il peut demander, le cas échéant, toute explication et justification. Si la société ne satisfait pas à la demande, le visa est refusé.

Ce prospectus d'émission doit être remis ou adressé à toute personne dont la souscription est sollicitée. Il doit être déposé au siège social de la société et chez tous les intermédiaires chargés de recueillir les souscriptions..

Les sociétés et les organismes émetteurs, lors de l'admission de leurs titres à la cote de la Bourse, ainsi que les personnes concernées par les offres publiques conformément aux conditions prévues au Règlement Général de la Bourse visé à l'article 29 de la présente loi, doivent préparer et publier des prospectus d'admission ou des prospectus d'offre conformément aux conditions prévues par les alinéas ci-dessus du présent article.

L'Etat et les collectivités publiques locales ne sont pas soumis aux formalités prévues par le présent article.

Art. 3. - Sans préjudice des dispositions relatives aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les sociétés faisant appel public à l'épargne sont tenues de déposer ou d'adresser, au Conseil du Marché Financier et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis prévue par l'article 63 de la présente loi à partir de la date de la convocation de l'Assemblée Générale Ordinaire:

- l'ordre du jour et le projet des résolutions proposés par le Conseil d'Administration;
- les documents prévus par l'article 85 du code de commerce.

Au plus tard dans quatre jours ouvrables après la tenue de l'Assemblée Générale Ordinaire, lesdites sociétés doivent adresser ou déposer au Conseil du Marché Financier et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis les résolutions adoptées, les états financiers dûment approuvés, les rapports du commissaire aux comptes et la liste des actionnaires et, le cas échéant, celles des titulaires des certificats de droit de vote et d'obligations convertibles avec droit de vote, réel ou potentiel, revenant à chacun.

Les sociétés faisant appel public à l'épargne doivent, sous réserve des dispositions de l'article 21 de la présente loi, publier dans un quotidien paraissant à Tunis au plus tard dans un délai d'un mois de leur adoption leurs états financiers de synthèse accompagnés des conclusions du commissaire aux comptes, telles que visées à l'article 83 bis du code de commerce.

Les sociétés faisant appel public à l'épargne sont également tenues de déposer ou d'adresser au Conseil du Marché Financier et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis à partir de la date de convocation de l'Assemblée Générale Extraordinaire

- l'ordre du jour et le projet des résolutions ;
- les documents mis à la disposition des actionnaires à l'appui des résolutions proposées.

Dès leur adoption par l'Assemblée Générale Extraordinaire, les résolutions sont adressées au Conseil du Marché Financier et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

Art 4 - Sans préjudice des dispositions relatives aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les sociétés faisant appel public à l'épargne sont tenues de fournir au Conseil du Marché Financier et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis dans un souci d'information continue du public tous renseignements et documents nécessaires à la négociation ou à l'appréciation de leurs titres dans les conditions fixées par le Règlement Général de la Bourse.

A la demande du Conseil du Marché Financier, lesdites sociétés doivent procéder à la diffusion de ces informations ou toute explication supplémentaire exigée par le Conseil du Marché Financier par communiqués.

CHAPITRE 3
DES OFFRES PUBLIQUES ET DES
ACQUISITIONS DE BLOCS DE TITRES

Art. 5. - Est considérée offre publique, l'offre émanant d'une personne physique ou morale, en vue d'acheter, échanger, vendre ou retirer un bloc de titres émis par une société faisant appel public à l'épargne, à des conditions de réalisation et de prix différentes de celles du marché.

Art. 6. - Les projets d'acquisition émanant d'une personne, ou d'un groupe déterminé de personnes, d'un bloc de titres susceptible de conférer le contrôle majoritaire en droits de vote appelé bloc de contrôle dans une société faisant appel public à l'épargne, doivent faire l'objet d'une demande adressée au Conseil du Marché Financier qui se prononce sur la demande et indique, au demandeur, s'il doit procéder à une offre publique d'achat ou s'il doit se soumettre à une procédure de maintien de cours enregistrés à la bourse.

Art. 7. - Lorsqu'une personne, agissant seule ou de concert, vient à détenir un nombre de titres de nature à lui conférer le contrôle

majoritaire en droits de vote, dans une société faisant appel public à l'épargne, le Conseil du Marché Financier peut lui ordonner soit de procéder à une offre publique d'achat, soit de se soumettre à une procédure de maintien de cours enregistrés en bourse dans les conditions fixées par le règlement général de la bourse.

CHAPITRE 4

DU FRANCHISSEMENT DES SEUILS

DE PARTICIPATION ET DE L'ACTION DE

CONCERT

Art. 8. - Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir directement ou indirectement plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers du capital d'une société faisant appel public à l'épargne, est tenue de déclarer à cette société, au Conseil du Marché Financier, et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis dans un délai de 15 jours à compter du franchissement d'un des seuils de participation précités le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle y détient.

Cette déclaration est également faite dans le même délai et aux mêmes organismes lorsque la participation au capital ou le nombre des droits de vote devient inférieur aux seuils prévus au premier alinéa du présent article.

Pour les fonds communs de placement, ladite déclaration incombe au gérant.

Art. 9. - Pour déterminer les seuils de participation visés à l'article 8 de la présente loi, sont assimilés aux actions et aux droits de vote détenus par la personne tenue à déclaration:

1. Les actions ou les droits de vote détenus pour son compte par d'autres personnes;
2. Les actions et les droits de vote détenus par les sociétés qu'elle contrôle;
3. Les actions et les droits de vote détenus par un tiers avec qui elle agit de concert;
4. Les actions et les droits de vote qu'elle même ou l'une des personnes visées aux deux paragraphes 1 à 3, est en droit d'acquérir à sa seule initiative en vertu d'un accord préalable.

Pour les fonds communs de placement, les seuils de participation sont déterminés compte tenu du total des actions détenues dans une même société, par l'ensemble des fonds communs gérés par un même gérant.

Art. 10. - L'action de concert est un accord conclu entre des personnes physiques ou morales en vue d'acquérir, d'exercer ou de céder des droits de vote, pour mettre en oeuvre et suivre une politique commune vis à vis d'une société faisant appel public à l'épargne.

Ladite action est légalement présumée exister:

1. entre une société, le président de son conseil d'administration, ses directeurs généraux, ses gérants ainsi que leurs conjoints, ascendants et descendants jusqu'au premier degré;
2. entre une société holding et les sociétés qu'elle contrôle et leurs dirigeants;
3. entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes.

Au sens de la présente loi une société est réputée comme société holding vis à vis d'une autre société considérée comme soumise à son contrôle:

- lorsqu'elle détient, directement ou indirectement, plus de 50 % des droits de vote aux assemblées générales de cette société;
- ou lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres actionnaires, nonobstant la nullité prévue à l'article 94 alinéa deux du code de commerce;
- ou lorsqu'elle détermine, en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société.

