

## تحليل مدى كفاءة السوق المالي في الدول النامية في القيام

### بوظيفته المالية<sup>1</sup>

الأستاذ الدكتور / أحمد أبو الفتوح الناقدة  
أستاذ الاقتصاد كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

#### مقدمة :

السوق المالي هي آلية هامة لتعبئة الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (التي تتميز بأن دخلها الدوري يزيد عن إنفاقها الدوري) وتوجيهها إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (التي تتميز بأن الإنفاق الدوري يزيد عن الدخل الدوري)، والهدف الرئيسي لإنشاء الأسواق المالية هو توجيه الموارد التمويلية للوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تنفذ مشروعات استثمارية (أي تقوم بعملية تكوين رأسمالي) تحظى بالأولوية priority من وجهة نظر المخطط الاقتصادي بصفة خاصة ، والمجتمع بصفة عامة ، وفي مجتمع إسلامي تتوافق مع المعايير الشرعية الأساسية.

ومن المتفق عليه اقتصاديا أنه كلما كانت السوق المالية أكثر عمقا واتساعا ، أي كلما تميزت بما يسمى العمق المالي financial deepening ، كلما زادت قدرتها وكفاءتها في تعبئة الموارد التمويلية وضخها لأكثر المشروعات الاستثمارية كفاءة وأولوية من المنظور الاجتماعي، على عكس السوق المالية التي تتميز بالضحالة المالية financial shallow – بتعبير Edward Shaw- والتي لا يوجد بها إلا عددا ضئيلا من الأصول المالية مضمونة القيمة

<sup>1</sup> يود الباحث أن يعرب عن شكره لسعادة أ.د. رفيق المصري الذي اقترح فكرة هذا البحث على الباحث ، ولفت نظرة إلى كثير من الجوانب الأخلاقية التي تحكم عمل الأسواق المالية وتؤثر على كفاءة أدائها ، والشكر أيضا لكل الذين ساهموا بالمناقشة والتوجيه في لقاء الأربعاء بمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي الذي ألقى خلاله محاضرة هذا البحث وفي مقدمتهم سعادة د. محمد حسن الزهراني الذي شجعتني على إنجاز هذا العمل ، ولسعادة أ.د. احمد بامخرمة أستاذ الاقتصاد بجامعة الملك عبد العزيز بجدة ود. سعد اللحاني وكيل كلية الشريعة بجامعة أم القرى ، د. أحمد الإسلامبولي الباحث بالبنك الإسلامي للتنمية، د. عبد العظيم إصلاحي، د. بلعباس الباحثان بمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز على نظرتهم الانتقادية ومقترحاتهم البناءة .

من الحكومة، وعدد قليل من المؤسسات المالية متمثلة في عدد قليل من المصارف الحكومية، وتتميز بالكبت المالي والتجزئة المالية وقصور المعرفة المالية، على نحو ما سيتم عرضه في خصائص السوق المالية في الدول النامية.

و هذه الدراسة تحاول تحليل مدى كفاءة سوق المال في الدول النامية في تحقيق الهدف التي أنشأت من أجلها من خلال المباحث الأربعة التالية:

المبحث الأول: الفروض الأساسية التي تربط بين الأسواق المالية وعملية التنمية الاقتصادية

المبحث الثاني: وظائف سوق المال ومدى فاعلية القيام بها.

المبحث الثالث : الخصائص الأساسية لأسواق المال في الدول النامية .

المبحث الرابع: الدور المالي لسوق الأوراق المالية في الدول النامية.

## المبحث الأول

الفروض الأساسية التي تربط بين الأسواق المالية وعملية التنمية الاقتصادية

يمكننا مبدئياً تصور ثلاثة فروض اقتصادية تحكم العلاقة بين الأسواق المالية والقطاعات الحقيقية في الاقتصاد القومي، وتتمثل تلك العلاقات فيما يلي:

### 1- الفرض الأول: العرض يقود النمو:

#### The supply-leading hypothesis

ومضمون هذا الفرض أن عرض الخدمات المالية التي تقدمها المؤسسات والأسواق المالية يساهم مساهمة فعالة في تعبئة المدخرات من أفراد القطاع العائلي وضخها لأفضل المشروعات الاستثمارية كفاءة وألوية من المنظور الاقتصادي والاجتماعي، مما يساهم في رفع نطاق الاختيار أمام أفراد القطاع العائلي لاستثمار مدخراتهم الحقيقية بين الأصول الحقيقية والمالية بحيث يتم تنويع محفظة الأصول للقطاع العائلي بين الأصول المالية والحقيقية وبما يحقق لهم أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطر ومستوى معين من السيولة ومستويات معينة لمعدلات العائد على الأصول البديلة، وفي ظل

هذا السلوك الرشيد ، من المتوقع أن يترتب على عرض الخدمات المالية رفع معدل النمو الاقتصادي للناتج المحلي الحقيقي عن المعدل الممكن تحقيقه في غياب تلك الخدمات.

## 2- الفرض الثاني : الطلب يعقب النمو:

### The demand –following hypothesis

ومضمون هذا الفرض أن الطلب على خدمات المؤسسات والأسواق المالية يعقب النمو الاقتصادي ، فمع النمو يزيد مستوى الدخل الفردي الحقيقي ، ومن ثم يزيد مستوى الادخار الفردي ، ويزيد الطلب على الأصول كافة ومن ضمنها الأصول المالية التي تصدرها المؤسسات المالية ، ويزيد الطلب على التمويل من قبل المشروعات الاستثمارية الجديدة والتي تتوسع ، ومع زيادة الطلب على الخدمات المالية تتوسع المؤسسات والأسواق المالية في إنتاج خدماتها ، وتتنوع الخدمات التي تعرضها ، فتميل تكلفة الوحدة المنتجة منها للانخفاض نتيجة لاقتصاديات الحجم Economics of scale واقتصاديات المجال Economics of scope الناجمة عن تنويع المنتجات المالية ، واتساع نطاق تقديم كل منها.

3- الفرض الثالث : فرض التفاعل المشترك interaction effect بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي ، فنمو قطاع يحفز بما يقدمه من خدمات نمو القطاع الأخر .

ولقد قدم الاقتصاديون فروض أساسية تحكم آلية تأثير سوق المال على التنمية الاقتصادية ، وتلك الفروض هي :

[أ] فرض التكاملية complementarity hypothesis أو فرض دور النفق conduit role hypothesis والذي قدمه Roland McKinnon في كتابه رأس المال والنقود في عملية التنمية الاقتصادية<sup>1</sup>

[2] فرض الوساطة المالية من خلال الدين Debt-Intermediation View والذي قدمه Edward Shaw في كتابه الشهير العمق المالي في التنمية الاقتصادية<sup>2</sup>

[3] فرض أثر الوساطة المالية على الادخار والاستثمار والنمو والذي قدمه Maxwell Fry في كتابه النقود والفائدة والمصارف في التنمية الاقتصادية<sup>3</sup>.

[4] فرض ترشيد الائتمان credit rationing والذي قدمه كل J. Stiglitz و Weiss في مقالة ترشيد الائتمان وقصور توافر المعرفة في سوق الائتمان<sup>4</sup>.  
ونتناول مضمون كل فرض على النحو التالي:

1- فرض التكاملية أو فرض دور النفق:

ومضمون هذا الفرض " أن معدل العائد على الودائع له تأثير موجب على الاستثمار والنمو"

ويرتكز فرض التكاملية على افتراضين :

الافتراض الأول: أن كل الوحدات الاقتصادية تقوم بتمويل مشروعاتها الاستثمارية تمويلا ذاتيا self-finance .

الافتراض الثاني: أن الإنفاق الاستثماري الذي تنفذه الوحدات الاقتصادية لا يقبل التجزئة ، وهنا يقرر McKinnon أن هناك علاقة تكامل بين الودائع ورأس المال المالي (أو بين الأصول المالية) وبين رأس المال العيني في ظل افتراض التمويل الذاتي.

ولقد صاغ McKinnon فرض التكاملية من خلال دالة الطلب على النقود على الصورة التالية:

$$\left(\frac{M}{P}\right) = f_1\left(y, \frac{i}{y}, r - \pi^e\right) \quad (1)$$

<sup>1</sup> R. McKinnon , " Money and Capital in Economic Development" Washington D.C., Brookings Institute: 1973

<sup>2</sup>-E., Shaw, " Financial Deepening in Economic Development" New York: Oxford University Press: 1873

<sup>3</sup>M. Fry " Money, Interest and Banking in Economic Development" Baltimore : The John Hopkins University Press: 1988.

<sup>4</sup>Stiglitz, J., and Weiss A., " Credit Rationing in Markets with Imperfect Information " The American Economic Review, VOL. 3, No. 2, June:1981, p393

حيث  $M$  الرصيد النقدي الاسمي nominal money stock بالمفهوم الواسع والذي يشتمل على العملة المتداولة والودائع تحت الطلب والودائع الآجلة ، فهي  $M2$  ،  $p$  : المستوى العام للأسعار ،  $\frac{M}{P}$  : هي الأرصد النقدية الحقيقية ،  $y$  : الناتج القومي الحقيقي ،  $i$  : الاستثمار الحقيقي ،  $r$  : معدل العائد الاسمي على الودائع ،  $\pi^e$  : معدل التضخم المتوقع ، ومن ثم فإن  $(r - \pi^e)$  : معدل العائد الحقيقي على الودائع.

والدالة (1) تعبير عن العلاقة بين الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية ( أو الطلب على الودائع بقيم حقيقية ) كدالة في الدخل الحقيقي ، ونسبة الاستثمار الحقيقي من الدخل ، ومعدل العائد الحقيقي.

ويمكن التعبير عن فرض التكاملية عند McKinnon في صيغة دالة الاستثمار التالية :

$$\left(\frac{i}{y}\right) = f_2(R, r - \pi^e) \quad (2)$$

حيث  $R$  : متوسط معدل العائد الحقيقي المتوقع على كل وحدة من وحدات رأس المال العيني.

ويظهر التكامل في المشتقات الجزئية التالية :

$$(3) \frac{\partial(M/P)}{\partial(r - \pi^e)} > 0$$

$$(4) \frac{\partial(I/Y)}{\partial(M/P)} > 0$$

$$(5) \frac{\partial(I/Y)}{\partial(r - \pi^e)} > 0$$

فالمشتقة (3) تقرر أن ارتفاع معدل العائد الحقيقي على الودائع كأصل مالي يزيد الطلب على الودائع ، والمشتقة (4) تقرر أن تركيب الأفراد للودائع يمكنهم من تمويل حجما أكبر للإنفاق الاستثماري الحقيقي ، والمشتقة (5) هي التفاضل غير المباشر (دالة الدالة) ، تقرر أن ارتفاع معدل العائد الحقيقي على الودائع ، من خلال مساهمته في زيادة الطلب على الودائع ، يساهم في إمكانية تمويل وتنفيذ حجما أكبر من الاستثمار الحقيقي غير القابل للتجزئة .

فارتفاع معدل العائد الحقيقي على الودائع يزيد الطلب على الودائع كأصل مالي يتراكم من خلاله الموارد التمويلية (أي هي نفق تتراكم من خلاله الموارد التمويلية) حتى تصل إلى حجم معين وهو الحجم اللازم لتنفيذ الاستثمار الذي

لابد من تنفيذه بحد أدنى معين، وهو الحد الأدنى لتنفيذ المشروع الاستثماري الذي لا يمكن تنفيذه بأصغر من هذا الحجم (غير القابل للتجزئة).  
فكأن الودائع المتراكمة تمثل النفق الذي توجه من خلاله الموارد التمويلية لتمويل الاستثمار في رأس المال العيني غير القابل للتجزئة لأن هناك حد أدنى لحجم المشروع الاستثماري.

