وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس- سطيف-1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



أطروحة

مقدمة كجزء من متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاديات المالية، النقود والبنوك

الموضوع

نموذج تقييم وتمويل الاستثمار الحقيقي في اقتصاد المشاركة

تاريخ المناقشة: 2017/04/18

من إعداد الطالب:

غدار رفيق

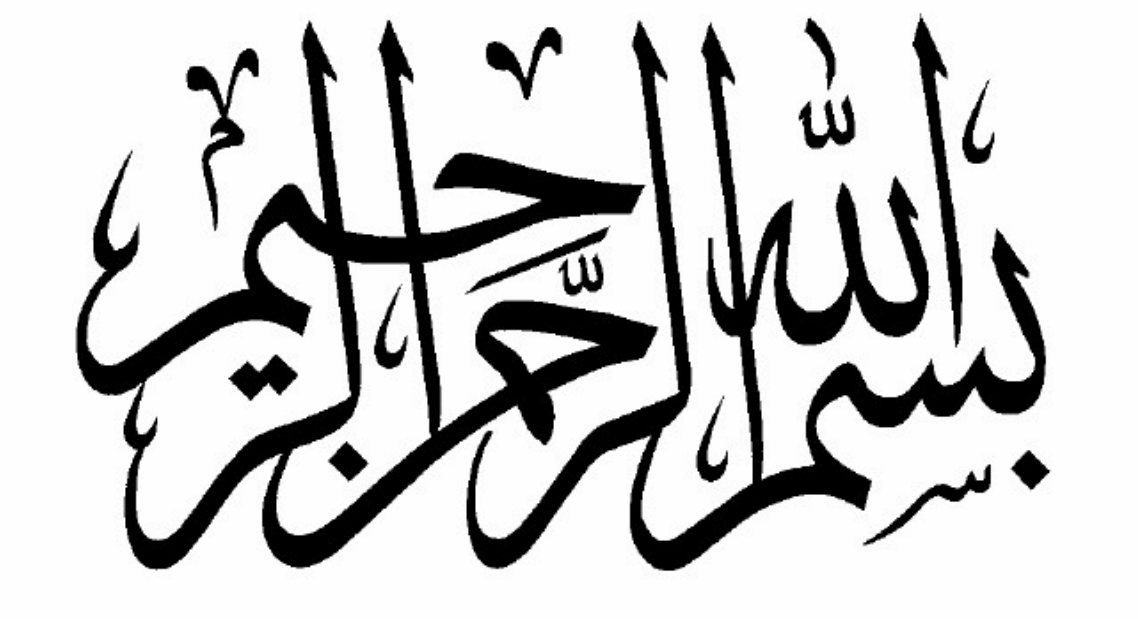
تحت إشراف:

الأستاذ الدكتور: صالحي صالح

لجنة المناقشة:

أ.د- مليـــاني حكيم	جامعة سطيف 1	رئيـــــــسا
أ.د- صـــالحي صالح	جامعة سطيف 1	مشرفا ومقررا
أ.د- بـــــقة الشريف	جامعة سطيف 1	عضوا مناقشا
أ.د- فـــــرحي مُحَمَّد	جامعة الأغواط	عضوا مناقشا
أ.د- جميـــل أحمد	جامعة البويرة	عضوا مناقشا
أ.د- ناصـــر سليمان	جامعة ورقلة	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2016



" وفوق كل ذي علم عليم "

صدق الله العلي العظيم

شكر وعرفان

الحمد لله الذي يسّر لنا السبيل، فبلغنا من أنفسنا شهادة العلم التي أرادها أن تكون لنا، إذ صورها لنا في عملنا المتواضع هذا، فرضينا به عملا نلقى منه حسن المقام يوم تنطق عنا أعمالنا، الشكر له إذاجتهدنا، والشكر له إذا أصبنا بعونه، فالحمد لله كثيرا إذ أنجبنا هذا الوطن الحبيب الذي تشبّعنا بقيمه ثم استسقينا من مساقي العلم فيه، والتي كانت فضلا علينا، فوجدنا العلم والمعلم.

الحمد لله الذي عمّ بفضله، ومنّ بعدله، وفتق اللّسان برحمته، وأنطق الإنسان بحكمته، وسدّد فأرشد إلى الإسلام، وأطلق بتوحيده وتمجيده ألسنة الأنام وأسنّة الأقلام، حمد معترف بما أولاه وآتاه، مغترف من فيض نعماه ورحماه، معتصم بكفايته من الزّلل ومستجير بهدايته من درك الخطأو الخطل، وصلّى الله على سيّدنا محمد مصطفاه ومجتباه، وخيرته من أنبيائه وصفوته من أوليائه، فصلّ اللّهم عليه وعلى آله الهادين وأصحابه الذين شادوا الدّين، واجعلنا لهديه وهديهم متّبعين، وانفعنا بمحبته ومحبتهم أجمعين.

الشكر الجزيل للأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور صالح صالحي على ماأكرمنا به من وفر زاده بالنصح والتوجيه، والإرشاد والتنبيه، وتابع البحث من أوله لمنتهاه.

الشكر موصول كذلك للأستاذ العرباني موسى وبشير صوالحي على الإرشاد والتسهيلات المقدمة للوصول للمادة العلمية وإتمام البحث.

الشكر لمن كانوا الوسيلة في بلوغ غايتنا في إتمام هذا العمل بدءا من أول سنة دراسية إلى الدراسات العليا.

والشكر موصول للجنة المناقشة على قبولها وتكرمها بإبداء الملاحظات والتوجيهات وتصويب الأخطاء التي تصيب أي عمل كان.

الشكر لمن طوقوني بجميل صنيعهم وكبير تواضعهم، بمعروف لا يُنسى ودين لا يُقضى إلا ممن بيده القضاء.

وتحية الشكر الخالصة لكل من مد لي العون ولو كان مقدار ذلك كلمة طيبة أو دعاء بظهر الغيب.

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى:

من رضا الله من رضاهما وسخطه من سخطهما، إلى الوالدين الكريمين أدامهما الله ورعاهما، حبا ووفاءا

إلى إخوتي وأخواتي، زوجاتهم وأزواجهم وذريتاهم جعلهم الله في حفظه ورعايته...

إلى زوجتي العزيزة سندي ومعيني ورفيقة دربي، وفاء لصحبتها وعلى سهرهاوصبرها وإلى كل عائلتها الكريمة ...

إلى ولدي العزيزين الغاليين: هيثم مكرم ومُحَمَّد بجاد حفظهما الله في ظل رعايته وكلاءته وطاعته...

إلى كل زملائي ورفقائي، أساتذتي من الطور الإبتدائي إلى الجامعي؛

إلى كل غيور على الإسلام، عامل لأجل نصرة دينه، ساع لغاية عزة أمته ورفعتها... .

المقدمة

المقدمة

يعد الاستثمار من أهم مكونات الطلب الكلي، ذلك أن حجم الاستثمار يحدد حجم الإنتاج والدخل وبالتالي معدل النمو الاقتصادي ولدفع عملية التنمية الاقتصادية، حيث تعمل المنافسة الكاملة وقوى السوق على دفع الاستثمارات باتجاه الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية وأمانًا، من أجل التوصل إلى تحقيق هذه الأهداف فإن ذلك يتطلب البحث عن السبل والأساليب الكفيلة برفع الكفاءة الاقتصادية في استغلال مواردها استغلالا أفضلا وزيادة طاقتها الإنتاجية وتعبئة مدخراتها الوطنية وتوظيفها بما يعود عليها بأعلى العوائد وبأقل المخاطر إضافة إلى توفير المناخ المناسب للاستثمار، والاستثمار الحقيقي هو العامل الأساسي في نمو اقتصادي أعلى، ويحدد عدة عوامل رئيسية مثل الإنتاجية ووظيفة الإنتاج، والأرباح والعمالة ويساعد في جعل القطاع الإنتاجي في مستوى المنافسة عالميا.

كما أن التمويل والاستثمار مجالان لقرار محوري ومتكامل في المنشأة، فقرار التمويل مع تحديد أفضل مزيج التمويل أو هيكل رأس المال، وقدرة الشركة على إجراء مشروع استثماري تعتمد ليس فقط على أساسيات المشروع تحت الاعتبارات التي تتناولها دراسات الجدوى، ولكن أيضا على الوضع المالي للشركة والتمويل الخارجي لها، وهذه هي الفكرة التي هي أمر محوري في الروابط بين القطاع المالي والأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وخصوصا الاستثمار.

في هذا الإطار فإن النموذج الاقتصادي التقليدي لا يمكن أن يوفر نموذجا حقيقيا للاستثمار والتمويل الحقيقي للمشاريع، وعلى هذا في النظام الإقتصادي التشاركي يكون هناك قدر أكبر من الترابط وتوثيق العلاقة بين الاستثمار والتمويل في فرص الاستثمار، ويتحدد بمعدل عائد التمويل الذي بدوره تحدده الإنتاجية في القطاع الحقيقي، وسيكون القطاع الحقيقي الذي يحدد معدل العائد القائد للقطاع المالي في النظام الإقتصادي الإسلامي وليس العكس.

يعتمد التمويل الإسلامي على معدَّلات المشاركة المتنوعة المرتبطة بالحركية الاقتصادية الحقيقية، في حين يعتمد التمويل التقليدي على آلية الفوائد الربوية المسبقة التي تُنمِّي الاقتصاد الرمزي المضاربي الذي لا يرتبط في كثير من الحالات بالاقتصاد الحقيقي؛ ومن ثمّ فهو يُعدّ من بين العوامل الأساسية للأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية، ومع انتشار الأساليب الربوية لم يَعُد الاقتصاد الحقيقي للسلع والخدمات والاقتصاد الرمزي للمال والائتمان مرتبطاً أحدهما بالآخر ارتباطاً عضوياً بوصف الاقتصاد الرمزي تعبيراً بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقي، بينما يرتبط انتقال التمويل بعمليات الاستثمار ارتباطاً كبيراً في ظل نظام المشاركة، وهذا يقلِّل من التكاليف المترتبة عن انتشار الاستثمار الرمزي بدلاً من الاستثمار الحقيقي.

إن العائد في الاقتصاد الإسلامي لا يتعلق برأس المال فقط، كما في الاقتصاد الرأسمالي، والمتمثل في الفائدة الثابتة، بل إنه نتيجة علاقة تربط بين عناصر الإنتاج الأربعة: رأس المال، والعمل، والتنظيم والموارد الطبيعية، وعائد رأس المال يأخذ صورة وحيدة في شكل نسبة من الربح أو الخسارة المتولدة عن العملية الإنتاجية ككل.

كما أن التمويل التقليدي يُحمل كل مخاطر النشاط الاقتصادي إلى فئة من المستثمرين، بعد أن يحتاط لمخاطرة الإقراض بالضمانات الكافية، ولأجل ذلك فالنشاط الاقتصادي يكون رهين حالة التفاؤل أو التشاؤم التي تسيطر

على المنظِّمين، وهو أمر يتسبَّب في الدورات الاقتصادية في أحيان كثيرة، ولو اشترك جميع الأطراف في تحمُّل مخاطرة النشاط الاقتصادي كما في المشاركة والمضاربة؛ فإن ذلك يؤدي إلى تحقُّق الحوافز الملائمة للاستثمار، وتميّز بين رأس المال الخامل (الربوي) ورأس المال النشيط.

إن اختلاف المبدأ التمويلي والمفاهيم الاقتصادية ومحددات الاستثمار بين النموذجين التقليدي والإسلامي يؤدي إلى طرح السؤال التالي:

ما طبيعة ومكونات وكيف يمكن بناء نموذج لتقييم وتمويل الإستثمار الحقيقي في اقتصاد المشاركة؟.

ومن هذا السؤال الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي أوجه التباين بين نماذج تقييم وتمويل الاستثمار الحقيقي، وما هي محدداته في نموذجي التمويل التقليدي والإسلامي، وعلاقته بمختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية؟؛

- ما هي مختلف الأساليب والمعايير لتقييم المشاريع الاستثمارية، وما هي مصادره تمويلها وأساس تحديد العائد والتكلفة في نظام المشاركة؟؛

- في نظام خال من الفائدة كيف تكون التوازنات الكلية بين الدائرتين الحقيقية والنقدية، وما هي الأدوات المستخدمة للتأثير على مختلف المؤشرات الكلية لدعم النمو الاقتصادي والاستقرار النقدي؟؛

- ما هي طبيعة دالة الاستثمار في حالتي الجزائر وماليزيا، وعلاقته بباقي المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية الكلية، مع دور النظام المالي التقليدي والإسلامي في تمويل الاستثمارات الحقيقية، وخصائص كل منهما في التجربتين؟.

فرضيات البحث: من خلال التساؤلات السابقة يمكن وضع الفرضيات التالية والتي يتم اختبار صحتها خدمة لأهداف البحث:

- معدل عائد المشاركة وليس سعر الفائدة هو المؤشر المؤثر في الإستثمار وتمويله من الوحدات ذات الفائض، وتقنين عرض الائتمان للاستثمارات ذات العائد المتوقع الأعلى وزيادة النمو الاقتصادي؛

- الربح هو عائد تحمل المخاطرة، وبديل معدل الفائدة في نظام المشاركة يكون نسبة توزيع الأرباح من العائد على رأس المال أو الأرباح المتوقعة، والذي يتناسب وتكلفة التمويل.

- يتحدد معدل العائد الحقيقي بتوازن الادخار والاستثمار في القطاع الحقيقي، كما يتحدد العائد النقدي في الأجل الطويل بتوازن عرض وطلب الائتمان في القطاع النقدي وعند مستوى المخاطر التوازني؛

- الاستثمار الحقيقي له علاقة بمختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية في حالتي الجزائر وماليزيا وبأهمية نسبية، ما تعمل عليه البنوك الإسلامية في الجزائر بتطوير تمويل المشاريع الاستثمارية وفق نظام المشاركة مع إمكانية الاستفادة من تجربة رائدة في مجال التمويل المختلط التقليدي-الإسلامي مثل ماليزيا.

أهداف الدراسة: الهدف من هذا البحث هو إظهار الاستثمار الحقيقي من خلال نموذج تقاسم الأرباح أو المشاركة، وتمويل وتقييم المشروعات ودراسات الجدوى والتكلفة والعائد ومخاطر الاستثمار من الجانب الإسلامي، من خلال:

– دراسة وتحليل هيكل ومصادر وأدوات التمويل في المنهج الإسلامي التي تتناسب مع الوحدات الاقتصادية، مع مقارنة أساس دافعية التمويل والتوجه الاستثماري المتمثل بالحصول على العائد ؛

– إبراز أن التوازن الاقتصادي يتطلب العمل لإزالة سعر الفائدة من الاقتصاد، وعرض النظام الاقتصادي الإسلامي كنموذج أكثر كفاءة وقدرة لتحقيق ا التوازن عن طريق إزالة سعر الفائدة ووضع بديل آخر وهو صافي أرباح حقيقية كمتغير جزئي وفي الاقتصاد الكلي في نموذج المشاركة ؛

– تقديم نموذج رياضي لتحديد تقييم وتمويل الاستثمار الحقيقي وتوضيح وشرح العائد والتكلفة في نموذج المشاركة والتوازن في الاقتصاد، وأدوات للسياسة النقدية ؛

– عرض النظام الاقتصادي الإسلامي كنظام لديه أدواته ووسائله التي تعمل على توفير التمويل الداخلي اللازم للاستثمار، فتوضح معدل العائد المقترح في شكل نظرية متكاملة أو بناء نموذج يتفاعل فيه القطاع النقدي والحقيقي في تحديد معدل العائد ؛

أهمية الدراسة: حازت نظرية الاستثمار في الاقتصاد الوضعي على الكثير من البحث من الجانبين النظري والتطبيقي، فمن الجدير البحث في الجوانب النظرية وآفاق التطبيق العملي لنموذج التمويل بالمشاركة، وطرق التمويل والسياسات الاقتصادية التي يجب إتباعها في إطار اقتصاد إسلامي، وعلى ذلك تنبع أهمية البحث محل الدراسة، في:

– التركيز على درجة من الأهمية على مؤشر بديل لتقييم الاستثمار في الأسواق الحقيقية ودورها في الاقتصاد الإسلامي ممثلا في معدل العائد المشاركة ، مقابل سعر الفائدة في حساب تكلفة وعائد التمويل للمشروع.

– معرفة ما إذا كان في الواقع وظيفة الاستثمار في النموذج الرأسمالي يمكن تبريرها كنموذج متكامل تماما جزئيا وكليا، ودرجة الحاجة لمعدل الفائدة في وظيفة الاستثمار.

– كما تبرز أهمية البحث في تبيان أن معدل العائد على رأس المال والتوازن وضرورة تلازم الادخار والاستثمار، ومعدلات العائد على حقوق المساهمين التي تحدد اتجاه تدفقات رأس المال؛ وتوضيح آلية يتم من خلالها موازنة العرض والطلب على الأموال المتاحة للإقراض.

منهج الدراسة: يتم إتباع المنهجين الوصفي والتحليلي في بيان أهمية الاستثمار الحقيقي في النظرية الاقتصادية سواء التقليدية أو الإسلامية، وبيان مختلف ارتباطاته وتحليل علاقته بالمؤشرات الاقتصادية الكلية مع تطور الفكر الاقتصادي، كما يتم استخدام أسلوب المقارنة في تناول مفاهيم ومحددات الاستثمار والتركيز على عائد وتكلفة الاستثمار باعتبارهما أساس الاختلاف النظري بين الإقتصادين الوضعي والإسلامي، إضافة إلى دراسة الحالة

للاقتصادين الجزائري والماليزي على مستويي النظام الاقتصادي والقطاعات الأساسية ودراسة اقتصادية قياسية لدالة الاستثمار، وعلى مستوى النظام المالي لمتغيراته وهيكله والمؤسسات المالية النشطة تقليدية وإسلامية باستخدام برنامج إقتصادي قياسي *Eviews* الذي يساعد في الحصول على نتائج يتم إخضاعها للتقدير الإحصائي والتفسير الإقتصادي وتدعم الجانب النظري للمذكرة.

حدود البحث: تتمثل حدود البحث مكانيا وزمانيا، وفي حالتي الجزائر وماليزيا، كما يلي:

– شملت الدراسة تطور مؤشر الاستثمار مع ربطه بالمؤشرات الاقتصادية الكلية مع بناء دوال استثمار قياسية مع الأهمية النسبية لمتغيراتها وتقييم إحصائي واقتصادي في كل حالة، كما شملت النظام المالي لهما مع متغيراتها ومؤسساتها، مع إبراز الأهمية النسبية ودور التمويل الإسلامي بمؤسساته المختلفة في تمويل النشاط الإقتصادي لكل تجربة وسبل دعم الاقتصاد التشاركي وبناء نموذج تمويلي بديل للنموذج التقليدي.

– الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة من سنة *1990-2015* وحسب توفر البيانات والمعطيات، لدراسة كل من المؤشرات الاقتصادية الكلية والاستثمار خاصة باعتباره متغير البحث الرئيسي، إضافة إلى مؤشرات وبيانات النظامين الماليين وإبراز نموذج التمويل الإسلامي منهما، وتم تقسيمها في حالتي الجزائر وماليزيا إلى فترتين جزئيتين *1990-2000* و*2001-2015* نظرا لوجود تميز بين الظروف الاقتصادية للفترتين، تغيرات أسعار النفط وانطلاق برامج الإنعاش الاقتصادي في حالة الجزائر، والفصل بين حالة ما قبل الأزمة الآسيوية وما بعدها في حالة ماليزيا.

الدراسات السابقة: ما تم الإطلاع عليه يمكن الإشارة إليه فيما يلي:

– بعلوج بوالعيد، **المنهج الإسلامي لدراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية– دراسة مقارنة–** أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، غير منشورة.

وهدف البحث إلى استبدال نظام الفائدة الوضعي بنظام المشاركة الإسلامي، وما يترتب عن ذلك من آثار في مجال دراسة جدوى المشاريع الخاصة واستخدام معدلات الخصم، وتخصيص الاستثمار مع محدودية الموارد المالية مقابل تعدد البدائل والإستخدامات الإستثمارية المتاحة، وخصصت هذه الأبحاث لدراسة معايير التقييم التقليدية في حالات التأكد والمخاطرة ، مع المعايير المالية والمحاسبية والإحصائية المرتبطة بها، مع بيان مفاهيم القيمة الزمنية النقود والقيم الحالية للتدفقات.

في حين البحث قيد الدراسة يتجاوز مجال التقييم إلى ربطه بجانب التمويل ومختلف المؤشرات كالإدخار والنمو الإقتصادي، مع العمل على تكوين مفهوم أكثر تشعبا ويساعد على فهم مختلف العلاقات الجزئية والكلية للمتغيرات.

– علاش أحمد، **محفزات النشاط الاقتصادي في الإسلام**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر *2006*.

هذا البحث سعى إلى إبراز المفهوم وخلفية الإستثمار من وجهة نظر إسلامية، مع محدداتهما وضوابطهما، وإبراز العوامل المؤثرة بها لدعمها بشكل يرسخ للتمويل والإستثمار التشاركي.

- عبد الحميد الساعاتي عبد الرحيم، **نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد *21* العدد *2*، *2008*.

يحاول البحث الوصول إلى نموذج لمؤشر بديل للفائدة ممثلا في عائد الربح مع دراستها في الأجلين القصير والطويل والذي يساعد البنوك الإسلامية والإقتصاد الإسلامي ككل الوصول إلى مؤشر مرجعي للمعاملات ومبني على الإقتصاد الحقيقي.

وهو الأمر نفسه بالنسبة لبحث مسعود العلم شودري حول معدل رسملة لنماذج التقييم في الإقتصاد الإسلامي Choudhry Masudul Alam.**The rate of capitalization in valuation models in an Islamic economy.** international centre for research in Islamic economics, king abdulaziz university Jeddah, and institute of policy studies Islambad,1983. ، مع تركيزه كذلك على مجال تقييم المشاريع ودورها في بناء نموذج كلي إسلامي.

- عبد الباري مُحَّد مشعل، **آلية التوازن الكلي في الاقتصاد الإسلامي**، دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة الإمام مُحَّد بن سعود الإسلامية، الرياض، *2002*.

- عبد الله حسن هند، **التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي**، دكتوراه في الإقتصاد، غير منشورة، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، *2008*.

- Hussain Muhammed: -**A Comprehensive Macroeconomic Model for An Islamic Economy** –The pakistan development review 33-4 part 2.

هذه الأبحاث تحاول على المستوى النظري دراسة الإقتصاد الكلي الإسلامي، وتحديد مدى الإعتماد على آلية السوق ومؤشر الربح في تحقيقي التوازن الكلي، مع تحديد عوامل تغير المؤشرات الكلية وفق مبادئ الإتصاد الإسلامي ومفهوم المشاركة، والربط بين الدائرتين الحقيقية والنقدية، مع استعراض النظريات والنماذج والأساليب الرياضية والإحصائية لتحقيقها ومحاولة إسقاطها على خصوصيات ومميزات اقتصاد المشاركة.

وقد خلصت هذه الأبحاث إلى أفضلية نسبية للإقتصاد الإسلامي في التوازن والإستقرار والمرونة في مواجهة الأزمات، مع التركيز على التمويل الحقيقي ومبدأ المشاركة والعدالة في توزيع عوائد ومخاطر تمويل الإستثمار، وقد استفاد الطالب من هذه الأبحاث في ذلك وفي إطار بناء نموذج كلي مقترح لتكملة النموذج الإقتصادي التشاركي.

وفي إطار بيان الإستثمار وسياسته ودورها في التنمية فيمكن الإشارة إلى:

- بابا عبد القادر: **سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة**، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، *2004*.

- الزين منصوري ، **آلية تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر *2006*.

وهذا البحث يتناول هذا الجانب في المجال التطبيقي باعتبار الإستثمار في الجزائر وتمويله من أهداف الدراسة كمجال مكاني يهم الطالب تناوله للإستفادة في معرفة خصائص ومتطلبات الإستثمار الحقيقي وتمويله في تجربتها مع ربطها بجانب التمويل الإسلامي لتبين آفاق الإقتصاد الإسلامي وبيئته، والإستفادة من التجربة الماليزية في ذلك.

خطة البحث: حيث نتناول الموضوع من خلال مجموعة من الفصول، وهي:

الفصل الأول: من خلال هذا الفصل، سنتطرق إلى النموذج الاقتصادي عامة، ومختلف مفاهيم الاستثمار، أنواعه، محدداته، وعلاقته وأثره على مختلف الأعوان الاقتصادية والمتغيرات الكلية، وعرض مختلف النظريات الاقتصادية للإستثمار، مع التركيز وتوضيح عائد وتكلفة الاستثمار باعتبارهما قاعدة التمويل وتقييم الاستثمار الحقيقي، وأساس الاختلاف النظري بين الإقتصادين الوضعي والإسلامي.

الفصل الثاني: يتعرض هذا الفصل لأهم قرارات الاستثمار والتمويل مع مراعاة عنصر المخاطرة، وكيفية تحديد الهيكل التمويلي المناسب للمشروع والعائد الاستثماري منه، وتكلفة التمويل والمقارنة بين مصادر التمويل والبدائل المتاحة، بين بديلين: البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، كما نتناول معايير تقييم المشروعات الاستثمارية في نموذج خال من الفائدة، وكيفية تحديد العائد والتكلفة الاستثمارية للمؤسسة الاقتصادية في مختلف الظروف في حالتي التأكد والمخاطرة.

الفصل الثالث: بناء نموذج لدالة الاستثمار وعلاقتها بمختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية، ومحاولة وضع الأسس وبناء نموذج متكامل للتمويل الاقتصادي والإنتاج من خلال الربط بين الدائرتين النقدية والحقيقية، ومعرفة محور التوازنات الكلية خلال معدل عائد المشاركة كبديل للفائدة في الاقتصاد الوضعي، وأثر السياسات النقدية والمالية على مختلف المؤشرات الكلية والاستثمار الحقيقي بالذات.

الفصل الرابع: دراسة اقتصادية تحليلية لتطور الاستثمار ومؤشراته للفترة *1990-2015* وقياسية للاستثمار كمتغير اقتصادي كلي وأهميته، ومحددات دالة الاستثمار في نموذج الاقتصاد الكلي في الجزائر نسبيا مع البلدان الإسلامية الأخرى من ذوي الخبرة والمتقدمة مثل ماليزيا .

الفصل الخامس: دراسة تطبيقة حول النظام المالي والمصرفي وجهاز التمويل للاستثمار مع تجارب التمويل الإسلامي في الجزائر ومقارنة مع وضع المصرفية التقليدية للتمويل وتبيان تجربة البنوك الإسلامية في ماليزيا كنظام مختلط.

الفصل الأول: المفهوم الاقتصادي ومفاهيم أساسية حول الإستثمار

تمهيد الفصل الأول

يعتبر الاستثمار من أهم مقومات النمو الاقتصادي والاجتماعي لدولة ما، وهو المحرك الأساسي والرئيس للدورة الاقتصادية، لذا يعتبر من أهم وأصعب القرارات التي يمكن اتخاذها وهذا ليس فقط اعتبارا للمبلغ المستثمر بل باعتبار أنه المحدد الرئيسي لقدرة المؤسسة على خلق الثروة، بالتالي فهو قرار صعب، حاسم ومركب.

ولا يعد مفهوم الاستثمار جديدا بل هو مفهوم تطرقت له عدة مدارس ونظريات وكلها تعتبر الاستثمار العامل المحرك للدورة الاقتصادية، كما تطرق لهذا المفهوم عدة باحثين كل عرف الاستثمار حسب موضوع دراسته فمنهم الاقتصادي ومنهم المحاسب والرجل المالي ورجل القانون.

كما أن الاستثمار له علاقة بمختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية كالدخل والتأثير المشترك والمتداخل للمضاعف والمعجل، إضافة إلى الإدخار وسعر الفائدة وبالتالي هنا أيضا اختلفت آراء الاقتصاديين خاصة حول العلاقة والآثار المترتبة عن تداخل هذه المتغيرات فيما بينها، إضافة إلى دور النظام المالي.