Art. 11. - En vue de calculer les différents seuils de participation, et au plus tard dans les quinze jours qui suivent l'assemblée générale, toute société faisant appel public à l'épargne informe ses actionnaires et le Conseil du Marché Financier du nombre total de droits de vote existant à la date de la tenue de cette assemblée. Dans la mesure où, entre deux assemblées générales, le nombre de droits de vote varie d'un pourcentage fixé par le Conseil du Marché Financier par rapport au nombre déclaré antérieurement, la société lorsqu'elle en a connaissance informe ses actionnaires et le Conseil du Marché Financier du nouveau nombre à prendre en compte.

Art. 12. - La personne tenue à déclaration doit indiquer:

1. le nombre d'actions et de droits de vote qu'elle détenait directement ou indirectement avant le franchissement des seuils visés;
2. le nombre de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés;
3. les actions et les droits de vote acquis en franchissement des seuils de participation prévus par la présente loi;
4. les objectifs qu'elle vise à atteindre au cours des douze mois à venir et, notamment, si elle envisage de poursuivre les acquisitions de nouvelles actions ou de nouveaux droits de vote ou d'arrêter lesdites acquisitions ou d'acquiescer le contrôle de la société concernée et de demander sa nomination comme administrateur;
5. si elle agit seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes.

Art. 13. - La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis diffuse sur ses marchés le contenu de la déclaration visée à l'article précédent. La société émettrice en informe les autres actionnaires dans la plus proche assemblée générale avec inscription du contenu de la déclaration à un point séparé à l'ordre du jour.

Art. 14. - La détention du vingtième des actions ou des droits de vote permet de requérir l'inscription de projets de résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales de la société.

Art. 15. - A défaut d'avoir été régulièrement déclarées dans les conditions prévues aux articles précédents, les valeurs mobilières détenues en franchissement de seuils sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait dans les 3 années qui suivent la date de la régularisation effectuée spontanément par l'intéressé ou après avoir été contraint à le faire par le Conseil du Marché Financier suite à la constatation du franchissement susvisé.

Art. 16. - Les actionnaires des sociétés d'investissement à capital variable ne sont pas soumis aux dispositions du présent chapitre.

CHAPITRE 5

AUTRES DISPOSITIONS COMMUNES

RELATIVES

AUX SOCIÉTÉS FAISANT APPEL PUBLIC A

L'ÉPARGNE

Art. 17. - Sans préjudice des dispositions relatives aux sociétés d'investissement à capital variable, la mise en paiement des dividendes décidée par l'assemblée générale ordinaire d'une société faisant appel public à l'épargne, doit avoir lieu dans un délai maximum de trois mois à partir de la décision de l'assemblée générale.

Art. 18. - En cas d'appel de libération du capital resté sans effet, les sociétés faisant appel public à l'épargne peuvent, après avoir accompli toutes les formalités légales, réglementaires et statutaires pour recouvrer le capital dû, procéder à l'exécution en bourse, même sur duplicata et sans aucune autorisation de justice, des actions non entièrement libérées revenant à l'actionnaire défaillant. L'exécution en bourse se fait aux risques et périls de l'actionnaire défaillant et sous sa responsabilité.

La société qui requiert l'exécution en bourse doit justifier qu'il a été fait appel du capital restant dû ou d'une tranche du capital restant

dû, de façon expresse et non équivoque, et que l'actionnaire a fait défaut à cet appel.

L'appel du capital restant dû ou d'une tranche du capital restant dû peut être porté à la connaissance des actionnaires par voie de presse ou tout autre moyen.

L'actionnaire ne peut être mis en défaut qu'après l'extinction du délai qui lui est imparti par une lettre recommandée de mise en demeure avec accusé de réception.

Les clauses d'agrément et de préemption prévues dans les statuts des sociétés faisant appel public à l'épargne sont inopposables à l'acquéreur des actions non entièrement libérées conformément aux dispositions du présent article.

CHAPITRE 6

DISPOSITIONS SPECIFIQUES AUX SOCIÉTÉS

ADMISES A LA COTE DE LA BOURSE

Art. 19. - Les sociétés admises à la cote de la bourse peuvent acheter les actions qu'elles émettent en vue de réguler leurs cours sur le marché.

A cette fin, l'assemblée générale ordinaire doit avoir expressément autorisé à la société l'achat et la revente en bourse de ses propres actions. Elle fixe notamment le prix maximum d'achat et minimum de revente, le nombre maximum d'actions à acquérir et le délai dans lequel l'acquisition doit être effectuée.

Cette autorisation ne peut être donnée pour une durée supérieure à une année. La société ne peut détenir plus de 10 % du total des actions en circulation.

Ces actions doivent être mises sous la forme nominative et entièrement libérées lors de l'acquisition.

La société doit disposer, au moment de la décision de l'assemblée générale, de réserves autres que les réserves légales d'un montant au moins égal à la valeur de l'ensemble des actions à acquérir calculée sur la base du cours justifiant la régulation.

Les actions détenues par la société émettrice ne donnent ni droit aux dividendes qui doivent être réversés dans un compte de report à nouveau, ni droit à la souscription en cas d'augmentation de capital en numéraire, ni droit de vote. Elles ne sont pas prises en considération pour le calcul des différents quorums.

Avant de procéder à l'exécution de la décision de l'assemblée précitée, la société doit en informer le Conseil du Marché Financier. A la clôture de l'opération de régulation, la société adresse au conseil du marché financier un rapport détaillé sur son déroulement et sur les effets qu'elle a engendrés.

Art. 20. - Les sociétés admises à la cote de la bourse sont tenues de désigner leur commissaire aux comptes parmi les membres de l'ordre des experts comptables de Tunisie.

Art. 21. - Les sociétés admises à la cote de la bourse sont tenues de fournir, au Conseil du Marché Financier et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, outre les documents prévus à l'article 3 de la présente loi, des états provisoires établis sous la responsabilité du conseil d'administration au plus tard un mois après la fin de chaque semestre couru de l'exercice. Ces états doivent être accompagnés de l'avis du commissaire aux comptes sur les résultats provisoires. Lesdites sociétés doivent procéder à la publication des états provisoires dans un quotidien paraissant à Tunis, dès leur envoi au Conseil du Marché Financier.

Art. 22. - L'admission des actions à la cote de la bourse vaut pour la société concernée renonciation de plein droit à toute clause d'agrément et de préemption prévue par ses statuts.

TITRE II - DU CONSEIL DU MARCHÉ

FINANCIER

CHAPITRE 1

DE LA CREATION ET DES RESSOURCES

DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER

Art. 23. - Il est institué un Conseil doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Son siège est à Tunis. Il est dénommé «Conseil du Marché Financier».