## 2- فرض الوساطة المالية من خلال الدين:

قدم هذا الفرض Edward Shaw ومضمون هذا الفرض " أن معدل العائد على الودائع له تأثير موجب على حجم الموارد التمويلية التي يمكن أن تعبأها المؤسسات المالية من الجمهور غير المصرفي وضخها إلى تمويل الاستثمار في رأس المال العيني".  
والتفسير الذي يقدمه Shaw لهذا الفرض يتمثل في أن عملية الوساطة المالية يترتب عليها تحقيقي معدل عائد أعلى على الودائع التي تصدرها المؤسسات المالية ، مما يقدم حافزا اكبر للمدخرين على طلب الأصول المالية التي تصدرها تلك المؤسسات ، فتتراكم الموارد التمويلية لدى المؤسسات المالية ، ومن ثم تستطيع تخفيض معدل تكلفة الاقتراض ، فيزيد الطلب على التمويل بالدين لتمويل المشروعات الاستثمارية.

فعندما تفضي عملية الوساطة المالية إلى رفع معدل العائد الحقيقي على الأصول المالية للمدخرين إلى مستواه التوازني ، تنخفض التكلفة الحقيقية لتمويل الاستثمار الثابت ، فيزيد الطلب على الائتمان لتمويل الاستثمار في رأس المال الثابت ، فالوساطة المالية تخفض تكلفة التمويل من خلال قدرتها على إشباع تفضيلات السيولة للمدخرين وتخفيض المخاطر من خلال تنويع محافظ أصول المدخرين والمؤسسات المالية ، وجني وفورات الحجم في الإقراض، وتخفيض تكلفة المعلومات والمعرفة لكل من المدخرين والمستثمرين من خلال التخصص ، وينتهي فرض Shaw إلى نفس النتيجة التي انتهى إليها McKinnon ولكن آلية التأثير مختلفة.

ولقد قدم Molho Lazaros توفيقاً بين وجهتي نظر McKinnon و Shaw ومضمون هذا التوفيق<sup>5</sup> أن ارتفاع معدل العائد الحقيقي على الودائع كأصل مالي يجعل الودائع أصلاً أكثر جاذبية بالنسبة لرأس المال العيني فيزيد الطلب على الودائع ويقل الطلب على رأس المال العيني في نفس الفترة (t) ، وفي الفترة التالية يترتب على تركيب الودائع من الفترة (t) تمكين المودع من استخدام تلك الودائع في تمويل حجم أكبر من رأس المال الثابت في الفترة (t+1) في حالة التمويل الذاتي ، وهذه هي وجهة نظر McKinnon ، كما أن المستوى المرتفع من الودائع المتراكمة من الفترة (t) يمثل النفق الذي من خلاله تمر الموارد التمويلية لزيادة عرض الائتمان الذي يستخدم في تمويل حجم أكبر من رأس المال الثابت في الفترة (t+1) في حالة التمويل بالدين وهذه هي وجهة نظر Shaw.

### 3- فرض أثر الوساطة المالية على الادخار والاستثمار والنمو :

قدم هذا الفرض Maxwell Fry ، ومضمون هذا الفرض أنه في ظل الكبت المالي فإن سعر الفائدة السوقي يكون تحت مستواه التوازني ، ويكون معدل العائد الحقيقي على الأصول المالية سالبا، والنتيجة هي انخفاض حجم الموارد المالية التي يمكن أن تعبئها المؤسسات المالية نظرا لانخفاض طلب أفراد القطاع العائلي على الأصول المالية ، كما أن المشروعات الاستثمارية منخفضة الكفاءة ستتمكن من الحصول على التمويل بتكلفة منخفضة مما يخفض معدل النمو الاقتصادي .

ولكن رفع سعر الفائدة على الأصول المالية بحيث يقترب من مستواه التوازني ، سيساعد على زيادة الطلب على الأصول المالية التي تصدرها المؤسسات المالية ، ويزداد لديها حجم الموارد التمويلية ، في نفس الوقت يساهم رفع سعر الفائدة في استبعاد وترشيد المشروعات الاستثمارية منخفضة الكفاءة ، لأنها لن تستطيع دفع سعر الفائدة المرتفع ، وهذا الترشيح يرفع الكفاءة الاقتصادية ومن ثم معدل النمو الاقتصادي ، وبالتالي الدخل الفردي الحقيقي ،

---

<sup>5</sup>Molho, L. "Interest rate , Savings and Investment in Developing Countries : A Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypothesis" IMF Staff Papers , 33(1): 1986

فيزيد مستوى الادخار ، ويزيد عرض الموارد التمويلية الممكن استخدامها في تمويل حجم اكبر من الاستثمار في كل من رأس المال الثابت والعامل ، مما يرفع النمو الاقتصادي وهكذا ، يترتب على الوساطة المالية زيادة حجم الادخار والاستثمار والنمو<sup>6</sup>.

#### 4- نموذج ترشيد الائتمان :

قدم هذا النموذج Stiglitz and Weiss وهو نموذج يحلل اثر قصور المعرفة على ترشيد الائتمان الذي تقدمه المؤسسات المالية ، ويوضح النموذج الحدود التي يمكن أن يرتفع إليها سعر الفائدة كنتيجة مباشرة للمعرفة غير الكاملة ونقص المعلومات وعدم تماثلها بين المقرضين والمقترضين . ومنطق الفرض الأساسي لنموذج ترشيد الائتمان كنتيجة للمعرفة غير المتماثلة هو أن زيادة معتدلة في سعر الفائدة على القروض سيترتب عليها حجما اكبر للإقراض ولكن زيادة إضافية في سعر الفائدة بعد مستوى معين ستفضي إلى انخفاض النشاط الإقراضي بتغيير توليفة المقترضين لصالح المجموعة ذات المخاطر المرتفعة ، والسبب في أن رفع سعر الفائدة بعد حد معين سيخفض معدل العائد الكلي للبنك ناتج من أثرين : الأثر الأول : هو أثر الاختيار العكسي adverse selection والذي يعني أن رفع سعر الفائدة بعد حد معين لن يشجع مقترضين مأمونين safe borrowers والذين يتميزون بارتفاع جدارتهم الائتمانية ، ومن ثم يتم إسقاط هؤلاء المقترضين من سوق الائتمان ، بمعنى ستزيد المخاطر المقترنة بمنح الائتمان. والأثر الثاني : لرفع سعر الفائدة بعد حد معين هو أثر الحافز العكسي adverse incentive effect ، فرفع سعر الفائدة بعد حد معين هو تحفيز مقترضين محتملين أن يختاروا مشروعات استثمارية ذات احتمال مرتفع لمخاطر عدم السداد default risk ، حيث تقترن تلك المشروعات ذات المخاطر المرتفعة بارتفاع معدلات الأرباح.

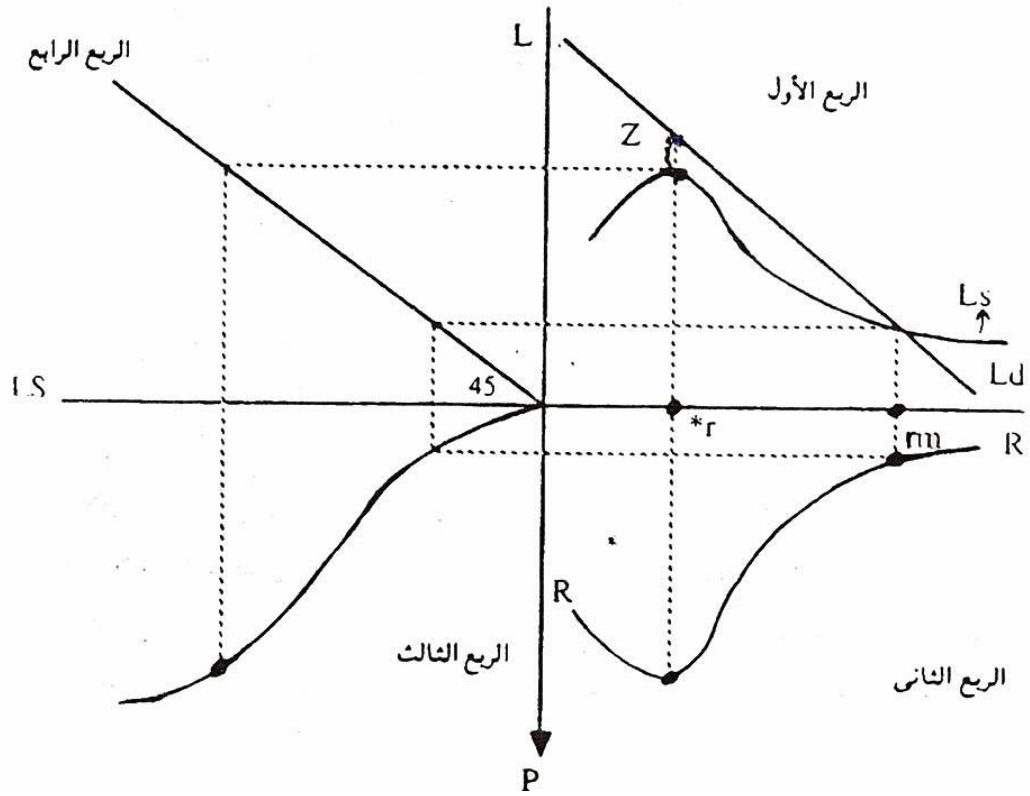
---

<sup>6</sup>M. Fry " Money, Interest and Banking in Economic Development"  
op. cit. ch.1



ولهذا سيوجد سعر فائدة معين بعد هذا المستوى ينخفض معدل العائد للبنك ، وعند هذا المستوى سيوجد طلب زائد على الائتمان ، ولكن البنك لن يقوم برفع سعر الفائدة للتخلص من فائض الطلب على الائتمان .  
ولقد استخدم Stiglitz and Weiss الشكل التالي لتوضيح فكرة ترشيد الائتمان في ظل قصور المعرفة في سوق الائتمان:

شكل (1) نموذج ترشيد الائتمان



في الربع الأول من هذا الشكل دالة الطلب على القروض  $L_d$  كدالة عكسية لسعر الفائدة  $r$ ، أما دالة عرض القروض  $L_s$  فهي دالة طردية لسعر الفائدة  $r$  حتى مستوى معين هو  $r^*$ ، وبعد هذا المستوى يترتب على ارتفاع سعر

الفائدة حدوث أثر الاختيار العكسي واثر الحافز العكسي ، واللذان من خلال تفاعلها ينخفض معدل العائد للبنك من وراء الإقراض ، ومن ثم تخفيض عرض الائتمان مع ارتفاع سعر الفائدة فيما يلي المستوى  $r^*$  ، ومن ثم يصبح منحنى عرض الائتمان سالب الميل.

في الربع الثاني: منحنى معدل العائد RR كدالة لسعر الفائدة  $r$ ، بحيث تكون علاقة معدل العائد  $p$  مع سعر الفائدة  $r$  طردية حتى المستوى  $r^*$ ، حيث يصل معدل العائد  $p$  أقصاه عند  $r^*$  ، ثم ينخفض معدل العائد بعد ذلك مع ارتفاع  $r$  كما يتضح من الجزء الهابط، وتصبح العلاقة بين معدل العائد  $p$  وسعر الفائدة  $r$  عكسية، حيث ترتفع مخاطر عدم السداد نتيجة تفاعل أثر الاختيار العكسي وأثر الحافز العكسي، حيث ينخفض احتمال إعادة السداد بدرجة أكبر من ارتفاع سعر الفائدة.