كما للإستثمار أهمية قصوى في اقتصاد المشاركة باعتباره أساس النمو والتنمية مع ربطه بالمخاطرة في التمويل والعائد المرتبط بعائد وربح الاستثمار الحقيقي.

ومن خلال هذا الفصل، يتم تناول المباحث التالية:

المبحث الأول: النماذج الاقتصادية

المبحث الثاني : مفاهيم عامة للاستثمار

المبحث الثالث: عائد وتكلفة الاستثمار بين الفكر الرأسمالي والمنهج الإسلامي

المبحث الرابع: محددات ونظريات الاستثمار وعلاقتها بدالة الإنتاج

المبحث الأول: النماذج الاقتصادية:

يستخدم الاقتصاد الرياضي الأساليب الرياضية المختلفة لتحليل النظريات الاقتصادية، وهو مدخل للتحليل الاقتصادي يتم من خلاله استخدام الأدوات الرياضية في صياغة المشاكل الاقتصادية في شكل معادلات جبرية أو متباينات أو رسوم هندسية وتحليلها، ومن ثم توفير الحلول وبناء النماذج الرياضية في جميع فروع التحليل الاقتصادي القياسي*Econometrics* عن طريق استخدام الأفكار الرياضية، يتم تناولها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم النموذج الاقتصادي ومكوناته

المطلب الثاني: توصيف وتعيين النموذج

المطلب الثالث: أهم الطرق المستخدمة في بناء النماذج الاقتصادية وتقدير جودة النموذج

المطلب الرابع: تقييم المعلمات المقدرة، تقدير معامل السببية وعملية التنبؤ

المطلب الأول: مفهوم النموذج الاقتصادي ومكوناته: لبناء وتكوين النموذج الاقتصادي أهمية من خلال الربط بين مختلف المؤشرات والمتغيرات الإقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم النموذج الاقتصادي وأهميته للمتغيرات الاقتصادية: فالنموذج الاقتصادي ما هو إلا صورة مبسطة توضح طبيعة النشاط الاقتصادي لوحدة معينة أو قطاع معين، صناعة، أو دولة خلال فترة زمنية معينة، على شكل رموز وقيم عددية.

أولا: تعريف النموذج الإقتصادي: النموذج الاقتصادي *Economic Model* هو"مجموعة من العلاقات الاقتصادية التي توضع عادة بصيغ رياضية (معادلة أو مجموعة من المعادلات) تشرح سلوكية أو ميكانيكية هذه العلاقات التي تبين عمل اقتصاد أو قطاع معين".

كما يعرف النموذج الاقتصادي أيضًا بأنه عبارة عن " تمثيل أو تصوير مبسط لنسق اقتصادي معين أو مشكلة اقتصادية معينة في قالب رياضي يشمل عددًا من العلاقات الدالية التي تمثل أو تصور سلوك النسق أو طبيعة المشكلة والترابط بين أجزائها".

ثانيا: أهمية النموذج الإقتصادي: أصبحت النماذج القياسية أداة من أدوات التحليل الإقتصادي والإحصائي التي تساعد في التعرف على حقيقة المتغيرات الإقتصادية، ومدى ارتباطها ببعضها، وتأثير كل منها على الأخرى، ويعتبر النموذج تبسيطا رياضيا لحالة واقعية معقدة في المجتمع ويفترض أن يعكس حقيقة العلاقات القائمة بين المتغيرات الإقتصادية الداخلة فيه، ويتوقف عدد هذه العلاقات على الأهداف المتوخاة من النموذج وعلى درجة التفصيل المرغوب، بهدف تقويم معالم ذلك النموذج ثم اختبار الفروض حول ظاهرة اقتصادية معينة، وأخيراً التنبؤ بقيم المتغيرات مستقبلا.

الفرع الثاني: مفهوم وخصائص النموذج الجيد: النموذج الإقتصادي مجموعة من العلاقات الإقتصادية التي تصاغ عادة بصيغ رياضية لتوضيح سلوكية أو آلية هذه العلاقات، ويهدف النموذج الإقتصادي إلى تبسيط الواقع من خلال بناء نموذج

لا يحتوي على جميع تفاصيل الظاهرة الإقتصادية المراد دراستها،[1] فيتضمن العلاقات الأساسية بها، كما يستخدم النموذج الإقتصادي كأداة في عملية التنبؤ وتقييم السياسات الإقتصادية القائمة أو المقترحة ثم استخدامها في عملية تحليل الهيكل الإقتصادي.

وهنالك عدة خصائص يجب أن تتوفر في أي نموذج اقتصادي من أهمها[2]:

أولا: مطابقته للنظرية الإقتصادية بحيث يصف الظاهرة الإقتصادية بشكل صحيح؛

ثانيا: قدرته على توضيح المشاهدات الواقعية بحيث يكون متناسقا مع المسلك الفعلي للمتغيرات الإقتصادية التي تحدد العلاقة بين هذه المتغيرات؛

ثالثا: دقته في تقدير المعلمات وتأتي هذه الدقة من اتصاف هذه التقديرات بصفات مرغوبة من خاصية عدم التحيز والكفاءة والكفاية والإتساق؛

رابعا: قدرة النموذج الإقتصادي على التنبؤ بحيث يعطي تنبؤات مرضية للقيم المستقبلية للمتغيرات التابعة؛

خامسا: خاصية البساطة فالنموذج الإقتصادي يجب أن يبرز العلاقات الإقتصادية بأقصى حد ممكن من البساطة فكلما قل عدد المعادلات وكان شكلها الرياضي أبسط يكون النموذج الإقتصادي أفضل من غيره، شريطة أن لا يكون على حساب الدقة.

الفرع الثالث: مكونات النموذج الإقتصادي: يتكون النموذج الإقتصادي من مجموعة العلاقات الإقتصادية أو المعادلات، وتسمى هذه المعادلات التي يتضمنها النموذج بالمعادلات الهيكلية وذلك لأنها توضح الهيكل الأساسي للنموذج المراد بناؤه، وتتكون المعادلات الهيكلية للنموذج الإقتصادي من المعادلات التالية:[3]

أولا: المعادلات التعريفية: هي متطابقات توضح قيمة المتغير التابع بتحديد تعريف له في صورة متطابقة.

ثانيا: المعادلات السلوكية: هي المعادلات التي تعبر عن العلاقات الدالية للمتغيرات الإقتصادية في النموذج ويمكن التعبير عنها بدالة ذات متغير تابع ومتغير مستقل أو أكثر.

ثالثا: المعادلات الفنية: تهتم المعادلات الفنية بتوضيح طبيعة العلاقة بين متغير وآخر في علاقة فنية مرتبطة بأسلوب معين وخاص، مثل مستوى الإنتاج من سلعة معينة وبين مدخلات الإنتاج وهي علاقة فنية توضح الكيفية التي يمكن أن يتحقق بها الإنتاج باتباع أسلوب معين أو فن إنتاجي.

وتكون عملية بناء النموذج أساسية لمعظم العلوم سواء كانت طبيعية أم اجتماعية وغيرها لأن العلاقات تكون عادة في واقعها الفعلي معقدة إلى درجة يتعذر معها دراستها إلا من خلال تمثيلها بشكل مبسط باستخدام النماذج.

الفرع الرابع: بناء النموذج الاقتصادي: المفاهيم الأساسية في دراسة وبناء النماذج للظواهر الاقتصادية:[4]

---

[1] - السعيد بريبش، **الاقتصاد الكلي، نظريات نماذج وتمارين محلولة**، دار العلوم للنشر، عنابة، الجزائر،*2007*، ص: *16*.

[2] - عبد المجيد علي حسين وعفاف عبد لجبار سعيد، **الاقتصاد القياسي**: النظرية والتطبيق، دار وائل، عمان، الأردن، *1998*،ص: *39*.

[3] - مجيد علي حسين وعفاف عبد لجبار سعيد، **الاقتصاد الرياضي**، مرجع سابق، ص ص: 34-35.

[4] - عبد العزيز شرابي، **طرق إحصائية للتوقع الرياضي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2000، ص9.

أولا: التقدير *Estimation*: هي محاولة الإحاطة بالواقع وصياغته في شكل نموذج رياضي يوضح العلاقة السببية أو الإرتباطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وعادة ما يأخذ النموذج الشكل التالي:

$$[Y = f(X_1, X_2 \dots \dots X_n) + U]$$

حيث: Y هي الظاهرة المدروسة، والمتغيرات المستقلة $(X_1, X_2 \dots \dots X_n)$ هي المتغيرات النظامية التي يتوقع أن تفسر وتحكم الظاهرة، هذه الدالة أو النموذج قد يأخذ أشكالا مختلفة في شكل علاقة خطية، أسية، لوغارتمية...، أما U فتعبر عن القيمة العشوائية.

ثانيا: التوقع *Prevision*: يعتمد التوقع على النموذج الناتج عن عملية التقدير، ويعني الحصول على المستويات المستقبلية للظاهرة المدروسة، وعادة ما تعطى هذه القيمة المستقبلية في شكل قيمة وسطى ضمن مجال معين.

ثالثا: التنبؤ *Prediction*: يختلف التنبؤ عن التوقع بكون الأول يأخذ بتطورات الظاهرة الطارئة أو التي تحدث نتيجة تغيرات اقتصادية كمية وكيفية ممكنة الحدوث، إن طبيعة موضوع التنبؤ تجعله لا يعتمد بشكل كبير على بناء النماذج الرياضية، وهو يعتمد على الخبرة والمعرفة العلمية والعملية في مجال الظاهرة.

رابعا: التخطيط *Planification*: التوقع والتنبؤ يختصان في إنجاز معرفة معينة حول المستقبل، أما التخطيط فهو عمل هادف يرمي إلى إحداث تغيرات معينة ومرغوبة في مسار الظاهرة، أي تغير اتجاه الظاهرة عن مسارها النظري، وتكون معرفة المستقبل والظاهرة مدخلا لعملية التخطيط.

المطلب الثاني: توصيف وتعيين النموذج: تتمثل المرحلة الأولى في صياغة النموذج في صورة رياضية وذلك عن طريق صياغة العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات محل الدراسة، ولكي يتم صياغة هذه العلاقات في الشكل رياضي لابد من المرور بالخطوات التالية:[1]

الفرع الأول: تحديد متغيرات النموذج وشكله الرياضي: توضح من خلال ما يلي:

أولا: تحديد متغيرات النموذج: يجب على الباحث عند دراسته لظاهرة اقتصادية ما تحديد متغيراتها حتى يتسنى له صياغتها في النموذج، ولعل من أهم هذه المصادر النظرية الاقتصادية والمعلومات المتاحة من دراسات قياسية سابقة في المجال نفسه، ونظرا للصعوبات التي تواجه تحديد المتغيرات أهمها صعوبة القياس فإنه لا يمكن إدراج جميع هذه المتغيرات التفسيرية التي تؤثر في الظاهرة محل الدراسة، ويتم الاكتفاء بالمتغيرات الأكثر أهمية؛

ثانيا: الشكل الرياضي للنموذج: يتم في هذه الخطوة تحديد عدد المعادلات اللازمة من أجل صياغة النموذج (معادلة واحدة أو عدد من المعادلات) ودرجة خطية النموذج (نموذج خطي أو غير خطي) ودرجة تجانس كل معادلة (غير متجانسة أو متجانسة من أي درجة).

وبالرغم من تقديم النظرية الاقتصادية بعض المعلومات التي تفيد في تحديد بعض ملامح الشكل الرياضي للنموذج، لكن في الغالب لا يمكنها أن توضح الشكل الرياضي الدقيق للنموذج، والخطأ في تحديد الشكل الرياضي الملائم للنموذج يترتب عليه أخطاء فيما يخص القياس وتفسير الظاهرة الاقتصادية محل البحث.

[1] - عبد القادر محمّد عبد القادر عطية، **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص ص:16-20.

ولتجنب هذا الخطأ يجب القيام بجمع بيانات عن المتغيرات المختلفة المكونة للنموذج ثم رصد هذه البيانات في شكل انتشار ذو محورين يتضمن المتغير التابع على محور وأحد المتغيرات المستقلة على المحور الآخر، ومن خلال معاينة شكل الانتشار يمكن الحكم مبدئيا على نوع العلاقة بين المتغير التابع وكل متغير مستقل هل هي خطية أم غير خطية، لكن يصلح هذا الأسلوب في حالة متغيرين فقط، ولهذا يستعين الباحث في تحديد المعادلات التي يحتوي عليها النموذج بـ: درجة تعقيد الظاهرة؛ الهدف من تقدير النموذج؛ مدى توافر البيانات.

ويمكن تلخيص الصيغ الرياضية المختلفة لنماذج الانحدار في الجدول التالي: (معادلة ذات متغير مستقل واحد).

الجدول (1): الصيغ الرياضية لمختلف نماذج الإنحدار

نوع الصيغة.	الصيغة غير الخطية.	الصيغة الخطية	الميل $\frac{\Delta Y}{\Delta X}$	الأثر النسبي $\frac{\Delta Y}{\Delta X} \Big/ \frac{Y}{X}$
الصيغة الخطية	...	$Y = B_0 + B_1 X$	B_1	$B_1 \Big/ \frac{Y}{X}$
الصيغة العكسية	...	$Y = B_0 + B_1 \frac{1}{X}$	$-B_1 \frac{1}{X^2}$	$-B_1 \frac{1}{X.Y}$
الصيغة التربيعية	...	$Y = B_0 + B_1 X + B_2 X^2 +$	$(B_1 + 2B_2 X)$	$(B_1 + 2B_2 X)\left(\frac{X}{Y}\right)$
الصيغة اللوغارتمية المزدوجة	$Y = B_0 + X^{B_1}$	$LnY = LnB_0 + B_1 LnX$	$B_1\left(\frac{Y}{X}\right)$	B_1
الصيغة نصف اللوغارتمية	$e^Y = e^{B_0} + X^{B_1}$	$Y = B_0 + B_1 LnX$	$B_1\left(\frac{1}{X}\right)$	$B_1\left(\frac{1}{Y}\right)$
الصيغة الأسية	$Y = e^{B_0 + B_1 X}$	$LnY = B_0 + B_1 X$	$B_1 e^{B_0 + B_1 X}$	$B_1 X$

المصدر: أموري هادي كاظم الحسناوي، **طرق القياس الاقتصادي**، دار وائل، عمان،*2002*، ص*60*.

B_0: معامل ثابت، مقدار Y عندما يكون X مساويا للصفر؛

B_1: معامل انحدار العلاقة X كمتغير مستقل وY كمتغير تابع (ميل العلاقة بين المتغيرين، وهو الأثر الحدي *The Marginal Effect* لـ X على Y ، أو التغير في Y نتيجة تغير X بوحدة واحدة.

ويجب تحويل الصيغة الرياضية غير الخطية المختارة إلى خطية باستخدام وحدات اللوغارتم الطبيعي، حتى يمكن إجراء التقدير.

ويتم تحديد التوقعات القبلية لقيم وإشارات المعلمات، وتعيين توقعات مسبقة عن إشارة وحجم معلمات العلاقة الاقتصادية محل القياس، مع تحديد العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وإن كانت طردية أو عكسية.

وتعتبر مرحلة التعيين من أصعب مراحل القياس وهذا لكثرة الأخطاء التي قد تتعرض لها، ومن بين هذه الأخطاء إغفال بعض المتغيرات الهامة من الدالة ونقص البيانات أو افتراض شكل رياضي غير مناسب لقياس الظاهرة.

الفرع الثاني: تقدير معلمات النموذج: بعد تعيين النموذج تتم معالجة المعلومات المتوفرة عن المجتمع والعينة رياضيا وإحصائيا لاستخراج قيم المعلمات والتي تتفق منطقيا مع الفروض الاقتصادية، ومن أجل ذلك يتم الاعتماد على بيانات واقعية عن المتغيرات التي يتضمنها النموذج، وتتكون هذه المرحلة من الخطوات التالية:

أولا: تجميع البيانات الإحصائية: لا بد من تجميع البيانات التي تستخدم في تقدير معلمات النموذج وهذه البيانات تختلف حسب الظاهرة الاقتصادية محل الدراسة حيث توجد عدة أنواع من البيانات:

***1*- بيانات السلاسل الزمنية** *(Time Series Data)*: تحتوي بيانات السلسلة الزمنية على مجموعة من المشاهدات تصف بها سلوك متغير اقتصادي في فترات زمنية متتالية، وقد تكون هذه المشاهدات(سنوية موسمية، شهرية، أسبوعية، يومية).

***2*- بيانات مقطعية** *(Cross Section Data)*: توضح هذه البيانات المقطعية القياسات التي يأخذها متغير بالنسبة لمفردات عينة عند نقطة زمنية معينة مثل الدخل الوطني لمجموعة من دول العالم في سنة معينة؛

***3*- بيانات سلسلة مقطعية** *(Cross Series Data)*: وهي التي تحتوي على دمج بيانات السلسلة الزمنية والبيانات المقطعية كدراسة الدخل الوطني لمجموعة دول العالم لفترات زمنية معينة؛

***4*- بيانات تجريبية** *Experiment Data* : وهي البيانات التي يتم الحصول عليه من خلال إجراء بعض التجارب أو الاستبيانات الخاصة بظاهرة ما؛

***5*- بيانات هندسية**: مثل البيانات المتعلقة بالمتطلبات الفنية عن طريق الإنتاج مثل (دوال الإنتاج)؛

***6*- بيانات مرفقية**: وهي تتعلق بالتنظيمات الإدارية والتشريعية السائدة وهذه يحتاج لها عند دراسة النظم الضريبة؛

ثانيا: اختيار طريقة القياس الملائمة: أهم الطرق القياسية المستخدمة في قياس العلاقات الاقتصادية نوعان:[1]

***1*- النوع الأول**: طرق المعادلة الواحدة *(Single Equation Technics)*: وهي تطبق على كل معادلة من معادلات النموذج على حدة ومن أهمها: - طريقة المربعات الصغرى*(OLS)* وطرق التقدير المختلط.

أ -**طريقة المربعات الصغرى** *(Ordinary Least Squares)*:تهتم طريقة المربعات الصغرى بتقدير معالم النموذج حيث تمتاز هذه الطريقة بخاصيتين:

الأولى: مجموع انحرافات القراءات أو المشاهدات عن خط الإنحراف أو حدود الخطأ *(Error Term)* وتسمى البواقي *(Residual)* أو حدود الإضطراب يساوي صفرا، أي أن مجموع الإنحرافات الموجبة وهي أعلى الإنحدار يساوي مجموع الإنحرافات السالبة وهي أسفل خط الإنحدار؛

الثانية: مجموع مربعات هذه الإنحرافات أقل ما يمكن وهذا هو السبب في تسميتها بطريقة المربعات الصغرى.

ويعتبر من أهم أسباب استخدام طريقة المربعات الصغرى أن:

- معظم الأساليب القياسية الأخرى تعتبر تطبيقات لطريقة المربعات الصغرى؛
- تقدير المعلمات بواسطتها أكثر فعالية من غيرها من الطرق وتتصف بخصائص مطلوبة للتقدير مثل: عدم التحيز، صغر حجم التباين؛
- منطقية النتائج المتحصل عليها مع التطور الكبير الحاصل في طرق احتساب وتقدير معلمات النموذج؛

[1] - أنظر في ذلك: عبد القادر محمد عبد القادر عطية، **مرجع سابق**،ص ص: *45-70*.

- سهولة فهم آلية عملها وبساطة العمليات الحسابية التي تتضمنها مع الحاجة إلى بيانات إحصائية أقل نسبيا.

ب – طرق التقدير المختلط: وهي طرق شائعة الإستخدام في الدراسات القياسية وتعرف بأنها تلك الطرق التي تخلط معلومات العينة مع معلومات أخرى عن معلمات النموذج متاحة من مصادر خارجية ومن أهمها:

أ - طريقة المربعات الصغرى المقيدة *(Restricted least squares)*: وتطبق هذه الطريقة عند توفر معلومات مسبقة عن قيم محددة لبعض المعلمات ومثال على ذلك نموذج دالة الإستهلاك المقيدة.

ب - طريقة مزج بيانات السلسلة الزمنية والبيانات المقطعية *(pooling cross- section and Time series Data)*: الفكرة الأساسية في طريقة الجمع هي الحصول على تقديرات معلمة أو أكثر من بيانات القطاع المستعرض ثم تدخل هذه المعالم في الدالة الأصلية، وتطبق هذه الطريقة علي سبيل المثال في حالة قياس معالم دالة الطلب على الغذاء حيث تؤخذ بيانات سلسسلة زمنية لفترة ما وبيانات قطاع مستعرض لميزانية الأسرة في نقطة زمنية معينة، ومن مزايا استخدام طريقة الجمع بين بيانات السلسلة الزمنية والمقطعية هو بالإضافة إلى الحصول على تقديرات أكثر دقة أن استخدام طريقة الجمع تساعد إلى حد ما على تجنب مشاكل القياس كالإرتباط الخطي المتعدد والتحيز في المعادلات الآنية.

2– النوع الثاني: طرق المعادلات الآنية *The Simultaneous Equation Techniques* : وتطبق هذه الطرق على مجموعة المعادلات في النموذج ومن أهمها:

أ– طريقة المربعات الصغرى غير المباشرة *(indirect least squares)* : وتستخدم هذه الطريقة فى حالة النماذج تامة التعريف ولكنها لا تصلح في حالة النماذج ناقصة التعريف أو زائدة التعريف،ف من المشاكل التي تعاني منها النماذج ذات المعادلات الآنية أن المتغيرات الداخلية يكون بينها علاقات تبادلية ذات اتجاهين الأمر الذي يؤدي إلى وجود ارتباط بين المتغيرات التفسيرية والحدود العشوائية، وطريقة المربعات الصغرى غير المباشرة تجعل المتغيرات الداخلية دالة في المتغيرات سابقة التحديد فتقضي على التداخل بين المتغيرات الداخلية في العلاقات.

ب– طريقة المربعات الصغرى بمرحلتين *(Tow stage least squares)*: تستخدم طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين في تقدير النماذج أو المعادلات زائدة التعريف، ولما كان من بين المشاكل التي تعاني منها النماذج ذات المعادلات الآنية وجود ارتباط بين المتغيرات التفسيرية والحد العشوائي فإن طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين تحاول إزالة هذه المشكلة عن طريق إيجاد متغير وسيط، *Instrumental variable* يستخدم بدلا من المتغير التفسيري المرتبط بالحد العشوائي على أن يتوفر في هذا المتغير الوسيط عدد من الخصائص:

- أن يكون المتغير الوسيط مرتبطا ارتباطا قويا مع المتغير التفسيري الأصلي حتى يصلح لأن يكون ممثلا عنه أو بديلا له؛
- أن يكون المتغير الوسيط غير مرتبط مع الحد العشوائي.

وبصفة عامة وإن كانت هذه الطريقة تعطي تقديرات متحيزة ومتوافقة فإن الإعتماد على عينة ذات حجم كبير نسبيا يؤدي إلى إيجاد تقديرات جيدة للمعالم.

ج– طريقة المربعات الصغرى بثلاث مراحل *(Three stage least squares)*: وتقوم فلسفة هذه الطريقة على الخطوات نفسها لطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين مع إضافة طريقة المربعات الصغرى العامة، وتستخدم عندما يعاني النموذج من المشاكل التالية:

- عندما يكون النموذج زائد التعريف دون وجود معادلات ناقصة التعريف؛

- عندما يكون هنالك ارتباط بين المتغيرات التفسيرية والحدود العشوائية بمعادلات النموذج.

د- طرق الإمكان الأعظم *(Maximum likelihood method)*: تعتبر طرق الإمكان الأعظم من الطرق التي تتميز بصعوبة الحساب إذ أنها تتطلب التوصيف الكامل للنموذج والبيانات العديدة، ولذلك فهي من أكثر الطرق تعقيدا وأقلها استخداما في التطبيقات العملية.

***3- المرحلة الثالثة:* تقييم المعلمات المقدرة:** بعد الانتهاء من تقدير القيم العددية لمعلمات النموذج يشرع في تقييم هذه المعلمات المقدرة أي تحديد ما إذا كانت قيم هذه المعلمات لها مدلول من الناحية الاقتصادية والإحصائية، ومن أجل القيام بعملية التقييم يعتمد على ثلاث معايير أساسية وهي:[1]

أ- **المعايير الاقتصادية** *Economic Criteria*: النظرية الإقتصادية قد تضع قيودا مسبقة على حجم وإشارة المعلمات وهي تعتمد في ذلك على منطق معين، فإذا جاءت المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية مسبقا فإن هذا قد يكون مبررا لرفض هذه المعلمات المقدرة، ما لم يوجد من المبررات المنطقية القوية ما يؤدي للتسليم بصحة التقديرات ورفض ما تقرره النظرية، وفي هذه الحالة يجب عرض هذه المبررات بوضوح، ورغم ذلك فإنه في بعض الحالات يأتي اختلاف المعلمات المقدرة عما تقرره النظرية مسبقا نتيجة لقصور في البيانات المستخدمة في تقدير النموذج.

ب- **المعايير الإحصائية** *Statistical Criteria* **(اختبارات الرتبة الأولى)**: تساعد هذه المعايير في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعلمات التي حصل عليها كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج، وتعتبر من المعايير المهمة في دراسة وقياس العلاقات الإقتصادية للتعرف على مدى مطابقتها مع منطوق النظرية الإقتصادية وتمثيلها للمجتمع الذي تنتمي إليه، وتنقسم المعايير الإحصائية إلى نوعين من الإختبارات: اختبارات جودة التوفيق، اختبارات المعنوية.

- اختبار جودة التوفيق *The test of the Goodness of fit*: اختبار جودة التوفيق هو مقياس للمقدرة التفسيرية للنموذج حيث يعكس هذا الإختبار درجة الإنحرفات بين القيم المقدرة والقيم المشاهدة، ويوضح أنه كلما زادت انحرافات القيم المقدرة عن القيم المشاهدة للمتغير التابع كلما قلت جودة التوفيق وبالتالي انخفاض المقدرة التفسيرية للنموذج، وزادات النسبة غير المفسرة والعكس، ويستخدم هنا معامل التحديد فكلما ارتفعت قيمة R^2 كلما كان ذلك دليلا على قوة العلاقة، ولكن من عيوبه أنه يبالغ في حقيقة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، ولذلك يقترح استخدام معامل التحديد المعدل $R^2 Adjusted$ ويكون أقل من أويساوي معامل التحديد.

- اختبارات المعنوية: بعد تقدير قيم المعالم من بيانات العينة لا بد من اختبار إلى أي مدى يمكن الإعتماد عليها كأساس جيد للوصول لمعلمات المجتمع وسوف يتم ذلك من خلال اختبار مدى ملائمتها الإحصائية باستخدام اختبارات المعنوية ويوجد اختباران أساسيان يمكن استخدامهما لهذا الغرض: اختبار T و اختبار F.

عندما تختبر المعلمات المقدرة بصورة مستقلة باستخدام اختبار T ويتضح أنها معنوية ففي الغالب عند اختبار معنويتها مجتمعة سوف تكون معنوية إحصائيا باستخدام اختبار F، وقد يثبت كذلك عند اختبار معنوية المعلمات المقدرة بصفة مستقلة من خلال اختبار T أن كل واحدة منها غير معنوية ولكن عند اختبار معنوية الإنحدار ككل يثبت أنه معنوي إحصائيا من خلال اختبار F، ويحدث ذلك غالبا عندما تكون المتغيرات التفسيرية مرتبطة ارتباطا قويا فيما بينها.

[1] - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، **مرجع سابق**:ص40.

ج- المعايير القياسية (اختبارات الرتبة الثانية): وهذه المعايير تحددها نظرية الإقتصاد القياسي، تهدف إلى البحث عن مدى مطابقة فروض الأساليب القياسية المستخدمة وتستخدم فى اختبار المعايير الإحصائية نفسها لذا تدعى باختبارات الرتبة الثانية، فقبل اعتماد نتائج التقدير يتم التأكد من عدم وجود مشاكل قياسية في النموذج نتيجة لعدم توافر واحد أو أكثر من الإفتراضات التقليدية والتي تشمل ثبات قيم المتغيرات المستقلة في العينات المكررة، وخطية النموذج، واستقلالية المتغيرات المستقلة عن الأخطاء العشوائية وعدم ارتباطها خطيا، وثبات تجانس الأخطاء العشوائية وعدم ارتباطاها ذاتيا.