Le Conseil du Marché Financier est chargé de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, produits financiers négociables en bourse et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne. Il est également chargé d'organiser et de veiller au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et de produits financiers négociables en bourse.

Le Conseil du Marché Financier assure la tutelle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, les intermédiaires en bourse et la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres visée à l'article 77 de la présente loi, sont soumis au contrôle permanent du Conseil du Marché Financier.

Toutefois, ne sont pas soumis au contrôle du Conseil du Marché Financier, les marchés d'instruments créés en représentation des opérations de banques ou de bons ou billets à court terme négociables sur les marchés relevant de la Banque Centrale de Tunisie.

Art. 24. - Le Conseil du Marché Financier dispose de toutes les prérogatives nécessaires pour mener les missions qui lui sont attribuées en vertu des lois et règlements en vigueur, ainsi que des prérogatives nécessaires à l'administration des services qu'il crée à cette fin.

Art. 25. - Le Conseil du Marché Financier est composé d'un président et des neuf membres suivants :

1. un juge de troisième degré;
2. un conseiller au tribunal administratif;
3. un conseiller à la cour des comptes;
4. un représentant du Ministère des Finances;
5. un représentant de la Banque Centrale de Tunisie;
6. un représentant de la profession des intermédiaires en bourse;
7. trois membres choisis en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne.

Le Président et les membres sont nommés par décret.

Le Président et les membres du Conseil du Marché Financier doivent être de nationalité tunisienne, jouir de leurs droits civiques et politiques et répondre aux conditions énumérées à l'article 20 de la loi 67-51 du 7 décembre 1967 réglementant la profession bancaire telle que modifiée et complétée par les textes subséquents.

Le Président du Conseil ne peut exercer d'autres fonctions incompatibles avec les emplois publics, et ne peut occuper le poste de directeur général ou d'administrateur dans une société anonyme.

Le Président et les membres du conseil du marché financier doivent déclarer sur l'honneur, au Premier Président de la Cour des Comptes, les valeurs mobilières et les instruments financiers négociables en bourse qu'ils détiennent au moment de leur entrée en fonction et ceux qu'ils viendront à détenir au cours de leur mandat.

Le Président et les membres du conseil du marché financier sont tenus au secret professionnel.

Le président, le juge de troisième degré, le conseiller au tribunal administratif et l'un des membres visés au paragraphe 7, exercent leurs fonctions de façon permanente sans cumul avec d'autres fonctions.

Le Président et les membres du Conseil du Marché Financier sont rémunérés selon le cas sous forme d'indemnités fixées par décret.

Art. 26. - Les ressources du Conseil du Marché Financier proviennent de :

- une redevance perçue sur la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et calculée sur la base du volume des transactions qui sont réalisées sur ses marchés ou enregistrées auprès d'elle;
- une redevance perçue sur la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres et calculée sur la base de son chiffre d'affaires;
- une redevance perçue sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières et calculée sur la base des actifs gérés;
- une commission sur les émissions nouvelles de valeurs mobilières et produits financiers réalisées par appel public à l'épargne;
- une commission sur le visa des publications exigées par la réglementation en cas d'émission nouvelle, d'admission en Bourse et de lancement d'offres publiques;
- du revenu de ses biens;
- du revenu provenant des prestations de service qui ne rentrent pas dans l'exercice de ses missions habituelles;
- des produits de réalisation d'éléments d'actif;
- des aides et de dons d'organismes nationaux ou étrangers que le Conseil du Marché Financier accepte après approbation de l'autorité compétente;
- des dotations budgétaires.

Les taux et les modalités de perception des commissions et redevances sont fixés par arrêté du Ministre des Finances.

Art. 27. - Le Conseil du Marché Financier bénéficie pour le recouvrement de ses créances, du privilège général reconnu à l'Etat. Le recouvrement peut se faire par le moyen d'états de liquidation qui sont rendus exécutoires par le Ministre des Finances.

CHAPITRE 2

DES ATTRIBUTIONS DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER

Art. 28. - Le Conseil du Marché Financier prend dans le domaine de sa compétence, des règlements dont les mesures d'application sont précisées par des décisions générales, et prend également des décisions individuelles.

Art. 29. - Les règlements du Conseil du Marché Financier concernent:

1) L'organisation et les règles de fonctionnement des marchés placés sous son autorité. En particulier, le Conseil du Marché Financier établit le règlement général de la bourse qui fixe notamment:

- les règles relatives à l'organisation et au fonctionnement du marché et à la suspension des négociations;
- les règles relatives à l'admission, aux négociations et à la radiation des valeurs mobilières et produits financiers;
- les conditions dans lesquelles les projets d'acquisition de blocs de contrôle et de blocs de titres sont déclarés et réalisés, ainsi que les offres publiques obligatoires et les offres publiques facultatives, les conditions dans lesquelles elles sont initiées, acceptées, réalisées et réglées ainsi que les procédures à suivre et les moyens de défense et de garanties.

2) Les règles de pratiques professionnelles qui s'imposent

- aux personnes faisant appel public à l'épargne;
- aux intermédiaires en bourse et les personnes qui, en raison de leur activité professionnelle, interviennent dans des opérations de contrôle comptable ou de montage juridique ou financier sur des titres ou produits financiers placés par appel public à l'épargne;
- aux personnes qui assurent la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres ou de produits financiers;
- à la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres.

Art. 30. - Les décisions individuelles sont des décisions qui n'ont pas un caractère réglementaire que le Conseil du Marché

Financier prend dans le cadre de sa mission et qui sont notamment relatives:

- à l'agrément des intermédiaires en bourse visés à l'article 55 de la présente loi et à la désignation de ceux qui parmi eux se livrent aux activités de contrepartie et de ceux qui peuvent se spécialiser dans les activités de teneur de marché, ainsi qu'au retrait de l'agrément;
- aux sanctions pécuniaires et disciplinaires qui ressortent de sa compétence;
- à la recevabilité des offres publiques.

Art. 31. - Les règlements du Conseil du Marché Financier sont publiés au Journal Officiel de la République Tunisienne après visa du Ministre des Finances. Les décisions générales sont publiées au bulletin officiel du Conseil du Marché Financier après visa du Ministre des Finances.

Les décisions individuelles sont notifiées aux intéressés par voie légale et font l'objet d'un communiqué par extrait chaque fois que ses effets intéressent les tiers.

Art. 32. - Le Conseil du Marché Financier s'assure que les publications prévues par les dispositions législatives et réglementaires sont régulièrement effectuées par les sociétés et les organismes faisant appel public à l'épargne tels que définis par l'article premier de la présente loi.

Il vérifie la conformité des informations fournies ou publiées par les personnes précitées aux exigences légales et réglementaires.

Le Conseil du Marché Financier doit ordonner à ces personnes de procéder à des publications rectificatives dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans les documents publiés.