في الربع الثالث : العلاقة بين عرض الأرصد القابلة للإقراض  $L_s$  ومعدل العائد  $p$  ، حيث تزيد  $L_s$  مع زيادة  $p$ .

وفي الربع الرابع: خط  $45^\circ$  الذي يوضح التساوي بين عرض القروض  $L_s$  وحجم القروض  $L$  في سوق الائتمان .

ويحدث توازن ترشيد الائتمان عند سعر الفائدة  $r^*$  ، حيث يكون معدل العائد المتوقع للبنك عند أقصاه، ولكن عند  $r^*$  فإن الطلب على الائتمان  $L_d$  أكبر من عرض الائتمان  $L_s$  بمقدار المسافة  $Z$ ، بينما سعر الفائدة الذي يصفى السوق هو  $r_m$  وهو أكبر من سعر فائدة ترشيد الائتمان  $r^*$ ، ومعدل الفائدة  $r_m$  غير كفاء لأن عنده سيتم إسقاط المقترضين أصحاب الاحتمالات المرتفعة لإعادة السداد، ويتم إحلال محلهم مقترضين أصحاب مخاطر مرتفعة لعدم السداد، فمعدل الفائدة  $r^*$  هو معدل أمثل وكفاء لأن أرباح البنك تصل عنده أقصاها، ويتم ترشيد المقترضين أصحاب مخاطر عدم السداد العالية .

وعلى هذا ففي ظل المعلومات غير المتماثلة ونقص المعرفة imperfect information، تكون معدلات الفائدة عند مستويات اقل من المستوى الذي يصفى السوق، والذي يتحقق في سوق مصرفية تنافسية، ومن ثم فإن نموذج Stiglitz-Weiss يفسر ترشيد بعض المشروعات من سوق

الائتمان، نتيجة نقص معرفة البنوك بتلك الفئة من المقترضين(المشروعات الاستثمارية) مما قد يرفع مخاطر الإقراض.

## المبحث الثاني

### الوظائف الأساسية لسوق المال ومدى فاعلية القيام بها

تقع تلك الوظائف تحت ما يمكن تسميته الدور المالي للأسواق والمؤسسات المالية، وهذا الدور يتكون من وظيفتين: الوظيفة الأولى: الوظيفة التعبوية mobilization function، والوظيفة الثانية: financing function، وفيما يلي نتعرض لهاتين الوظيفتين على النحو التالي:

**1- الوظيفة التعبوية:** تتمثل تلك الوظيفة بصفة أساسية في قيام مؤسسات سوق المال بتعبئة مدخرات أفراد القطاع العائلي، وهذا يتم من خلال حفز أفراد القطاع العائلي على حيازة الأصول المالية التي تصدرها مؤسسات سوق المال، وهذا الحافز يأخذ بصفة أساسية صورة معدل عائد حقيقي موجب وتنافسي على تلك الأصول .

إذا هذه الوظيفة تبدأ من أفراد القطاع العائلي الذين لديهم مدخرات حقيقية مطلوب منهم تحويلها إلى صورة مدخرات مالية (أي استثمار المدخرات الحقيقية في أصول مالية)، ونظرا لأن مدخرات القطاع العائلي في أي مجتمع تمثل المصدر الرئيسي للمدخرات، وهي أهم مصدر للأرصدة التمويلية، وهذا يفترض أن مؤسسات سوق المال تتبع سياسات تجعل الأصول المالية منافسا كفاً للأصول المقاومة للتضخم، مثل الذهب والعقارات وحيازة العملات الأجنبية، وفي هذه الحالة نتوقع وجود علاقة طردية وموجبة بين الطلب على الأصول المالية ومعدل العائد الحقيقي على تلك الأصول التي يحتفظ بها الأفراد في محافظ أصولهم سواء اتخذت شكل ودائع طويلة الأجل أو شهادات إيداع، وقد يفضل الأفراد في الحالات العكسية الاحتفاظ بمدخراتهم في صورة أصول أخرى: شراء آلات زراعية، وتربية المواشي أو بناء منزل أو حيازة الذهب أو العملات الأجنبية، إذا وجدوا أن معدل العائد النسبي الحقيقي على الأصول

الأخرى – مع ثبات العوامل الأخرى على حالها- اكبر من معدل العائد الحقيقي على الأصول المالية.

فإذا قام الأفراد باستثمار كل مدخراتهم في أصول مالية فإن الاستثمار الحقيقي الذي يقومون بتنفيذه بأنفسهم = صفر ، وهذا يحدث إذا كانت سياسة تسويق الأصول المالية المصدرة بواسطة المؤسسات المالية ووحدات العجز المالي سياسة تامة الفعالية .

أما إذا فشلت سياسة تسويق الأصول المالية لأفراد القطاع العائلي، فإن كل مدخرات القطاع العائلي أو معظمها ستستثمر في أصول غير مالية ، وهذا يحدث إذا كانت الأصول المالية التي يتم طرحها في الأسواق المالية لا تتوافق مع تفضيلات ورغبات وقيم الجمهور غير المصرفي.

ومن الجدير بالذكر أنه في مجتمع إسلامي لن تنجح مؤسسات سوق المال في القيام بالوظيفة التعبوية إلا إذا توافر شرطان:

الأول: إصدار أصول مالية تتوافق مع قيم المجتمع الإسلامي ، وهي قيم نابعة من القرآن الكريم والسنة المطهرة ، والتي تشترط أن يكون دخل المسام طاهرا من الرجس والإثم والربا ، ولذلك فالأصل ألا يقبل أفراد المجتمع الإسلامي طلب الأصول المالية التي تطرحها المؤسسات المالية إلا إذا كانت الأصول المعروضة في السوق المالي تم إصدارها وفقا لشروط شرعية حقيقية مستندة في ذلك إلى الشفافية واستبعاد صريحا وضمنا للربا .

الثاني : أن يكون معدل العائد الحقيقي على الأصول المالية معدل عائد حقيقي تنافسي يجعلها في مركز تنافسي قوي في مواجهة الأصول الحقيقية المقاومة للتضخم، وهذا الشرط نابع من حقيقة أن الأفراد كمسلمين مثلهم مثل غيرهم ، معظمين لدولهم الهدفية (أي معظمين لمعدل العائد الحقيقي على الأصول المالية في ظل مستويات معينة للمخاطر والسيولة لتلك الأصول مقارنة بخصائص الأصول البديلة التي يمكن أن تدخل محافظ أصولهم)

**2- الوظيفة التمويلية :** يقصد بالوظيفة التمويلية أن تقوم المؤسسات المالية بضخ الموارد المالية المعبأة لتمويل المشروعات الاستثمارية للقطاعات التي تحظى بالأولوية من المنظور الاقتصادي والاجتماعي، بمعنى أن الوظيفة التمويلية ستركز على تمويل تكوين رأس المال الثابت ثم رأس المال العامل

لتلك المشروعات ، ولكي تتجح المؤسسات المالية في القيام بالوظيفة التمويلية يجب أن تقوم بخطوتين : الأولى :ترتيب المشروعات الاستثمارية طبقا لمساهمتها النسبية في تحقيق أهداف المجتمع الاقتصادية والاجتماعية في النمو والاستقرار الاقتصادي وعدالة توزيع الدخل ، ثم يقدم التمويل وفقا للترتيب التي تم التوصل إليه،والخطوة الثانية: اقتران تقديم التمويل إلى المشروعات الاستثمارية بتقديم المساعدات الفنية لتلك المشروعات سواء في مجال تسويق الإنتاج أو التخطيط المالي أو اختيار الأسلوب الفني للإنتاج أو اختيار أفضل أساليب تمويل التكوين الرأسمالي الثابت.

وهذا يعني أن الوظيفة التمويلية بمعناها الحقيقي ليست سهلة الأداء ، لأنها تتطلب من المؤسسة المالية تقديم العديد من الخدمات غير المالية المحيطة بالمشروع الاستثماري، وربما يعتقد أن هذه تعقيدات تعطل المؤسسات المالية عن أداء وظيفتها التمويلية ، وهذا الاعتقاد ربما دفع كثير من المؤسسات المالية في الدول النامية على استثمار معظم مواردها التمويلية في تقديم الائتمان قصير الأجل للقطاعات التي لا تتمتع بالأولوية من المنظور الاجتماعي ، سواء في القطاع الإنتاجي أو تقديم ائتمان للقطاع العائلي ، لأن المؤسسات المالية تفتقر إلى الكفاءات التي يمكنها تقديم المشورة الفنية إلى المشروعات الاستثمارية ، وهذا ربما لا يتوافق مع المنهج الإسلامي في التمويل الذي يستهدف بناء اقتصاد حقيقي مستندا إلى قطاع إنتاجي يحظى بالأولوية ، كما يفترض الرشد في تقديم التمويل للمشروعات الاستثمارية ، وهذا الرشد هدفه في مجال التمويل تدفق الموارد التمويلية والائتمان إلى المشروعات الاستثمارية للقطاع ذات الأولوية في المجتمع.

### المبحث الثالث

#### الخصائص الأساسية لأسواق المال في الدول النامية

في هذا الجزء سنبحث الخصائص الأساسية لأسواق المال في الدول النامية، مع تحليل آثار تلك الخصائص على كفاءة السوق المالي في القيام

بالوظيفة المالية و الأسواق المالية في الدول النامية لها خصائص ثلاثة هي:

1. الكبت المالي: Financial Repression
2. قصور المعرفة المالية Financial imperfection
3. التجزئة المالية (التبعثر المالي): Financial Fragmentation

### أولا الكبت المالي: Financial Repression:

الكبت المالي هو الوضع الذي ينشأ عن التدخل الحكومي في تحديد الأسعار المالية عند مستوى يختلف عن مستواها التوازني ، بحيث تفقد الأصول المالية قدرتها على المنافسة أمام الأصول الحقيقية والأصول المقاومة للتضخم inflation hedges (مثل الذهب والعقارات ... الخ).

والصورة الأبرز للكبت المالي هو تحديد معدل العائد على الأصول المالية تحت مستواها التوازني ، وفي ظل معدل للتضخم متقلب ومتزايد ويفوق معدل العائد الاسمي على الأصول المالية ، فإن معدل العائد الحقيقي على الأصول المالية يصبح سالبا، مما يفقد الأصول المالية مقدرتها التنافسية في مواجهة الأصول المقاومة للتضخم مثل العقارات والمعادن النفيسة والعملات الأجنبية مما قد يفضي إلى توجيه مدخرات القطاع العائلي إلى : شراء العقارات والذهب أو حدوث إحلال نقدي للعملات الأجنبية محل العملة المحلية في محافظ أصول الأفراد.

أي أن الكبت المالي يضعف قدرة المؤسسات المالية على تعبئة مدخرات القطاع العائلي ، ومن ثم يخفض قدرة تلك المؤسسات على تمويل الاستثمار الحقيقي.

ويبنى فرض الكبت المالي على فرض أساسي مضمونه " أن العلاقة بين الطلب على الأصول المالية ومعدل العائد الحقيقي على تلك الأصول هي علاقة طردية "، فمع ثبات العوامل الأخرى على حالها ، من المتوقع أن يترتب على زيادة معدل العائد الحقيقي على الأصول المالية ، زيادة طلب القطاع العائلي على تلك الأصول ، والزيادة في الطلب على الأصول المالية يزيد من تراكم الموارد المالية لدى المؤسسات المالية ، ومن ثم تزيد قدرة المؤسسات المالية على تمويل الاستثمار الحقيقي .