في القياس الاقتصادي يجب الاعتماد على جميع المعايير السابقة لقبول أو رفض النموذج، ففي حالة عدم تحقق أي معيار من المعايير السابقة ترفض تلك المقدرات، ويكون لازما إعادة تعيين النموذج عن طريق إضافة أو حذف بعض المتغيرات وإعادة عملية التقدير حتيتم الحصول على مقدرات تستوفي المعايير السابقة.

***4*- المرحلة الرابعة: تقييم مقدرة النموذج على التنبؤ:** الحصول على قيم مقدرة جيدة للمعلمات التي تعكس العلاقات الكمية بين المتغيرات الاقتصادية هو أساس هذه العملية، لذا يتعين اختبار مدى مقدرة النموذج القياسي على التنبؤ من خلال:

أ- قياس مدى استقرار التقديرات عبر الزمن واختبار مدى حساسية هذه التقديرات للتغيير في حجم العينة؛

ب- استخدام النموذج المقدر في التنبؤ بمسار الظاهرة خلال فترة زمنية ماضية لم يتم إدخال بياناتها في العينة الأصلية التي تم استخدامها في تقدير معلمات النموذج، ومن المتوقع أن تكون القيم التنبؤية للمتغيرات التابعة مختلفة عن قيمتها الحقيقية، ويمكن التحقق من معنوية الفروق بين القيم التنبؤية والقيم الفعلية بإجراء اختبارات خاصة للمعنوية.

ومع ذلك من الممكن أن يجتاز النموذج جميع الاختبارات السابقة ولكن لا يكون صالحا للتنبؤ في حالة ما إذا حدثت تغيرات هيكلية سريعة في الظروف الاقتصادية للمجتمع.

المطلب الثالث: الطرق المستخدمة في بناء النماذج الاقتصادية: حسب النموذج والإطار الإقتصادي والرياضي يمكن تقسيم النماذج إلى:

الفرع الأول: نماذج الإنحدار الخطية: يعد الانحدار الخطي من أهم الأساليب الإحصائية استعمالا في أبحاث القياس الاقتصادي، وأكثر النماذج استعمالا لسهولة استخدامه في قياس العلاقة الاقتصادية، بحيث يختص بقياس العلاقة بين متغير تابع و متغير مستقل آخر أو أكثر دون تحديد من هو المتغير التابع والمستقل فهي من اختصاص النظرية الاقتصادية.

أولا: أنواع الانحدار الخطي: تتباين النماذج من النماذج البسيطة إلى الأكثر تعقيدا، يتم تناول أهمها فيما يلي:

***1*- تحليل الانحدار الخطي البسيط:** يعتبر هذا النموذج من أبسط وأكثر النماذج شيوعا وذلك لسهولة استخدامه وحساب معلمات وتطبيقاته إلى جانب ذلك فإن أغلب العلاقات الاقتصادية تأخذ هذه الشكل من النماذج حيث يقتصر على وصف علاقة خطية عشوائية تربط متغير فقط أحدهما تابع والآخر مستقل.

أ- صياغة النموذج: يمكن صياغة نموذج الانحدار البسيط على شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى تعكس المتغير التابع Y كدالة في المتغير المستقل، كما يلي: $[Y_t = B_0 + B_1 X_t + U_t]$

بحيث: Y_t: يعبر عن القيمة المشاهدة t للمتغير التابع؛

X_t: يعبر عن القيمة المشاهدة t للمتغير المستقل؛

$B_0; B_1$,: معلمات النموذج: B_0 حد ثابت، B_1: ميل الخط البياني لمعادلة الانحدار؛

U_t: حد الخطأ (عنصر التشويش) والذي لا يمكن مشاهدته؛

t=1;2;.....n: يعبر عن المشاهدات المتاحة من قيم المتغيرينX;Y .

يرجع استخدام حد الخطأ (u) لقياس انحراف القيمة المشاهدة y عن خط الانحدار الحقيقي، وهناك عدة أسباب تبرر إدخال هذا المتغير:

– صعوبة إدخال كافة المتغيرات المؤثر في الظاهرة: إن الظاهرة المدروسة تتأثر بمجموعة كبيرة من المتغيرات ولا يمكن جمع كافة البيانات عن هذه المتغيرات لذا يضطر لحذف جميع المتغيرات التي لا توجد لها بيانات وتعوض بالعنصر حد الخطأ (u) ليمثل هذه المتغيرات المحذوفة؛

– عدم تجانس العينة والطابع العشوائي أو حدوث أخطاء في تجميع البيانات؛

– أخطاء القياس: يصعب قياس كل المتغيرات الاقتصادية مما يؤدي إلى حدوث أخطاء في القياس، لهذا يتم إدراج متغير حد الخطأ في المعادلة حيث: $\left[\hat{\mathrm{Y}}_t = \mathrm{Y_t} + U_t\right]$

– لا يمكن صياغة النموذج الرياضي بصورة دقيقة فالنموذج الذي يحوي معادلة واحدة لا يصف الواقع مهما كان عدد العوامل الداخلة فيه؛

ب– فرضيات النموذج: يمكن تلخيص هذه الفرضيات فيما يلي:

– الفرضية الأولى: يفترض أن الأخطاء لا تدخل في تفسير المتغير التابع Y، إذ يعتبر حد الخطأ Ut متغيرا عشوائيا يتخذ قيما سالبة أو موجبة أو معدومة لكنها غير مشاهدة، وتخضع لقوانين الاحتمال، حيث يكون توقعه الرياضي يساوي الصفر، أي: $[E(U_t) = 0\,;t = 1,2,\ldots.n]$.

– الفرضية الثانية: وهي تتعلق بتباين حد الخطأ بحيث تكون قيمة: $[Var(U_t) = E(U_t^2) = \delta_u^2]$، أي أن قيمة التباين ثابتة عند القيم (X_t) المختلفة، مما يعني أن البيانات التي جمعت لتقدير العلاقة يمكن الاعتماد عليها بالدرجة نفسها، فكل مشاهدة تؤثر بالقوة نفسها في العلاقة التي يطلب تقديرها.

– الفرضية الثالثة: عدم الارتباط الذاتي لحد الخطأ أي أن القيم المختلفة لحد الخطأ (U_t) تكون مستقلة عن بعضها البعض، وبعبارة أخرى التباين المشترك بين U_s و U_t مساوية للصفر، حيث أن $t \neq s$ ، وبعبارة أخرى قيمة العنصر العشوائي في أي فترة لا تعتمد على قيمته في فترة أخرى.

– الفرضية الرابعة: ويتعلق بقيم المتغير المستقل Xt حيث يفترض أن البيانات المتعلقة بهذا المتغير قادرة على إظهار تأثيرها في تغير المتغير التابع حيث تكون قيمة واحدة على الأقل من قيم المتغير المستقل مختلفة عن بقية القيم، وأنه مهما كان حجم العينة أو عدد المشاهدات N فإنه تتحقق الصيغة التالية: $\left[\frac{1}{N}\sum_{t=1}^{n}(X_t - \bar{X})^2 \neq 0\right]$.

– الفرضية الخامسة: تتمثل هذه الفرضية في أن تكون قيم Ut غير مرتبطة بأي من المتغيرات المستقلة في النموذج، أي الأخطاء تكون مستقلة عن Xt.

حيث بناء على الفرضيات الأولى، الثانية والثالثة، يستنتج أن حد الخطأ Ut موزعة طبيعيا بالنسبة لكل المشاهدات، ويكتب: $U_t \rightarrow n(0, \delta^2)$

ج- تقدير معلمات (مقدرات النموذج): من أجل تقدير معالم النموذج الخطي البسيط، وبالرجوع إلى العلاقة الخطية $[Y_t = B_0 + B_1X_t + U_t]$ يتبين أن تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع يتحدد من خلال العلاقة المنتظمة $[B_0 + B_1X_t]$، أما تأثير العوامل الأخرى فإنه يتحدد من خلال الحد العشوائي Ut وعليه فإنه ولمعرفة العلاقة الحقيقية بين المتغير التابع والمتغير المستقل يتعين تقدير كل من B_0وB_1 ، ولأجل ذلك يتم التقدير بواسطة المعادلة $\left[Y_t = \widehat{B_0} + \widehat{B_1}X_t + U_t\right]$ ولتقدير كل من المعلمتين يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى.

د- طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلمات النموذج الخطي: عرف *J.J.Johnston* أنها: "قانون أو كطريقة تقدير بعض المعالم غير المعروفة، حيث أن المقدر هو القيمة العددية لها الناتجة من تطبيق ذلك القانون أو تلك الطريقة على مجموعة بيانات العينة المعنية بالدراسة".[1]

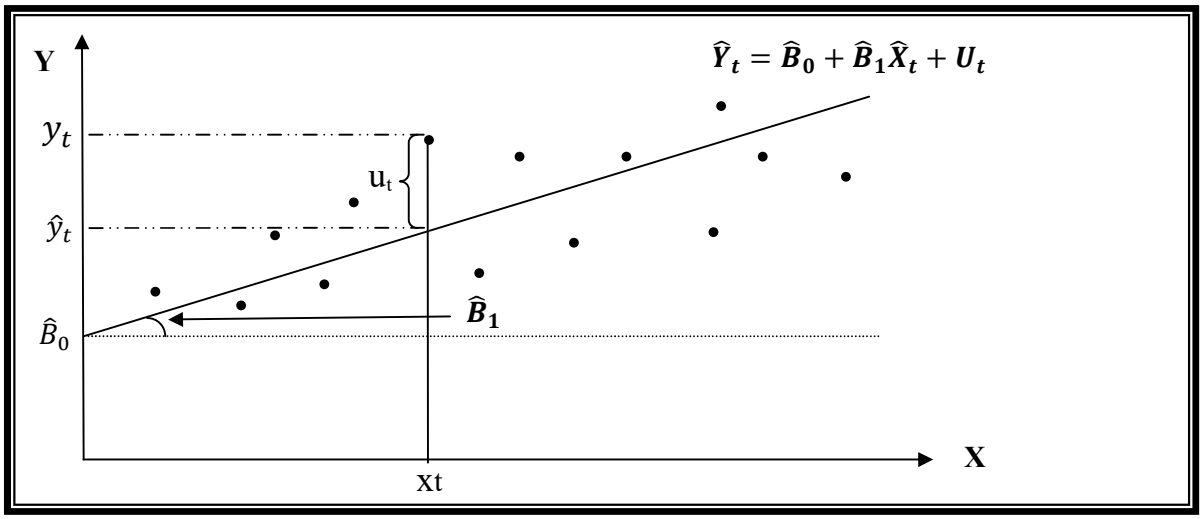
إن هدف طريقة المربعات الصغرى هو إيجاد خط مستقيم يقترب من جميع النقاط، أي يجب أن يكون مجموع انحرافات القيم المقدرة عن القيم الحقيقية أدنى ما يمكن: $[u_t = y_t - \hat{y}_t \to min]$

$$\left[\sum_{t=1}^{n} u_t{}^2 = \sum_{t=1}^{n} (y_t - \hat{y}_t)^2 \to \min\right]$$

حيث: y_t قيم المتغير التابع الفعلية ؛ $\widehat{y_t}$: قيم المتغير التابع المقدرة.

ويمكن توضيح ذلك من الشكل التالي:

الشكل (1): آلية تقدير طريقة المربعات الصغرى لمعالم نموذج بمتغيرين



Source; Paul Keat, Philip Young; **Managerial economics; economic tools for today's decision makers**; 4th edition; pearson education; 2006; New Jersey ;USA.P182.

وعليه فإن دالة الهدف تصبح تدنية البواقي أو حد الخطأ لتعظيم القدرة التفسيرية للمتغير التابع، وإن كان التالي:$= \left[Y_t\right.$ $\left.\widehat{B_0} + \widehat{B_1}X_t \text{ و } \sum_{t=1}^{n} u_t{}^2 = \sum_{t=1}^{n}(y_t - \hat{y}_t)^2\right]$ فإن:

$$\left[\hat{B}_1 = \frac{\sum_{t=1}^{n}(x_t - \hat{x})(y_t - \hat{y})}{\sum_{t=1}^{n}(x_t - \hat{x})}\right]$$

$$\left[\hat{B}_0 = \overline{y} - \hat{B}_1\overline{x} = \frac{\sum x_t^2 \sum y_t - \sum x_t \sum x_t y_t}{n\sum x_t^2 - (\sum x_t^2)}\right]$$

وحيث: $\overline{x}$ المتوسط الحسابي للقيم الحقيقية للمتغير المستقل؛

[1] - تومي صالح، **مدخل لنظرية القياس الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج*1*، *1999*،ص*34*.

$\bar{y}$: المتوسط الحسابي للقيم الحقيقية للمتغير التابع.

هـ- خصائص مقدرات المربعات الصغرى:[1]

- **خاصية الخطية:** مقدرات المربعات الصغرى العادية خطية في المتغير التابعY، حيث يلاحظ أن هذه المقدرات يمكن وضعها في صورة دالة أو تركيب خطي من قيم المتغير Y؛

- **خاصية عدم التحيز:** إن التحيز هو ذلك الفرق بين مقدرة ما ووسط توزيعها، فإذا كان هذا الفرق مساويا للصفر فإنه يمكن القول عن ذلك المقدر بأنه غير متحيز، أي أن وسطها الحسابي يساوي القيمة الحقيقية للمعلمة، أي: $[E(\hat{B}_0) = B_0 ; E(\hat{B}_1) = B_1]$؛

- **خاصية الكفاءة أو أصغر تباين:** إن المعلمة المقدرة غير المتحيزة وبأكبر تباين حول القيمة الحقيقية للمعلمة يكون ذا أهمية أقل من ذلك المقدر غير المتحيز وبأقل تباين، وتعتبر مقدرات المربعات الصغرى العادية $[\hat{B}_0 ; \hat{B}_1]$ لها أصغر تباين ممكن مقارنة مع بقية المقدرات الخطية وغير المتحيزة الأخرى.

- **خاصية الإتساق:** في حال مواجهة مشكلة تحيز مقدرة ما فإنه ينظر إلى خاصية التقاربية لذلك المقدر،ويحدث ذلك عندما يكون المتغير المستقل X عبارة عن متغير تابع ومتأخر بفترة زمنية واحدة، وكلما كان $[n \to \infty]$ فإن توزيع المعاينة لـ $\hat{B}$يقترب من القيمة الحقيقية B، ويعبر عنها رياضيا: $[lim_{n\to\infty}(\hat{B}) = B]$

الفرع الثاني: طريقة تحليل الإنحدار الخطي المتعدد: إن واقع الحياة الاقتصادية مبني بشكل عام على تأثير أي ظاهرة بأكثر من متغير واحد مستقل، ولغرض دراسة وتحليل هذه الظاهرة يستعان بنموذج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد والذي هو امتداد طبيعي لنموذج الانحدار الخطي البسيط، حيث يعالج الوضع الناشئ عن استعمال k متغير مستقل لتفسير تباين المتغير التابع Y في معادلة الانحدار الواحدة.

أولا: طبيعة النموذج الخطي المتعدد: يستند النموذج الخطي المتعدد على افتراض وجود علاقة خطية بين متغير تابع Yt وعدد من المتغيرات المستقلة $[x_1, x_2, \dots x_k]$ وحد الخطأ Ut ويعبر عن هذه العلاقة بالنسبة لـ n ومن المشاهدات وk من المتغيرات المستقلة بالشكل التالي:

$$[Y_t = B_0 + B_1X_{t1} + B_2X_{t+2} + \cdots + B_kX_{tk} + U_t]$$

ويمكن التعبير عنه في صورة مصفوفات كالآتي:[2]

$$\begin{bmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \vdots \\ Y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & X_{11} & \dots & X_{1k} \\ 1 & X_{21} & \dots & X_{2k} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 1 & X_{n1} & \dots & X_{nk} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} B_0 \\ B_1 \\ \vdots \\ B_k \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} U_1 \\ U_2 \\ \vdots \\ U_n \end{bmatrix}$$

وباختصار: $Y_{(,1)} = X_{(n,k+1)}.B_{(k+1,1)} + U_{(n,1)}$

حيث أن:

Y: شعاع عمود من الدرجة (n;1) يحتوي على n مشاهدة للمتغير التابع Y؛

[1] – تومي صالح، **مرجع سابق**،ص40-45.

[2] - أموري هادي كاظم الحسناوي، **طرق القياس الاقتصادي**، دار وائل، عمان، الأردن،2002،ص72.

X: مصفوفة من الدرجة (n;k+1) تحتوي على مشاهدات المتغيرات المستقلة، وعمودها الأول يحتوي على قيمة الواحد الصحيح ليمثل الحد الثابت؛

B: شعاع عمود من الدرجة (k+1;1) يحتوي على المعالم المطلوب تقديرها؛

U: شعاع عمود من الدرجة (n;1) يحتوي على الأخطاء العشوائية.

ثانيا: تقدير معلمات النموذج الخطي المتعدد: تستخدم طريقة المربعات الصغرى في تقدير معلمات النموذج الخطي المتعدد، وهذا من خلال إيجاد تقدير للشعاع B الذي يجعل مجموع مربعات الأخطاء Ui بين القيمة المقدرة $\hat{y}$ والقيمة الحقيقية y أقل ما يمكن، أي: $[Min \sum_{t=1}^{n} u_t^2 = Min \sum_{t=1}^{n} (y - \hat{y})^2]$.

وبعد استخدام الحاسوب فقد أصبح من السهل الحصول على مختلف الحسابات عن طريق استخدام البرمجيات الإحصائية، ومع ذلك فمن المهم معرفة أسس بناء وتركيب النماذج الإقتصادية ودرجة تمثيلها للواقع الاقتصادي.

بالنسبة لتحليل الانحدار المتعدد فيتم اللجوء كذلك لدراسة جودة النموذج من خلال إحصائيات t لكل متغير مستقل على حدة ودرجة تمثيله، وإحصائية F لجودة النموذج ككل، في حين أن معامل التحديد البسيط يرتفع مع زيادة المتغيرات المستقلة حتى ولو لم تكن لها علاقة بالمتغير التابع، ما يتطلب اللجوء إلى معامل التحديد المعدل أو المصحح $[\bar{R}^2]$ والتي تكون صيغته الرياضية على النحو التالي:[1] $\bar{R}^2 = 1 - (1 - R^2)\left[\frac{N-1}{N-k}\right]$.

المطلب الرابع: تقييم المعلمات المقدرة، تقدير معامل السببية وعملية التنبؤ: جودة النموذج الرياضي أو القياسي وتعبيره عن المتغيرات الإقتصادية والعلاقة بينها بشكل جيد يرتبط بتقييم معلماته والعلاقة السببية بين متغيراته، وقدرته على التنبؤ بالتقديرات المستقبلية.

الفرع الأول: تقييم المعلمات المقدرة وجودة النموذج: بعد القيام بتقدير معالم النموذج بواسطة صيغ الاشتقاق بطريقة المربعات الصغرى، يتم تقييم هذه النتائج من الناحية الاقتصادية والإحصائية، ولتحقيق ذلك يتم اختبار المعنوية الاقتصادية والإحصائية لتقدير نتائج تحليل الانحدار.

أولا: اختبار المعنوية الاقتصادية للمقدرين $[\widehat{B_0}\ ;\ \widehat{B_1}]$: في النماذج القياسية يتم مطابقة نتائج النموذج مع النظرية الاقتصادية، وهذا من خلال قيمة وإشارة المقدرين، فعند دراسة دالة الاستهلاك مثلا، وكان النموذج كما يلي:

$$C_t = B_0 + B_1 Y_{dt} + U_t$$

حيث: C_t: قيمة الاستهلاك في الفترة t ؛ Y_{dt}: قيمة الدخل المتاح للفترة t

إن المقدر $\widehat{B}_1$ للمعلمة B_1 تمثل الميل الحدي للاستهلاك، وبالتالي إشارته موجبة ويكون محصورا بين الصفر والواحد (فالإستهلاك لا يكون سالبا أو يفوق الدخل المتاح)، ومن جهة أخرى المقدر $\widehat{B}_0$ للمعلمة B_0 تمثل اقتصاديا الحد الأدنى للإستهلاك (في حال انعدام الدخل)، لذا يتوقع أن يكون موجبا، ومثل ذلك بالنسبة للاستثمار والادخار مثلا مع محدداتهما المفترضة كالفائدة (وعلاقتهما بها) والدخل، ومن ثم يكون الحكم على النموذج من الناحية الاقتصادية.

ثانيا: اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرين $[\widehat{B_0}\ ;\ \widehat{B_1}]$:

1- اختبار الإحصائية ستيودنت t: يعتمد اختبار ستيودنت t على نوعين من الفرضيات:

[1] - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، **مرجع سابق**: ص230.

أ- **فرضية العدم**: ينص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين XوY: $[H_0: B_1 = 0]$

ب- **الفرضية البديلة**: تنص على وجود علاقة بين المتغيرين XوY : $[H_1: B_1 \neq 0]$

يستخدم اختبار t عند معنوية معينة ودرجة حرية (n-k) حيثn حجم العينة وk عددالمعلمات المقدرة، والصيغة الرياضية لهذا الاختبار، بالنسبة لـ$\hat{B}_1$ هي: $\left[t_{\hat{B}1} = \frac{\hat{B}1}{\widehat{SB}1}\right]$

حيث: t اختبار ستيودنت عند مستوى معنوية معين ودرجة حرية (n-k)؛

$\hat{B}1$:القيمة التقديرية لـB_1 الحقيقية ؛ $\widehat{SB}1$: الانحراف المعياري للمعلمة المقدرة $\hat{B}1$.

وبعد احتساب قيمة t تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة الحرية (n-2) ومستوى المعنوية (1% ;5%)لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، فإذا كانت قيمة t المحتسبة أكبر من قيمة t الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، ومنه يكون للمعلمة معنوية إحصائية وتؤثر في المتغير التابع، والعكس صحيح.

2- اختبار إحصائية فيشر F: إن اختبار معنوية المتغير المستقل Xi يمكن أن يكون في شكل توزيع F، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات كذلك:

أ- فرضية العدم: تنص على عدم معنوية أو جوهرية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل: $[H_0: B_1 = 0]$

ب- الفرضية البديلة: تنص على معنوية إحصائية أو جوهرية العلاقة بين المتغيرين التابع والمستقل : $[H_1: B_1 \neq 0]$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هو:$\left[F = \frac{\sum \hat{u}_t^2/k}{\sum u_t^2/n-k-1}\right]$

وبعد احتساب قيمة إحصائية فيشر تقارن مع قيمتها الجدولية الخاصة بها عند مستوى المعنوية المطلوب(1% ;5%) ودرجة حرية (n-k-1;k) لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، فإذا كانت قيمة الإحصائية F المحتسبة أكبر من قيمتها الجدولية ترفض فرضية العدم، ويقبل بالفرضية البديلة أي معنوية العلاقة المقدرة بين المتغيرين.

ثالثا: اختبار جودة التوفيق بواسطة معامل التحديد R^2: هذا المؤشر من أهم المعاملات التي تقيس علاقة الارتباط بين متغيرين، ووجود هذا الارتباط يعني ضمنيا أن أحد هذين المتغيرين يعتمد في تغيراته على المؤشر الآخر.

في معادلة الانحدار لا يمكن أن يعبر عن كل المشاهدات الحقيقية التي تتصل بالعينة، ومنه لا بد من قياس درجة قوة هذه العلاقة، ويتم الاستعانة بالبواقي u_i في قياس شدة العلاقة بين المتغيرين ومدى تمثيل المعادلة المقدرة لمشاهدات القيمة، فإذا كان $[\sum u_i^2]$ كبيرا فهذا يعني أن التمثيل غير جيد للعلاقة بين المتغيرين والعكس، والمشكلة في استعمال $[\sum u_i^2]$كمؤشر لاختبار جودة النموذج هو أن هذا المؤشر يزيد بزيادة عدد المشاهدات حتى ولو كان النموذج جيدا، ولهذا يستخدم معامل التحديد R^2 كمؤشر لاختبار قوة الارتباط، ويعد هذا المؤشر أساس تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ويتم حسابه رياضيا كما يلي:[1] $\left[R^2 = 1 - \frac{\sum u_t^2}{\sum y_t^2}\right]$

$\sum u_t^2$: مجموع مربعات البواقي والتي تقيس تأثير المتغير العشوائي على المتغير التابع.

حيث أن R^2 ينتمي للمجال $[0 \leq R^2 \leq 1]$، حيث معامل التحديد هو نفسه معامل الارتباط ما بين المتغيرين بالنسبة لنموذج الانحدار الخطي البسيط.

[1] - المرسي السيد حجازي وعبد القادر محمد عطية، **مقدمة في الاقتصاد القياسي: المبادئ والتطبيقات**، النشر العلمي، الرياض، 2001،ص112.

رابعا: الارتباط الذاتي للأخطاء: يعد الإرتباط الذاتي للأخطاء أهم المشاكل التي تواجه النمذجة الرياضية للنظريات الاقتصادية في القياس الاقتصادي، ويشير الارتباط الذاتي إلى الحالة التي تكون فيها حدود الخطأ مترابطة ببعضها البعض، بحيث ينتفي الفرض الخاص بانعدام التغاير اللازم للحصول على مقدرات المربعات الصغرى العادية تتسم بالكفاية.

***1*- طبيعة الارتباط الذاتي وأسبابه:** يمكن تبيين هاذين العنصرين فيما يلي:

أ- طبيعة الارتباط الذاتي: من أجل تطبيق المربعات الصغرى في النموذج الخطي يجب أن يتحقق افتراض انعدام الارتباط بين قيم المتغير العشوائي U في السنة t وقيمته في السنوات السابقة أو اللاحقة، أي استقلالية قيم Ut بعضها ببعض $[Cov(U_t; U_s) = 0\ ;\ \forall\ t \neq s]$، وإذا تم إسقاط هذا الفرض فإن ذلك يعني وجود الارتباط الذاتي، أي: $\forall: t \neq s, \mathrm{cov}(U_t; U_s) = E(U_t; U_s) \neq 0$ ، ومنه فمفهوم الارتباط الذاتي هو أن "قيم المتغير العشوائي التي تحدث خلال فترة معينة Ut ترتبط بقيم المتغير العشوائي التي تسبقها أو تلحقها، ويلاحظ أن ظاهرة الارتباط الذاتي للأخطاء توجد في النماذج التي تستخدم السلاسل الزمنية أكثر من البيانات المقطعية، ويمكن تحديد نموذج الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى من خلال المعادلة التالية: $[U_t = pU_{t-1} + \varepsilon_t]$

ب- أسباب حدوث الارتباط الذاتي: توجد عدة أسباب لحدوث الارتباط الذاتي منها:[1]

- خطأ الصياغة: إذا افترضت علاقة خطية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في حين تكون العلاقة الحقيقية غير خطية مما يؤدي إلى استخدام خاطئ للعلاقة الدالية، والذي ينتج عنه ترابط ذاتي في حد الخطأ؛

- الآثار الممتدة لبيانات السلاسل الزمنية: هناك عوامل عشوائية طارئة وغير متكررة كالحروب والكوارث الطبيعية والتي تترك آثارا وانعكاسات على فعالية الاقتصاد لعدة سنوات قد تتسبب في تأثر القيم الجارية لUt بالقيم الأخرى للفترات السابقة، والتي ينجم عنها الارتباط الذاتي؛

- حذف بعض المتغيرات المستقلة المهمة: ولأي سبب مثل عدم توفر البيانات الإحصائية المناسبة عنها، أو لغرض تبسيط النموذج، وغالبا ما يكون من بين المتغيرات المحذوفة متغير أو عدد من المتغيرات المترابطة ذاتيا، ومن الطبيعي أن يؤدي حذف هذه المتغيرات إلى إحداث ترابط ذاتي في عنصر الخطأ الذي يضم في هذه الحالة تأثير المتغيرات المحذوفة من بين العناصر الأخرى التي يمثلها، ففي النموذج الأصلي التالي:$[Y_t = B_0 + B_1X_t + B_2Z_t + U_t]$ ، وإذا تم حذف المتغير Zt وكان مترابطا ذاتيا، واستخدم النموذج التالي $[Y_t = B_0 + B_1X_t + V_t]$عوض النموذج الأصلي، فإن حد الخطأ الجديد Vt في واقع الأمر هو: $[V_t = B_2Z_t + U_t]$، ومنه يكون Vt مترابطا ذاتيا نظرا لارتباط أحد مكوناته ذاتيا؛

- عدم دقة البيانات: في بعض الحالات تكون الحاجة إلى بيانات ربع سنوية مثلا في حين البيانات المتوفرة تكون شهرية، فيِخذ بالمتوسط الحسابي لها، غير أن تمثيل بيانات ثلاث شهر بنقطة واحدة ينطوي على نوع من الخطأ يتكرر من مشاهدة لأخرى، نتيجة لعملية التقريب مما يؤدي إلى وجود ارتباط ذاتي.