Il porte à la connaissance du public les observations qu'il a faites aux dites personnes et les informations dont la publication lui paraît nécessaire.

Art. 33. - Le Conseil du Marché Financier peut demander aux experts comptables inscrits à l'ordre des experts comptables de Tunisie, ou à un expert inscrit sur une liste d'experts judiciaires, de procéder auprès des personnes mentionnées au sous-paragraphe 2 de l'article 29 de la présente loi, à toute analyse complémentaire ou vérification qui lui paraîtrait nécessaire. Dans ce cas, les frais et honoraires sont à la charge du Conseil du Marché Financier.

Art. 34. - Le Conseil du Marché Financier est habilité à recevoir de tout intéressé les pétitions et plaintes qui entrent, par leur objet, dans sa compétence et à leur donner les suites qu'elles comportent dans un délai de deux mois à partir de la date de leur réception.

Art. 35. - Le Conseil du Marché Financier veille à l'application de la législation relative à l'acquisition et à la négociation des valeurs mobilières et produits financiers par les étrangers conformément aux lois et règlements en vigueur, et dans des conditions fixées par décret.

Art. 36. - Pour l'exécution de ses missions, le Conseil du Marché Financier peut procéder à des investigations auprès de toute personne physique ou morale.

Ces investigations sont effectuées par des agents assermentés et habilités à cet effet par le Conseil du Marché Financier et choisis parmi les fonctionnaires équivalents au moins à la catégorie «A» visée par la loi 83-112 du 12 décembre 1983 portant statut général des personnels de l'Etat et des collectivités publiques locales et des établissements publics à caractère administratif.

Art. 37. - Les enquêteurs sont autorisés, dans l'accomplissement de leur mission, à:

1. Visiter, pendant les heures habituelles d'ouverture ou de travail, les locaux professionnels;
2. Bloquer les titres et les documents suspectés d'être falsifiés ou non conformes aux normes et règles en vigueur et ce même entre les mains de leur détenteur. Les documents et valeurs bloqués sont laissés à la garde de leur détenteur selon les

conditions des articles 97, 98 et 100 du code de procédure pénale

3. Faire toute les constatations nécessaires, se faire produire, sur première réquisition et sans déplacement, les documents, pièces, quel qu'en soit le support, et les registres nécessaires à leurs recherches et constatations et en prendre copie;
4. Se faire remettre, contre récépissé, les documents et pièces visés au paragraphe précédent qui sont nécessaires à l'accomplissement de leur mission ou à la poursuite de l'enquête;
5. Exiger de l'annonceur d'une information en relation avec la mission du Conseil du Marché Financier, la mise à leur disposition de tous les éléments propres à justifier les allégations et les indications et les méthodes de présentation de la publicité. Ils peuvent également exiger de l'annonceur, de l'agence de publicité ou du responsable du support publicitaire la mise à leur disposition les messages diffusés.
6. Convoquer et entendre toutes les personnes susceptibles de leur fournir des informations en rapport avec leur mission.

Art. 38. - Les enquêteurs et toutes autres personnes appelées à prendre connaissance des dossiers sont tenus au secret professionnel. Les dispositions de l'article 254 du code pénal leur sont applicables.

Art. 39. - Pour la recherche des infractions définies à l'article 81 de la présente loi, les enquêteurs peuvent, après avoir procédé aux investigations dans les conditions des articles 36, 37 et 38 de la présente loi, convoquer par lettre recommandée avec accusé de réception et auditionner les personnes concernées, ou toutes autres personnes susceptibles de leur fournir des informations concernant les affaires dont ils sont saisis.

Les investigations sont constatées par procès-verbal établi et signé par deux enquêteurs du Conseil du Marché Financier qui doivent, au préalable, indiquer leur identité et les pièces de leur habilitation.

Tout procès-verbal doit comporter le cachet du service dont relèvent les enquêteurs ainsi que les déclarations de la personne entendue ou son refus.

La personne entendue peut se faire assister par un conseil de son choix au stade de l'audition et au stade de l'établissement du procès-verbal. La personne entendue lors de l'établissement du procès-verbal, est tenue de le signer. Au cas où le procès-verbal est établi en son absence ou au cas où elle refuse de le signer, mention en est faite sur le procès-verbal.

Le procès-verbal doit également mentionner la date, le lieu et la nature des constatations ou des contrôles effectués et indiquer que la personne verbalisée a été informée de la date et du lieu de sa rédaction et qu'elle a été convoquée par lettre recommandée avec accusé de réception, sauf le cas de flagrant délit.

Les procès-verbaux remplissant les conditions ci-dessus énoncées sont transmis par le Conseil du Marché Financier au Procureur de la République auprès du tribunal de première instance de Tunis accompagnés des demandes.

Art. 40. - Le Conseil du Marché Financier peut ordonner toute personne de mettre fin aux pratiques contraires à ses règlements lorsque ces pratiques ont pour effet de:

- fausser le fonctionnement du marché;
- procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché;
- porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts;
- faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

Le Conseil du Marché Financier lors d'une réunion de son collège tenue à cet effet, peut, après respect des procédures garantissant les droits de défense, prononcer à l'encontre des auteurs des pratiques ci-dessus visées une amende au profit du Trésor Public qui ne peut excéder 20 000 dinars et lorsque des profits ont été réalisés, cette amende peut atteindre le quintuple du montant des profits réalisés à condition que le montant de l'amende soit fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements,

Les intéressés peuvent assister personnellement aux réunions susvisées ou se faire représenter.

Le Conseil du Marché Financier peut également ordonner aux frais des intéressés la publication de ses décisions dans les journaux qu'il désigne dans les 15 jours qui suivent l'ordre de publier.

Les décisions du Conseil du Marché Financier sont motivées et susceptibles d'appel devant la cour d'appel de Tunis.

Le paiement de l'amende au profit du Trésor Public emporte extinction de l'action publique.

Art. 41. - Le Conseil du Marché Financier est investi d'un pouvoir disciplinaire à l'égard:

- de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, ses dirigeants et de ses personnels;
- de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, ses dirigeants et ses personnels;
- des intermédiaires en bourse, personnes physiques ou morales, leurs dirigeants et le personnel placé sous leur autorité;
- des dirigeants, des gestionnaires et des dépositaires des fonds et des actifs des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières et du personnel placé sous leur autorité.

Art. 42. - Toute infraction aux lois et règlements ainsi que tout manquement aux règles et usages professionnels applicables aux personnes visées à l'article 41 de la présente loi donnent lieu à sanction par le collège du Conseil du Marché Financier érigé en conseil de discipline.

Les sanctions sont l'avertissement ou le blâme et, pour les personnes autres que la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie de l'activité et, le cas échéant, le retrait de l'agrément.