ومن أنصار فرض الكبت المالي Edward Shaw ، Ronald McKinnon، حيث يقررون أن إستراتيجية التنمية التي تعتمد على المدخرات المالية (المتاحة لدى المؤسسات المالية) تحتاج إلى حوافز سعريه تحفز أفراد القطاع العائلي على حيازة الأصول المالية التي تصدرها المؤسسات المالية. وقد سبق وأوضحنا الفرق بين تحليل Shaw وتحليل McKinnon، عند تحليل الفروض التي تحكم عمل آلية سوق المال في التأثير على معدل النمو. وفي معظم الدول النامية ، فإن معدل العائد الحقيقي على حيازة الأصول المالية سالب ، مما يدفع أفراد القطاع العائلي إلى توجيه مدخراتهم للاستثمار في الأصول المقاومة للتضخم.

### ثانياً: قصور المعرفة في أسواق المال :

تتميز الأسواق المالية في الدول النامية بندرة المعلومات المتاحة أمام الوحدات الاقتصادية التي تتخذ قرارات سواء شراء أصول مالية أو تقديم التمويل للمشروعات الاستثمارية ، ونتيجة لعد توافر القدر الضروري من المعلومات أمام المؤسسات المالية فإنها تصبح غير قادرة على تقييم الجدارة الائتمانية للمشروعات الاستثمارية تقيماً حقيقياً مما قد يفضي إلى توجيه الموارد التمويلية لأقل المشروعات جدارة ائتمانية ، بحيث أن معدل العائد المحقق على الموارد التمويلية في تلك المشروعات قد يقل عن معدل تكلفة الفرصة البديلة الاجتماعية لتلك الموارد .

ونتيجة عدم الكمال في سوق المال فإن المؤسسات المالية قد توجه نسبة صغيرة من الائتمان الذي تقدمه إلى أكثر المشروعات ربحية من وجهة نظر المجتمع ، ويرجع ذلك لثلاثة أسباب هي :

أ- إن تلك المؤسسات تقدر الجدارة الائتمانية للمشروعات الاستثمارية بأقل من قيمتها الحقيقية.

ب- أن المؤسسات المالية تبالغ في تقدير المخاطر المرتبطة بتلك المشروعات ، وتبالغ في تقدير التكاليف الإدارية وتجميع المعلومات الخاصة بتقدير الجدارة الائتمانية لتلك المشروعات.

ج- أن المؤسسات المالية لا تأخذ في اعتبارها عند تقييم الجدارة الائتمانية،

المنافع والوفورات الخارجية التي تنجم عن التوسع في المشروعات الاستثمارية للقطاع ذات الأولوية والتي تساعد في دعم بقية قطاعات الاقتصاد القومي. وينتج عن قصور المعلومات في سوق المال في الدول النامية صورتين أساسيتين هما:

**الصورة الأولى :** التقييم غير الملائم لكل من الربحية الخاصة والربحية الاجتماعية المرتبطة بالمشروعات الاستثمارية: فهناك فرق بين الربحية التي تنظر إليها وتتوقعها مؤسسات سوق المال والربحية الاجتماعية المرتبطة بمختلف المشروعات الاستثمارية ، وهذا الفرق يمكن تفسيره بثلاث أسباب:

**السبب الأول :** يتطلب التقييم الحقيقي للجدارة الائتمانية للمشروع الاستثماري أن تقوم المؤسسة التي تقدم التمويل بإنفاق لتجميع المعلومات وتقييمها وتحليلها، ولكن قد تعتبر المؤسسة المالية أن العائد المحقق من وراء هذا الإنفاق على تقييم الجدارة الائتمانية للمشروعات الاستثمارية ذات الأولوية هو عائد منخفض أو غير مؤكد أو لا يستحق القيام به، بالإضافة على أن تلك المؤسسات قد لا تجد لها مصلحة مباشرة في تقييم الجدارة الائتمانية للمشروعات الاستثمارية ، ونتيجة لذلك قد تقوم مؤسسات سوق المال بتوجيه التمويل لبعض المشروعات الاستثمارية ذات معدل العائد الخاص المنخفض ، فالمؤسسات المالية قد تعاق من تقديم التمويل نتيجة التكلفة المرتفعة التي ستحملها في عملية تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين المحتملين ، كما أن تلك المؤسسات قد تبالغ - نتيجة قصور المعلومات المتاحة - في تقدير المخاطر الحقيقية المرتبطة بتقديم وخدمة وتخصيص الائتمان المقدم إلى القطاع ذات الأولوية.

**السبب الثاني :** لعدم التقييم الملائم للجدارة الائتمانية للمشروعات ذات الأولوية هو وجود فرق محتمل بين معدل العائد المرغوب من قبل تلك المؤسسات على قروضها وبين تكلفة الفرصة البديلة لتلك الموارد المالية للمجتمع.

وهذه المؤسسات قد تبالغ في تقدير معدل العائد المرغوب والذي قد يعتبر مرتفعاً بالمقارنة بتكلفة الفرصة البديلة للموارد التمويلية من المنظور الاجتماعي، والسبب في تلك المبالغة قد يعزى إلى أن الوحدات الاقتصادية في القطاع الثانوي (غير المهم اجتماعياً) قد تكون مستعدة لأن تدفع أسعاراً فائدة



مرتفعة على القروض التي تحصل عليها مقارنة بمعدل العائد على الاستثمار في القطاع ذات الأولوية ، وسبب قدرة المشروعات الثانوية على دفع أسعار فائدة مرتفعة هو قدرتها على تحقيق أرباح نقدية مرتفعة ، كما أن الوفورات التي تحققها مشروعات القطاع ذات الأولوية ، قد لا تؤخذ في الاعتبار نظرا لعدم القدرة على ترجمة تلك المنافع غير المباشرة والوفورات إلى قيم نقدية، ولهذا تفضل المؤسسات المالية في غالب الحالات تقديم الائتمان إلى تمويل القطاع الثانوي (من المنظور الاجتماعي) .

وفي تلك الحالات قد تقوم المؤسسات المالية باستخدام معدل خصم مرتفع لتقييم ربحية المشروعات الاستثمارية للقطاع ذات الأولوية، ونتيجة هذا التقييم ستعطي انطبعا للمؤسسات المالية أن تلك المشروعات ليست جيدة ائتمانيا ، ومن ناحية أخرى فإن مؤسسات سوق الائتمان إذا استخدمت معدل خصم يعكس تكلفة الفرصة البديلة للموارد التمويلية في تقييم المشروعات ذات الأولوية ، فإن تلك المشروعات قد تصبح جيدة ائتمانيا بل وتحتاج مزيدا من التمويل.

ولكن حتى لو استخدم سعر الخصم الاجتماعي لتقييم استثمارات القطاع ذات الأولوية ، فلا يوجد ضمان أن تلك المؤسسات ستغير من سياستها الائتمانية اتجاه المشروعات الاستثمارية للقطاع الثانوي ومشروعات القطاع ذات الأولوية.

السبب الثالث للتقييم غير المناسب للجدارة الائتمانية لاستثمار القطاع ذات الأولوية بواسطة المؤسسات المالية هو أن الأثر طويل الأجل والأثر بعيد المدى لتلك الاستثمارات قد لا يكون له علاقة بمصالح المؤسسات المالية ، ولاسيما عندما تركز تلك المؤسسات اهتمامها على العائد بالمفهوم الخاص والربحية التجارية .

والنتيجة المنطقية هي أن المؤسسات المالية سوف لا تأخذ الآثار غير المباشرة للاستثمارات ذات الأولوية ، مما يفضي إلى توجيه قدر أقل من الموارد التمويلية إلى تلك المشروعات.

الصورة الثانية لقصور المعرفة في أسواق المال في الدول النامية هي **القيود الهيكلية:** فمن خصائص الدول النامية وجود قيود ومخاطر مفروضة

على المنظم المحلي ، وتتمثل تلك المخاطر في مخاطر التضخم وتقلب أسعار الصرف والمخاطر التكنولوجية، بالإضافة إلى العقوبات البيروقراطية والتعقيدات القانونية والتي تظهر أمام المنظم وبالتحديد عند الموافقة على المشروع الاستثماري الذي ينوى تنفيذه، والمخاطر التي تواجه المنظم لها وجهان:

**الوجه الأول :** يتمثل في قدرة المنظم على تدنيه تلك المخاطر وهذا يتوقف على درجة الكمال التي تتميز بها الأسواق التي يتعامل معها المنظم مثل أسواق العمل والسلع وأسواق الائتمان والأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي وأسواق السلع الرأسمالية وأسواق التصدير في الخارج.

**الوجه الثاني :** ضعف المركز النسبي للمنظم المحلي في مواجهة المنظم الأجنبي ، وهذا الوجه هو الأخطر ، لأن المنظم المحلي يكون في موقف أصعب من حيث عدم قدرته على الوصول لمصادر المعلومات الضرورية لاتخاذ قراراته، وعدم قدرته على الوصول إلى مصادر التكنولوجيا الجديدة والخبرة الفنية والخبراء ، وهو في تلك المجالات في مركز أقل بكثير جدا من المنظم الأجنبي ، وهذا يعني أن المنظم الأجنبي يواجه مستويات مخاطر تقل بكثير جدا عن المنظم المحلي.

وتلك الظروف تجعل المنظم المحلي أشد تحفظا في اختياراته من المنظم الأجنبي ، وينعكس هذا التحفظ في إعطائه وزنا نسبيا أقل للأرباح الممكنة مقارنة بالخسائر المحتملة ، مما قد يعوق المنظم من اختيار مشروعات ذات معدلات أرباح مرتفعة منسوبة إلى الخسائر المحتملة.

وتلك الظروف قد تجعل المنظم المحلي أقل قدرة على تلبية متطلبات المؤسسات المالية التي تقدم الائتمان : مثل القدرة على تقديم ضمان جيد للقروض ، لأنه ببساطة لا يمتلك إلا صافي حقوق ملكية صغير وعدم قدرته على تقديم ما يضمن قابلية منتجه للتسويق.

كما تقف العقوبات الإدارية عائقا في وجه المنظم الجديد حيث عليه أن يستوفي كثير من الإجراءات الشكلية الموزعة على إدارات مختلفة تنتمي إلى وزارات مختلفة في أماكن متباينة ، وقد تصل تلك العقوبات ذروتها عندما تطلب المؤسسات المالية موافقة سلطة معينة على منح المنظم الترخيص اللازم

لممارسة النشاط قبل منح الائتمان ، وفي نفس الوقت تطلب منه السلطات المختصة موافقة المؤسسة المالية على التمويل قبل منح الترخيص.

وهناك صعوبة أخرى تواجه المنظم الجديد الذي يريد الدخول إلى سوق المال وتتمثل في أن تكلفة الحصول على الائتمان أعلى في المتوسط من تكلفة نفس الائتمان إذا ما قدم للمؤسسات القائمة ، مما يضع المنظم الجديد في وضع أسوأ مقارنة بالمؤسسات الكبيرة والراسخة في مجال النشاط.

الإجراءات المقترحة للحد من آثار قصور المعرفة في سوق الائتمان:

يقترح برنامج له شقين: برنامج المساعدة الفنية التي تقدم للمشروعات الاستثمارية ، وبرنامج ضمان المخاطر.