لاختبار استقلالية الأخطاء يستخدم نموذج دوربن-واتسون المحصور بين 0و4: $\left[d = \frac{\sum_{i=2}^{n}(\hat{U}_i - \hat{U}_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^{n}\hat{U}_i^2}\right]^2$

---

[1] - فاروق سحنون، **قياس أثر بعض المتغيرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر-حالة الجزائر-**، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف،*2009-2010*،ص ص:*182-183*.

[2] - البشير عبد الكريم، **تقدير دالة الاستثمار الكلية – حالة الاقتصاد الجزائري**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد *23* العدد الأول *2007*،ص ص: *134-135*.

$\hat{U}_i$: الخطأ المقدر للمشاهدة i ؛ n: عدد المشاهدات.

يمكن تعديل صيغة دوربن واتسون لتصبح: $DW=2-2P=2(1-P)$

لاختبار فرضية العدم وضع دوربن وواتسون قيم بمستوى معنوية 5% وهذا على أساس عدد المشاهدات وعدد المتغيرات المستقلة، ومن خلال الجدول يمكن تحديد قيمتين تتراوح قيمتها بين 0و2 اللتين تحددان مساحة ما بين 0 و 4 :

الجدول (2): إختبار إرتباط الأخطاء دوربن واتسون:DW

	قيمة DW	النتيجة
1	$4-dl<D<4$	$P<0$ ارتباط ذاتي سالب أي رفض فرضية العدم
2	$dl<D<du$ أو $4-du<D<4-dl$	منطقة غير محدودة،أي لا يمكن استنتاج وجود ارتباط
3	$du<D<4-du$	$P=0$ عدم وجود ارتباط أي قبول فرضية العدم
4	$0<D<dl$	$p>0$ ارتباط ذاتي موجب أي رفض فرضية العدم

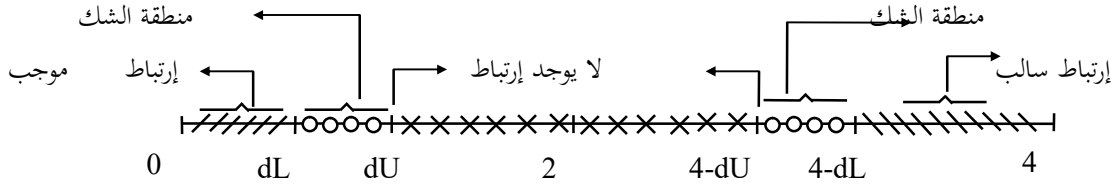
المرجع: فاروق سحنون، **قياس أثر بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر –دراسة حالة الجزائر–**، ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، جامعة سطيف-1، 2010.ص 176.

يعطى بالعلاقة التالية : $$DW=\frac{\sum(e_t-e_{t-1})^2}{\sum e_t^2}$$

حيث : e_t : أخطاء التقدير في الفترة t ، وبواسطته يمكن معرفة وجود إرتباط بين الأخطاء العشوائية.

والشكل التالي يوضح احتمالات نتائج اختبار دوربن واتسن:

"شكل(2): احتمالات نتائج إختبار دوربن واتسون DW "



صيغة DW تتراوح بين 0 و 4، حيث ذلك مرتبط بالمقدار P المحصور بين -1 في حال وجود ارتباط ذاتي سالب (حيث معظم القيم المقدرة تتبادل الإشارة بين الموجب والسالب) ، والواحد الصحيح في حال ارتباط ذاتي موجب (حيث معظم القيم المقدرة لها الإشارة نفسها)، وتساوي 2 في حال عدم وجود ارتباط ذاتي.

إن قيمة DW الاختبارية مجدولة بقيمتين تشير إحداهما إلى الحد الأدنى ويرمز لها بـ dl والحد الأعلى ويرمز له بـ du حسب درجات الحرية nوk' لمستوى معنوية معين، حيث: n: عدد المشاهدات من العينة موضوع الدراسة، k' تمثل العدد الكلي للمتغيرات المستقلة (مع عدم حساب الحد الثابت).

الفرع الثاني: اختبار السببية لغرانجر: يعتبر تحليل السببية *Causality* من أهم المحاور في تحديد صيغ النماذج الرياضية، إذ يهدف إلى البحث عن أسباب الظاهرة والتمييز بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

حسب غرانجر تحليل السببية يعتمد على العلاقة الحركية بين السلاسل الزمنية، حيث إذا كانXt وYt سلسلتين زمنيتين تعبران عن تطور ظاهرتين اقتصاديتين مختلفتين عبر الزمن t، وكانت السلسلة Xt تحتوي على معلومات من خلالها يمكن تحسين التوقعات بالنسبة للسلسلة Yt ، فيقال أن المتغير X يسبب Y، فالعلاقة السببية تعني أن مؤشرا ما يحتوي معلومات تساعد على تحسين التوقع لمؤشر آخر، ويستخدم اختبار غرانجر في التأكد من مدى وجود علاقة تغذية مرتدة أو استرجاعية *Feedback* أو علاقة تبادلية بين متغيرين.[1]

في هذا الصدد، غالبا ما تشير النظرية الاقتصادية إلى وجود علاقة في المدى الطويل بين متغيرين أو عدد من المتغيرات، وحتى لو ابتعدت هذه المتغيرات عن قيمتها التوازنية فإنه توجد قوى تعيدها إلى التوازن وتضمن بذلك تحقيق العلاقة في المدى الطويل، ويجب التأكد من استقرار السلاسل الزمنية (خاصة مع المتغيرات الاقتصادية الكلية) وغالبا يكون الانحدار زائفا، وباستخدام المفاضلة يستعمل اختبار التكامل المتزامن *Cointegration Test* الذي أدخل من طرف *Granger* الذي يسمح بالتغلب على الانحدار الزائف للسلاسل غير المستقرة.

إقترح كل من *Engle&Granger* طريقة لاختبار علاقة التكامل المتزامن على مرحلتين، تقوم المرحلة الأولى على تقدير علاقة الانحدار التالية باستخدام طريقة المربعات الصغرى: $[X_t = \alpha + \beta Y_t + U_t]$

في حين تقوم المرحلة الثانية على اختبار استقرارية حد الخطأ العشوائي Ut لمعادلة الانحدار، فإذا كانت مستقرة عند المستوى I(0)، فهذا يعني وجود علاقة تكامل متزامن ما بين المتغيرينXو Y.

ولدراسة العلاقة في المدى الطويل بين مجموعة متغيرات متكاملة من الدرجة نفسها، هناك أيضا اختبار التكامل المتزامن لـ *Johansen*، الذي يسمح بحساب عدد علاقات التكامل المتزامن من خلال حساب عدد أشعة التكامل المتزامن، والمسماة برتبة مصفوفة التكامل المتزامن، ويقوم هذا الاختبار على تقدير النموذج التالي: [2]

$$[\Delta Y_t = A_0 + A_1 \Delta Y_{t-1} + A_2 \Delta Y_{t-2} \dots \dots + A_p \Delta Y_{t-p+1} + \pi Y_{t-1} + \varepsilon]$$

حيث أن المصفوفة π تكتب على الشكل التالي:$[\pi = \sum_{t=1}^{p} A_{t-1}]$

P: عدد التأخرات في النموذج؛

وفي هذا الصدد يمكن تقدير العلاقة الحقيقية بين السلاسل الزمنية التي تربط بينها علاقة تكامل متزامن من خلال تمثيلها بنموذج لتصحيح الأخطاء ECM، ويمكن تمثيل النموذج لتصحيح الأخطاء بين متغيرين ممثلا بالمعادلة التالية:

$$[\Delta X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + \sum_{i=1}^{m} \alpha_i \Delta X_{t-i} + \sum_{j=1}^{n} \alpha_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t]$$

حيث يمثل: e_{t-1} حد تصحيح الخطأ المقدر، والذي يشير ضمنيا إلى سرعة التكيف في الأجل القصير إلى الأجل الطويل، أي أنه يقيس مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحرافات المتغيرات المستقلة في الأجل القصير عن قيمها التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة.

وكما درجت العادة عند استخدام السلاسل الزمنية، خصوصا في تحليل الحالات القطرية، يتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات المشمولة بالتحليل وذلك باستخدام الاختبار المعزز لديكي–فولر للجذور الوحدوية (*ADF*)، ومن أجل القيام بهذا الاختبار، تستخدم طريقة المربعات الصغرى لتقدير النموذج بالنسبة لكل متغير مدروس:

---

[1] - سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر**، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة ورقلة، 2005-2006، ص93.

[2] - شيبي عبد الرحيم وشكوري محمد، **معدل الاستثمار الخاص بالجزائر: دراسة تطبيقية**، المعهد العربي للتخطيط، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، 23-25 مارس، بيروت، لبنان،2009 ص17.

$$\left[\Delta X_t = \alpha + \beta X_{t-1} + \sum_{j=1}^{k} \delta_t \Delta X_{t-j} + U_t\right]$$

حيث أن: j عدد التأخرات في النماذج والتي تحدد باستعمال معامل *Shwarz&Akaike* وكما هو معروف يمكن تطبيق هذا الاختبار لمستويات المتغيرات، أو للفرق بين القيم المتتالية لكل متغير.[1]

الفرع الثالث: استعمال النموذج للتنبؤ: تستخدم النماذج في عمليات تخطيط ومتابعة أنشطة القطاعات الاقتصادية المختلفة والتي تعتمد على تحليل الظواهر وإعطاء صورة واضحة لسلوكها عن طريق إيجاد القيم التنبؤية لها، وذلك في ضوء المعطيات الحاضرة والبيانات المتحققة في مدة سابقة، فهو ليس تخمينا مجرداً بل هو تخمين قائم على أسس علمية مدروسة.

بعد عملية تقييم النموذج من الناحية الاقتصادية والإحصائية يتم التأكد من صلاحيته للتنبؤ، يتم استخدام النموذج المقدر للتنبؤ بقيمة المتغيرات التابعة، بالإعتماد على قيم المتغيرات المستقلة، وبافتراض أن البناء الهيكلي للمعادلة لا يتغير في المستقبل فإنه يمكن التنبؤ بقيم المتغير التابع في فترات مستقبلية وفق الصيغة الرياضية: $[y_{t+1} = B_0 + B_1 x_{t+1} + U_{t+1}]$ ، غير أن للتنبؤ أخطاء قد تنشأ بسبب: خطأ التقدير ، وخطأ المعاينة.

ولأغراض التنبؤ يفترض أن القيمة المراد التنبؤ بها تقع خارج قيم Xt المشمولة بالعينة، أي أن المحاولة الجديدة تكون مستقلة عن القيم التي استخدمت في تحليل الانحدار، ومقدرات طريقة المربعات الصغرى هي أفضل مقدرات خطية غير متحيزة، وأن خطأ التنبؤ يعتمد على عنصر الخطأ العشوائي أي $[U_{t+1}]$، ويفترض أن قيمة الخطأ العشوائي مستقلة عن القيم $[U_1; U_2 \dots U_n]$ وأنها تتوزع توزيعا طبيعيا، وخطأ التنبؤ يتوزع توزيعا طبيعيا بوسط حسابي يساوي الصفر وتباين ثابت.

[1] – **المرجع نفسه**، ص18.

المبحث الثاني : مفاهيم عامة للاستثمار

يتناول هذا المبحث مفاهيم حول الاستثمار ونظرياته، وعلاقته وارتباطه بالمؤشرات الاقتصادية الكلية والجزئية، مع أهم النظريات المرتبطة به كنظريتي الإنتاج والربح، والتي تخدم هدف البحث في تناول علاقات الاستثمار الحقيقي وآليات التمويل في الاقتصادين الوضعي التقليدي واقتصاد المشاركة، يتم تناولها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: الاستثمار، تعاريف، المفهوم، النشوء، والأنواع

المطلب الثاني : مجالات الاستثمار

المطلب الثالث: الاستثمار في الفكر الاقتصادي

المطلب الرابع: مخاطر الاستثمار

المطلب الأول: الاستثمار: تعاريف، المفهوم، النشوء، والأنواع: كمؤشر هام تتعدد تعاريف الإستثمار وتصنيفاته ومجالاته، التي تبرز أكثر مركزيته بين مختلف المؤشرات الإقتصادية.

الفرع الأول: تعاريف للاستثمار: يمكن تناول الإستثمار أولا من خلال تعاريفه: لغة واصطلاحا.

أولا: الاستثمار لغويا: لغة من ثمر، والثمر هو الزيادة والنماء، فيستثمر يعني ينمي أي يزيد، والاستثمار استخدام الأموال في الإنتاج، والثمر حمل الشجر، وأنواع المال والولد، وثمر ماله نماه، يقال ثمر الله مالك أي كثره، وأثمر الرجل كثر ماله، والاستثمار والنماء يشملان في المدلول اللغوي كل شيء له نفع وثمر[1].

والاستثمار استفعال ومصدر الفعل استثمر، أي طلب الثمر حيث أن السين والتاء تدل على الطلب، وعلى ذلك فإن استثمار المال يقصد به طلب الثمر منه، والاستثمار في الحقيقة طلب الحصول على الربح من المال وليس الربح ذاته[2] فهذا الأخير لا يكون مضمونا لمجرد الاستثمار.

ثانيا: الاستثمار إصطلاحاً: يعتبر لفظ الاستثمار من المصطلحات الوليدة حديثاً في علم الاقتصاد المعاصر، ويعتبر الاستثمار معياراً للأداء الاقتصادي، وقد عرف الاقتصاديون الاستثمار بعدة تعريفات، منها:

***1*- التعريف الأول:** "التنازل عن السيولة التي يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن، قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية"[3].

***2*- التعريف الثاني:** "مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، ولفترة زمنية معينة مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة،[4] إذن فهذه العملية تتضمن التضحية بمنفعة حالية من الممكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، وذلك على أمل الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي، ويكون مستعدًا لتحمل درجة معينة من المخاطرة.

---

[1] – خلف بن سليمان النمري، **شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص:27.

[2] - خالد بن عبد الرحمن المشعل، **الجانب النظري لدالة الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي**، رسالة ماجستير من سلسلة نشر الرسائل الجامعية– كلية الشريعة جامعة الرياض– 2002: ص22.

[3] - رمضان، زياد، **مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)**، دار وائل ،عمان، (1998م)، ص13.

[4]- أحمد عبد الفتاح الصيرفي، **دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات**، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2002 ، ص21.

فالاستثمار بهذا المعنى نوع من الإنفاق ولكنه إنفاق على أصول يتوقع منها تحقيق عائد على مدى فترة طويلة من الزمن، وذلك يشابه ما يطلق عليه كذلك اصطلاح «إنفاق رأسمالي» تمييزاً له عن المصاريف التشغيلية أو المصروفات الجارية، وهذه الأخيرة يقصد بها النفقات التي تتم بصفة دورية مثل الأجور والمرتبات والصيانة وشراء المواد الخام.

الفرع الثاني: مفاهيم الاستثمار: مع أهميته تتعدد المفاهيم المرتبطة بالإستثمار.

أولا: المفهوم الاقتصادي للاستثمار: هو تخصيص رأس المال للحصول على وسائل إنتاجية جديدة أو لتطوير الوسائل الموجودة لغاية زيادة الطاقة الإنتاجية[1]، فهو اكتساب موجودات جديدة وهي الموجودات المادية وتعد مساهمة في الإنتاج أي إضافة منفعة أو خلق قيمة تكون على شكل سلع وخدمات، مما يشكل جزءاً من الثروة الوطنية وهو بمجموعه يمثل الإضافات الصافية إلى رأس المال الحقيقي في البلاد[2]، من خلال تضحية بالموارد المالية في الوقت الحالي وتحقيق نتائج مستقبلا على شكل أقساط (تدفقات نقدية متتابعة) خلال فترات مختلفة، بحيث يكون العائد الإجمالي للاستثمار أكبر من الإنفاق المبدئي، والفارق الذي يعوضه عن:

1 - الزمن الذي سيمر قبل أن يستطيع المستثمر استرجاع أمواله (القيمة الزمنية للنقود في حالة عدم وجود تضخم أو مخاطرة) والذي يعبر عنه بتكلفة الفرصة البديلة؛

2- النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم؛

3 - المخاطرة المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات.

أي أن الاستثمار يتمحور حول: مدة حياة الاستثمار، المردودية وفعالية العملية الاستثمارية والخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار، والمستثمر يقوم بعملية الاستثمار ليحصل على معدل عائد يعوضه عن هذه العوامل الثلاث، ويطلق على هذا المعدل معدل العائد المطلوب *Required rate of return* وبالطبع فإن المستثمر لن يدخل أي استثمار ما لم يتوقع الحصول على عائد متوقع *Expected Return* من هذا الاستثمار يساوي على الأقل معدل العائد المطلوب من قبله.

ومعدل العائد المطلوب يتوقف إلى حد كبير على درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار والمتعلقة كذلك بالزمن، أما مقدار العائد الإضافي الذي يطلبه المستثمر مقابل تحمله لمستوى معين من المخاطرة فيتوقف على طبيعة المستثمر ذاته ويتحدد في السوق على أساس المنافسة.

أما عملية تداول السندات والأسهم في السوق الثانوية فهي لا تعد جزءاً من الاستثمار بالمفهوم الاقتصادي، وإنما هي جزء مما يعرف بالاستثمار المالي لكون تداولها لا يساهم في زيادة الإنتاجية، وإنما يمثل عملية تبادل لملكية الأصول المالية ويوفر لها السيولة فقط، ومن ثم لا تدخل في حسابات الناتج المحلي الإجمالي[3].

ثانيا: المفهوم المحاسبي للاستثمار: يعرف المحاسب الاستثمار على أنه عملية الحيازة على سلع أو خدمات لا تستهلك خلال سنة من النشاط وهذا التعريف يضم كلا من السلع المادية من مباني، أراضي، معدات وآلات والسلع غير المادية سواء

---

[1] – هناء عبد الغفار، **الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية الصين أنموذجاً**، منشورات بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص13.

[2]. عبد المنعم السيد علي، **اقتصاديات النقود والمصارف في النظم الرأسمالية والإشتراكية والأقطار النامية– مع إشارة خاصة للعراق**، الجامعة المستنصرية، بغداد، الجزء الأول، 1984، ص280.

[3]– خالد الوزني، أحمد الرفاعي، **مبادئ الاقتصاد الكلي– بين النظرية والتطبيق**، عمان، الأردن، دار وائل للنشر،الطبعة الرابعة، 2001، ص281.

كانت على شكل عقارات أو منقولات، إضافة الى الصور المعنوية التي برزت حديثاً والمتمثلة في حقوق الملكية الفكرية والأدبية وبراءات الاختراع وحقوق التأليف[1] وأيضا تضم الخدمات من برامج تطوير وتعليم وبحث، بالإضافة إلى الاستثمارات التجارية كالإشهار وهي أصول ثابتة سواء كانت منتجة أو غير منتجة.

كما عرف الاستثمار على أنه الأملاك والقيم الدائمة المادية المتحصل عليها من طرف المؤسسة إما عن طريق الشراء أو الإنشاء بالوسائل الخاصة للمؤسسة، وتستعمل هذه الأملاك لغرض الاستغلال وليس البيع[2].

ومن خلال ما سبق، يمكن القول بأن المحاسب يعتبر الإستثمار كل نفقة جديدة على سلع الرأسمالية الثابتة أو كل إضافة إلى المخزون خلال فترة زمنية أو هو عملية انتقال رأس المال النقدي إلى إنتاج فهو نفقة من أجل تحسين وتطوير والإبقاء على الأجهزة الإنتاجية للمستثمر، بغرض استغلالها الدائم بالشكل نفسه في عملية الإنتاج والمستخدمة خلال سنة على الأقل في المؤسسة.

ثالثا: مفهوم الاستثمار في المحاسبة الوطنية: بالنسبة للمحاسبة الوطنية حجم الاستثمارات يعكس التراكم الإجمالي لرأس المال الثابت وبشكل تجميعي يطلق عليه التكوين الإجمالي لرأس المال الثابت[3]، وأهمية الاستثمار تتمثل في نسبة التكوين الإجمالي لرأس المال الثابت إلى الناتج الداخلي الخام، وتعبر عن الجزء من الناتج الداخلي الخام المخصص لشراء الأصول والقيم الاستثمارية.

وتصّنف القطاعات الاقتصادية التي تقوم بعملية الاستثمار إلى أربعة أصناف: المؤسسات وشبه المؤسسات الإنتاجية، القطاع العائلي والمؤسسات الفردية، القطاع الحكومي والإدارات العامة، والمؤسسات المالية، والإنفاق الاستثماري للمؤسسات الإنتاجية عادة ما يشكل القسط الأكبر من الاستثمار الإجمالي، كما يسهم بشكل مباشر في زيادة ثروة البلاد وهذا ما يفرض على أصحاب القرار أن يولوا أهمية خاصة لهذا النوع من التراكم.[4]

رابعا: المفهوم المالي: يعرف الرجل المالي الاستثمار بأنه عملية الحيازة على أسهم أو سندات لغرض تحقيق قيمة مضافة في رأس المال، و هو يقوم على المضاربة المالية في السوق المالي.[5]

والاستثمار هنا قائم على أساس توظيف الأموال وانتظار العوائد الناجمة عن ذلك، وهذا الاستثمار لا يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد أي لا يحقق قيمة مضافة فهي عملية تبادل لملكية الأصول المالية.[6]

خامسا: المفهوم القانوني: لم يهتم رجال القانون بتعريف الاستثمار ولكنهم حاولوا فهم معنى هذه الكلمة حيث: "يفهم من عبارة استثمار أنها عمل أو تصرف لمدة زمنية معينة من أجل تطوير نشاط اقتصادي، كان هذا العمل في شكل أموال مادية أو غير مادية (من بينها الملكية الصناعية، المهارة الفنية، بحث) أو في شكل قروض"[7].

---

1 هناء عبد الغفار، **مرجع سابق**، ص*13*.

[2]– موهون صفية، **الإستثمار في الجزائر ودور البنوك التجارية في ترقية الإستثمارات الخاصة**، رسالة ماجستير غير منشورة معهد العلوم الإقتصادية، الجزائر،*1991*، ص:*11*.

[3] - Bernard Bernier ; Yves Simon; **Initiation a la Macroeconomie**;8eme edition; Dunod; Paris 2001.P138.

[4] - البشير عبد الكريم، **تقدير دالة الاستثمار الكلية –حالة الاقتصاد الجزائري–**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية –المجلد *23*– العدد الأول،*2007*، ص*119*.

[5]-Patrick Epingard ،**investir face aux enjeux technologiques et informationnels**, Edition.Ellipes;Paris,1991 ،P05.

[6] - عبد القادر محمّد عبد القادر عطية، **النظرية الاقتصادية الكلية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، *1997*،ص*109*.

[7]– عليوش قربوع كمال، **قانون الإستثمارات في الجزائر**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، *1999* ص:*04*.

الفرع الثالث: المشكلة الاقتصادية في مجال الاستثمار: تتلخص المشكلة الاقتصادية في مجال الاستثمار بندرة الموارد الاقتصادية المتاحة مقارنة بالفرص الاستثمارية التي تهدف لإنتاج السلع والخدمات المطلوبة لإشباع الحاجات الإنسانية، والقرار الاستثماري ما هو إلا عملية تخطيط لذلك الإنفاق الذي يتوقع أن يحقق عائدا أكبر، كما أن خطة التنمية هي مجموعة من المشروعات والأنشطة ونجاحها مرتبط بحسن الاستغلال للموارد المتاحة.

أولا: دور دراسة الجدوى في التخصيص الأفضل للموارد: لدراسة الجدوى وتقييم المشاريع صلة وثيقة بالمفاهيم والمبادئ في النظرية الاقتصادية الخاصة بالمنشأة لتحقيق أهداف المستثمر الخاصة (الربحية الاقتصادية)، باعتباره هدفا أساسيا من خلال تعظيم الربح *(maximization of profit)*، كما تساعد المخطط للمشاريع العامة من جهة أخرى على تحقيق أهداف المجتمع (الربحية الاجتماعية)، والتخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي بواسطة جهاز الأسعار.

بالنسبة لدراسات تقييم المشاريع من وجهة نظر المجتمع، فإنها تعتمد في أساسها النظري على ما يعرف باقتصاديات الرفاه *Welfare Economics* المستمدة من النظرية الاقتصادية التقليدية الحديثة، ومن أهم المبادئ لهذه النظرية هو" أن الهدف الأساسي من توزيع الموارد هو زيادة الكفاءة الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاجتماعية لجميع أفراد المجتمع، وبالتالي الأرباح الاجتماعية كهدف للمشروعات العامة *(Maximization of social profits)*، ومن وجهة نظر المجتمع يعني تحقيق هذه الاستثمارات أهدافا اجتماعية مثل: زيادة الدخل الوطني، زيادة مستوى التوظيف وتخفيض الفوارق الاجتماعية بين الطبقات والمناطق، وتحقيق الاستقلال الذاتي والرفاهية بكل أشكالها.

ثانيا: آلية السعر وإحداث التوازن وتبادل المنافع: ويفترض الاقتصاديون أن الأسعار التنافسية تقيس المنافع الحدية (الرفاهية الإضافية للمجتمع) فعند تقاطع العرض والطلب (تقاطع التكاليف الاجتماعية والعوائد الاجتماعية) يتحدد السعر التنافسي، ومن خلال مؤشرات تحسين "معدل النمو الاقتصادي" و"مستوى التوظيف" فالهدف تعظيم دالة الرفاهية العامة،[1] وذلك في ظل قيود خارجية كالنمط السائد لأذواق أفراد المجتمع، أو مخزون البلاد من الموارد الاقتصادية، أو المستوى التكنولوجي السائد.

الفرع الرابع: أهمية ودور الإستثمار: يعتبر الاستثمار المحرك الحقيقي للاقتصاد الوطني للنهوض بعجلة التنمية حيث تقاس قوة الاقتصاديات الحديثة بمدى حيوية الجانب الاستثماري لها، وهناك ثلاثة أسباب رئيسة تعطي الإستثمار دورا هاما في الحياة الاقتصادية:

أولا: الإنفاق الإستثماري يؤثر على الطاقة الإنتاجية حيث يهدف إلى توفير السلع الرأسمالية التي تعتبر العنصر المنتج للمزيد من السلع والخدمات، وله تأثير يتجاوز الحاضر وبذلك يعتبر عاملا حيويا في النمو الاقتصادي المعتمد إلى حد كبير على توسيع الطاقة الإنتاجية التي تنمو بدورها من خلال تراكم رأس المال، والتوسع الكمي والنوعي في القوى العاملة والتطورات التقنية وفي أساليب الإنتاج، وحيث أن تراكم رأس المال الحقيقي يحدث فقط من خلال الاستثمار، لذلك فإنه يعتبر محددا رئيسا للنمو الاقتصادي في الأجل الطويل؛

[1] - مأمون صلاح سليمان المصري، **معايير تقييم جدوى المشاريع الاستثمارية الخاصة وتطبيقاتها المعاصرة في الاقتصاد الإسلامي**، ماجستير غير منشورة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، *1991*:ص*7*.