La personne appelée à comparaître devant le conseil de discipline est convoquée par lettre recommandée avec accusé de réception, huit jours au moins avant la date prévue pour la tenue du Conseil. Elle obtient sur sa demande communication de copies des pièces du dossier.

Aucune sanction ne peut être prononcée sans que la personne concernée, ou son représentant qualifié, n'ait été entendue ou dûment convoquée. Elle peut se faire assister par un conseil de son choix.

Le conseil de discipline se réunit à la demande de son président ou à la demande du commissaire du gouvernement placé auprès de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis visé à l'article 66 de la présente loi ou de la moitié du nombre de ses membres.

Les décisions du conseil de discipline sont motivées et susceptibles d'appel devant la cour d'appel de Tunis.

Art. 43. - Le Président du tribunal de première instance de Tunis peut, sur demande motivée du président du Conseil du Marché Financier, prononcer par voie de référé la saisie, en quelque main qu'ils se trouvent, des fonds, valeurs, titres ou droits appartenant aux personnes mises en cause par lui avec, le cas échéant la mise des scellés. Le Président du tribunal peut prononcer, dans les mêmes conditions, l'interdiction temporaire de l'activité professionnelle.

Le Président du tribunal de première instance de Tunis, peut, sur demande motivée du président du conseil du marché financier ordonner, en la forme de référés, qu'une personne mise en cause soit astreinte à consigner une somme d'argent. Il fixe alors le montant de la somme à consigner et le délai de consignation.

En cas d'inculpation de la personne consignataire, les articles 90 et 91 du Code de procédure pénale s'appliquent à propos de la somme consignée.

Art. 44. - Le Président du Tribunal de première instance de Tunis peut sur demande motivée du Président du Conseil du Marché Financier, ordonner par voie de référé toute personne dont les

agissements contraires aux lois et règlements sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants en valeurs mobilières et produits financiers placés par appel public à l'épargne, de mettre fin à ces agissements.

Il peut aussi, pour les mêmes raisons et dans les mêmes conditions, ordonner par voie de référé les personnes visées de faire ce qu'exigent les lois et les règlements.

Le président du tribunal de première instance peut prendre toute mesure conservatoire afin d'exécuter l'ordonnance qu'il a prononcée.

Art. - 45. - Le président du tribunal de première instance de Tunis peut, sur demande motivée du président du Conseil du Marché Financier, ordonner par voie de référé la récusation du commissaire aux comptes désigné par l'assemblée générale de sociétés faisant appel public à l'épargne et d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières et la nomination de celui qui le remplace conformément aux procédures de l'article 83 du Code de Commerce.

Dans ce cas, le commissaire aux comptes désigné par la justice demeure en fonction jusqu'à la désignation d'un commissaire aux comptes par l'organe compétent.

Art. 46. - Le Conseil du Marché Financier peut, dans l'exercice de ses missions, collaborer avec les organismes étrangers homologues ou assumant des attributions équivalentes aux siennes et signer des accords avec ces organismes après l'approbation des autorités tunisiennes compétentes.

Art. 47. - Le Président et les membres visés à l'article 25 de la présente loi, constituent le collège du Conseil du Marché Financier.

Art. 48. - Le Collège est l'autorité habilitée à accomplir les missions du Conseil du Marché Financier.

Il accomplit ou autorise tous les actes et opérations relatifs à sa mission.

Il agréé les intermédiaires en bourse et désigne, parmi eux, ceux qui sont autorisés à se livrer aux activités de tenue de marché et ceux qui sont autorisés à effectuer la contrepartie.

Il prend les sanctions visées aux articles 40 et 42 de la présente loi.

Il assure le contrôle de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, des intermédiaires en bourse et de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres et assure la tutelle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Il prend les règlements dans le domaine de compétence du conseil et il établit, en particulier le règlement général de la Bourse.

Il se prononce sur les pétitions et plaintes et fournit son avis aux autorités judiciaires compétentes dans les cas visés à l'article 86 de la présente loi.

Il approuve les prix de souscriptions et de rachat des actions de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et désigne les experts pour leur évaluation.

Il donne son avis sur les statuts de l'association des intermédiaires en bourse.

Il approuve les règlements de parquet de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

Il peut s'opposer à la décision de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis relative à la négociabilité des produits financiers, à l'admission des valeurs mobilières et des produits financiers à la cote de la Bourse ou à leur radiation.

Il fixe le pourcentage de variation des droits de vote, visé à l'article 11 de la présente loi.

Le collège examine les rapports d'enquête et décide de la suite à leur donner, examine les affaires donnant lieu à une sanction pécuniaire ou disciplinaire.

Le collège arrête le statut du personnel du Conseil du Marché Financier, établit le budget, se prononce sur l'acceptation ou refus des subventions ou dons proposés par les organismes tunisiens ou étrangers après l'approbation des autorités compétentes.

Le collège donne son avis sur les questions que lui soumet le Ministre des Finances.

Art. 49. - Le collège se réunit sur convocation du Président du Conseil du Marché Financier, ou à la demande de la moitié de ses membres, chaque fois que de besoin et, au moins, une fois tous les deux mois.

Il délibère et prend ses décisions à la majorité des membres présents, et en cas de partage des voix, celle du président est prépondérante. Les décisions du collège ne sont légalement prises qu'en présence de la majorité de ses membres.

Art. 50. - Le Président préside les réunions du collège.

En cas d'empêchement, la présidence du collège revient au juge de troisième degré, et à défaut, au conseiller du tribunal administratif, et à défaut au conseiller à la cour des comptes.

Le Président du Conseil du Marché Financier assure l'organisation et la gestion des services administratifs du Conseil du Marché Financier. Il peut se faire assister, dans cette tâche, par un secrétaire général ou un directeur, placé directement sous son autorité.

Le Président représente le Conseil du Marché Financier auprès des tiers et dans tous les actes civils, administratifs et judiciaires.

Le Président notifie aux intéressés les décisions prises en application de l'article 30 de la présente loi et leur signifie les décisions prises en application des articles 40 et 42 de la présente loi.

Il saisit le Président du tribunal de première instance de Tunis conformément aux dispositions des articles 43, 44 et 45 de la présente loi et en informe le Procureur de la République lorsque les agissements sont passibles de sanctions pénales.

Le Président dresse les états de liquidations qui sont rendus exécutoires par le Ministre des Finances.

Sur délégation du Collège du Conseil du Marché Financier, le président a autorité sur l'ensemble du personnel du Conseil du Marché Financier qu'il recrute, licencie et nomme à tous emplois conformément au statut du personnel du conseil du marché financier. Sur délégation du Collège du Conseil du Marché Financier, le président fixe les traitements, salaires, indemnités et avantages qu'il accorde au personnel du Conseil du Marché Financier dans le cadre de leur statut et fixe le cas échéant, les salaires, les indemnités, les avantages et les honoraires qu'il accorde aux collaborateurs extérieurs.