بالنسبة لبرنامج المساعدة الفنية: يمكن للمؤسسات المالية استخدام برامج المساعدة الفنية للمشروعات الاستثمارية أن تخفض المخاطر المرتبطة بتلك المشروعات ، لأن مخاطر التشغيل قد تعزي إلى قصور في الدراسة التسويقية أو الاستخدام غير الفعال للطاقة الإنتاجية أو قصور في التخطيط للمشروع ، وفي ظل هذا القصور فإن المشروع إذا تقدم بطلب للحصول على التمويل سيرفض ، فالمشكلة هي أن المشروع يحتاج إلى التمويل لتكوين رأس المال الجديد ، وهذا التمويل موجود لدى المؤسسات المالية ، ولكنها لن تقدم التمويل المطلوب لقصور المعرفة السائد في سوق الائتمان ، فالتمويل المتاح أمام المشروع يصبح نادرا رغم وفرته لدى المؤسسات المالية ، وهذه هي "ظاهرة نقص رأس المال الخادع" ، بمعنى أن المؤسسات المالية قد تعبئ الموارد التمويلية (مدخرات أفراد القطاع العائلي بكفاءة) ، ولكن الاستخدام الفعال لتلك الموارد التمويلية لتمويل المشروعات الاستثمارية يقترن بتقديم المساعدات الفنية للمشروع الاستثماري وهو الأمر الذي لا تقوم به المؤسسات المالية في الدول النامية.

أما بالنسبة لبرنامج ضمان المخاطر : فهذا البرنامج هدفه تقليل المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية عند تقديمها الائتمان للمشروعات الاستثمارية الجديدة ، ويبني هذا البرنامج على افتراضين : الافتراض الأول هو أن المؤسسة المالية في البداية لديها خبرة محدودة في تقديم التمويل طويل الأجل اللازم للتكوين الرأسمالي الثابت ، ومن ثم ستلحق بها خسائر إذا قدمت

هذا التمويل، ولكن بعد مرور فترة تكتسب خلالها الخبرة اللازمة في عملية التمويل وتتناقص خسائرها وتتحول بعد ذلك إلى أرباح.

الافتراض الثاني: أن القائمين على أمر المؤسسات المالية تتوافر لديهم الإرادة لبذل أقصى جهد ممكن لتخفيض الخسائر الناجمة عن تقديم الائتمان طويل الأجل ، فالمؤسسات المالية قد تساعد في تقديم المساعدات الفنية إلى المشروعات الاستثمارية ، بحيث تتأكد من أن تخصيص الموارد التمويلية على استخداماتها المختلفة داخل المشروع هي أفضل الاستخدامات الممكنة، فإذا قدمت المؤسسات تلك المساعدات فيمكن توقع تحسنا في شروط منح الائتمان.

ويقترح برنامج ضمان المخاطر أن يتم تعويض المؤسسات المالية عن الخسائر التي تتكبدها جراء تقديم الائتمان بمبلغ ثابت خلال فترة محددة ، وهذا المبلغ يمثل نسبة معينة من خسائرها في سنة معينة، وهذه السنة وقد تكون السنة الأولى لخطة المشروع ، ومع مرور الوقت فإن خسائر المؤسسة المالية تميل إلى التناقص بالتدريج ، ومع كون التعويض يمثل مبلغا ثابتا ، فإن المؤسسة تحقق أرباحا ، وهذه الأرباح ستسمح للمؤسسة بأن تصدر أصول مالية جذابة للقطاع العائلي مما يسمح لها بتعبئة مدخرات إضافية ، وهذه الموارد الإضافية ستحفز المؤسسة على تحسين شروط الإقراض للمشروعات الاستثمارية.

### ثالثا: التجزئة أو البعثة المالية :

يقصد بالتجزئة المالية لسوق المال انقسام سوق المال إلى مؤسسات مالية منظمة بواسطة القانون Organized financial institutions ومؤسسات مالية تعمل من وراء ظهر القانون ، وتأخذ أشكالا متعددة : مثل السماسرة وبيوت الائتمان وبيوت الإقراض في مراكز الأعمال وشركات الاستثمار التي يطلق عليها شركات توظيف الأموال التي تقوم بتلقي ودائع من الأفراد وتقوم بتوظيفها دون أن تأخذ صفة مصرفية أو شركة استثمار مرخص لها بمزاولة النشاط.

ويمكن إرجاع تجزئة سوق المال في الدول النامية إلى عدة أسباب تتمثل في:

(أ) سياسة تحديد معدل العائد الاسمي (ولاسيما سعر الفائدة) تحت مستواه التوازني في ظل معدل تضخم متزايد ومتقلب ، مما يجعل معدل العائد

الحقيقي (معدل العائد الاسمي - معدل التضخم) على الأصول المالية للسوق المالي المنظم سالبا، وفي نفس الوقت الذي تعرض فيه مؤسسات السوق غير المنظم معدل عائد أعلى بأضعاف ربما ما تعرضه المؤسسات المالية المنظمة ، ومن ثم تفقد الأصول المالية للسوق المالي المنظم قدرتها التنافسية أمام الأصول المالية للسوق المالي غير المنظم ، مما يساهم في زيادة طلب أفراد القطاع العائلي على الأصول المالية للسوق غير المنظم ، ومن ثم تفقد المؤسسات المالية المنظمة قدرتها على تعبئة الموارد المالية للسوق المنظم.

(ب) سياسية ترشيد الائتمان : credit rationing : ففي ظل تلك السياسة تقوم المؤسسات المالية المنظمة بالتمييز غير الموضوعي بين المشروعات الاستثمارية في عملية منح الائتمان ، فتمنح الائتمان لبعض المشروعات وفقا لأسس غير موضوعية مثل العلاقات الشخصية وشهرة المشروع ، بينما تمتنع لأسباب غير اقتصادية وغير منطقية في نفس الوقت عن منح الائتمان لمشروعات أخرى، هي في الحقيقة تتمتع بجدارة ائتمانية ، والنتيجة هي اتجاه المشروعات التي تم حجب الائتمان عنها إلى الحصول على الائتمان من السوق المالي غير المنظم .

(ج) إقبال أفراد القطاع العائلي على حيازة الأصول المالية التي تصدرها المؤسسات المالية للسوق غير المنظم لأن تلك الأصول تعطي معدل عائد حقيقي أعلى من معدل العائد الذي تغله أصول المؤسسات المالية المنظمة.

(د) هيكل اقتصاد الدول النامية : الذي يسوده المشروعات الصغيرة والصناعات الخفيفة والحرفية والتجارة صغيرة الحجم ، وفي تلك الحالات فإن غالبية المقترضين هي مؤسسات صغيرة تطلب انتمانا قصير الأجل وبمبالغ صغيرة ، وتلجأ إلى المؤسسات المالية للسوق غير المنظم التي تكون أكثر ملائمة لإشباع طلب تلك المؤسسات صغيرة الحجم على التمويل.

ويترتب على تجزئة سوق الائتمان آثارا سلبية على كفاءة السوق المالي المنظم من عدة جوانب أهمها:

الأثر الأول: انخفاض كفاءة مؤسسات السوق المالي المنظم على تعبئة مدخرات القطاع العائلي: فمدخرات القطاع العائلي أصبحت في ظل التجزئة توزع بين المؤسسات المالية المنظمة والمؤسسات المالية غير المنظمة، طبقا

لمعدل العائد النسبي على الأصول المالية التي يصدرها كل منهما ، وحيث أن مؤسسات السوق غير المنظم لا تخضع لسياسة تحديد سعر الفائدة فهي في مركز تنافسي أفضل لأنها تستطيع دفع معدل عائد اكبر للمدخرين مقارنة بمعدل العائد الذي تدفعه المؤسسات المنظمة ، مما يجعل المدخرات تتدفق إلى المؤسسات غير المنظمة ، تاركة المؤسسات المنظمة بحجم ضئيل من المدخرات.

الأثر الثاني: أن معظم المدخرات المعبئة بواسطة المؤسسات غير المنظمة توجه لتقديم ائتمان قصير الأجل والأنشطة سريعة الربح وإلى تمويل استثمارات لا تتمتع بالأولوية من المنظور الاجتماعي ، فمعظم الأنشطة التمويلية هي تمويل تجارة السلع الكمالية والأنشطة التجارية ، والتي تحقق معدل عائد مرتفع ، ومنه يتم دفع معدل عائد أعلى للمدخرين .

الأثر الثالث: إن معظم المعاملات المالية في السوق المالي غير المنظم لا تخضع لمراقبة السياسات النقدية والائتمانية للسلطات النقدية والمالية وسلطات مراقبة النقد وأسعار الصرف ، رغم أن حجم المدخرات الموجهة للاستثمار في أصولها هو حجم كبير ، مما يخفض فعالية السياسات النقدية والائتمانية وسياسات الصرف الأجنبي التي تديرها السلطات النقدية وعلى رأسها البنك المركزي.

#### المبحث الرابع

#### الدور المالي لسوق الأوراق المالية

يعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات الهامة في تعبئة مدخرات الأفراد والوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي ، وضخها إلى المشروعات الاستثمارية ، ويمكن تقسيم الدور المالي لسوق الأوراق المالية في الدول النامية إلى العناصر التالية :

- 1- وظيفة السوق المالي في زيادة فاعلية مدخرات أفراد القطاع العائلي.
- 2- وظيفة سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد المالية بين المشروعات الاستثمارية .
- 3- عرض الأوراق المالية.

4- الطلب على الأوراق المالية.  
وذلك على التفصيل التالي.

### 1- وظيفة سوق الأوراق المالية في زيادة فاعلية مدخرات أفراد القطاع العائلي:

ليس من المتوقع أن يترتب على مجرد إتاحة الأوراق المالية حفز أفراد القطاع العائلي إلى استخدام مدخراتهم لشراء الأوراق المالية ، ولكن من المعقول أن نفترض أن تلك المدخرات ستكون أكثر فاعلية في الاستثمار في الأوراق المالية تدريجيا مع تنمية سوق الأوراق المالية وزيادة عمقها وتنوع ما يعرض بها من أوراق تتناسب مع تفضيلات الجمهور غير المصرفي ، و زيادة الوعي المالي لدى أفراد المجتمع، حيث تصبح هناك أوراق مالية ملائمة ومتوافقة مع تفضيلات صغار المدخرين، مما يفتح المجال أمامهم لحيازة الأسهم.

وحيث أن الطلب على الأوراق المالية مشتق من الطلب على العائد الذي تعطيه تلك الأوراق سواء في شكل توزيعات أو مكسب رأسمالي ، فإن الطلب على تلك الأوراق سيتحدد بمعدل العائد ودرجة سيولة تلك الأوراق ومستوى المخاطر التي يقترن بها الاستثمار في تلك الأوراق ، ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها فإننا نتوقع علاقة طردية بين الطلب على الأوراق المالية ومعدل العائد عليها (معدل التوزيعات+ معدل المكسب الرأسمالي) في ظل مستوي معين للسيولة (الذي يتوقف على سرعة ونطاق تبادل الأوراق في السوق الثانوي) ومستوى معين لمخاطر الاستثمار في تلك الأوراق(والتي تقاس بدرجة التقلب النسبي لمعدل العائد على تلك الأوراق متمثل في معامل الاختلاف) .