ثانيا: الطلب على السلع الإستثمارية يشكل جزءا كبيرا وهاما من الطلب الكلي ولهذا فإن الإنفاق الاستثماري يلعب دورا بالغ الأهمية في الاقتصاد لأن التقلبات في الدخل والعمالة تنتج غالبا من التغيرات في الإنفاق الاستثماري لا عن التغيرات في الإنفاق الاستهلاكي؛

ثالثا: الإنفاق الاستثماري يعتبر شديد التقلب، فالتقلبات التي تطرأ على قطاع إنتاج السلع الرأسمالية أكبر من التغيرات في إنتاج السلع والخدمات الاستهلاكية، وذلك لأنه يتوقف على عوامل في المدى القصير (كالربحية والتكلفة) بعكس الإنفاق الاستهلاكي الذي يتوقف على عوامل تتغير في المدى الطويل (كمستوى الدخل والأذواق والعادات).

كما يتجلى دور الاستثمار في:

1- زيادة الإيرادات وتنمية الأرباح: يعمل الاستثمار على إضافة أو توفير أنواع جديدة من السلع، هذه الأخيرة تمكن المؤسسة من رفع إيراداتها وخلق أسواق جديدة لمنتجاتها[1]، مع تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل لرأس المال المتاح بين الفرص الاستثمارية المتعددة، وبالتالي زيادة الأرباح؛

2- تخفيض معدل البطالة: مع تزايد عدد السكان يتزايد تبعا لذلك الطلب على الشغل، لذا تنتهج الدول سياسات جذب الاستثمارات وخلق مناصب الشغل وزيادة الإنتاج ومنه زيادة الاستهلاك المحقق للرفاهية الاجتماعية؛

3- تمويل الخزينة العمومية: يساعد الاستثمار إلى حد كبير في تمويل الخزينة العمومية وذلك عن طريق الضرائب والرسوم المفروضة على مختلف المشاريع الاستثمارية؛

4- المساهمة في التنمية: إن الاستثمار الفعال والناجح يعمل على تشغيل الطاقات الكامنة، من خلال خلق استثمارات جديدة أو توسيع الاستثمارات القديمة، وهو الصورة المعبرة للنمو والتقدم الوطني ومدى تحقيق المعيشة والرفاهية الاجتماعية؛

5- الاستثمار والاختراع: الاختراع هو تصميم آليات جديدة لزيادة وتحسين إنتاجية رأس المال والعمل في مجال الإنتاج أو اكتشاف أسلوب فني جديد يساهم بشكل كبير في إشباع رغبات الأفراد وتحسينها باستمرار.

والاستثمار ذو بعد مستقبلي وله منفعة شبه دائمة، مع أهميته في استغلال المصادر الهامة والطاقات والقدرات الكامنة للنشاط،[2] وهو مهم للمؤسسة كوحدة اقتصادية، حيث يعتبر سر وجودها وعامل استمرارها وتطورها، هذا على المستوى الجزئي أو الوحدوي كما أنه يعتبر عماد التنمية والنمو للاقتصاد الوطني على المستوى الكلي.

المطلب الثاني : مجالات الاستثمار: يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد، فمعنى مجال الاستثمار أكثر شمولا من معنى أداة الاستثمار، فالاستثمار الحقيقي أو المالي هو مجال للاستثمار، أما توظيف الأموال في سوق العقار أو سوق العملات الأجنبية أو الأسهم فهي أدوات الاستثمار، وبشكل عام تختلف مجالات الاستثمار، ويمكن تبويبها من زوايا مختلفة:

الفرع الأول: التبويب النوعي لمجالات الاستثمار: تبوب الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى:

[1] – توفيق حسون، **الإدارة المالية وقرارات الاستثمار وسياسات التمويل في المشروع الاقتصادي**، منشورات جامعة دمشق،*1993*:ص ص*113-114*.

[2] Bussery Chartois, **Analyse et Evaluation des Projets d'Investissements**,Dunod, Paris, 1999, p64.

أولا: إستثمارات حقيقية: يعتبر الاستثمار حقيقيا إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية، ويعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته تظهر إما في شكل حيازة أصول ثابتة أو متداولة ملموسة (مخزون سلعي) أو التمتع بخدمة منتجة خلال الفترة الزمنية محل الدراسة[1].

كما يقوم مفهوم الاستثمار الحقيقي على فرض أن الإستثمار في الأصول الحقيقية هو ما يترتب عليه خلق منفعة اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة المجتمع وذلك بما تخلقه من قيمة مضافة، وتشمل جميع أنواع الاستثمارات عدا الاستثمار في الأوراق المالية الذي يتعلق بالتعامل في الأصول المتراكمة عن فترات سابقة، ويعتبر استثمارا ماليا (إسميا) لا عينيا يتعلق بنقل الملكية وليس بإنتاج هذه الأصول، الذي تم في فترات سابقة اعتبرت فيها استثمارا عينيا (حقيقيا)[2].

ويطلق عليها مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات، حيث أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة لكونها تتشكل من أصول حقيقية لها قيمة بذاتها وهو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي، إلا أن المستثمر في هذا المجال يمكن أن يواجه مشاكل أخرى أهمها:[3]

- أن الأصول التي تتم فيها عملية الاستثمار ضعيفة السيولة نسبيا؛
- وجود نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبيًا: "تكاليف الصفقات المالية، النقل، التخزين. . . الخ؛
- اختلاف درجة المخاطرة في الاستثمار الحقيقي من أصل لآخر، مع الإشارة إلى أن الأصول غير متجانسة مما يزيد في صعوبة التقييم.

وأهم مكونات الاستثمار الحقيقي تتمثل في: الاستثمار في الآلات والمعدات أو المباني أو الاستثمار في المخزون السلعي:[4]

1- الاستثمار في المعدات والآلات: يشتمل هذا القسم على كل المعدات الإنتاجية كالآلات والأجهزة وأدوات النقل المستخدمة في الإنتاج، بهدف الحصول على أكبر ربح ممكن، وهذه الأداة من أكثر أدوات الاستثمار انتشارًا.

2- الاستثمار في المباني والإنشاءات: إن احتساب إنشاء الأبنية السكنية ضمن عملية التكوين الرأسمالي من الأمور المتعارف عليها على اعتبار أنها تعمر طويلا ومن غير المعقول اعتبارها نفقاتا استهلاكية، بل أن مالكي المساكن يعاملون في الحسابات الوطنية كمنشآت تجارية فكأنهم يؤجرون بيوتهم لأنفسهم، وتشمل الإنشاءات كذلك المباني الصناعية والمصارف والمباني التجارية ومستودعات البضائع ومباني الخدمات العامة ودوائر الدولة، والطرق العامة وتعبيدها وتشييد الجسور والأنفاق والسدود والموانئ والمطارات وغيرها من الأصول التي تستخدم من أجل الإنتاج طوال سنوات مستقبلية- بعد عام نهاية إنشائها – وهي تعتبر جزءا هاما من الاستثمارات الكلية في معظم الدول.

3- الاستثمار في المخزون السلعي: يقصد بهذا النوع من الاستثمار التغير في قيمة المخزون السلعي الصناعي والزراعي والتجاري سواء تعلق بمواد أولية أو نصف مصنعة أو تامة الصنع في نهاية الفترة عن قيمة المخزون من هذه المواد أول الفترة محل الدراسة، فإذا لم يوجد أي تغيير فلا يمكن الحديث عن استثمار من هذا النوع مهما كانت كمية المخزون السلعي لأنه سبق وتم احتسابه ضمن تدفق الإنفاق الاستثماري خلال الفترات السابقة، وتعتبر الإضافات إلى المخزون رأسمالا ولو لم تكن

---

[1] – خالد عبد الرحمن المشعل، **مرجع سابق**، ص ص: 8-10 .

[2] - **المرجع نفسه**، ص 27.

[3] – عبد المعطي رضا أرشيد وحسين علي خربوش، **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق**، دار الزهران للنشر، الأردن 1999، ص34.

[4] - خالد عبد الرحمن المشعل، **المرجع نفسه**:ص 29.

سلعا إنتاجية فيمكن أن تشمل سلعا استهلاكية أو غير تامة الصنع، بالإضافة للأعمال الإنشائية غير المنتهية والسبب في اعتبار الإضافات إلى الموجودات استثمارا صافيا هو إنتاج لم يتم استهلاكه، وفي حال تم استهلاك جزء إضافي من المخزون السلعي يفوق الإضافات السلعية فيكون الاستثمار في التغير بالمخزون سالبا بمعنى استهلاك أكبر من الإنتاج، وبالعكس إذا كان التغير في المخزون موجبا فهذا يمثل إسهام النشاط الاقتصادي في هذا المجال خلال الفترة.

ويعتبر الاستثمار في المخزون من أسرع أنواع الاستثمار تأثرا، فمن أهم العوامل المؤثرة فيه مستوى الإنتاج والمبيعات، وعوائد الفرص البديلة، حيث يقارن المستثمر بين الاحتفاظ بالاستثمار العيني في شكل مخزون (سريع التداول نسبيا) والعوائد المحصل عليها من الاستثمارات البديلة، إضافة إلى بعض العوامل كتكلفة التخزين ومعدل التلف وتكلفة التأمين.

ثانيا: الإستثمارات المالية: وهي تشمل التوظيفات في سوق الأوراق المالية، وتتمثل في حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، والأصل المالي يعطي حامله الحق في الحصول على عائد الأصول الحقيقية التي يمثلها الأصل المالي على شكل حصة في رأس مال شركة "سهم أو سند" ويمثل هذا الأصل المالي حقا ماليًا يكون لصاحبه الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

وللأصول المالية أسواق ذات درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لوسائل الاستثمار الأخرى، والسوق الأولية تعتبر تمويلا مباشرا للاستثمارات الحقيقية الموجهة إليها وعمليات التوسع وخلق مشروعات جديدة فهنا تمثل مساهمة في خلق قيمة إضافية ، أما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي عمومًا لا تنشأ عنها أية منفعة اقتصادية إضافية للناتج المحلي رغم التغير الحادث في أسعار هذه الأوراق ولذا يعتبر تجاوزا تسميته بالاستثمار والأقرب تسميته بالتوظيف المالي، وكما هو الحال في الأصول الحقيقية يوجد للأصول المالية مزايا أهمها السيولة المتوفرة في السوق المالي والتجانس النسبي في القيمة والشروط مما يسهل التقييم واحتساب العائد من كل ورقة مالية، إضافة إلى عيوب لعل أهمها المخاطرة التي تصاحب الاستثمار فيها المرتبطة بتقلبات أسعارها والتضخم، لكن المزايا هنا تفوق العيوب إلى حد كبير، وهذا ما جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطابا لأموال المستثمرين أفرادًا ومؤسسات.

الفرع الثاني: التبويب حسب علاقة الاستثمار بالدخل: يقسم الاقتصاديون الاستثمار حسب علاقته بالدخل وتبعيته له إلى نوعين:

أولا: استثمار تلقائي أو مستقل» *Autonomous Investment* : يتقرر بصورة مستقلة عن المؤثر الاقتصادي الأهم وهو مستوى الدخل العام، ويتأثر بمتغيرات أخرى كمعدل الفائدة والربحية أو كفاية رأس المال، وغالباً ما يتقرر نتيجة إيجاد سلعة جديدة أو استحداث طرائق وأساليب إنتاجية غير تقليدية أو يكون ناجماً عن متغيرات اجتماعية أو نفسية أو سياسية غير مرتبطة بصورة مباشرة بالمعطيات الاقتصادية.

ثانيا: الاستثمار المستحث أو المحرّض ***Induced Investment***: يعتمد كلياً على الأوضاع والعوامل الاقتصادية القائمة والمتوقعة والذي يقدم عليه المستثمر بدافع المنفعة المادية، رغم أن الفصل بين المحددات المختلفة قد يكون بعيدا عن الحقيقة لأن الدخل يؤثر على باقي المتغيرات، وهذا الترابط الدقيق والعلاقات المتبادلة بين مختلف المتغيرات يجب أخذها بالإعتبار.

الفرع الثالث: التبويب حسب الأهمية والغرض من الاستثمار: حيث يمكن تصنيف الاستثمارات من هذه الزاوية إلى استثمارات:

أولا: إستثمارات توسعية: الغرض من هذا النوع من الاستثمارات هو توسيع الطاقة الإنتاجية والتسويقية للمؤسسة، من أجل توسيع الحصة السوقية وزيادة القدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة الوحدوية للمنتجات.

ثانيا: إستثمارات إستراتيجية: يهدف هذا الصنف من الإستثمارات إلى المحافظة على بناء واستمرار المؤسسة أو المشروع، أما المبالغ المستثمرة في هذا المجال فقد تكون نسبة معينة من حجم إيرادات المؤسسة خلال عدد من السنوات لتوجيهها إلى استثمار استراتيجي معين.

ثالثا: الاستثمارات التعويضية (الإحلالية) والصافية: الإستثمار الإجمالي يمثل الإضافات الكلية إلى رصيد رأس المال، ويتكون من الاستثمار الإحلالي وهدفه الحفاظ على رأس المال على حاله وتعويض ما استهلك منه بأموال واهتلاكات، والإستثمار الصافي بطرح الإهتلاك، ويقيس الزيادة الصافية في رصيد رأس المال والتي تؤدي إلى إضافة طاقة إنتاجية باستثمارات جديدة بحسب الطلب والظروف، ويلاحظ أنه على الرغم من أن عمر الأصول الإنتاجية يتحدد بانخفاض الإيراد الصافي للأصل ووصوله إلى الصفر إلا أن بعض الأصول تستبدل قبل نهاية عمرها الإنتاجي للمحافظة على مستوى الإنتاج في ظل التنافس في السوق، ومن الناحية الحسابية يقتطع سنويا من إيرادات المشروع قسطا يمثل قيمة ما اهتلك من الأصول.

- الاستثمار الكلي (الإجمالي)= الإستثمار الإحلالي+ الإستثمار الصافي
- الإستثمار الصافي= الإستثمار الكلي – الإهتلاك

رابعا: الإستثمارات المنتجة وغير المنتجة: الاستثمارات التي تؤدي للزيادة في إنتاج المؤسسة مع تحسن النوعية أو بأقل التكاليف الممكنة، هي الاستثمارات المنتجة، وفي حالة العكس فهي غير منتجة.

خامسا: الاستثمار في مجال البحث والتطوير: إن هذا النوع من الاستثمارات يكتسب أهمية خاصة في المؤسسات الكبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة، حيث أن هذا الاستثمار يهدف أساسًا إلى تدنية التكاليف وتحسين النوعية عبر الزمن، وهذا عن طريق تكثيف الآلية وتطوير الجهاز الإنتاجي وزيادة كفاءة وإنتاجية عنصري العمل والتنظيم.

الفرع الرابع : التبويب حسب مدة الاستثمار: حيث تصنف الاستثمارات في هذا المجال إلى[1]:

أولا: استثمارات قصيرة الأجل: وهي الإستثمارات التي يتم إنجازها وجني عوائدها في مدة تمتاز بالقصر نسبيًا، حيث تتراوح المدة بين سنة إلى سنتين، ولهذا الصنف من الاستثمارات عدة أشكال، إلا أنه أكثر انتشارًا في الاستثمارات المالية، الودائع الزمنية لمدة أقل من سنتين، التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل.

ثانيا: استثمارات متوسطة الأجل: حيث يتم إنجاز هذا الصنف من الاستثمارات في فترة لا تقل عن سنتين ولا تزيد عن سبع سنوات ولهذه الاستثمارات عدة أشكال حيث أن هذه الفئة هي الأكثر انتشارًا، مثل: مؤسسات النقل، الاستثمار في السلع والخدمات...الخ.

ثالثا: استثمارات طويلة الأجل: هذا الصنف من الاستثمارات يتم إنجازه في مدة عمومًا تفوق سبع سنوات، وتشمل الأصول والمشروعات الاقتصادية التي تنشأ لأجل تشغيلها والاستفادة منها لمدة طويلة نسبيًا كالمشاريع العقارية التي لا تؤسس لغرض البيع: عقارات للكراء، الفنادق، المباني التابعة للمؤسسة نفسها مثلا : مبنى الإدارة، مبنى المخزن... .

[1] – عقيل جاسم، **مدخل في تقييم المشروعات**، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر 1999، ص

الفرع الخامس: التبويب حسب الموطن لمجالات الاستثمار: تنحصر مجالات الاستثمار من الوجهة الجغرافية إلى استثمارات محلية وأجنبية[1]:

أولا: استثمارات محلية: ويعنى بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي تم اختيارها للاستثمار.

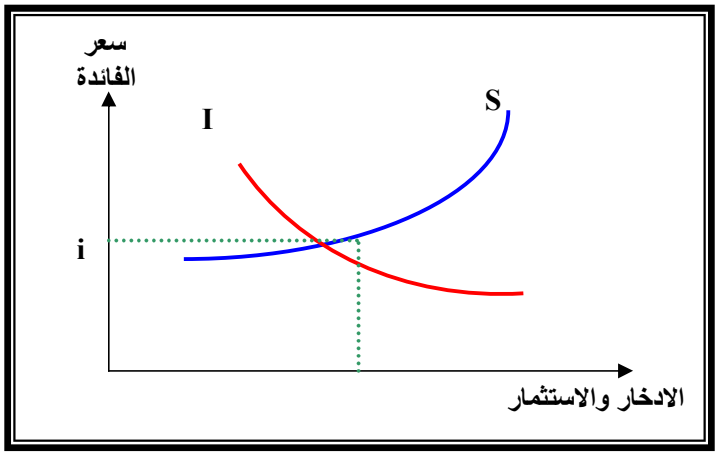
ثانيا: استثمارات أجنبية "خارجية": ويمكن تعريفها : بأنها جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، إذ تكون مباشرة في شكل شركات أو فروع مؤسسات تنشأ في البلد المضيف للاستثمار، ويكون الاستثمار غير مباشر للبلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية، أو عن طريق صناديق الاستثمار، حيث تستثمر الأموال في مشروعات استثمارية في شتى دول العالم.

المطلب الثالث: الاستثمار في الفكر الاقتصادي: باعتباره مؤشرا مهما بين المتغيرات الإقتصادية تناولته النظريات الإقتصادية المختلفة.

الفرع الأول: الاستثمار في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي: إن النموذج النظري الكلاسيكي يقوم بتحليل وتحديد مفهوم الاستثمار من خلال إبراز العلاقة التي تربط الادخار بالاستثمار.

أولا: توازن الإستثمار والإدخار: حيث يعتبر الفكر الكلاسيكي أن التراكم مصدر للنمو الاقتصادي، فالاستثمار يمثل الوجه الآخر للإدخار الذي هو عبارة عن استهلاك مستقبلي،[2] وسعر الفائدة يمثل المكافأة التي يحصل عليها الأفراد مقابل الادخار، فالأفراد عادة يفضلون الاستهلاك على الادخار، وعليه فإنهم لن يقوموا بزيادة مدخراتهم إلا إذا دفعت لهم مكافأة، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (3): توازن الادخار والاستثمار في الفكر التقليدي



المرجع: السعيد بريبش، **الاقتصاد الكلي، نظريات نماذج وتمارين حلولة**، دار العلوم للنشر، عنابة، الجزائر،2007، ص82.

[1] - عبد المعطي رضا أرشيد وحسين علي خربوش، **مرجع سابق**، ص34.

[2] - عبد القادر بابا، **سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة**، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر،2004،ص07.

ومعدل الفائدة حسبهم كفيل بإعادة التوازن بين الإدخار والإستثمار من خلال تأثيره الطردي على الأول والعكسي على الثاني، ويكون المنظمون مستعدين لدفع سعر الفائدة ما دام الاستثمار مربحاً، للحصول على الأموال القابلة للاستثمار، وطالما أن إنتاجية رأس المال تتناقص مع زيادة حجمه، فإن عدد المشروعات الاستثمارية المربحة سيزداد مع انخفاض سعر الفائدة، وعلى ذلك يكون منحنى الطلب على الأموال الموجهة للاستثمار متمثلا بالمنحنى سالب الميل، أما الأموال الموجهة للإقراض والتي هي مدخرات في الأساس فيعبر عنها بالمنحنى S الموجب الميل (العرض)، فإذا حدث وارتفع سعر الفائدة حيث يكون الادخار أكبر من الاستثمار بمعنى وجود فائض في عرض الأموال، فإن سعر الفائدة يبدأ في الانخفاض ويستمر في ذلك حتى المستوى الذي يعود فيه التوازن بين الادخار والاستثمار، والعكس بالعكس.

ثانيا: مرونة الفائدة وتوازن الإدخار والإستثمار: مرونة سعر الفائدة تؤدي إلى توازن الادخار مع الاستثمار، وتعمل على المحافظة على التدفق الدوري للدخل، ومع افتراض وجود فرص غير محدودة للاستثمار، فإن الاقتصاد يعمل دائما في ظل الاستخدام الشامل بصرف النظر عن مقدار ما يرغب الناس في إدخاره.

كما أن العرض يخلق الطلب عليه، أو ما يسمى (بقانون ساي في الأسواق)، وعلى ذلك فالطلب الكلي على الاستهلاك والاستثمار يقابله عرض كلي للسلع الاستهلاكية والاستثمارية ومساوية في القيمة، وهذا يعني أن الطلب الكلي على الاستهلاك والاستثمار معًا سيظل متعادلا مع العرض الكلي.

الفرع الثاني: الاستثمار في النظرية الكينزية: وتتلخص أهم مقوماتها فيما يلي:

أولا: محددات الإدخار والإستثمار عند كينز: ترفض مقدرة سعر الفائدة على تحقيق التزامن بين خطط القطاع العائلية فيما يتعلق بالادخار مع خطط قطاع رجال الأعمال فيما يتعلق بالاستثمار، فادخار أكثر معناه استهلاك أقل وبالتالي طلب أقل على مختلف السلع والخدمات المقدمة، فلا يتوقع أن يتوسع رجال الأعمال في استثماراتهم في الوقت الذي ينكمش فيه الطلب على المنتجات، فدوافع الادخار (شراء سلعة في المستقبل، الاحتياط لأي ظروف طارئة، لضمان مستقبل، الاكتناز..) تختلف تماماً عن دوافع الاستثمار (تحقيق الربح).

ثانيا: سعر الفائدة: معدل الفائدة رغم تأثيره على قرارات المستثمرين إلا أنه ليس العامل الوحيد أو الأكثر أهمية، فالعامل الحاسم هنا هو معدل الربح الذي يتوقعه رجال الأعمال، ففي حالات الركود وتشاؤم رجال الأعمال حول المبيعات والأرباح تكون أسعار الفائدة منخفضة، ولكن هذا الانخفاض لا يشجع رجال الأعمال على زيادة استثماراتهم. **ثالثا: معارضة فكرة مرونة الأجور والأسعار:** تنكر النظرية الكينزية وجود مرونة في الأسعار والأجور بالدرجة التي يمكن معها ضمان العودة إلى التوظف الكامل وذلك على أثر حدوث انخفاض في الإنفاق الكلي، فنظام الأسعار في ظل النظام الاقتصادي الرأسمالي الحديث لم يعد نظام منافسة تامة بل أصبح نظاماً مشوهاً بعدم كمال السوق ومقيداً بعقبات عملية تعمل على عدم تحقيق مرونة الأسعار والأجور، كما أن مستوى التوظيف إنما يتوقف مباشرة على مستوى الإنفاق الكلي (الاستهلاك والاستثمار).

الفرع الثالث: الاستثمار في الفكر الاقتصادي الماركسي: أخذ ماركس مفهوم نظرية القيمة عن التقليديين غير أنه حكم على النظام الرأسمالي بالزوال، ويرى أن العلاقات الاجتماعية مرتبطة ارتباطا وثيقا بقوى الإنتاج.

يعتبر ماركس أن قيمة سلعة ما تقاس بالعمل الذي تضمنته تلك السلعة، ومن ثمة فإن كل المواد المنتجة، ما هي إلا مجرد تراكم للعمل البشري الذي يعتبر أساس الإنتاج، ويتمحور تحليل كارل ماركس في نظرية فائض القيمة على أن الرأسمالي يشتري من العامل قوة عمله ويدفع له قيمة لقاء ذلك،[1] وينتجون لصالح صاحب رأس المال مواد تساوي قيمتها مقدار العمل المتراكم اللازم لصناعة المادة، وهكذا يحصل صاحب رأس المال على الفارق الموجود بين قيمة المادة أي العمل وقيمة الأجر.

ويتمكن أصحاب رؤوس الأموال من جمع وتكديس الأموال نتيجة للأرباح التي يحصلون عليها نتيجة حصولهم على فائض القيمة، وتستعمل هذه الأموال في عملية الاستثمار، أي شراء رأس المال وهكذا تتحدد علاقة الاستثمار بالتراكم، ولقد قسم كارل ماركس رأس المال إلى قسمين:

رأس المال الثابت والذي يتكون من الآلات والمعدات والمواد الأولية، ورأس المال المتغير وهو الذي تدفع منه الأجور، أما فائض القيمة فمصدره رأس المال المتغير، وعندما يتحول رأس المال الثابت ورأس المال المتغير إلى نقود تتحول معه فائض القيمة إلى نقود أيضاً، وفائض القيمة المحول بهذا الشكل يعيد الرأسمالي تحويله إلى عناصر طبيعية من رأسماله الإنتاجي، من أجل تجديد عملية الإنتاج وهو ما يحدث عملية التراكم الرأسمالي.[2]

وما يمكن استخلاصه أن رأس المال المتغير هو مصدر فائض القيمة وهو عين التراكم، وأن الادخار هو مصدر التراكم، وأن عملية التراكم هذه مرتبطة بالاستثمار الذي هو في حد ذاته أداة عملية إعادة الإنتاج الموسع، أي تجديد وتوسيع الطاقة الإنتاجية للمجتمع.

الفرع الرابع: مكانة الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي: يجعل النظام الاقتصادي الإسلامي زيادة الإنتاج هي اللبنة الأولى لعملية التراكم الرأسمالي من خلال تنمية كل الموارد الاقتصادية المتاحة، وإشراكها في العملية الإنتاجية المشروعة.

أولا: الإنتاج والإستثمار في الإقتصاد الإسلامي (المشاركة): وفي سبيل إنجاح عملية الإنتاج فهو ليس تراكما فقط لرأس المال وإنما الزيادة في الكمية المطلوبة من عنصر العمل كذلك ويرتبط بالإنتاجية والقيمة المضافة للعملية الإنتاجية، وحث الإسلام على الاستثمار من خلال تعاليمه المختلفة والخاصة بمجال المال والإنفاق، فوضع أسسا ومبادئ للتصرف في الدخل المتولد وتقسيمه على أوجه الإنفاق المختلفة إذ عمل على ترشيد الإنفاق الاستهلاكي، بما يحقق الكفاية للفرد، ونهى عن التكاليف السلبية في عملية الإنتاج، كتحريم الاكتناز وصور تعطيل الموارد.

ويعرف الاستثمار في المنظور الإسلامي بأنه تنمية المال بشرط مراعاة الأحكام الشرعية عند استثماره، فهو طلب ثمرة المال ونمائه في أي من القطاعات الإنتاجية سواء كان ذلك في التجارة أو الصناعة أو غيرها، وهو مرتبط بكل من رأس المال وعنصر العمل،[3] وهو ما يتفق مع تعريف الاستثمار بأنه إضافة على الناتج الوطني في إطار أحكام الشريعة بما يؤدي إلى تحقيق وتدعيم أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي، من خلال الأولويات التي تعكس واقع الأمة.

---

[1] - عمر صخري، **التحليل الاقتصادي الكلي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص: 283.

[2] - عبد القادر بابا، **مرجع سابق**،ص:09.

[3] - قراوي أحمد الصغير، **محددات وموجهات الاستثمار من المنظور الإسلامي**، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير– سطيف، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب: 25- 28 ماي 2003.

ثانيا: استراتيجيات الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي: بالنسبة لموجهات الاستثمار من المنظور الإسلامي، فيعتمد على إستراتيجية محددة في محاور أربع: المخاطرة بدل المغامرة، والمشاركة بدل الربا، واستقرار قيمة النقود بدل التضخم، ومنافسة تعاونية يسودها سعر العدل (ثمن المثل) وحرية التسعير والمنع لبيوع الغرر والاحتكار.