Il procède à l'ordonnancement des recettes et des dépenses.

Il peut déléguer, sous sa responsabilité, sa signature à un agent placé sous son autorité.

Il présente chaque année un rapport sur l'activité du Conseil du Marché Financier au Président de la République.

Art. 51. - Sur délégation du collège du Conseil du Marché Financier, le Président peut:

- engager les investigations, habilité les enquêteurs et transmettre les décisions de poursuites;
- saisir le Président du Tribunal de première instance de Tunis à l'effet d'ordonner les interdictions temporaires de l'activité professionnelle, la saisie, la consignation de fonds, et la récusation de commissaires aux comptes;
- adresser les injonctions aux personnes concernées par les pratiques visées à l'article 40 de la présente loi;
- viser les prospectus dans les conditions de l'article 2 de la présente loi et ordonner les publications rectificatives visées à l'article 32 de la présente loi;
- se prononcer sur la recevabilité des offres publiques;
- ordonner, à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, la suspension des négociations d'un marché ou d'une valeur mobilière ou d'un produit financier ou s'opposer à la décision de

En cas de sortie de l'un des intermédiaires de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, pour quelques motifs que ce soit, sa part dans le capital est obligatoirement rachetée par les intermédiaires restants, à égalité, sous réserve des dérogations prévues au troisième alinéa du présent article.

En cas d'agrément d'un nouvel intermédiaire, le capital de la société est augmenté à concurrence de sa participation, sous réserve des dérogations prévues au troisième alinéa du présent article.

Les prix de souscription et de rachat des actions de la société sont approuvés par décision du Conseil du Marché Financier sur rapport d'experts qu'il désigne à cette fin.

Art. 64. - Le projet des statuts de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, ainsi que les modifications qui y sont apportées ultérieurement, doivent être approuvés par le Ministre des Finances après avis du Conseil du Marché Financier.

Art. 65. - La désignation des administrateurs de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis est soumise à l'approbation du Ministre des Finances qui peut les démettre sur rapport motivé du commissaire du gouvernement et pourvoir à leur remplacement, parmi les actionnaires, jusqu'à élection de nouveaux administrateurs.

Art. 66. - Un commissaire du gouvernement nommé par le Ministre des Finances est placé auprès de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis avec pour mission de veiller au respect des dispositions légales, réglementaires ainsi que celles prévues par les statuts de la Bourse.

Il est convoqué à toutes les réunions des organes de délibération et de gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis. Il reçoit communication de toutes les décisions prises avant leur mise en application.

Il peut suspendre l'exécution de toute décision ou mesure qui lui paraîtrait contraire à la loi ou aux règlements et en référer à l'autorité compétente dans un délai ne dépassant pas trois jours ouvrables.

Passé le délai de trois jours ouvrables et à défaut pour cette dernière de se prononcer sur la levée ou le maintien de la suspension pour une nouvelle période, la décision ou mesure suspendue devient exécutoire.

Le commissaire du Gouvernement informe l'autorité compétente de toute carence ou manquement des intervenants sur le marché, dans l'accomplissement de leurs missions.

Le commissaire du gouvernement exerce ses fonctions auprès de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis de façon permanente à plein temps.

Art. 67. - Les intermédiaires en bourse acquittent à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, au titre de l'utilisation des services communs, une redevance annuelle proportionnelle au volume des transactions réalisées par chacun d'entre eux et dont le taux et les modalités de paiement sont décidés par le conseil d'administration de la Bourse.

Les opérations négociées par l'entremise des intermédiaires en bourse au profit de la clientèle donnent lieu au paiement de commissions par le vendeur et l'acheteur au profit de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis. Le niveau de ces commissions ne peut dépasser un plafond fixé par arrêté du Ministre des Finances.

Les opérations de contrepartie et les opérations de tenue de marché donnent lieu, en ce qui concerne la commission due par l'intermédiaire en bourse, au paiement, au profit de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, d'une commission proportionnelle au spread dont le taux et les modalités de paiement sont fixés par arrêté du Ministre des Finances.

Les opérations qui ne donnent pas lieu à négociation sur le marché et qui sont enregistrées par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis donnent lieu au paiement, au profit de celle-ci

d'une commission par le vendeur et l'acheteur dont le barème est fixé par arrêté du Ministre des Finances.

La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis perçoit sur les valeurs mobilières et produits financiers admis à la cote de la bourse une commission d'admission et une commission annuelle de séjour acquittées par les organismes émetteurs et dont les taux et les modalités de paiement sont fixés par arrêté du Ministre des Finances.

Art. 68. - Outre les missions qui lui sont confiées par les lois, les règlements et par ses statuts, la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis est essentiellement chargée de :

1. mettre en place les structures techniques et administratives nécessaires à l'installation du marché et qui sont de nature à assurer la sécurité matérielle et juridique des opérations dans les conditions requises de célérité;
2. se prononcer sur l'admission et l'introduction des valeurs mobilières et produits financiers à la cote de la bourse et leur radiation ainsi que sur la négociabilité des produits financiers sur ses marchés, sauf opposition du Conseil du Marché Financier;
3. enregistrer les opérations effectuées et les cours établis sur ses marchés;
4. suspendre l'ensemble de la cotation ou la cotation d'une valeur mobilière ou d'un produit financier chaque fois qu'il y a un risque technique ou un risque en relation avec l'information financière ou la variation inhabituelle des cours et en informer sans délai le Conseil du Marché Financier;
5. publier les informations relatives aux opérations, les cours, les avis et communiqués dont la publicité est exigée par les lois et règlements;
6. veiller à la conformité des opérations effectuées sur le marché, à la réglementation et aux procédures en vigueur;
7. dénoncer dès qu'elle en a connaissance au Conseil du Marché Financier les opérations, agissements, pratiques, documents et faits contraires à la loi;
8. établir les règlements de parquet et les soumettre à l'approbation du Conseil du Marché Financier;
9. gérer le fonds de garantie visés à l'article 62 de la présente loi;
10. formuler, au Conseil du Marché Financier, les propositions et avis sur les questions rentrant dans son objet et relatives au développement du marché.

Art. 69. - Le Ministre des Finances et le Conseil du Marché Financier peuvent ordonner à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis de déclarer un produit financier négociable sur ses marchés.