وعندما يكون معدل العائد على الأوراق المالية منافسا كفئا لمعدل العائد على الأصول البديلة الممكن أن تدخل محافظ أصول الأفراد ، ولاسيما الأصول المقاومة للتضخم ، فإننا نتوقع ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك الحالي من الدخل الجاري للأفراد ومن ثم نتوقع أن يقوم أفراد القطاع العائلي بتخفيض مستوى استهلاكهم الحالي من الدخل الجاري ، ومن ثم إحلال الادخار محل الاستهلاك بغرض استخدام الادخار في شراء الأوراق المالية بهدف رفع مستوى الاستهلاك في المستقبل، أي أن وجود أوراق مالية تعطي معدل عائد

تنافسي وكفاء على تلك الأوراق مقارنة بمعدل العائد على الأصول البديلة ، ومع ثبات العوامل الأخرى المؤثرة على طلب الأصول (كمستوى السيولة والمخاطر والتفضيل الزمني بين الاستهلاك الحاضر والاستهلاك المستقبل) ، من المتوقع أن يخلق حوافز لحيازة الأوراق المالية بغرض الحصول على عائد دوري ومكاسب رأسمالية متوقعة من وراء حيازة تلك الأوراق.

كما أن إصدار تلك الأوراق بفئات وأنماط تتوافق مع التفاصيل والقدرة الشرائية للفئات المختلفة من المدخرين والتي لديها فوائض مالية لفترات زمنية قصيرة (ثلاثة أو ستة أشهر) من شأنه أن يتيح الفرصة لأكثر عدد ممكن من المدخرين لدخول سوق الأوراق المالية ، ومن ثم يميل نطاق تلك السوق للاتساع ، واستخدام مدخرات كانت ستترك عاطلة لولا وجود تلك السوق ، مما يزيد فاعلية مدخرات الوحدات الاقتصادية المختلفة في تمويل المشروعات الاستثمارية للمجتمع.

وتؤيد بعض الدراسات التي أجريت على بعض دول شرق آسيا الفرض القائل "بأن نسبة الادخار إلى الناتج القومي الإجمالي ترتبط طردياً مع نسبة الأصول المالية إلى الأصول غير المالية في محافظ أصول الأفراد" (M. Fry 1988, CH.2)، وهذا الفرض يعني انه كلما زادت النسبة من المدخرات التي يتم حيازتها في شكل أصول مالية كلما زادت نسبة الادخار من الناتج القومي ، بمعنى أن إتاحة أدوات جديدة تستثمر فيها مدخرات الأفراد ولها مميزات تتوافق مع تفضيلات ورغبات الجمهور غير المصرفي والقيم التي يتمسك بها ، يفضي إلى تحسن ظروف إحلال الادخار الحالي محل الاستهلاك الحالي من الدخل الجاري ن مما يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.

ولكن هذه الفروض دائماً محل جدل والأساليب القياسية المستخدمة في التقدير تعاني من أخطاء في قياس المتغيرات وما يسمى بالانحدار الزائف وغيرها ، كما ينبغي أن نلاحظ أن العلاقة بين مستوى الادخار الحالي ونسبة المدخرات في شكل مالي قد تكون ناتجة عن ارتفاع معدل النمو الاقتصادي ، بالإضافة إلى وجود بعض الشك حول أثر معدل العائد المرتفع على الأوراق المالية على مستوى الاستهلاك الحاضر في الدول النامية ، بسبب انخفاض الدخل الفردي الحقيقي ، والذي يوجه الجزء الأعظم منه بصفة أساسية لإشباع الاستهلاك الحالي.



وعلى هذا فقد يكون مطلباً أساسياً من السلطات الاقتصادية أن تتبع سياسة مالية Financial policy تجعل الأوراق المالية منافساً كفوئاً للأصول الحقيقية المقاومة للتضخم وتحسن درجة الأمان ومستوى السيولة (من خلال إجراءات تتبع لتنشيط وسلامة تشغيل السوق الثانوي) التي تتمتع بها تلك الأصول ، وأن يكون معدل العائد الحقيقي عليها موجباً ، وأن تتخذ إجراءات تمنع المضاربة (التي هي في الواقع ليست مضاربة لا بالمعنى الشرعي ولا بالمعنى الاقتصادي) الضارة التي تنصب على مجرد تجارة الأوراق المالية والتي يترتب عليها تقلبات سعرية لا يمكن تفسيرها بعوامل اقتصادية ، ولكن من خلال تحكم مجموعات صغيرة من الأفراد في السوق والتلاعب بالأسعار ، وهؤلاء يطلق عليهم خطأً صناعات السوق ، ولكنهم في الواقع هم المتلاعبون بطريقة غير شرعية وغير أخلاقية بالسوق ، مما يجعلهم يكسبون باستمرار وتقع الخسائر على صغار المستثمرين .

## 2- دور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد التمويلية :

تقدم نظرية الاقتصاد المالي فرضاً أساسياً مضمونه " إن إيجاد وتطوير سوق الأوراق المالية في الدول النامية يؤدي إلى تنوع في الأوراق المالية أمام المدخرين ، مما يخلق فرصاً استثمارية أمام المدخرين المهتمين باستثمار مدخراتهم في أوراق مالية ، وحيث أن هؤلاء المدخرين يتمتعون بالرشد الاقتصادي ، ومعظمهم معظمين لدوالهم الهدفية ، فإنهم سوف يختارون أفضل الأوراق المالية لاستثمار مدخراتهم فيها ، حيث يستثمرون مدخراتهم في تشكيلة من الأوراق المالية التي تعطيهم أكبر عائد ممكن ، في ظل مستوى معين من المخاطر والسيولة ومستوى معين من الدخل والثروة المتاحة للأفراد في وقت اتخاذ القرار ، ومن ثم تتوقع نظرية الاقتصاد المالي أن : يستثمر هؤلاء المدخرون أرصدهم المالية في أكثر الأوراق المالية نجاحاً في سوق الأوراق المالية ، وحيث أن سوق الأوراق المالية هو سوق كفاء efficient ، وتعكس أسعار الأوراق المتداولة فيه كل المعلومات المتاحة عن الشركات التي أصدرت تلك الأوراق ، وهي معلومات تكون متاحة أمام المدخر كي يختار بحرية كاملة ، وفقاً لتعظيم قيمة دالته الهدفية ، تشكيلة من أكثر الأوراق المتداولة نجاحاً ،

وحيث أن كل المدخرين الذين يستثمرون في أوراق مالية يتميزون بمثل هذا السلوك ، فإننا نتوقع أن يوجه سوق الأوراق المالية الموارد التمويلية في أكثر الأوراق المالية نجاحا ، وحيث أن نجاح تلك الأوراق هو مؤشر للكفاءة الاقتصادية للمشروعات التي أصدرتها ، فإن سوق الأوراق المالية يوجه الموارد التمويلية إلى أكثر المشروعات كفاءة ونجاحا من منظور الكفاءة الاقتصادية".

وينبني على هذا التحليل أن أي شركة ترغب في الحصول على التمويل من سوق الأوراق المالية ، عليها أن تحقق حدا أدنى من الكفاءة في الإنتاج والتسويق والتوزيع من منظور الكفاءة الاقتصادية، لكي يمكنها أن تصدر الأوراق المالية الخاصة بها بنجاح.

فإذا كان هذا هو السلوك الذي يميز الشركات التي تطلب التمويل من سوق الأوراق المالية ، فإن تخصيص الموارد المالية من خلال سوق الأوراق المالية يكون أفضل تخصيص ممكن بين الفرص الاستثمارية الممكنة والبديلة لبعضها البعض.

ومن ثم فإن المدخرات الموجهة لتمويل استثمارات أفضل المشروعات الاستثمارية كفاءة من خلال سوق الأوراق المالية تصبح أفضل وظائف الدور المالي لسوق الأوراق المالية، وهذه النتيجة هي ما يترتب على السلوك الرشيد أو السلوك الأمثل لتشغيل سوق الأوراق المالية، وفي هذه الحالة فإن سوق الأوراق المالية يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية من وراء إنشاء وإدارة وتشغيل سوق الأوراق المالية، ويمكن القول أن هذا هو المنظور القيمي والأخلاقي لإقامة تلك السوق في أي مجتمع.

فماذا يقول الواقع الفعلي لتشغيل هذا السوق ؟

في الواقع العملي تقاس كفاءة المشروعات الاستثمارية التي لها أوراق معروضة ومتداولة في نطاق سوق الأوراق المالية ، وطبقا لآلية تشغيل هذا السوق ، تقاس تلك الكفاءة بحجم الأرباح التي تحققها تلك المشروعات ، حيث يمكن لتلك المشروعات أن تصدر أوراقا وتبيعها بسهولة والحصول على أعلى سعر سوقي لأوراقها ، وحيث يفترض أن معدلات العائد النسبية على أوراق الشركات المختلفة يجب – من المنظور الاقتصادي- أن تعكس الاختلافات في الكفاءات النسبية بين الأداء الاقتصادي لتلك الشركات ، ومن ثم فإن توزيع

الموارد المالية بين استخداماتها البديلة من خلال سوق الأوراق المالية يتم وفقا لمعدلات العائد النسبية .

ولكن طالما هناك قصور في المعلومات المتوافرة عن الشركات التي تتداول أوراقها في السوق وقصور في المعلومات عن أدائها الاقتصادي ومؤشرات كفاءتها ، بل هناك في كثير من الحالات حجب متعمد للبيانات الجوهرية اللازمة لاتخاذ قرار بالاستثمار في الأوراق المالية ، بل وتعتمد اقتصار معرفة تلك المعلومات على فئة صغيرة من أصحاب النفوذ وربما مسئولين متخفين وراء آخرين يتاجرون لحسابهم على أن تقسم الأرباح الناتجة بينهما في النهاية، كل هذا يجعل هناك قصور في آلية تخصيص الموارد التمويلية من خلال سوق الأوراق المالية ، ومن ثم فإن الاختلاف في معدلات العائد النسبية على رأس المال العيني لن تنعكس بالضرورة في صورة اختلافات في درجات الكفاءة النسبية للشركات ولا في مؤشرات أدائها المتوافرة في سوق الأوراق المالية ، وفي تلك الحالة لن تعكس الأسعار النسبية للأوراق المتداولة المعلومات الحقيقية عن الأداء الاقتصادي للشركات ، وفي تلك الحالة أيضا فإن المدخرين الذين يبنون قراراتهم باستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية بناء على اختلاف معدلات الأرباح النسبية للشركات ، سوف يوجهون مواردهم التمويلية إلى أكثر المشروعات ربحية ، ولكن القصور المعلومات المتوافرة وعدم كفايتها سيجعل من الصعب على المدخر أن يقوم بعمل تقييم تقريبي سليم للشركات التي يستثمر فيها مدخراته في أوراقها المالية وبالتالي نخلص إلى النتيجة التالية:

" لن يساهم سوق الأوراق المالية في توجيه الموارد التمويلية على أكثر المشروعات الاستثمارية كفاءة من المنظور الاقتصادي "

والأثر الثاني لقصور المعلومات والمعرفة في سوق الأوراق المالية على تخصيص الموارد التمويلية يتمثل في أن بعض المشروعات قد تحقق أرباحا نتيجة تمتعها بمركز احتكاري أو بسبب عوامل سوقية مختلفة كأن تتخصص في إنتاج سلعة عليها طلب كبير ، وهكذا تحقق أرباحا نقدية مرتفعه رغم انخفاض كفاءتها الاقتصادية ، وهنا سوف يوجه سوق الأوراق المالية إلى تلك الشركات حجما كبيرا من الموارد المالية ، بينما تحرم مشروعات أخرى

رغم كفاءتها وجدارتها الاقتصادية التي لم تنعكس بالضرورة في تحقيق أرباح نقدية مرتفعة.