ولكي تحقق العملية الاستثمارية (الإنفاق الاستثماري) أهدافه الأساسية، وضع النظام الاقتصادي الإسلامي موجهات للعملية الاستثمارية، بالحث على الادخار وتكوين فائض اقتصادي وحث على توجيهه نحو الاستثمار، والمحافظة على السلع الإنتاجية وحمايتها من التبديد والضياع، مع دعوة إلى المحافظة على البنيات الأساسية للاقتصاد[1]، ومن خلال تكييف نمط الاستثمار في المجتمع بما يؤدي إلى تناسب الهيكل السلعي للعرض مع هيكل الطلب وحسن الانتفاع بالموارد، كما أن مبدأ فرضية الزكاة على الأموال المتعطلة وإعفاء الأصول الثابتة الداخلة في العملية الاستثمارية فيه توجيه نحو الاستثمار.[2]

المطلب الرابع: مخاطر الاستثمار: يتمثل الهدف الأساسي من تحليل المخاطر في التعرف على وجود الخطر وقياسه للتأكد من أن متخذ القرار سيحصل على التعويض المناسب والملائم لمقدار ما يتحمله من المخاطر، ويسمى هذا التعويض بعلاوة المخاطرة، إذ أن المخاطرة متغير أساسي لكل العمليات المالية وملازمة لأي مراحل اتخاذ القرار.

الفرع الأول: مفاهيم حول المخاطرة: إن حالة المخاطرة هي التي يمكن لمتخذ القرار أن يحدد ويضع من خلالها توزيعات احتمالية للحدث على ضوء دراسات سابقة، ويمكن التمييز بين نوعين من المخاطرة، المخاطرة الموضوعية التي تكون ذلك الجزء من المخاطرة الذي يمكن تحديده بواسطة دراسة الحقائق التي يمكن التعبير عنها كميا، والمخاطرة الذاتية التي تكون ذلك الجزء من المخاطرة الذي يخضع لتقدير المنظم الذي يتخذ القرار[3].

أولا: تعريف المخاطرة: هي تباين الحوادث الممكنة والتي يمكن فيها وضع احتمالات للأحداث المستقبلية أي للعوائد والنفقات المتوقعة، حيث يكون توزيع احتمالي للقيم ومجموع الاحتمالات يساوي الواحد، والمفاضلة بين البدائل تكون على أساس القيمة المتوقعة لكل بديل[4]، أما التعريف الإحصائي فإن المخاطرة هي الإنحراف المعياري النسبي لعوائد الاستثمارات المتوقعة فهي تعبر عن درجة التشتت للعوائد المستقبلية عن متوسط القيم المتوقعة لها، والتذبذب في العوائد لا يعني بالضرورة وقوع خسائر، وإنما تباين قيمة العوائد عن المستوى المتوقع للعائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم التيقن المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية.

ثانيا: أهمية قياس مخاطر الاستثمار وعدم التأكد: يعتبر متغير قياس الاستثمار من أهم المتغيرات المؤثرة في قرار رفض أو تعديل أو قبول المشروع الاستثماري، وهذا يتطلب دراسة المخاطر، والمستثمرون تجاه المخاطرة ينقسمون إلى:

1- متجنب للمخاطرة: إذا كانت دالة المنفعة بالنسبة له، متزايدة بمعدل متناقص، أي أن الزيادة في الدخل يقابلها زيادة في المنفعة الحدية بمعدل متناقص، مما يجعله يميل إلى الاستثمارات المؤكدة بدلا من المخاطرة.

---

[1] قال الرسول ﷺ (من باع دارا ثم لم يجعل ثمنها في مثلها لم يبارك الله فيها).

[2] - قراوي أحمد الصغير، **مرجع سابق**.

[3] - طارق عبد الله حماد، **إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر *2003*، ص ص: *16-17*.

[4] – رحيم حسين، **أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية**، مكتبة إقرأ، قسنطينة، *2011*، ص: *34*.

2- محايد تجاه المخاطرة: دالة المنفعة بالنسبة للمستثمرين تأخذ شكل خطي متزايد بمعدل ثابت، وبالتالي فالمنافع الحدية ثابتة عند كل زيادة في الدخل.

3- مجازف: في هذه الحالة دالة المنفعة تأخذ شكلا متزايدا بمعدل متزايد فالمستثمرون يحصلون على منافع حدية متزايدة مقابل الزيادة في دخلهم، وبالتالي فهم يقبلون مستويات عالية من المخاطرة، إذا كانت تقابلها إيرادات كبيرة.

في الواقع أن المشكلة المركزية للاستثمار هي تصميم نموذج يمكنه من مقابلة أغراض وأهداف المستثمر بدون أن يتحمل أخطارا تفوق طاقته ومقدرته، ويمكنه أن ينتج دخلا أو عائدا يتناسب مع تلك الأخطار.

الفرع الثاني: أساليب إدارة المخاطر الاستثمارية: تمثل المخاطر بعدا هاما ومؤثرا في النشاط الإستثماري، وعاملا يؤخذ بالإعتبار في قرار الإستثمار، ومن ثم تنبع أهمية إدارة مخاطرها.

أولا: تعريف إدارة المخاطر: عرفت إدارة المخاطر الاستثمارية بأنها" منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى"[1].

إن مصطلح "إدارة المخاطر" يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد.

ثانيا: أدوات إدارة المخاطر الاستثمارية: يمكن تحديد ثلاثة استراتيجيات رئيسية لإدارة المخاطر الاستثمارية، وهي:

***1*- إستراتيجية ترك الموقف مفتوح**: *To leave the position open* ويقصد بذلك الاحتفاظ بمستوى الخطر على ما هو عليه، ويمكن أن تعتمد الشركة على هذه الإستراتيجية حينما يكون مستوى الخطر منخفضا بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، وتندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسة قبول الخطر.

***2*- إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة**:*To take a calculated risk* ويقصد بذلك تحديد مستويات الخطر التي يمكن تحملها بالمنشأة- والتي لا ترغب المنشأة في تحمل أكثر منها- ثم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنيه المخاطر بالمنشأة حتى هذا المستوى المقبول، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تخفيض الخطر *Reduction* مثل: التنويع، والتغيير في مستوى الرافعة التشغيلية تبعا لظروف الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة المالية (هيكل التمويل)، واستخدام الأدوات المالية المشتقة للحماية ضد مخاطر الأسعار.

***3*- إستراتيجية تغطية كل الخطر**: *To cover all the risk* ويقصد بذلك تحييد مصدر الخطر بالنسبة للشركة، أي تدنية الخطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر *Transference*مثل: التغطية الكاملة باستخدام أدوات الهندسة المالية، أو تحويل الخطر إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين، والتجنب التام للأنشطة التي ينشأ عنها الخطر. وقد تستخدم عمليات إعادة الهيكلة ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين[2]:

أ- إعادة هيكلة الأصول: *Assets restructuring* وتسمى أيضا هندسة الأصول، وهي تتضمن الأساليب المالية التي تغير من هيكل أصول المنشأة لأجل تحقيق الاستخدام الأعلى قيمة (الأكفأ) لموارد المنشأة، أو لتوفير الضرائب، أو التخلص من

---

[1] - حماد طارق عبد العال، **مرجع سابق**، ص*51*.

[2] - خيري علي الجزيري وعبد الحميد مصطفى أبو ناعم، **"تقييم استراتيجيات إعادة الهيكلة لمواجهة تحديات اتفاقية الجات:** دراسات في التمويل والاستثمار: **سوق المال المصري بين النظرية والتطبيق**، القاهرة، ص ص:523 528.

التدفق النقدي الزائد (غير المطلوب للفرص الاستثمارية) بدفعه إلى المساهمين، وتجري إعادة هيكلة الأصول بواسطة عمليات البيع المختلفة، مثل بيع جزء من الأصول أو من خلال عمليات التصفية *Liquidation*، أو بإعادة هيكلة وحدات النشاط *Business unit restructuring* بالاعتماد على إستراتيجية النمو سواء بالاستحواذ أو بالمشروعات المشتركة.

ب– إعادة هيكلة التمويل: *Financial restructuring* وتركز هذه الإستراتيجية على تغيير هيكل الملكية، وذلك من أجل إدارة المخاطر المالية المرتبطة بخصائص هيكل الخصوم ورأس المال الخاص بالمشروع، وأدوات إعادة الهيكلة للمنشأة تسعى إلى تكوين محفظة استثمارات ذات كفاءة بحيث يتناسب عائدها مع المخاطر الخاصة بها.

ثالثا: تصنيف المخاطر وقياسها: النظام المتكامل لإدارة المخاطر المالية بالمنشأة يعتمد على كل من تحديد المخاطر وقياسها، قبل اتباه الإستراتيجيات لمقابلتها:

***1*– تحديد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة:** من خلال تصنيفها، وباستقراء الكتابات العلمية فيما يتعلق بالمخاطر التي يمكن أن تواجه المنشأة، تبين أنه يمكن تصنيف تلك المخاطر تبعاً لأساسين: مصدر الخطر، وعلى أساس الارتباط بالمنشأة؛

أ– أنواع المخاطر من حيث مصدر الخطر: توضح الكتابات التي اهتمت بموضوع إدارة المخاطر المالية أن المنشآت المعاصرة تواجه مجموعة متنوعة من المخاطر في المجالات الوظيفية المختلفة، ومن هذه المخاطر ما يلي:[1]

- **مخاطر الأعمال** *Business risks*: وهي المخاطر المرتبطة بالصناعة والمجال الأساسي الذي تعمل فيها المنشأة؛
- **مخاطر التشغيل** *Operational risks*: وهي المخاطر المرتبطة بالنظم الداخلية والأفراد العاملين بالمنشأة؛
- **مخاطر الإدارة:** *Management risk*: والمرتبطة بالوظائف الإدارية والممارسات التي تقوم بها إدارة المنشأة؛
- **مخاطر الائتمان** *Credit risks*: وهي المخاطر المرتبطة بفشل الطرف الآخر في الوفاء بالالتزامات التي تعهد بها؛
- **مخاطر الأسعار** *Price risks*: وهي المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة (صعوداً أو هبوطاً) في الأسعار بالسوق، وهي تنقسم إلى: مخاطر سعر الفائدة *Interest rate risk*, مخاطر سعر العملة "أو سعر الصرف" *Currency Exchange Risk*, مخاطر أسعار السلع *Commodity Risk*, مخاطر الملكية *Equity Risk*؛
- **المخاطر السياسية** *Political and country risk*: وهي المخاطر الناتجة عن القرارات الحكومية مثل الضرائب، التسعير، الجمارك، التأميم؛

ب– المخاطر من حيث ارتباطها بالمنشأة: وفقا لهذا التصنيف والذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية الاستثمار والتمويل، يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة إلى مجموعتين من المخاطر، هما:

- **مخاطر منتظمة:** ***Systematic risks***: وهي المخاطر "العامة" التي تتعرض لها جميع المنشآت بالسوق بصرف النظر عن خصائص المنشأة، من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية... وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية مثل: الظروف الاقتصادية أو السياسية، ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنويع، ولذا تسمى أيضا المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع *Undiversifiable risks*، أو مخاطر السوق *Market risks* .

[1] - حسين محمد سمحان وموسى عمر مبارك وعبد الحميد أبو صقري، **إدارة الإستثمار في البنوك الإسلامية**، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة 2012، ص ص: 240.–248.

- **مخاطر غير منتظمة**: ***Unsystematic risks*** : وهي المخاطر "الخاصة"التي تواجه منشأة معينة، نتيجة لخصائص وظروف تلك المنشأة، ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على إستراتيجية التنويع *Diversifiable risks*، أو المخاطر الفريدة *Unique risks* حيث أنها تخص منشأة معينة *Firm – specific risk*.

2- قياس المخاطر: يمكن تحديد العديد من المقاييس الإحصائية أو المالية للتعبير الكمي عن المستوى النسبي للخطر في مجموعتين، هما:

أ- الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر الإستثمارية: وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير محل الاهتمام أو قياس درجة حساسيته تجاه التغيرات التي تحدث في متغير أخر، ومن أهم هذه الأدوات:

– المدى *Range*: والذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير موضع الاهتمام، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.

– الانحراف المعياري *Standard deviation*: يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للاستثمار، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، فيحسب الأمل الرياضي أو القيمة المتوقعة للعائد ثم تقارن العوائد السنوية بالأمل الرياضي للحصول على درجة الإنحراف، وكلما زادت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر في حين كلما كانت عوائد الاستثمار قريبة من القيمة المتوقعة دلت على استقراره وقلة مخاطره.

– معامل الاختلاف *Coefficient of variation*: هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاساً بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاساً بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة استثمارات مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر.

– معامل بيتا *Beta coefficient*: هو مقياس لسرعة تأثر الاستثمار مقارنة بحركة السوق فكل استثمار له نسبة تغير معينة مقارنة بسلوك السوق العامة، فهو مقياس للمخاطر المنتظمة في السوق التي ترجع لأسباب عامة منها اقتصادية وسياسية واجتماعية، وهو مقياس لمدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر.

– أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر الإستثمارية: وهي تعتمد على قياس قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير وبخاصة الدائنين، في الآجال المحددة لاستحقاقها، وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين، ويعتمد قياس المخاطر المالية بالمنشأة على مجموعة النسب والمؤشرات المالية التي يمكن الاستدلال من خلالها – كمؤشرات تقريبية – على الحالة المتوقعة للمنشأة من حيث التدفقات النقدية المتوقعة لمنشأة، وهوامش الربح أو مؤشرات التغطية لالتزامات المنشأة.

المبحث الثالث: عائد وتكلفة الاستثمار بين الفكر الرأسمالي والمنهج الإسلامي

لسعر الفائدة تأثير على الاقتصاد بصفة عامة، لأنه يؤثر ليس فقط على رغبات المستهلكين في الإنفاق أو الادخار ولكن أيضا على قرارات المستثمرين من أصحاب الأعمال، ولأن تكلفة التمويل لها تأثير على الأفراد والمؤسسات المالية ورجال الأعمال والاقتصاد في مجموعه، يتم تناول أهم عناصر العائد وتكلفة الإستثمار في النموذجين الرأسمالي والإسلامي في المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم سعر الفائدة والنظريات الواردة في موضوعه، وتحديد سعر الفائدة التوازني

المطلب الثاني: الربح كبديل للفائدة كتكلفة وعائد للاستثمار

المطلب الثالث: إلغاء الفائدة وإحلال معدل الربح وتحليل اقتصاد المشاركة

المطلب الرابع: معدل عائد المشاركة ودوره في تحقيق آلية المشاركة

المطلب الأول: مفهوم سعر الفائدة والنظريات الواردة في موضوعه، وتحديد سعر الفائدة التوازني

الفرع الأول: مفهوم سعر الفائدة: يمكن القول أن سعر الفائدة هو مقدار العائد أو النسبة التي يحصل عليها صاحب رأس المال مقابل إيداع مبلغ معين في البنوك، كما يمثل مقدار العائد أو النسبة التي يدفعها للبنك مقابل اقتراضه مبلغا معينا من النقود، وتتكون الفائدة من الأجزاء التالية[1]:

أولاً: الفائدة مقابل المخاطرة وتعني المقرض رأس ماله لغيره يتحمل أنواعاً من المخاطر:

أ . مخاطر عدم الاسترداد (السداد)؛

ب . مخاطر التضخم وانخفاض سعر الصرف؛

جـ . مدة القرض كلما طالت مدة القرض كلما زادت المخاطر.

ثانياً: مقابل النفقات فقد يتحمل المقرض نفقات من البنوك؛

ثالثاً: الفائدة الصافية وهي التي تخضع إلى دراسات ونظريات عديدة لتفسير الفائدة منها: النظرية التقليدية (والتقليدية الجديدة) والنظرية الكينزية.

الفرع الثاني: النظريات المفسرة لمعدل الفائدة: يمكن تناول أهم نظريات الفائدة الرأسمالية، والنظريات التالية لها ليست إلا امتدادا لأحد الإتجاهين التقليدي والكينزي.

أولا: النظرية التقليدية في سعر الفائدة: التفسير التقليدي الذي قدم "أن ظاهرة الفائدة على رأس المال تمثل عائداً يدفع للفرد الذي يدخر نتيجة حرمانه من استهلاك حاضر وهي مكافأة الانتظار، إن هذه النظرية لسعر الفائدة، إنما تعرف أيضا بنظرية التفضيل الزمني(*Time Preference Theory*)، كما أنها تعرف أيضا بنظرية الادخار–الاستثمار لسعر الفائدة.

يتحدد سعر الفائدة بتقاطع دالة الادخار مع دالة الاستثمار، وإن سعر الفائدة هو الثمن الذي يحقق التوازن بين طلب الموارد للاستثمار وبين الاستعداد للامتناع عن الاستهلاك الحاضر[2]، وعليه فإن النظرية التقليدية نظرية حقيقية لسعر الفائدة

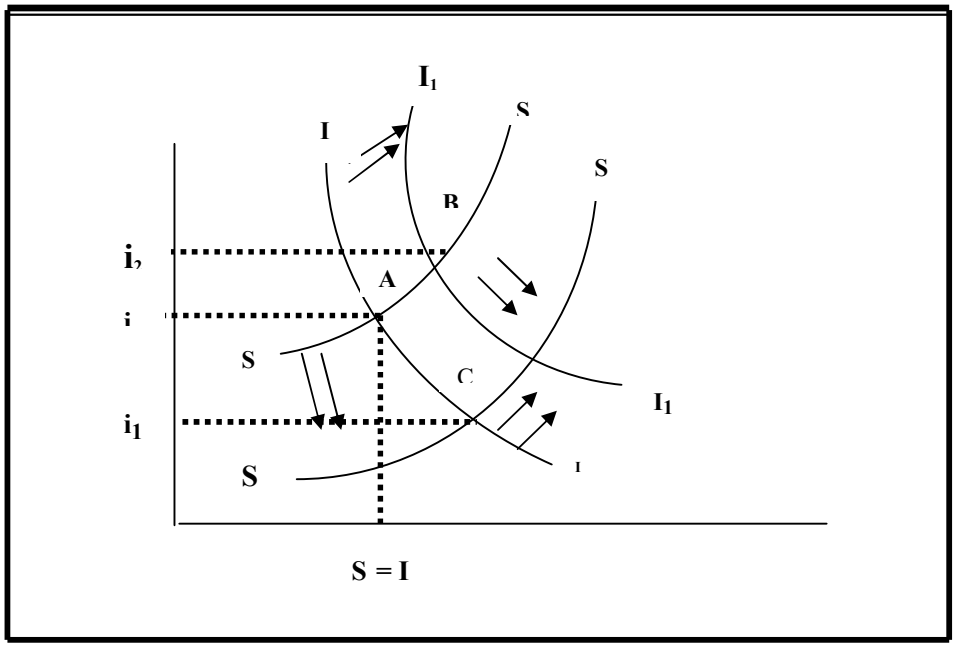
[1] - أكبر عمر محي الدين الجباري، **الاقتصاد السياسي**، الأكاديمية العربية المفتوحة بالدانمارك: 2008: ص48.

[2] - محمود حسن صوان، **أساسيات الاقتصاد الاسلامي**، دار المناهل عمان، الأردن، 2004، ص57.

فهي ترجع سعر الفائدة إلى الإنتاجية الحدية لرأس المال في المعنى الحقيقي (دالة طلب الاستثمار) والضرر الحدي (*marginal disutility*) للانتظار (دالة الادخار) حيث نظرية الإنتاجية الحدية تهتم بجانب طلب المدخرات، فكلما كان العائد الصافي أو المعدل الصافي لسعر الفائدة مرتفعا سيظل المقترض يوازن الاقتراض حيث يتساوى الإيراد الحدي للإنتاج لديه مع المعدل الصافي لسعر الفائدة.

والطلب على رؤوس الأموال قائم من قبل أصحاب المشروعات حتى يظهر أثر قانون الغلة المتناقصة، حيث تتراجع الإنتاجية الحدية باستمرار استخدام عرض رأس المال، وهذا الانخفاض في الإنتاجية الحدية يستمر حتى يتعادل المعدل الطبيعي الصافي لسعر الفائدة مع معدل الفائدة السائد في السوق وعندها يصل الادخار والاستثمار إلى نقطة التوازن، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (4): الحالة التوازنية للادخار والاستثمار وتحديد سعر الفائدة



المرجع: فاضل مُحَّد العبيدي، **البيئة الاستثمارية**، مكتبة المجمع العربي، عمان، 2012، ص24.

المنحنى I إنما يمثل دالة طلب الاستثمار، وانحدار هذه الدالة إلى الأسفل يوضح أن الطلب على رأس المال يزداد مع انخفاض سعر الفائدة والعكس بالعكس، وسعر الفائدة السائد في السوق إنما يتحدد بتقاطع هذين المنحنيين، ولذلك فأنه عند نقطة التقاطع يتحدد سعر الفائدة في السوق والذي يشار إليه بـ (i).

أما المنحنى I_1 فيمثل منحنى الاستثمار في حالة التوقعات الإيجابية (حالة التفاؤل) والتي تنقل المنحنى يمينا مما يسمح بزيادة الطلب على الاستثمار عند معدل الفائدة نفسه مع ثبات دالة الادخار أو انتقالها ما يسمح بانتقال التوازن الحقيقي بين الادخار والاستثمار عند مستوى أعلى من الطلب وعرض الأموال ومستوى أقل لمعدل الفائدة.

ثانيا: نظرية الأرصدة المعدة للاقتراض: إن نظرية الأرصدة المعدة للاقتراض إنما تعرف أيضا بنظرية سعر الفائدة التقليدية الحديثة وضع هذه النظرية الاقتصادي السويدي الشهير ويكسل *knut wicksell* والفرضيات التي يسلم بها أنصار هذه النظرية هي عرض على أساس كل من الوحدات الحقيقية والوحدات النقدية، وهي تعترف بالدور الحيوي الذي تلعبه النقود في الاقتصاد الحديث، وتأخذ بالحسبان الائتمان المصرفي كمكون للنقود المعروضة وبالتالي فهي تؤثر على سعر الفائدة.

وتكون دالة الفائدة كمتغير تابع لقيم الاستثمار والادخار والطلب على الأرصدة النقدية $\mathcal{H}$ (لغرض الاكتناز) وعرض النقود والائتمان المصرفي $\mathcal{M}$ كالتالي: $i=f(I;S;\mathcal{H};\mathcal{M})$ فسعر الفائدة هو نتاج التفاعل بين العرض الكلي $(S;\mathcal{M})$ للأموال القابلة للإقراض والطلب الكلي عليها $(I;\mathcal{H})$.[1]

والتذبذبات في سعر الفائدة إنما تنشأ من التغيرات إما في طلب القروض أو في عرض النقود أو أرصدة الائتمان المتوفرة للإقراض.

ثالثا: نظرية كينز في سعر الفائدة (نظرية تفضيل السيولة): إن نظرية تفضيل السيولة النقدية تعرف أيضا بنظرية سعر الفائدة الكينزية إذ تم وضع هذه النظرية من قبل الاقتصادي *(Keynes)*، وهي تشير إلى طبيعة الطلب على الأصول السائلة وعلاقتها بسعر الفائدة، وأسعار الأصول غير السائلة، توقعات الأرباح، الاستثمار والتوظيف.

وأهم الفرضيات التي يسلم بها كينز أن الفائدة هي ظاهرة نقدية بحتة بمعنى أن سعر الفائدة يتحدد بطلب وعرض النقود، فطلب السيولة مع عرض النقود يحددان سعر الفائدة، فهي مكافأة لعدم الاكتناز، والعامل الأساسي المؤثر بالإدخار هو مقدار الدخل، بحيث أن دور سعر الفائدة ينحصر في تحديد القدر من الأصول الذي يخصصه الأفراد في الدولة للاحتفاظ بالنقد في شكل سائل والقدر الذي يفضلون الاحتفاظ به في شكل غير سائل.

والدوافع لطلب النقود كوسيط في التبادل هما دافع المعاملات ودافع الاحتياط، في حين أن طلب النقود كمخزن للقيمة إنما يكون بدافع المضاربة، وعليه فإن كينز فرق بين ثلاثة دوافع هي التي تؤدي إلى التفضيل النقدي وهي:

***1-* دافع المعاملات** *(Transactions)*: حجم الأرصدة النقدية السائلة يتوقف على حجم الدخل الجاري وعلى عدد مرات استلامه وتكرار الإنفاق، إذ أن النقطة الأساسية في مقدار طلب النقود بدافع المعاملات إنما يتوقف على الدخل، ويعبر عن هذه العلاقة بالمعادلة الآتية: $\mathcal{L}t = f(Y)$.

حيث: $\mathcal{L}t$ = طلب النقود وذلك بدافع المعاملات ؛ Y = مستوى الدخل.

***2-* دافع الاحتياط** *(Precaution)*: يوضح هذا النوع من الطلب على النقود الاحتفاظ بالنقود كاحتياط تأمينا لأحداث غير متوقعة، بسبب عدم التأكد أو عدم اليقين تجاه المستقبل، ومقدار النقود اللازمة لإشباع هذا الدافع تختلف اختلافا كبيرا باختلاف الأفراد ومنشآت الأعمال فيما يتعلق بالدافع للإدخار، ومستوى الدخل، يعبر عن هذه العلاقة $\mathcal{L}p = f(Y)$.

***3-* دافع المضاربة** *(Speculation)*: يعرف كينز هذا الدافع بأنه عبارة عن هدف لتحقيق الأرباح وذلك عن طريق المعرفة الأفضل بالسوق عما سيأتي في المستقبل، ويتضمن الرغبة في الاحتفاظ بقدر من الأرصدة النقدية كاحتياطي لتحقيق الأرباح عن طريق المضاربة من بيع وشراء السندات والأذونات، والتغيرات في سعر الفائدة المستقبلي، ويرتبط التفضيل النقدي عكسيا مع سعر الفائدة.

إن بواعث التفضيل النقدي من حيث قدرتها على التغيير ومرونتها إزاء تغيرات معدل الفائدة مستقرة بالنسبة لباعثي المعاملات والحيطة، لأنها تعتمد على الدخل ومستوى الأسعار، أي أن هذا الجزء غير مرن لتغيرات معدل الفائدة، أما الدافع الثالث (للمضاربة) فإنه يتأثر بدرجة كبيرة بتغيرات معدل الفائدة، وعليه فإن حجم الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد لأغراض المضاربة إنما تتحدد أكثر بواسطة توقعات التغيرات في سعر الفائدة مقارنة بسعر الفائدة الجاري.

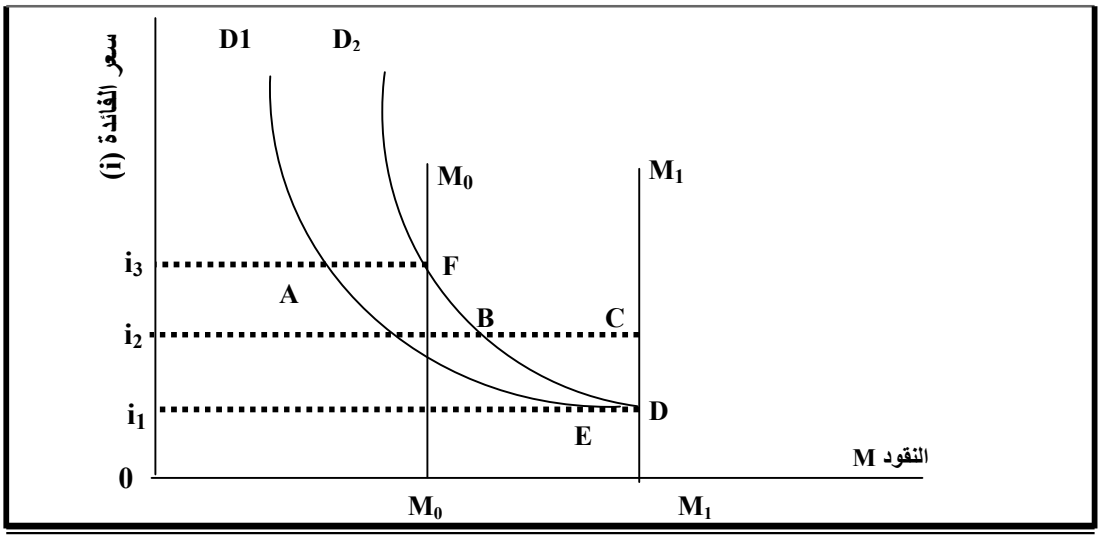
[1] - محمود حسن صوان، **مرجع سابق**، ص59.