Art. 70. - A l'exception des cas de succession les transactions portant sur des valeurs mobilières et des droits s'y rapportant émis par les sociétés et les organismes faisant appel public à l'épargne, ainsi que les produits financiers dont la négociabilité en bourse est reconnue, doivent être effectuées sur un marché de négociation dans les conditions fixées par le règlement général de la bourse. Toutefois, sont enregistrées sans négociation dans les conditions fixées par le règlement général de la Bourse les transactions ayant lieu entre :

- conjoints ou entre ascendants et descendants jusqu'au troisième degré;
- deux sociétés dont l'une d'elles détient directement 34% au moins du capital de l'autre;
- une personne morale autre qu'une société et une société lorsque la personne morale détient directement 34 % au moins du capital de la société;
- deux personnes physiques ou morales lorsque la transaction, incluse dans une convention autre qu'une simple vente, en constitue un élément nécessaire;
- le porteur et le cocontractant dans une convention de portage lorsqu'une copie de ladite convention est déposée simultanément auprès du Conseil du Marché Financier et de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis dès l'achèvement des formalités juridiques de l'établissement de cette convention;
- deux actionnaires lorsque la transaction porte sur des actions destinées à servir de garantie de gestion exigée des administrateurs.

Sont aussi enregistrées en Bourse, sans négociation, les opérations décidées dans le cadre de la restructuration des entreprises publiques et à participation publique ou à majorité

publique, et qui sont notifiées à la Bourse par l'autorité compétente.

Art. 71. - A l'exception des cas de succession, les transactions portant sur des valeurs mobilières et des droits s'y rapportant émis par des sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne doivent être enregistrées auprès de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis par les intermédiaires en bourse dans les conditions fixées par le règlement général de la bourse.

L'enregistrement se fait au sens de la présente loi, par l'inscription sur les registres tenus à cet effet par la Bourse des transactions ayant lieu en dehors des marchés de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, selon les conditions de prix, de règlement et de garanties fixées par les parties.

Toutefois, les valeurs mobilières émises par des sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne peuvent faire l'objet de négociation à la demande des offreurs ou des demandeurs intéressés par les avantages du marché, dans les conditions fixées par le Règlement Général de la Bourse.

Art. 72. - Les transferts consécutifs aux opérations de négociation et d'enregistrement de valeurs mobilières et produits financiers donnent lieu à la délivrance, par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, d'une attestation de négociation ou d'enregistrement, selon le cas, au profit des intermédiaires en bourse concernés.

Art. 73. - Les transactions effectuées en contravention des articles 70 et 71 de la présente loi sont nulles.

Art. 74. - Les organismes émetteurs de valeurs mobilières et de produits financiers ainsi que les organismes jouant, pour leur compte, le rôle d'agents de transfert sont tenus, dans les cas où la loi et les règlements l'exigent, de demander la production de l'attestation de négociation ou d'enregistrement visée à l'article 72 de la présente loi avant l'inscription de transfert de propriété sur leurs registres ou tous autres supports en tenant lieu.

Art. 75. - Les transactions donnant lieu à négociation s'effectuent :

- soit au sein d'une cote où les valeurs mobilières, les produits financiers et les droits s'y rapportant sont admis à la négociation d'une façon permanente et qui est organisée en différents marchés suivant les critères fixés par la Règlement Général de la Bourse;
- soit au sein d'un marché réservé à la négociation des valeurs mobilières, les produits financiers et les droits s'y rapportant qui ne sont pas admis à la cote de la bourse.

Les conditions de création, d'organisation et de fonctionnement des différents marchés ainsi que les conditions d'admission des valeurs mobilières, des produits financiers et des droits s'y rapportant, sont fixées par le règlement, général de la bourse.

Les valeurs mobilières émises par l'Etat et les collectivités publiques locales sont admises d'office et de façon permanente à l'un des marchés de la cote de la Bourse, sur demande du Ministre des Finances.

Art. 76. - En cas de vacance ou carence, volontaire ou involontaire, de nature à empêcher la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis d'accomplir ses missions, le Ministre des Finances prend, par arrêté, les mesures nécessitées par les circonstances.

CHAPITRE 3

DE LA SOCIÉTÉ DE DÉPÔT, DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT

Art. 77. - Les intermédiaires en bourse sont tenus de constituer, sous la forme d'une société anonyme, une société interprofessionnelle de dépôt, de compensation et de règlement de titres, son capital peut être ouvert aux organismes dont la participation est agréée par le Ministre des Finances.

Les statuts de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres sont approuvés par le Ministre des Finances.

Art. 78. - La société de dépôt, de compensation et de règlement peut recevoir les dépôts des valeurs mobilières, en vertu de contrats.

Le dépôt des valeurs mobilières donne lieu à la tenue de comptes par la société de dépôt, de compensation et de règlement au profit de la société émettrice, du propriétaire des valeurs mobilières et des intermédiaires en bourse, chacun en ce qui le concerne. Ces comptes retracent le nombre de valeurs mobilières déposées auprès de ladite société et le nombre de valeurs mobilières matériellement portées par leurs propriétaires. Elle se charge de l'inscription des nantisements et des oppositions et de toute autre charge pesant sur les valeurs mobilières et les droits y attachés déposés chez elle.

Les dispositions des articles 689 à 697 du code de commerce s'appliquent à la société de dépôt, de compensation et de règlement.

Ladite société se charge aussi des opérations de compensation et de règlement des transactions effectuées en bourse.

Art. 79. - Outre les valeurs mobilières délivrées à leurs propriétaires par les sociétés émettrices, celles-ci doivent obligatoirement déposer auprès de la société de dépôt, de compensation et de règlement les valeurs mobilières admises à la cote de la bourse sous la forme d'un titre collectif et unique représentant le nombre de titres admis.

Les propriétaires des valeurs mobilières qu'elles soient admises ou non à la cote de la bourse, peuvent les déposer matériellement auprès de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, ou permettre à celle-ci de les recevoir matériellement de la société ou de l'organisme émetteur, ou demander en remplacement tout autre document en vue de les déposer chez elle au profit de leurs propriétaires.

Dans les deux cas, les propriétaires des valeurs mobilières déposées et ceux qui le deviendront ultérieurement, peuvent les retirer et les porter matériellement.

Art. 80. - L'intermédiaire en bourse vendeur, doit déposer les valeurs mobilières qu'il offre sur les marchés de négociation ou alimenter son compte en titres similaires et de droits s'y rapportant ouvert auprès de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, avant l'exécution de l'ordre de vente sur le marché.

TITRE IV : DES INFRACTIONS ET DES SANCTIONS

Art. 81. - Seront punies d'une amende de 1 000 à 10 000 dinars, les personnes disposant à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur de titre faisant appel public à l'épargne ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, qui auront réalisé, directement, ou par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations par les voies légales et réglementaires.

Dans le cas de réalisation d'un profit, le montant de l'amende peut être porté au quintuple du montant du profit réalisé, sans que le montant de l'amende puisse être inférieur à ce profit.

Sera punie des peines prévues au premier paragraphe du présent article, toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur de titres faisant appel public à l'épargne ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, de nature à agir sur les cours.

Sera punie des peines prévues au premier paragraphe du présent article, toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, une manœuvre ayant pour objet

d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur.