والأثر الثالث للقصور في سوق الأوراق المالية، يتمثل في أن سوق الأوراق المالية يتميز بنوع من التحيز لصالح المشروعات الكبيرة وضد المشروعات الصغيرة، ولصالح المشروعات المشهورة ولغير صالح المشروعات المغمورة، ولكن قد يجادل بأن هناك عزوف من جانب المشروعات الصغيرة عن الدخول في سوق الأوراق المالية، نتيجة عدة أسباب منها:

[1] ليس لدى الشركات الصغيرة صورة واضحة عن المكاسب التي يمكن أن تحققها من وراء إصدار أسهم في سوق الأوراق المالية .

[2] لا تعرف الشركات الصغيرة كيف ترتب التمويل من خلال إصدار أسهم .

[3] خوف المشروعات الصغيرة من فقد السيطرة على إدارة المشروع إن هي أقدمت على إصدار أسهم في سوق الأوراق المالية.

[4] الاعتقاد بأن المشروع صغير جدا بحيث لا يستطيع تحمل مخاطر لإصدار أسهم للجمهور.

[5] لا تعرف المشروعات الصغيرة كيف تجعل أوراقها جذابة للجمهور .

[6] لا تفهم المشروعات الصغيرة دور الوسطاء والسماسة وغيرهم من المؤسسات الوسيطة التي تعمل في سوق الأوراق المالية.

[7] معظم المشروعات الصغيرة عائلية يديرها أفراد العائلة ولا يرغبون أن يتدخل الغير في إدارة مشروعهم.

وعلى هذا فإن مشكلة التمويل الخارجي للشركات الصغيرة من خلال سوق الأوراق المالية قد لا ترجع بصفة أساسية إلى تحيز سوق الأوراق المالية ضد المشروعات الصغيرة ، بقدر ما ترجع إلى عزوف الشركات الصغيرة عن استخدام التسهيلات التي تقدمها سوق الأوراق المالية.

أي أن التمويل الخارجي من خلال سوق الأوراق المالية للمشروعات الصغيرة يواجه مشكلة مزدوجة: فمن ناحية: هناك عزوف من قبل المشروعات الصغيرة عن تعبئة الموارد التمويلية من خلال سوق الأوراق المالية، ومن ناحية أخرى أن التمويل الخارجي الذي يقدمه هذا السوق هو وسيلة غير معروفة للمشروعات الصغيرة .

كما يلاحظ أن سوق الأوراق المالية لا يقدم تمويلا للمشروعات الزراعية وخاصة الصغيرة منها، وهذا يعني أن هذا السوق يتحيز لصالح المشروعات التجارية والصناعية الكبرى.

خلاصة ما تقدم: هناك العديد من العوامل التي تخل بالتخصيص الأمثل للموارد من خلال سوق الأوراق المالية، بعض تلك العوامل يعزى إلى قصور في الأداء الفعلي لسوق الأوراق المالية، والبعض الآخر يعزى إلى عزوف بعض المشروعات عن الدخول لطلب التمويل من خلال طرح أوراق مالية في السوق المفتوحة للجمهور غير المصرفي وبعضها أخلاقي يرجع للممارسات غير الشفافة التي يمارسها كبار المتعاملين في هذا السوق وحجب المعلومات الضرورية وعدم أبحاثها للمستثمرين الصغار، وانحراف السوق عن غايته الأساسية التي أقيم من أجلها وهي توفير التمويل للمشروعات الاستثمارية التي تتمتع بالكفاءة والأولوية من المنظور الاجتماعي وتنوع فرص الاستثمار المالي للمدخر الصغير، بطريقة تتناسب مع القيم والتفصيلات المختلفة وتخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها هؤلاء المستثمرون بإتاحة المعلومات الضرورية لهم، وانحرف السوق إلى سوق أصبحت تجارة الأوراق هدف في حد ذاته والمضاربة على أسعارها السوقية بطريقة غير اقتصادية هدفها جني مكاسب نقدية ولو على حساب خسارة المستثمر المالي الصغير، بالإضافة إلى عدم قدرة السلطات المالية والاقتصادية على الرقابة والسيطرة على السوق، بل وتصل الدرجة لتواطؤ كثير من المسؤولين في الدول النامية (وكذلك في الدول المتقدمة) ومشاركتهم للمضاربين في تجارة الأوراق المالية بأسماء أولادهم أو زوجاتهم أو من ينوب عنهم، حتى أصبحت الأرصدة المتداولة في سوق الأوراق المالية لا تساهم في تمويل تكوين رأس المال العيني الثابت ولكن تساهم فقط في رفع أسعار الأوراق والمضاربة عليها وتحولت تجارة الأوراق المالية لتحقيق المكاسب النقدية إلى هدف في حد ذاتها وليس وسيلة لتمويل تكوين رأس المال الثابت في المجتمع .

### 3- عرض الأوراق المالية:

#### في الماضي:

كان عرض الأوراق المالية في الدول النامية يأتي غالبا من القطاع الحكومي ومن السندات التي تطرحها مؤسسات قطاع الأعمال ، ولكن كانت السندات الحكومية هي المسيطرة على سوق الأوراق المالية .

وعرض الأوراق المالية يأتي من طلب المشروعات للتمويل الخارجي لتمويل مشروعاتها الاستثمارية سواء من القروض أو طرح سندات أو أسهم ، وفي معظم الدول النامية كانت السندات الحكومية تشكل نسبة في حدود 60% إلى 80% من إجمالي عرض الأوراق المالية، والسيطرة الحكومية على عرض الأوراق المالية كان ناجما عن التوسع في خطط التنمية الاقتصادية ، حيث كانت الحكومة تلعب الدور الرئيسي في عملية التنمية .

ولكن هذا الوضع تغير بعد إتباع الخصخصة وتحرير القطاعات الاقتصادية من السيطرة الحكومية، وقيام العديد من المشروعات بطرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وهذا خلق طفرة كبيرة في عرض الأوراق المالية، كما هو الحال في دول الخليج ومصر والمغرب والأردن، حيث تشهد أسواق الأوراق المالية في تلك البلاد مضاربات عنيفة تخرج السوق من كونها أداة لتمويل المشروعات الاستثمارية وتحويلها إلى مجرد سوق للمتاجرة في الأوراق في حد ذاتها، مما عرض أسعار الأوراق المالية إلى تقلبات سعرية عنيفة، وتسببت في حدوث خسائر شديدة لصغار المستثمرين في الأوراق المالية، وأصبحنا نشاهد مثلا سهم يتم إصداره بقيمة اسمية بمبلغ 50 ريال ويصل سعره بعد الإصدار بأسبوعين وقبل أن يتم إنشاء المشروع الاستثماري الذي سيموله السهم إلى حوالي 700 ريال، فهل الفرق بين السعرين يمثل مبلغ ساهم في تمويل المشروع الاستثماري ؟ بالطبع لا فهو يمثل مكسبا رأسماليا وهميا نتج عن المضاربة على الصعود للورقة قبل أن تكون هناك أي مؤشرات اقتصادية تدعم هذا الارتفاع السعري وليس لهذا الارتفاع أي علاقة بما يحدث في القطاع الحقيقي، بمعنى أن سوق الأوراق المالية أصبح سوقا يعمل باستقلال عما يحدث في الاقتصاد الحقيقي، مع أن الأصل أن سوق الأوراق المالية أنشأ كوسيلة لتدبير التمويل لتمويل المشروعات التي تتمتع بالكفاءة والجدوى الاقتصادية، فالطلب على خدمات السوق المالي طلب مشتق من الطلب على

تمويل الاستثمار في رأس المال العيني، وأن أسعار الأوراق المالية المتداولة يجب أن تعكس الأداء الحقيقي للمشروعات الاستثمارية التي أصدرت تلك الأوراق ولكن هذا لا يحدث غالباً. ورغم ذلك فإن عرض الأوراق المالية محدود في أسواق الأوراق المالية للدول النامية نتيجة عدة أسباب تتمثل في :

[1] **طبيعة اقتصاد الدول النامية:** فالطابع الغالب هو اقتصاد زراعي تسيطر عليه الوحدات الإنتاجية الصغيرة التي لا يمكنها إصدار أسهم لأسباب سبق ذكرها، وأما القطاع الصناعي فيتميز بالازدواجية حيث توجد وحدات إنتاجية كبيرة، وفي نفس الوقت توجد صناعات حرفية شديدة الصغر، والقطاع الصناعي الكبير يستأثر بالتمويل من البنوك ومن أسواق الأوراق المالية.

[2] **العديد من الأنشطة التعدينية والتجارية والصناعية الكبرى والتي تمتلك إمكانيات لإصدار أسهم هي أنشطة مملوكة لشركات أجنبية، تلك الشركات لا ترغب في تعبئة أرصدة من السوق المحلي، وربما يعزى ذلك إلى رغبة تلك الشركات في المحافظة على السيطرة الكاملة على الشركة وإدارتها، وإن كانت السلطات الاقتصادية المحلية يمكنها أن تصر على مساهمة رأس المال المحلي بأكثر من 50% من مجموع رأس المال المطلوب للمشروع الاستثماري، وذلك من خلال طرح أسهم يكتتب فيها المواطنين .**

[3] **الشركات التي تسيطر عليها عائلات family-controlled companies** تخشى تلك العائلات من فقد السيطرة على المشروع إن أصدرت أسهم وأصبح للغرباء عن العائلة حق في التدخل في أي مسألة تتعلق بالمشروع، كما أن كثير من ملاك تلك المشروعات يعتقدون أنهم قد بلغوا الحجم الأمثل وليس هناك حافز أو دافع للتوسع، ومن ثم تستخدم الأرباح الناتجة من الأنشطة الصناعية للاستثمار في أنشطة غير صناعية ، ربما يرجع ذلك إلى عدم الاستقرار السياسي وإلى محاولة تجنب المخاطر قدر الإمكان، وهذه ظاهرة في الشركات التي تسيطر عليها عائلات، حيث لا تنفصل الملكية عن

الإدارة، فملاك تلك المشروعات يعتقدون أن التوسع سوف يفقدهم السيطرة على إدارة المشروع.

[4] قد يتم تمويل التوسع من خلال التمويل الذاتي أو الائتمان المصرفي، وفي تلك الحالات لا توجد حاجة إلى إصدار أوراق مالية .

[5] ارتفاع نسبة الدين إلى حقوق الملكية، وارتفاع تلك النسبة يرفع نسبة الرفع المالي financial leverage ويزيد درجة مخاطر الإفلاس التي قد يتعرض لها المشروع ، وقد تحاول الشركة تخفيض تلك النسبة من خلال طرح أسهم، إلا أن المدخرين سوف يمتنعون عن شراء الأسهم في شركات تتميز بارتفاع نسبة الرفع المالي (الديون إلى حقوق الملكية) لأن حاملي أدوات الدين لهم حق الأولوية في الحصول على الفوائد وأصل الدين، وتوزيعات الأسهم هي المتبقي بعد سداد الفوائد، وطبقا لنظرية التمويل الحديثة فإن اقتراب نسبة الرفع المالي من واحد إلى واحد ونصف من إجمالي القيمة السوقية للشركة، يجعل احتمال إفلاس الشركة كبيرا، ومن ثم يواجه حملة الأسهم مخاطر هبوط السعر السوقي للسهم، وهذا يعني أن ارتفاع نسبة الدين إلى حقوق الملكية هي احد الأسباب الرئيسية التي تحد من إصدار أوراق مالية جديدة ومن ثم تحد من عرض الأوراق المالية .