وقد وصف كينز سعر الفائدة (ظاهرة سيكولوجية كبيرة) * ولما كانت كمية النقود التي تطلب بدافع المضاربة إنما تتغير تغيرا ملحوظا مع تغيرات سعر الفائدة، فإن الطلب على النقود لهذا النوع هو دالة في سعر الفائدة: $\mathcal{L}s = f(i)$.

بحيث أن: $\mathcal{L}s$ = الطلب على النقود بدافع المضاربة ؛ i = تشير إلى سعر الفائدة.

ويلخص التوازن في سوق النقود حسب النظرية الكينزية من خلال الشكل التالي:

الشكل (5): التوازن في سوق النقود وتغيرات الفائدة حسب النظرية الكينزية



المرجع: من إعداد الطالب بتصرف عن: صالح تومي، **مبادئ التحليل الإقتصادي الكلي: مع تمارين ومسائل محلولة**، دار أسامة، الجزائر 2004، ص275.

وقد ركز *Keynes* على هذا النوع من الطلب على النقود ليس فقط لأنه يتمتع بمرونة كبيرة بالنسبة لسعر الفائدة، ولكن لأن السلطات النقدية تستطيع بمواءمة أن تنقل أثر التغير في كمية النقود عن طريق عمليات السوق المفتوحة إلى هيكل سعر الفائدة.

الفرع الثالث: علاقة سعر الفائدة بالاستثمار: يمول المشروع استثماراته الجديدة إما عن طريق الاقتراض أو عن طريق الموارد الذاتية وأدوات الملكية.

أولا: الفائدة تكلفة الإستثمار: وفي حالة اعتماد المشروع على الاقتراض فإن سعر الفائدة يمثل تكلفة اقتراض الأموال المستخدمة في الاستثمار، وفي حالة اعتماده على موارد ذاتية أو الأسهم فإن سعر الفائدة يمثل تكلفة الفرصة البديلة، أي أنه يمثل العائد الذي يضحي به المشروع في حالة استخدام التمويل بالملكية في الاستثمار بدلا من إيداع هذه الموارد في البنك وحصوله على فائدة، ولذلك يطلق اصطلاحا على سعر الفائدة تكلفة الاستثمار، ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن توجد علاقة عكسية بين حجم الاستثمار وسعر الفائدة.

ثانيا: توازن الإنفاق الإستثماري: ويتحدد المستوى التوازني للإنفاق الاستثماري عندما تتعادل الكفاية الحدية لرأس مال المشروع مع سعر الفائدة الذي يتوجب على رجل الأعمال دفعه مقابل الحصول على الأموال اللازمة للاستثمار، فلن يكون

*كلما كان طلب النقود بدافع المضاربة يتغير بشدة أكثر في الأجل القصير فإن سعر الفائدة التوازني سوف يتذبذب بنسبة أكبر عن سعر الفائدة طويل الأجل, فالتوقعات ذات الطبيعة المنقادة (المرتدة), إنما تلغي بعضها بعضا تاركة أثرا ضئيلا على سعر الفائدة، ولهذا فإن سعر الفائدة طويل الأجل إنما هو مستقر نسبيا.

هناك دافع لدى المستثمرين للاقتراض والخوض في عملية الاستثمار ما لم تكن الكفاية الحدية لرأس المال أكبر من سعر الفائدة،[1] وبذلك تكون الفائدة تكلفة إضافية يتحملها حساب الأرباح والخسائر لتنعكس في الأخير على مستوى الأسعار والمداخيل.

الفرع الرابع: تقدير وتقييم أهمية ووظائف الفائدة في نظرية الإستثمار: يعد مؤشر الفائدة من أكثر المتغيرات إثارة للنقاش ومحور الإختلاف بين النماذج الإقتصادية من ناحية أهميتها ووظائفها وآلية تأثيرها ودرجة التأثير ومرونته وحتى إتجاهه.

أولا: وظائف الفائدة: تتمثل فيما يأتي:

– إختيار المشروعات الأعلى إنتاجية: بتخصيص المبالغ القابلة للإقراض المعروضة بين الاستعمالات المختلفة، وعندما تكون هذه المبالغ نادرة نسبيا يرتفع معدل الفائدة وتكون النتيجة تنفيذ المشاريع التي تعطي معدلات مرتفعة للعائد، لأن المشاريع الأخرى لا تكون مربحة، ومن ناحية أخرى عندما تكون المبالغ متوفرة بكثرة نسبيا ينخفض معدل الفائدة ويصبح بالإمكان تنفيذ المشروعات الأقل إنتاجية لأنها تصبح مربحة في هذه الحالة؛

– إيجاد القيمة الحالية للموجودات الرأسمالية والدخل المستقبلي؛

– مؤشر رئيسي لتحليل حركة واتجاه الاقتصاد الكلي، وأداة للتأثير في النشاط الاقتصادي عن طريق السياسة النقدية، باعتبار الفائدة تؤثر على المتغيرات السلوكية (تفضيل السيولة والميل للادخار والاستثمار...) التي تحرك بدورها المتغيرات الاقتصادية المادية (حجم الإنتاج، الدخل، قيمة الإنفاق، حجم الادخار والاستثمار).

رغم أن معدل الفائدة من جهة أخرى يحد من الأنشطة الاستثمارية فالسياسات النقدية التي ترفع أسعار الفائدة خلال فترة الرواج، سوف تحول دون الاستثمارات الجديدة عن طريق الأثر المقيد، والسياسة النقدية التي تعمد إلى خفض سعر الفائدة خلال فترة الكساد سوف لا تحث على الاستثمار بمجرد الإفراج عن الأموال القابلة للإقراض، في غمرة التوقعات التشاؤمية في دوائر الأعمال.

ثانيا: تقييم أهمية الفائدة في السياسات الإقتصادية والنقدية: إن معدل الفائدة أحد المتغيرات المهم تناولها عند دراسة الاستثمار، وقد تكون هذه الأهمية نابعة من كونه أحد معطيات الواقع الرأسمالي وإن كان يمكن الاستغناء عنه مع بقاء التحليل منطقيا.

فقد أصبح من مسلمات نظرية الاستثمار أن القرار الاستثماري تحكمه الربحية وإن كان للفائدة دور فيه، ويمكن دراسة ربحية الاستثمار من خلال صافي القيمة الحالية للمشروع أو معدل العائد الداخلي له، وفي الطريقة الأولى يكون معدل الفائدة جزءا من معدل الاستحداث (الحسم) أما في الطريقة الثانية تقارن الكفاءة الحدية لرأس المال (معدل العائد الداخلي) بمعدل الفائدة السوقي باعتباره تكلفة الفرصة البديلة، فمعدل الفائدة يحدد فقط الحد الأقصى من حجم الاستثمار الذي لا يمكن تجاوزه في فترة معينة، ومن ثم فهو ليس بالأهمية المذكورة في التحليل الكينزي.

فيمكن أن يكون عائد الاستثمار أكبر من الفائدة ومع ذلك لا يشكل حافزا للاستثمار لارتباطه بتوقعات المشروع ويعلق هيكس قائلا " **إن سعر الفائدة أضعف من أن يكون له تأثير في المستقبل القريب، وعامل الخطر أقوى من أن يتيح للفائدة أن يؤثر على المستقبل البعيد**"، والمشكلة تكمن في تركز التحليل على حالة التيقن، وفي حالة عدم التيقن يزيد

[1]- قراوي أحمد الصغير، **مرجع سابق**.

استخدام الفائدة هذه الحالة من عدم التأكد للمشروع لأنها ومن وجهة نظر المقرض يجب أن تصبح أعلى، كما أنه يمكن الاستغناء عن التحليل من خلال الفائدة عن طريق بناء نموذج مرتبط بمؤشر أكثر قدرة على تحليل الظواهر الاقتصادية، ومرتبط بالدائرتين النقدية والحقيقية والذي يستمد جوهره من مفهوم الربح.

ثالثا: تقدير أهمية الفائدة وعلاقتها بالقطاع الحقيقي: ومازالت نظريات الفائدة تحتاج إلى تقييم أدق لتفسيرها وقياسها، وتوضيح العلاقة بمصطلح العائد حتى تاريخ الاستحقاق، وهو محل التحليل الاقتصادي الذي يسمح بالتمييز بين سعر الفائدة ومعدل العائد إذ جمع الاقتصاديون التقليديون بين الربح والفائدة دون تمييز يذكر بين قيمة النقود وعائد المخاطرة، أما كينز فقد بين الفرق بين الكفاية الحدية لرأس المال ومحدداتها وبين سعر الفائدة ومحدداته[1]، إلا أن الإصرار على الخلط مازال مستمراً، مع عدم تقرير مستوى الفائدة الأفضل المنخفض حسب كينز مثلا أو المرتفع حسب ماكينون وشو، وهل هو معدل الفائدة الحقيقي أو الطبيعي أو الإسمي، وأثرها على تذبذبات الناتج من جهة والربط بين السوق المالي والسوق الحقيقي.

المطلب الثاني: الربح كبديل للفائدة كتكلفة وعائد للاستثمار: إن الإختلاف الناشئ عن أهمية الفائدة وتأثيرها عدم الثقة في الإعتماد عليها كمؤشر محوري، يستلزم وجود مؤشر مؤثر في القرار الإستثماري للمنشأة من الناحية الجزئية أو في مؤشر الإستثمار الكلي، وهو ما يمثله مؤشر الربح في النظرية الإقتصادية.

الفرع الأول: تعريف ومفهوم الربح: الربح في اللغة هو النماء والفضل على رأس المال وهو المكسب فالربح نماء المال نتيجة استخدامه في ممارسة نشاط استثماري وتقليبه حالا بعد حال.[2]

أولا: تعريف الربح: الربح في المفهوم المحاسبي وحسب نظرية القيمة التاريخية: الفرق بين القيمة الدفترية لصافي الأصول (قيمة إجمالي الأصول مطروحا منها إجمالي الخصوم) في آخر الفترة من قيمتها الدفترية بداية الفترة، ويؤخذ على هذه النظرية افتراضها ثبات مستوى الأسعار وهو افتراض غير واقعي، أما نظرية التكلفة الاستبدالية فتعتمد على أساس القيمة الاستبدالية للأصول الثابتة، ويؤخذ على هذه الطريقة أنها لا تشمل جميع عناصر المركز المالي.

فالربح عند المحاسبين هو الرصيد النقدي المتبقي للمنشآت بعد دفع عوائد عناصر الإنتاج المشتركة في العملية الإنتاجية، أما عند الاقتصاديين فيمثل المكافأة التي يستحقها المنظم نظير المخاطرة على أساس أن التنظيم هو العنصر الرابع من عناصر الإنتاج، ويجب أن يؤثر الربح على رفاهية الملاك على شكل أرباح موزعة وزيادة في القيمة السوقية للأسهم، وهو ما يعبر عنه بزيادة الثروة، فالمصدران الوحيدان للملاك لتعظيم الثروة هما الأرباح الموزعة والرأسمالية معبرا عنها بزيادة في قيمة الأسهم والأصول.[3]

يحسب الربح بالفرق بين الإيراد الكلي للمنشأة وجميع تكاليف عناصر الإنتاج المستخدمة، والفرق بين المفهومين الاقتصادي والمحاسبي للربح أن الاقتصاديين لا يستبعدون العوائد الضمنية والتكاليف الضمنية لعناصر الإنتاج وتكلفة الفرصة

---

[1] - رفيق يونس المصري ومحمد رياض الأبرش، **الربا والفائدة: دراسة اقتصادية مقارنة**:دار الفكر، دمشق،1999: ص76.

[2] - لطف محمد عبد الله السرحي، **مشكلات احتساب الأرباح وتوزيعها في البنوك الإسلامية**: رسالة ماجستير غير منشورة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك الأردن، 1995:ص ص: 12- 14.

[3] - جهاد توفيق مصطفى، **محددات الطلب على التسهيلات المصرفية من البنك الإسلامي الأردني**: رسالة ماجستير غير منشورة في الاقتصاد الإسلامي بمركز الدراسات الإسلامية- جامعة اليرموك الأردن 1989. ص35.

البديلة، كما يؤخذ بالبعد الزمني للإيرادات والنفقات باحتساب ما يعرف بمعدل العائد الداخلي للمشروع أو الكفاءة الحدية لرأس المال أو الإنتاجية الحدية للاستثمار، فالربح الاقتصادي يساوي مقدار النمو في قيمة المشروع وأنشطته خلال فترة زمنية[1] ويرى الاقتصاديون أن المقصود بالربح هو المبلغ الذي يمكن توزيعه دون المساس بالطاقة الإنتاجية للمشروع، أما المحاسبي فيميل- عملياً – إلى مفهوم الربح النقدي، أي المبلغ الذي يمكن توزيعه دون المساس بعدد وحدات النقود التي تكوّن رأس المال.

ثانيا: تفسير نظرية الربح: وتعتمد نظرية الاستثمار في تفسير نظرية الربح على اعتبار أنه ناتج ممارسة المشروع لنشاطه المستمر، وأن المصدر الذي استخدم في توليد الربح وهو العمل ورأس المال قابل للبقاء ويتكرر استخدامه في ممارسة النشاط، فالربح ناتج استخدام العمل ورأس المال وهما مصدر الربح ومنفصلان عنه، وهذا المفهوم يستبعد العوائد الرأسمالية (ارتفاع قيمة أصل معين) لارتباطها بالأصل والعوائد العرضية لعدم دوريتها، أما النظرية المالية فتتسع لتشمل جميع أشكال العائد بغض النظر عن تكرارها أو بقاء مصدرها أو كونها نتاج تفاعل عوامل الإنتاج[2].

ويتم بموجبها تقويم جميع قدرات المركز المالي بالقيمة الجارية (السوقية) أما النفقات والإيرادات الفعلية فلا تغير في قيمتها الفعلية لأنها حوادث مقطوعة، وهذه الطريقة تعمل على المحافظة على رأس المال الحقيقي أو العيني وتتوافق مع الآراء المحاسبية الحديثة في التقويم، والربح الناتج بإتباعها هو الذي يمكن توزيعه دون الإضرار بأي من أصحاب المشروع، كما وينسجم هذا المفهوم مع الشريعة الإسلامية من حيث تحديد الحقوق بعد تعيينها وتقويمها وإعطاء كل ذي حق حقه.

الفرع الثاني: الربح والاستثمار من منظور اقتصاد المشاركة: في المفهوم الإسلامي وفي اقتصاد المشاركة وبارتباط الاستثمار بتقليب رأس المال بما يقتضيه تغيير جنسه من حال إلى حال (رأس المال إلى سلع وعروض ثم إلى رأس المال)، يكون الربح وقاية وفائضا على رأس المال، أي ينظر إلى سلامة رأس المال باعتباره الأصل الذي يبنى عليه الربح.

أولا: الربح وتفاعل عوامل الإنتاج: كما أن الربح من المنظور الإسلامي هو عائد احتمالي متوقع لنشاط اقتصادي استثماري ايجابي مثمر قائم على التقاء عنصر رأس المال مع عنصر العمل والتقليب والمخاطرة فهو بذلك عمل إيجابي ناجم عن تقليب رأس المال بما يقتضي تغير جنسه من حال إلى حال (نقود، سلع، نقود) القائم على بذل الجهد الذي يظهر حقيقته والذي تكتنفه المخاطرة بشتى أنواعها.[3]

وبينما يهتم الاقتصاديون بتفسير الأسباب المؤثرة في اختلاف مقدار الأرباح وتفاوتها وأثر ذلك في توجيه الموارد إلى مجالات الاستثمار المختلفة، يهتم المحاسبون بتحديد الربح المحقق عن نشاط فترة معينة من عمر المشروع، ويهتم رجال الضرائب بتحديد مقدار الربح الخاضع للضريبة في ضوء متطلبات القانون، أما الاقتصاد الإسلامي فمن وجهة نظر شاملة اهتم بتفسير كيفية تولد الربح، والأسباب المؤثرة في حدوثه، مع تحديده في فقه المعاملات لمعرفة نصيب كل شريك في ضوء المحافظة على سلامة رأس المال، ومفهومه لا يتضمن الأرباح الاحتكارية، ولا يأخذ بعض عناصر التكاليف التي تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

---

[1] - لطف محمّد عبد الله السرحي، **مرجع سابق**: ص24.

[2] - عادل عبد الفضيل عيد، **الربح والخسارة في معاملات البنوك الإسلامية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص: 26-28.

[3] - مأمون صلاح سليمان المصري، **مرجع سابق**، ص81.

ثانيا: الربح ومعدل العائد: كما أن هناك استخداما لمصطلح العائد للدلالة على الربح رغم أن لكل منهما مفهومه ودلالته الخاصة، فالعائد هو صافي التدفق النقدي[1] إما بشكل مطلق وإما منسوباً إلى الأموال التي ولدته، وعندما يكون مطلقاً لا يعطي صورة عن الأموال التي تولد عنها هذا العائد، لذلك تتم نسبة العائد إلى الأموال التي ولدته ليصبح ذا معنى.

وهي نسبة مهمة فهي بمثابة معيار لأداء إدارة الشركة في استخدام الأموال المستثمرة كونه يمثل نتاج تشغيل جميع الأموال المستثمرة في الشركة سواء كانت مملوكة أم خارجية[2]، ويعبر بمصطلح العائد عن قدرة وحدة النقد الواحدة من أموال أصحاب المشروع المستثمر على توليد أرباح[3] فالعائد يعبر عن صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار مبلغ معين كما أن زمن حصول التدفقات النقدية أمر مهم بسبب القيمة الزمنية للنقود، فكلما كان زمن التدفق النقدي الداخل أقرب كان الوضع أفضل للشركة[4].

الفرع الثالث: العوامل المفسرة للربح ونظرياته: يستمد الربح خلفيته المفسرة وتبريره من عوامل عديدة، ومنها يستمد أهم نظرياته المختلفة.

أولا: العوامل المفسرة للربح: يمكن النظر للربح من عدة مفاهيم:

1- الربح هو حصيلة مساهمة جميع عناصر الإنتاج؛ وهو مكافأة للمنظم (رجل الأعمال)؛

2- الربح مكافأة للمخاطرة وعدم التيقن يحصل عليه صاحب المشروع باعتباره الدائن النهائي للمشروع، وهو قسط لتوزيع المخاطرة على سنوات الاستثمار؛

3- الربح عائد احتكاري؛

4- الربح هو فائض القيمة (التحليل الماركسي)؛

5- الربح نتيجة عدم التوازن بسبب تغيرات الأسعار (التحليل الكينزي).

ثانيا: نظريات التنظيم والمخاطرة للربح: كل هذه المفاهيم تنتهي إلى أن الربح هو ثمرة المخاطرة أو كما قال شومبيتر: الإدارة تحقق أجرا أما الربح فيحصل عليه رجال الأعمال الحقيقيون مقابل الإبداع الفني وتحمل مخاطر عدم التأكد، ولفرانك نايت *Frank knight* نظرية مهمة للربح أن: جميع الأرباح الحقيقية مرتبطة بعدم التيقن وهو العائد الذي يحققه المنظم نتيجة قرار ناجح، مع ما يحمله من ابتكار وتجديد.[5]

ويقصد بتحمل المخاطرة أن المنظم يتحمل مسؤولية التأليف والمزج بين عناصر الإنتاج لتكوين المنتج، ذلك أن المنظم في ممارسته للنشاط الإنتاجي ينشط في وسط حركي مع حالة عدم التأكد، تتغير فيه حالات الطلب على المنتج وأثمانه ونفقات إنتاجه والفن الإنتاجي المتبع، وبالتالي يتحمل صاحب المشروع مسؤولية توقعه لتلك الحالات في المستقبل وبقدر دقته وحسن تقديره لتلك التوقعات يكون نجاحه في تحقيق الأرباح، وفي الفكر الاقتصادي الحديث حيث تنفصل الإدارة عن الملكية في المنشآت الكبرى فالربح لا يؤول بالضرورة إلى القائمين بوظيفة التنظيم، كما أن الربح كعائد لتحمل المخاطرة لا يضمن تحقيقه، فالربح ليس عائدا وظيفيا كالأجور والفائدة.

---

[1]- زياد رمضان، **الإدارة المالية في شركات المساهمة**، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، 1995، ص55 وما بعدها.

[2] - شوقي حسين عبد الله، **التمويل والإدارة المالية**، مكتب دار النهضة، القاهرة، 1980، ص55.

[3] - زياد رمضان، **الإدارة المالية في شركات المساهمة، مرجع سابق**، ص*58*.

[4]- سيد محمد علي جبارة، **مرجع سابق**، ص*32*.

[5] - عادل عبد الفضيل عيد، **مرجع سابق**: ص*30*.

بناء على ذلك يمكن القول أن هناك فرقا جوهريا بين الربح والفائدة، إن معدل الفائدة هو عائد مؤكد مشروط لنشاط غير إنتاجي قائم على أساس زيادة على المال نتيجة الإنتظار الزمني دون تقليب وعمل ومخاطرة، في حين يكمن في مفهوم الأرباح بأنها كمية غير تعاقدية ذات قيمة احتمالية –موجبة أو سالبة– ينالها المشروع أو يتحملها نتيجة ممارسته نشاطا اقتصاديا في ظروف عدم التأكد، بينما الفائدة كمية تعاقدية محددة في عقد مداينة بين طرفين.

المطلب الثالث: إحلال معدل الربح وإلغاء الفائدة في تحليل اقتصاد المشاركة: لا شك أن البديل عن الفائدة لا يقتصر على الربح لوحده وإنما هو نظام متكامل، ولكن في غمرة تحليل الفائدة وآثارها المختلفة والمتنوعة على المتغيرات الاقتصادية المرتبطة بالاقتصاد الكلي من الملائم عرض مبدئي للبديل في ضوء إلغاء الفائدة وإحلال الربح في تفسير مختصر للعائد على رأس المال والاستثمار والادخار وتخصيص الموارد والإنتاجية والاستقرار الاقتصادي.

الفرع الأول: تفسير العائد على رأس المال: يشار ابتداء إلى أن عناصر الإنتاج في النظرية الاقتصادية أربعة هي: الأرض (الموارد الطبيعية) والعمل ورأس المال والتنظيم، ولكل عنصر منها عائد أو دخل فالريع عائد الأرض والأجر عائد العمل والفائدة عائد رأس المال والربح عائد التنظيم.

وهذا التقسيم من مبادئ النظرية الاقتصادية والفائدة كعائد لرأس المال من مسلمات النظرية الرأسمالية ويترتب عن هذا التحليل استحالة وجود معدل فائدة صفري عند التوازن في الواقع الذي يتسم بندرة رأس المال لأن معنى ذلك هو وجود تشبع رأسمالي، ولأن رأس المال ليس كذلك فلا بد من بديل كعائد لرأس المال مع إلغاء الفائدة بدلا من حالة التوازن الصفري الذي تصبح عنده الأموال القابلة للإستثمار متاحة مجانا والطلب عليها غير محدود، وتمثل حصة رأس المال (أو الممول) من الربح تكلفته وبالتالي يشترك في عائد الربح عنصرا التنظيم ورأس المال، ومعدل الفائدة الصفري لا يعني سياسة نقدية رخيصة لأنها مرتبطة بنفقة الفرصة البديلة المتغيرة لرأس المال الحقيقي معبرا عنه بالعائد المتوقع للاستثمار الحقيقي.

الفرع الثاني: تخصيص الموارد والادخار بين الاستخدامات المختلفة: يصبح معدل الربح الآلية التي تعمل على تخصيص الموارد المالية، ويعادل الطلب على هذه الموارد مع العرض منها، فإذا زاد معدل الربح المتوقع من استثمار جديد عن الربح المحقق في النشاط الاقتصادي العام زاد عرض الأموال القابلة للاستثمار أمام المشروع المقترح.

والربح المتوقع له فعل حاسم في تحديد حجم التمويل المشارك فصاحب رأس المال يستثمر حيث الربح أعلى وليس حيث الفائدة أعلى بتأثيرها السلبي على المشروع، والربح هو الذي يمثل الندرة النسبية لرأس المال المعروض ويضمن الاستخدام الكفء للموارد المالية المتاحة في كافة الأنشطة الإنتاجية، وهو ما يدعو واقعيا إلى تحري الكفاءة في استخدام رأس المال خلافا لواقع التمويل عن طريق القروض، ووفقا لمعيار الربح لن تتحيز البنوك للمشروعات الكبيرة على حساب المشروعات الصغيرة والمتوسطة بغض النظر عن ربحية المشروع ذاته، ويسهم الربح في الحد من الاتجاهات الاحتكارية ويحقق معيار العدالة بين المدخرين والمستثمرين، إذ لا يحصل أي منهما على عائد ثابت ومضمون مسبقا في ظل ظروف عدم التأكد.

قرار الاستثمار وقرار الادخار في اقتصاد المشاركة هو قرار مشترك يقوم به على الأقل المدخر والمنظم، لمشاركتها معا في النشاط الاستثماري، وارتباط كل من قرار الادخار وقرار الاستثمار بتوقعات نتائج الاستثمار (العائد الصافي)، يعكس الاقتصاد الربوي الذي يكون فيه القراران منفصلان، يتحكم فيهما سعر الفائدة والمضاربة عليه بجانب أن الادخار في الاقتصاد الربوي لا يتأثر بتوقعات العائد الاستثماري.

الفرع الثالث: الحافز على الاستثمار: سعر الفائدة نسبة ثابتة على رأس المال تحدد قبل بدأ العملية الاستثمارية، مما يجعله تكلفة سالبة على الإنتاج فالمشاريع التي يقترب فيها العائد الحدي من التكلفة الحدية لا تنفذ خوفا من تغير الظروف التي أجريت فيها توقعات العائد (دراسة الجدوى).

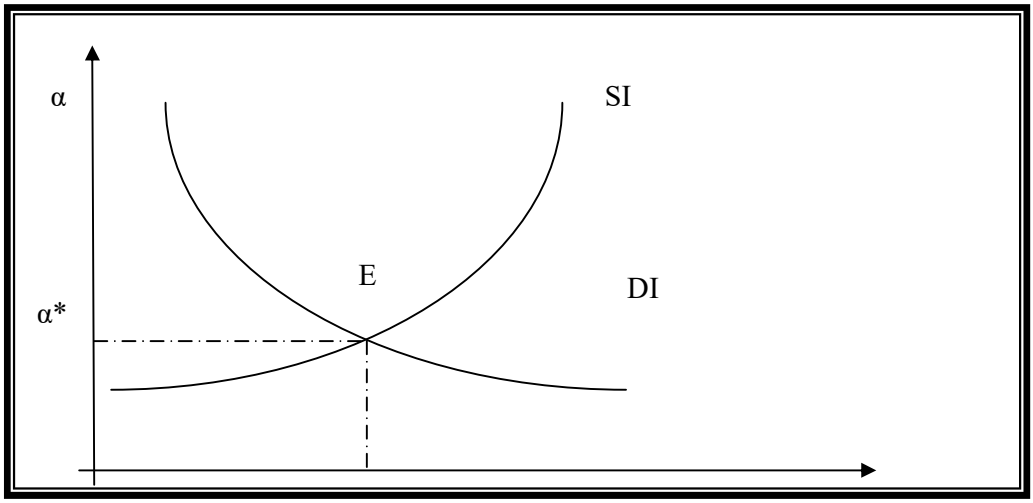
أولا: تحفيز الإستثمار بين الفائدة والربح: وبذلك توجد حالتان يتأثر فيهما الاستثمار سلبا، تتعلق الأولى بعدم وفرة المدخرات اللازمة لتمويل الاستثمارات، والثانية تتعلق بارتفاع أسعار الفائدة التي تؤدي إلى تراجع الطلب على القروض، ومنه انخفاض حجم الاستثمارات[1]، وحسب قانون العرض والطلب تؤدي قلة الأموال المعروضة إلى زيادة أسعار الفائدة إذا كان الطلب على رؤوس الأموال كبيرا، وتتأثر أغلب المشاريع سلبا ويؤدي إلى تراجع الدخل الوطني، كما يصحب هذا التقلص الاستثماري ارتفاع في معدل البطالة، ويتراجع تبعا لذلك الطلب الفعال وتتكون الحلقة المفرغة التي يصعب الخروج منها.