Sera punie d'une amende de 1 500 à 15 000 dinars toute personne qui, disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, l'aura communiqué à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

Art. 82. - Seront punis d'une amende de 500 à 1 000 dinars les présidents directeurs généraux, les directeurs généraux, les administrateurs ainsi que les intermédiaires en bourse qui auront sciemment émis, proposé à la souscription ou mis en vente des valeurs mobilières ou produits financiers de sociétés faisant appel public à l'épargne sans que la formalité prévue à l'article 2 de la présente loi ne soit observée.

Seront punis des mêmes peines les présidents directeurs généraux et les directeurs généraux des sociétés faisant appel public à l'épargne qui, sciemment, n'auront pas respecté les obligations prévues par les articles 3, 4 et 21 de la présente loi.

Art. 83. - Le cédant, le cessionnaire et le rédacteur du contrat de cession ou du document qui y tient lieu sont passibles, en cas d'observation des articles 70 et 71 de la présente loi, d'une amende dont le montant est égal à la valeur des titres objet de la cession.

Sont tenus de payer une amende de 500 à 2 000 dinars, les représentants légaux des sociétés, les agents de transferts pour le compte de ces sociétés qui enregistrent le transfert d'un droit attaché aux valeurs mobilières sur le registre de transfert ou sur tout autre document y tenant lieu, sans observer les dispositions de l'article 74 de la présente loi.

Les représentants légaux des sociétés sont tenus en cas d'observation des dispositions des articles 19 et 88 de la présente loi, de payer une amende dont le montant est égal à la valeur des actions achetées.

La constatation des infractions, l'obligation de paiement des amendes ainsi que leur recouvrement, se font selon les formalités en matière d'enregistrement fiscal.

Art. 84. - Sera puni d'un emprisonnement de seize jours à six mois et d'une amende de 500 à 2 000 dinars, ou de l'une des deux peines seulement toute personne qui aura sciemment mis obstacle aux enquêteurs chargés des investigations, lors de l'exécution de leur mission.

Art. 85. - Sont passibles des sanctions prévues à l'article 84 de la présente loi, les personnes qui auront, sciemment, mis obstacle à l'exécution de l'ordonnance rendue par le président du tribunal de première instance sur la base de l'article 44 de la présente loi.

Art. 86. - Les autorités judiciaires compétentes, saisies des poursuites relatives aux infractions prévues par l'article 81 de la présente loi peuvent, à toute étape de la procédure, demander l'avis du Conseil du Marché Financier.

TITRE V - DISPOSITIONS DIVERSES

Art. 87. - Les transactions ayant lieu entre des personnes non résidentes et portant sur des valeurs mobilières et produits financiers émis par des sociétés non résidentes de droit tunisien ne sont pas soumises aux dispositions de la présente loi. Toutefois, lesdites sociétés doivent déclarer ces transactions sans frais à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis au plus tard 15 jours après leur inscription sur leurs registres.

Pour les opérations donnant lieu à appel public à l'épargne, auprès de personnes résidentes, les sociétés non résidentes sont tenues de respecter les dispositions des titres premier et second de la présente loi.

Art. 88. - Sont interdits la souscription et l'achat par la société de ses propres actions. Toutefois, l'assemblée générale

extraordinaire qui décide une réduction du capital non motivée par des pertes peut autoriser le conseil d'administration, pendant une période déterminée à acheter un nombre d'actions en vue de leur annulation.

Dans ce cas, le capital est réduit à concurrence des actions effectivement achetées. Ces actions doivent être annulées dans un délai de trois mois à partir de la date de l'achèvement de l'opération d'achat.

Il est fait mention à cette annulation, sur le recto des titres au porteur, et sur les registres de transfert pour les titres nominatifs.

Si les titres font l'objet de dépôt, leur annulation se fait par une mention en ce sens portée sur les comptes ouverts auprès du dépositaire et par le retrait de ces titres pour leur appliquer les procédures prévues à l'alinéa précédent du présent article.

Les dispositions du présent article ne sont pas applicables aux sociétés d'investissement à capital variable.

Art. 89. - Sont abrogées les dispositions antérieures et contraires à la présente loi et notamment la loi N° 89-49 du 8 mars 1989 relative au marché financier.

Toutefois, et jusqu'à l'installation du Conseil du Marché Financier, de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et de la Société de Dépôt, de Compensation et de Règlement de titres dans un délai d'une année à partir de la parution de la présente loi, la bourse des valeurs mobilières et le comité de cotation continuent d'exercer les missions qui leur ont été confiées par la loi N° 89-49 du 8 mars 1989 relative au marché financier.

En outre, et dès l'entrée en vigueur de la présente loi et jusqu'à l'installation du Conseil du Marché Financier, la Bourse des Valeurs Mobilières exerce les compétences du Conseil du Marché Financier dans les conditions suivantes :

- Le Conseil de la Bourse des Valeurs Mobilières exerce les attributions du Collège du Conseil du Marché Financier.
 - Le Président de la Bourse des Valeurs Mobilières exerce les attributions du Président du Conseil du Marché Financier.
 - Les Services de la Bourse des valeurs mobilières accomplissent les tâches des services du Conseil du Marché Financier.
- Les rémunérations sur les transactions boursières et autres opérations, telles que prévues par la loi N° 89-49 du 8 mars 1989, continuent à être perçues et recouvrées par la Bourse des Valeurs Mobilières dans les mêmes conditions de liquidation et de privilège jusqu'à l'entrée en vigueur des textes subséquents relatifs aux différentes redevances et commissions prévues par la présente loi et jusqu'à l'installation du Conseil du Marché Financier et de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis chacun en ce qui le concerne.

Les règlements et les décisions pris par la Bourse des Valeurs Mobilières demeurent applicables jusqu'à la parution de nouveaux règlements, et décisions établis par le Conseil du Marché Financier et du nouveau règlement de parquet établi par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

Art. 90. - Les valeurs mobilières et les droits qui y sont attachés, admis à la cote permanente de la bourse des valeurs mobilières à la date de la parution de la présente loi sont admis de plein droit au marché réservé aux produits financiers et valeurs mobilières et les droits qui y sont attachés, pour y être négociés de façon permanente, et les intermédiaires en bourse agréés à la date de la parution de la présente loi, continuent de plein droit à exercer les missions qu'ils tiennent de la loi N° 89-49 du 8 mars 1989.

Toutefois, les banques agréées à exercer les activités d'intermédiaire en bourse, doivent se conformer aux dispositions de l'article 55 dans un délai maximum d'une année à partir de la parution de la présente loi.

Art. 91. - Les actionnaires des sociétés faisant appel public à l'épargne qui, à la date de la parution de la présente loi, détiennent un nombre d'actions ou de droits de vote dépassant les seuils établis à l'article 8 de la présente loi, sont tenus de faire la déclaration exigée par cet article dans un délai n'excédant pas six mois.