#### [4] الطلب على الأوراق المالية:

في الماضي وفي ظل سيطرة الحكومة على المؤسسات المالية كان الطلب على الأوراق المالية يأتي أساسا من البنوك التجارية وشركات التأمين حيث كان القانون يلزمها بأن تحتفظ بنسبة معينة من محافظ أصولها في شكل سندات حكومية وأذون الخزانة ، وكان الطلب على السندات الحكومية يمثل حوالي 90% من الطلب على الأوراق الحكومية في بعض الدول النامية<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup>Porter , p., " Narrow securities markets and monetary policy : lessons from Pakistan" Economic Development and Cultural Change , Vol: XIV, 1965, PP. 48-56



ومعظم الأوراق المالية كان يتم حيازتها بواسطة المصارف وشركات التامين، وكان المستثمرون الماليون من الجمهور غير المصرفي لا يهتمون بالأوراق المالية بسبب الكبت المالي الذي يميز أسواق المال في الدول النامية ، حيث يكون معدل العائد الحقيقي سالب غالبا.

وهناك أسباب عديدة تحد من الطلب على الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ومنها:

[1] في معظم الدول النامية تتكون النسبة الكبرى من المدخرات من مدخرات القطاع العائلي، وأفراد القطاع العائلي لا يملكون معلومات كافية عن أدوات ومؤسسات وآليات سوق الأوراق المالية والمعلومات المطلوب معرفتها للاستثمار في الأوراق المالية هي معلومات جوهرية تؤثر على أسعار الأسهم.

[2] مشكلة التاجر الداخلي Insider trader ، وهو ليس تاجرا بالمعنى الحرفي للكلمة ولكن يقصد به الشخص الذي يكون داخل الشركة بحكم وظيفة أو منصب فيها ويكون على معرفة بالمعلومات التي تؤثر على أسعار أسهم الشركة في السوق ، ويمكن من خلال أفراد آخرين تابعين له أن يقوم بالبيع أو الشراء وبما يحقق له مكسبا رأسماليا، وفي نفس الوقت يعمل هذا الشخص على إعاقة تدفق المعلومات إلى الأشخاص الآخرين بطريقة تتميز بالشفافية والدقة الواجبة سواء إلى حملة أسهم الشركة أو مشتريين أو بائعين محتملين، فالمعلومات المتاحة للتاجر الداخلي هي إذا معلومات غير متاحة للآخرين من الجمهور الذي يهتم بالاستثمار في الأوراق المالية، مما يعوق الآخرين من طلب الأوراق المالية ولهذا فإن جميع الدول قد أصدرت تشريعات هدفها أن تتيح كل شركة تصدر أوراقا مالية أو لها أوراق مالية المعلومات المطلوبة عن حجم نشاطها ومبيعاتها ومعدل أرباحها وغيرها من المعلومات اللازمة لاتخاذ قرار بيع أو شراء الأسهم، وفي نفس الوقت تحرم على التاجر الداخلي بيع وشراء الأسهم والسندات حتي يستوعب الجمهور المعلومات التي تم نشرها<sup>8</sup>.

ولكن هذا قد يكون صحيحا نظريا، وعمليا فإن التاجر الداخلي موجود ويعمل من وراء الستار ويؤثر على أسعار الأوراق المالية، وربما يكون هناك تواطؤ

---

<sup>8</sup> Herne, S, " Inside information : definition in Australia , Canada, and the UK and the USA" Journal of comparative business and capital market law, VOL. 8, North Holland : Amsterdam:1986, pp.1-19

من مسئولين في الدول النامية يستفيدون منه، مما يوجد حالة من الشك وعدم اليقين في نفس الجمهور العام من المستثمرين في الأوراق المالية، ويؤثر على قرارات بيع وشراء الأوراق المالية.

[3] وجود قنوات تقليدية للاستثمار المالي مثل الودائع المصرفية وشهادات الإيداع بكافة أنواعها والإقراض المباشر، وقنوات للاستثمار في الأصول المقاومة للتضخم مثل العقارات والذهب والعملات الأجنبية، وهذه الأشكال تبدو أكثر جاذبية وأكثر أماناً ومن ثم تتوافق مع تفضيلات المستثمرين الذين لديهم فوائض مالية لأنها ببساطة أبسط أشكال الاستثمار وغالباً لها سوق تباع فيه بسهولة وأكثر ملائمة للأذواق والتفضيلات وتتميز بانخفاض درجة المخاطر المقترنة بها<sup>9</sup>.

ويمكن القول أن سلوك معظم المدخرين في الدول النامية موجه نحو الاستثمار في أنماط تقليدية من الثروة، وقد تكون أشكال أكثر تطوراً من الأصول المالية مثل شهادات الإيداع وأشكال أكثر رقيماً مثل الأسهم العادية بعد التطورات التي طرأت على أسواق المال في الدول النامية .  
ولكن هناك أسباب لتفضيل نمط الثروة التقليدي منها:

(أ) تفضيل المدخرين لأنماط من الاستثمار تقع تحت سيطرتهم بالكامل، وهذا الأمر ينطبق على الأشكال التقليدية للثروة مثل الذهب والعقارات.

(ب) التقلبات العنيفة وغير المبررة في أسعار الأسهم في فترات قصيرة ومتعاقبة ، في بورصات معظم الدول النامية وضعف الرقابة والتنظيم الحكومي على سوق الأسهم، والنتيجة خضوع أسعار الأسهم لموجات من الصعود والهبوط غير المبررة اقتصادياً، وتفضي إلى إلحاق خسائر كبيرة بصغار المستثمرين في الأسهم ، لدرجة يفقد معها كثير من هؤلاء المستثمرين الصغار كل مدخراتهم تقريباً، مما جعل كثير من الأفراد يفضلون الابتعاد عن الاستثمار في الأسهم تفادياً للمخاطر الكبيرة المقترنة بالاستثمار فيها بالإضافة إلى فقدان الثقة في آلية عمل السوق ووجود كثير من العناصر الطفيلية هدفها جني

---

<sup>9</sup>Catt, T., " A portrait of New Zealand share investor", ( Washington: New Zealand Institute for Economic Research) 1966, pp36-59.

المكاسب النقدية بالتواطؤ وإخفاء المعلومات بالإضافة إلى مقدره الشركات التي تطرح أسهمها على تزييف ما تنشره من معلومات دون أن يكتشف أمرها في معظم الحالات.

#### [4] يخضع الاستثمار في الأسهم للعديد من المخاطر<sup>10</sup>:

فالسهم معرضة للعديد من المخاطر مثل مخاطر السوق والمخاطر الخاصة بشركة معينة ومرتبطة بتشغيلها والطلب على إنتاجها والإضرابات فيها أو التسويق غير الملائم لمنتجاتها ومعدلات الأرباح التي تحققها، وهناك مخاطر التضخم الذي يؤثر على معدل العائد الحقيقي على الأوراق المالية عموماً والأسهم بصفة خاصة، وهي مخاطر معروفة في نظرية التمويل.

### الخاتمة

في هذه الدراسة المختصرة تم تقديم تحليل اقتصادي لمعظم جوانب سوق المال في الدول النامية، حيث تم عرض الفروض الأساسية التي حاولت تفسير دور سوق المال في عملية التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئة مدخرات القطاع العائلي وتوجيهها إلى تمويل المشروعات الاستثمارية التي لها أولوية اقتصادية واجتماعية، سواء من خلال تركيز الأرصد للتمويل الذاتي واستخدامها لتقديم الائتمان، وتم إيضاح أن أهم شروط نجاح مؤسسات سوق المال في تعبئة مدخرات القطاع العائلي هي إصدار أصول مالية تتوافق مع تفضيلات وقيم ورغبات الجمهور غير المصرفي، وأن تعطي له معدل عائد حقيقي موجب بالإضافة إلى تحقيق رغباته في السيولة وتدنيه المخاطر نتيجة عملية تنويع الاستثمار المالي في محافظ أصول الأفراد.

ولقد أوضحت الدراسة أن قصور ونقص المعرفة في أسواق الائتمان يترتب عليه ترشيد الائتمان والذي قد ينتج عنه ترشيد مؤسسات جديرة ائتمانياً من الحصول على الائتمان، كما أن قصور المعرفة قد يكون ناتجاً من تصرفات

---

<sup>10</sup>Smart S, and Megginson " Introduction to Financial Management"  
2<sup>nd</sup>., edit., United states SOUTHER-WESTERN: 2009, CH.6, 234

متعمدة في أسواق الأوراق المالية سواء من خلال التاجر الداخلي أو من خلال تواطؤ مجموعة من المسؤولين في الشركات التي تتعمد نشر معلومات غير كافية أو نشر معلومات غير صحيحة.

وتحليل خصائص سوق الأوراق المالية في الدول النامية يكشف عن محدودية الطلب على الأوراق المالية وعرضها، مما يعرض أسعار تلك الأوراق إلى تقلبات عنيفة يقودها قلة من المضاربين، ولذلك فإن سوق الأوراق المالية في معظم الدول النامية قد انحرفت عن أداء دورها في تعبئة مدخرات صغار المدخرين وكبارهم لتمويل الاستثمار الحقيقي إلى سوق يسودها مضاربات غير مبررة على أسعار الأوراق، بحيث أصبحت تجارة الأسهم كأوراق هدفا في حد ذاته وخصصت لها مليارات من الأرصدة، مع ندرة الأرصدة التي تخصص من خلال هذا السوق لتمويل الاستثمار الحقيقي، فالغش والتلاعب والسعي إلى المكسب النقدي جعل كثير من أفراد المجتمع يكرسون جهودهم للسعي بكل الطرق وراء هذا المكسب دون أي إضافة حقيقية للنشاط الإنتاجي من وراء هذا الجهد مما يمثل ضياعا اقتصاديا لجزء من القوة العاملة التي كرس كل جهدها لتجارة الأسهم فقط، وضياع اقتصادي لأرصدة تخصص لتجارة السهم وكان من المفترض أن تستخدم في تمويل تكوين رأس المال العامل والثابت في الاقتصاد المحلي .

ولهذا فإن كفاءة سوق المال في الدول النامية منخفضة في مجال تعبئة مدخرات الجمهور وفي مجال تمويل مشروعات الاستثمار الحقيقي والأمر يتطلب وقفة جادة وصادق وامينة للإصلاح ونقد الذات وإصلاح الانحرافات في أداء المؤسسات المالية والأسواق المالية.

## المراجع

- 1- Catt, T., " A portrait of New Zealand share investor", (Washington: New Zealand Institute for Economic Research) 1966, pp36-59
- 2- Herne, S, " Inside information: definition in Australia, Canada, and the UK and the USA" Journal of comparative business and capital market law, VOL. 8, North Holland: Amsterdam: 1986, pp.1-19
- 3- M. Fry "Money, Interest and Banking in Economic Development" Baltimore: The John Hopkins University Press: 1988.
- 4-R.McKinnon,"Money and Capital in Economic Development" Washington D.C., Brookings Institute: 1973
- 5-Molho, L. "Interest rate, Savings and Investment in Developing Countries: A Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypothesis" IMF Staff Papers, 33(1): 1986
- 6- Porter, p., " Narrow securities markets and monetary policy: lessons from Pakistan" Economic Development and Cultural Change, Vol: XIV, 1965, PP. 48-56
- 7- E., Shaw, " Financial Deepening in Economic Development" New York: Oxford University Press: 1973
- 8- Stiglitz, J., and Weiss A., " Credit Rationing in Markets with Imperfect Information " The American Economic Review, VOL. 3, No. 2, June:1981, p393
- 9-Smart S, and Megginson "Introduction to Financial Management" 2<sup>nd</sup>, edit., United States SOUTHERN-WESTERN: 2009, CH.6, 234.