فمعدل الفائدة يشكل ضغطا على معدل الربح ومن ثم يحجب بعض المشروعات التي تحقق ربحا نظرا أن تغيرات الفائدة تخضع لعوامل نقدية أساسا وغير حقيقية، في حين في اقتصاد المشاركة تأثير الزكاة كمحفز إضافي يدفع للاستثمار حتى لو كان الربح صفرا أو سالبا بـ -2.5% ويسمح بالاستثمارات الإستراتيجية التي يكون الغرض منها بالدرجة الأولى أهداف طويلة المدى ومرتبطة بالمكانة السوقية، مقارنة بوجود الفائدة التي لا يمكن انخفاضها إلى الصفر أو أقل من مصيدة السيولة، وعدم وجود الفائدة يسمح للمؤسسات بالإستثمار إلى المستوى الذي يصبح فيه العائد على آخر وحدة نقدية مستثمرة مساويا للصفر.[2]

ثانيا: تحفيز الطلب وعرض رؤوس الأموال في اقتصاد المشاركة: وعلى هذا يحفز قدر أكبر من الاستثمارات ويستبعد أو يخفض من تأثيرات الكساد في الاقتصاد الإسلامي ، ومن ثم يزداد الطلب على رؤوس الأموال لعدم وجود تكلفة الفائدة الثابتة من الربح ويزداد عرض الأموال القابلة للاستثمار وخاصة مع زيادة معدل العائد المتوقع من العملية الاستثمارية.

يمكن توضيح آلية تعبئة المدخرات ومنح التمويل في شكل استثمارات في اقتصاد المشاركة من خلال الشكل التالي:

الشكل (6): الطلب وعرض أموال الاستثمار في اقتصاد إسلامي تحت ظروف التأكد



[1] - علاش أحمد، **محفزات النشاط الاقتصادي في الإسلام**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر 2006:ص ص: 166-168.

[2] - محمد فهيم خان، **اقتصاديات مقارنة لبعض وسائل التمويل الإسلامي**، مجلة دراسات إقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية: العدد1 المجلد2 1994:ص 56.

Source: Iraj Toutounchian,**Islamic Money and Banking; Integrating money in capital theory**, Wiles finance, Wiley and sons,singapore,2009,p310.

- Masudul alam Choudhury, Uzir Abdulmalik; **The foundations of Islamic political economy**; St Martin's press ; New york:USA;1992.P114.

حيث α نسبة ربح البنك إلى نسبة ربح المنشأة لأموالهما المستثمرة :[1]

$$\left[\alpha = {}^{\pi_B}/_{K_B} \Big/ {}^{\pi_F}/_{K_F}\right]$$

يعتمد أسلوب المشاركة على القابلية للربح والخسارة، إذ أنه لا يمكن أن تكون نسبة نجاح المشروع كاملة، وإلا انتفت صفة المخاطرة عن المشاريع الاقتصادية، وعليه يصل طرفا المشاركة إلى شرط تكافؤ الفرص، لتنفيذ المشروع بدقة أكبر من الطرفين فتزداد تبعا لذلك نسبة نجاح المشروع، وفي حالة الخسارة يتم توزيعها على المشتركين في المشروع بما يقلل من درجة تحمل المخاطر بالنسبة للفرد الواحد، وكلما تمّ توزيع الخسارة سمح ذلك بتقليل درجة تآكل رؤوس الأموال، هذا بخلاف ما يحدث مع القروض الاستثمارية، إذ في حالة خسارة المشروع ربما يختفي رأس المال كلية من دائرة النشاط الاقتصادي ويؤدي ذلك إلى خسارة فرصة تنموية وبتراكم الخسائر في رؤوس الأموال تقلص معه فرص النمو والتنمية.

الفرع الرابع: أهمية الربح في تحديد مستوى الإنتاج: تحقيق الربح له أهمية اقتصادية كبيرة وبدونه لا يمكن استمرار المشروعات الإنتاجية.

أولا: الربح ونظرية الإنتاج: ويهدف المنتج إلى تحقيق أكبر ربح ممكن ولذلك فإنه يحدد مستوى الإنتاج عند المستوى الذي يحصل على أكثر ربح متوقع ممكن، ويمكن الوصول إلى الغاية المرجوة للربح عند تساوي الإيراد الحدي مع النفقة الحدية، ومن هنا يتضح أن الربح هو الذي يحدد مستوى الإنتاج بالنسبة للمشروع الواحد وبالنسبة الاقتصاد الوطني، وبالرغم من وجود تقلبات في الربح المتوقع .

وفي ظل اقتصاد خال من الفائدة يؤخذ بدراسة الجدوى وغيرها من الأساليب لتقييم جدوى المشروعات الاستثمارية، وهي دراسة عادة ما تكون مشتركة بين صاحب رأس المال والمنظم، يكون صاحب المال أحرص على دقتها وسلامتها، لأنه لا يضمن عائدا أبدا ثابتا، ولكنه توقع نسبة غير ثابتة من الربح، وانعدام تكلفة سعر الفائدة عند حساب التكلفة الإجمالية للاستثمار، من شأنه أن لا يضخم العائد الحدي المتوقع، واللازم لتغطية التكلفة الحدية.

كما أن الأسعار المرتفعة لسعر الفائدة قد تضيف مزيدا من الضغوط التضخمية، عن طريق رفع تكاليف الإنتاج، وينقلها قطاع الاحتكار إلى المستهلكين في شكل أسعار أكثر ارتفاعا، فيتحول التضخم الذي يدفع إليه جذب الطلب، إلى تضخم تدفع إليه النفقة، بالمقابل يخفض نظام المشاركة معدل التضخم ويساهم في زيادة إنتاج السلع والخدمات وتشغيل عوامل الإنتاج ودعم النمو الحقيقي.

ثانيا: عائد المشاركة والأموال القابلة للإقراض في البنوك الإسلامية: وباعتبار الاستثمار الكلي كدالة تراكمية في العوائد المتوقعة، فإن حجم الأموال القابلة للاستثمار في الجهاز المصرفي تعكس ضخامة الاستثمار الكامن في المشروعات مع عدم

[1] - Iraj Toutounchian, **Islamic Money and Banking; Integrating money in capital theory**, Wiles finance, Wiley and sons,singapore,2009,p311 .

وجود القيد الذي يفرضه سعر الفائدة على هذه المشروعات الصغيرة ويرتفع حجم الاستثمار في النظام القائم على المشاركة مقارنة بالنظام التقليدي، وذلك من خلال قناتين: زيادة عدد المشروعات القابلة للتنفيذ نتيجة إلغاء قيد الفائدة، لاسيما المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وزيادة حجم الاستثمار في المشروعات القائمة بالفعل بزيادة العوائد والتي تصبح ممكنة نتيجة لخفض مخاطر التعثر.[1]

الفرع الخامس: الربح والاستقرار الاقتصادي: يسمح نموذج المشاركة في الربح بعلاقة متوازنة بين المدخر الممول والمستثمر لأنها تخضع لإنتاجية الاستثمار وتظل ثابتة حتى نهاية العملية الاستثمارية، وتوزيع العائد تحدده الاعتبارات الاقتصادية وليس قوة المضاربة المالية بالسوق، وإحلال المشاركة لا يغير مستوى المخاطرة في العملية الإنتاجية والاستثمارية الحقيقية وإنما يعيد توزيع آثارها ويسمح بالاستقرار للقرار الاستثماري، وإشاعة الاستقرار لمعدلات التضخم وأسعار الصرف لارتباطها بالعوامل الحقيقية، كما تزيد فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي والمالي، وإن لم يعد بالإمكان تحديد معدل العائد المالي مباشرة[2] لطبيعة الدائرة الإنتاجية التي تحدد العائد الحقيقي بعد التحقق الفعلي للربح.

إن إلغاء الفائدة، من شأنه أن ينقي النشاط الاقتصادي والأداء الاقتصادي من عمليات السمسرة، والمضاربة اللتان تعتبران من أهم العمليات التي تفسد القرار الاستثماري الذي يصدره المنظم، على حد تعبير كينز.

المطلب الرابع: معدل عائد المشاركة ودوره في تحقيق آلية المشاركة: إن المستثمر يسعى للحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعه الاستثمارية، والبحث عن الأموال يقتضي أن تقدم للأفراد التحفيزات الكافية، فكيف يرضى أصحاب الفائض المالي بتقديم أموالهم لأصحاب العجز المالي؟.

الفرع الأول: مبدأ الربحية وأثره في قرار الاستثمار: تستمد الربحية أساسها من اعتبارها مصدر تحفيز الربح لمتغير الإستثمار.

أولا: مبدأ الربحية وخصائصه: يحمل مصطلح الربحية ثلاث خصائص نوعية[3]:

- هي قدرة أو كفاءة كامنة للعائد حيث يستخدم مصطلح الربحية خصوصا كمعيار آني حين اتخاذ القرار القبلي -*ex ante* باستثمار مبلغ رأس المال، في حين يعبر الربح عما تحقق فعلا *(Ex-post)*.

- هذا المصطلح مالي بالدرجة الأولى ويوافق عائدا مقوما بالنقد، وفي هذا السياق يقال بأنه مربح أو محقق للعائد (*rentable*) كل استثمار يعطي بنتيجة الخصم عائدا على الأقل يساوي تكلفة التمويل.

- يستخدم مصطلح الربحية كذلك في التوظيفات المالية، وبصفة عامة معدل الربحية = **الربح المتوقع \مبلغ رأس المال.**

ثانيا: الربح كعائد شرعي لتمويل الإستثمار: هي عملية تحتاج إلى تحفيز يسمح بتنفيذها بطريقة شرعية لا إشكال فيها فمعدل الربح هو النسبة التي يتحصل عليها الفرد من الأرباح المحققة فعلا مقابل مساهمته الفعلية في تمويل المشاريع الاستثمارية.[4]

---

[1] - طارق الغمراوي، **سبل تحقيق التنمية من خلال النظام المصرفي القائم على المشاركة في الربح والخسارة**، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ص24.

[2] – محسن خان وعباس ميراخور، **النظام المالي والسياسة النقدية في الإقتصاد الإسلامي**: صندوق النقد الدولي، مارس1987، ص2.

[3]- Bernard et Colli: op.cit: p 1192.

[4] - أحمد علاش، **مرجع سابق**: ص185.

يعبر الربح عن علامة نجاح لتوقعات المؤسسة ومحفزا للاستثمار، أما مصطلح الربحية *profitability* فيعبر على قدرة وكفاءة رأس المال الموظف أو المستثمر على توليد عائد: معدل هذا الأخير يقاس بنسبة النتيجة المالية من رأس مال الاستثمار أو التوظيف إلى المبلغ الأصلي المستثمر.

الفرع الثاني: بناء ومكونات مؤشر اقتصاد المشاركة لحساب العائد: في ميدان الوساطة وباعتبار دورها الجوهري والأساسي في عمليات التمويل والوساطة بين المدخرين والمستثمرين، تقوم مصارف المشاركة بوظيفتها على أساس عائد في صورة حصة من الربح المحقق، فالمصرف بمثابة المتصرف بأموال المودعين، وبمقام رب المال بالنسبة للمقترضين وفق صيغ تمويلية متعددة[1].

أولا: طريقة حساب الربح في اقتصاد المشاركة: يمكن القول بصفة عامة أن الطريقة الحسابية بالنسبة لمصارف المشاركة في عمومها والمعروفة في النظام التقليدي مقبولة، وتعتبر وسيلة عادلة لتحديد نصيب الوديعة أو العائد من الربح، حسب رصيد الاستثمار ومدته[2]...ومن ثم العائد من المشاركة يمكن:

$$\frac{\text{مبلغ الوديعة. المدة. مؤشر الربح}}{\text{معامل النسبية}}$$

وإذا أخذت رمزيا يمكن إعطاء المعادلة الخاصة باحتساب مبلغ الربح الذي يدفع لصاحب المال كما يلي:[3]

ر = (ل× ك × ن ×**س**)\100 وبالرموز اللاتينية كالتالي: $\mathcal{R} = (c \times n \times p \times r)/100$

حيث أن:

س (r): مبلغ الربح الذي يتلقاه صاحب المال عن عملية المشاركة في التمويل؛

ل (C): أصل مبلغ الاستثمار ؛ ن (n): مدة الاستثمار (هنا بالسنوات)؛

ر ($\mathcal{R}$): معدل الربح الإجمالي (نسبة مئوية سنوية) قبل التوزيع لاستثمارات المصرف (*Rate of return*)؛

ك ($\mathcal{P}$): نسبة المشاركة في الربح للمصرف؛

100 معامل النسبية للاستثمار (*100* بالسنوات، *1200* بالأشهر، *36500* بالأيام).

ثانيا: مبدأ عائد المشاركة مقارنة بالفائدة: بمقارنة العلاقة السابقة بما يقابلها في النظام التقليدي نجد الفرق في وجود مؤشر الربحية (العائد) من المشاركة ($\mathcal{P}.\mathcal{R}$) مكان مؤشر معدل الفائدة(i).

مبدأ معدل عائد المشاركة في إطار اقتصاد المشاركة يخص العائد (النتيجة) من تمويل المشروع معبرا عنه بمعدل العائد (الربحية $\mathcal{R}$)، مع الأخذ بالإعتبار وجهة نظر مختلف الأعوان الإقتصاديين من خلال نسبة (معدل) المشاركة في الربح أو الخسارة ($\mathcal{P}$).

إن معدل العائد على الاستثمار السنوي ($\mathcal{R}$ - *Return rate*) يعرف مع سريان المشروع، عن طريق دراسات الجدوى وتقييم المشاريع، أما معدل المشاركة ($\mathcal{P}$ - *Participation rate*) فنسبة يتفق عليها بين المصرف وعميله في حال تحقيق الربح، أما الخسارة فتوزع حسب نسبة مساهمة كل طرف في رأس المال[4].

---

[1]- صالح صالحي، **السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي**، (دار الوفاء، المنصورة، مصر 2000) .ص42.

[2] - محمد شيخون، **المصارف الإسلامية**، دار وائل، عمان، الأردن 2000، ص:42.

[3]- أسامة محمد أحمد الفولي، **تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي**؛ مجلة دراسات اقتصادية – مؤسسة ابن خلدون للدراسات والبحوث– دار الخلدونية، الجزائر. العدد02/.2000.ص83.

[4] - صالح صالحي، **مرجع سابق**.ص33.

تبقى فقط الإشارة أن المصرف وباعتباره شريكا يتحدد عائده فيما يتوقع من أرباح $(\mathcal{R})$ ومن ثم نجاحه الاستثماري يتعلق بحجم الأرباح المحققة، في حين بناء القرار التمويلي يكون على أساس تقديري، وهو ما يجعل العملية التمويلية مرتبطة بمخاطر عدم التحقق الفعلي للتوقعات.

إن محددات كل من معدلي العائد والمشاركة بجانبيهما الحقيقي والنقدي هي نفسها التي تحدد المؤشر ككل (معدل عائد المشاركة) باعتبارهما المكون له والمؤثر على تغيراته.

الفرع الثالث: محددات الاستثمار من المنظور الإسلامي: يرتبط عائد الإستثمار في اقتصاد المشاركة بنتائج المشروع محل التمويل، والتي ترتبط بدورها بمجموعة من العوامل.

أولا: معدل عائد المشاركة ونتيجة المشروع: إن قرار الاستثمار في اقتصاد المشاركة مرتبط بنتيجة المشروع الاستثماري وعلى ذلك يدرس الإيراد الخاص به، وذلك يتضمن شرطين: الأول تغطية صافي إيرادات المشروع السنوية لتكاليف الأصل المستثمر به، والثاني هو تغطية تكلفة تمويله والمتمثلة في معدل عائد المشاركة وهو جزء من الإيرادات السنوية الصافية، ويمكن حساب معدل العائد على الاستثمار كما يلي:[1]

معدل العائد على الاستثمار= (الإيرادات السنوية الصافية المتوقعة-تكلفة الأصل)/تكلفة الأصل

أي: $\left[r = \frac{\hat{R}N - P_0}{P_0} => r = \frac{\hat{R}N}{P_0} - \frac{P_0}{P_0} => r = \frac{\hat{R}N}{P_0} - 1\right]$

ويمكن من هذه العلاقة تصور ثلاث حالات:$\left[\hat{R}N = P_0 => r = 0\right]$ أي أن الإيرادات تغطي التكاليف دون ربح إضافي، أو $\left[\hat{R}N > P_0 => r > 0\right]$ والاستثمار مربح، أما إذا كان $\left[\hat{R}N < P_0 => r < 0\right]$ فالمشروع مرفوض.

ومن خلال ما سبق فإنه يمكن الوصول إلى استخراج القانون الأساسي في حساب معدل العائد:

$\left[r = \frac{\hat{R}N}{P_0} - 1 => r + 1 = \frac{\hat{R}N}{P_0} => P_0 = \frac{\hat{R}N}{(1+r)}\right]$ ، وهي العلاقة التي تحسب r لمدة سنة، أما إذا كان عمر المشروع أكثر من سنة واحدة فإن القانون العام الذي يحسب r هو:$\left[P_0 = \sum_{m=1}^{n} \frac{\hat{R}N}{(1+r)^n}\right]$

وهو نفسه مفهوم معدل العائد الداخلي للمشروع أو الكفاءة الحدية لرأس المال.

ولاتخاذ القرار الاستثماري في الاقتصاد التقليدي يتم الاستثمار ما دام هذا المعدل أكبر من معدل الفائدة السائد في السوق، وفي اقتصاد المشاركة القرار الاستثماري ممكن مادام هذا المعدل موجبا (تكلفة التمويل هي نسبة منه تتغير بتغيره عكس الفائدة الثابتة) وهو ما يربط تقييم الاستثمار بجانب تمويله في نموذج اقتصاد المشاركة، تؤخذ بالاعتبار الفرص الاستثمارية البديلة المتاحة بالسوق.

ثانيا: درجة المخاطرة واستقرار التوقعات: العائد المتوقع الذي يحدد بدرجة كبيرة حجم الاستثمار يجعل للتوقعات دورا مهما عند إتخاذ قرار الاستثمار من خلال تأثيرها على الإيرادات المتوقعة، إذ يقول كينز "أن التوقعات هي الوسيلة التي يؤثر بها المستقبل المتغير في الحاضر".

وفي حين أن معدل العائد المتوقع لا يكون معروفا وكونه نسبة شائعة من الربح غير ثابتة، يجعل لدرجة المخاطرة أثرا على القرار الاستثماري، إذ كلما زادت درجة المخاطرة كل ما زاد التوقع لزيادة في التمويلات المتعثرة التي قد يعجز عن جبرها، مما

[1] - السعيد بريبش، **مرجع سابق**: ص ص132-134.

يؤثر سلبا على حجم التمويل لدى هذه المؤسسات والذي ينعكس بدوره على حجم الاستثمار، لذلك يفترض في دراسة الجدوى للمشروع أن تكون من الدقة بحيث تحدد درجات المخاطرة على السداد.

ثالثا: توافر البدائل: كلما كانت بدائل الاستثمار متوفرة للمدخر كلما فضلها عن الاستثمار، ومن بين أهم البدائل المتوفرة في ظل النظام الاقتصادي الإسلامي:

***1*- تكلفة الاحتفاظ بالنقود:** في النظام الاقتصادي الإسلامي تكلفة الاحتفاظ سالبة بمقدار معدل الزكاة، الذي يعرض الأرصدة النقدية العاطلة للتناقص المستمر والفناء مع مرور الزمن، لذلك فإن الفرد يجب عليه أن يوازن بين اعتبارات السيولة النقدية واعتبارات الاستثمار والربحية.

***2*- الإقراض:** إن عائد الإقراض في النظام الإسلامي مساو للصفر، لذلك يكون دوره ضئيل التأثير على حجم الاستثمار الكلي، كما أن صاحب المال مطالب بدفع الزكاة المال الذي أقرضه للغير إذا ما حال عليه الحول ، لذلك لا يكون الإقراض هو أفضل بديل ممكن للاستثمار.

وفي ظل ظروف التضخم المالي خاصة الجامح منه، تتعرض فيه قيمة الأرصدة النقدية الحقيقية، التي في شكل ودائع استثمارية وحسابات جارية للتآكل فعل تكلفة التضخم، بجانب تناقص قيمتها الاسمية بفعل معدل الزكاة مما يعني أن الأرصدة النقدية العاطلة في مثل هذه الحالة تتضمن تكاليف سالبة بمعدل الزكاة ومعدل التضخم معا.

المبحث الرابع: محددات ونظريات الاستثمار وعلاقتها بدالة الإنتاج

الإنفاق الاستثماري من أكثر المتغيرات تقلبا في النظرية الاقتصادية لتأثره بالعديد من العوامل الكيفية (النوعية) التي يصعب قياسها كميا بإيجاد علاقة دالية ثابتة فيما بينها باعتبارها متغيرات مستقلة وبين الإنفاق الاستثماري متغيرا تابعا لها، ولهذا فالإنفاق الاستثماري أكثر تعقيدا وتقلبا من الإنفاق الاستهلاكي الذي يعتبر نسبيا أكثر استقرارا، وبينت الدراسات الاقتصادية التطبيقية ارتباط حجم الاستثمار على مستوى المنشأة أو القطاع بعدة متغيرات، يمكن تبين أهمها فيما يلي:

المطلب الأول: علاقة الاستثمار بمختلف المتغيرات الاقتصادية

المطلب الثاني: المحددات الداخلية لقرار الاستثمار في المشروع

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار الخارجية عن المشروع

المطلب الرابع: الاستثمار ودالة الإنتاج

المطلب الأول: علاقة الاستثمار الكلي بمختلف المتغيرات الاقتصادية: يعتبر عنصر الاستثمار كمتغير اقتصادي كلي، يستمد أهميته لما له من علاقة وصلة وطيدة بمجموعة من المتغيرات والمفاهيم الاقتصادية: كمفهوم الدخل، والادخار، والاستهلاك والاقتراض، ولا يمكن فهم الاستثمار بصفة جيدة، ما لم تحلل العلاقة التي تربطه بأهم المؤشرات الاقتصادية.

الفرع الأول: الإستثمار وعلاقته بالإدخار والاستهلاك: من الضروري فهم العلاقة التي تجمع بين الإستثمار والإدخار، فمن زاوية معينة قد يبدو أن الاستثمار والإدخار أمر واحد في علاقتهما بالدخل أو بالناتج الوطني.

أولا: العلاقة التكاملية بين الإدخار والإستهلاك: الإدخار في النظرية الرأسمالية الكلاسيكية هو القوة الشرائية السائلة والمتوفرة، والتي يتم استبعاد استعمالها من الاستهلاك بقصد استخدامها على أوجه الحصول على اللوازم من العمال والمواد الأولية وأدوات العمل، يترتب عنها بناء طاقة إنتاجية جديدة أو إحداث تراكم، وبالتالي فإن التقليديين قد نظروا إلى الإدخار على أنه مصدر تمويل للاستثمار والعلاقة بينهما علاقة وطيدة، ويعتبر آدم سميث أن الإدخار والعمل شرطان ضروريان لإثراء الأمة، والطبقة الرأسمالية تخصص جزءا كبيرا من الأرباح لأغراض التراكم،[1] وبالتالي يعتبر الربح مصدرا أساسيا للادخار والعلاقة التي تربطهما علاقة طردية.

ثانيا: توازن الإدخار والإستثمار: يرى كينز تعادلا بالضرورة بين الادخار وهو الفائض من الدخل بعد الاستهلاك، وبين الاستثمار وهو عبارة عن الجزء من الدخل الذي يوجه لزيادة التجهيزات، لذلك يتساوى الادخار مع الاستثمار، لأن كلا منهما يساوي ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستهلك في نهاية المرحلة، ومن هنا يمكن استنتاج تساوي الادخار بالاستثمار كما يلي:

الاستثمار = قيمة الناتج (الدخل) – الانفاق على السلع الاستهلاكية.. *(1)*

وكذلك : الادخار = الدخل – الاستهلاك .....*(2)*

ومن المعادلة *(1)*: الاستثمار = الدخل – الاستهلاك .....*(3)* .

[1] - ممدوح الخطيب الكسواني، **دراسة قياسية لسلوك الاستثمار في الجمهورية العربية السورية**، مجلة جامعة دمشق المجلد الثالث عشر، العدد الأول، 1997،ص16.

وبتطابق المعادلة *(2)* مع المعادلة *(3)* فإن : **الادخار = الاستثمار**.

في حال زيادة الدخل يؤدي إلى زيادة الاستهلاك (محفز للإستثمار) والإدخار(كمصدر تمويل للإستثمار)، وهذا يدفع المنتجين إلى زيادة إنفاقهم الرأسمالي للطلب على السلع الحقيقية.

فعلاقة الاستثمار بالاستهلاك والادخار[1] تتم عن طريق الدخل وعندما يكون الدخل أقل من الاستهلاك، يكون في هذه الحالة مساويا للاستهلاك ناقصًا الاقتراض أي أن : الدخل = الاستهلاك – الاقتراض.

وحسب التقليديين أن الادخار يسبق الاستثمار فالاستثمار هو نتيجة للادخار وتابع له، بينما كينز يرى أن الادخار يلي الاستثمار ويكون تابعا له، بحيث أن الاستثمار يؤدي إلى خلق الدخل الذي يخلق بدوره الادخار.

ثالثا: أبعاد علاقة الإستثمار بالإدخار: يفصل بين الاستثمار والإدخار باعتبار أن علم الاقتصاد لا يتعامل مع كميات اقتصادية محاسبية فقط، ولكنه يتعامل بالدرجة الأولى مع وحدات لها سلوك اقتصادي فالوحدات التي تقوم بالادخار تختلف عن الوحدات التي تقوم بالاستثمار، ويخضع سلوك كل منها إلى دوافع مختلفة ولذلك من الضروري التفرقة بين الأمرين.

و على ذلك فإن الاستثمار ذو علاقة مزدوجة على نحو ما يلي:[2]

1- "**علاقة تمويلية**": عندما توجه المدخرات في المجتمع كرأس مال نقدي إلى الإنفاق على شراء السلع الاستثمارية (الإنتاجية) كرأس مال عيني أو حقيقي؛

2- "**علاقة إنتاجية**": مادام الاستثمار– في المعنى العيني أو الحقيقي المشار إليه– هو الأداة التي لا غنى عنها كعنصر في إنتاج السلع الاستهلاكية، أي أن الاستثمار وثيق الصلة بالاستهلاك والعلاقة بينهما علاقة إنتاجية.

الفرع الثاني: الاستثمار والعلاقة التبادلية بمستوى الدخل (الناتج): هناك علاقة تربط الدخل بالاستثمار، إذ أن الدخل يؤثر في الاستثمار ويتأثر به، " ومضاعف الإستثمار" يعني كيفية تأثير الاستثمار على الدخل، أما حالة تأثير الدخل على الاستثمار تسمى " بمعجل الاستثمار".

أولا: نظرية المضاعف: إن تغير الاستثمار أو أي مكون من مكونات الإنفاق الكلي يحدث أثراً مضاعفاً في الدخل، وهذا الأثر يعرف بأثر "المضاعف" *Multiplier* ومضاعف الاستثمار هو عبارة عن عدد الوحدات التي يزيد بها الناتج أو الدخل القومي نتيجة زيادة الاستثمار بوحدة واحدة، ويستعرض فيما يلي الأنواع المختلفة للمضاعف.

1*-المضاعف البسيط *Simple Multiplier: إن فكرة المضاعف التي قدمها كينز تربط بين الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري والدخل، حيث أنه وبزيادة الميل الاستهلاكي يزيد ما ينفقه الأفراد على السلع المختلفة، وما ينفقه الأفراد يعتبر دخلا لأفراد آخرين، وتستمر العلاقة بين الدخل والإنفاق الاستهلاكي في حلقات متتابعة مسببة في النهاية زيادة في الدخل.

بذلك فالإنفاق الاستثماري الأولي قد خلق سلسلة من ردود الفعل أدت إلى خلق إنفاق استهلاكي يتبعه إنفاق استثماري وهكذا، ويزداد الدخل بأضعاف الزيادة في الاستثمار ويزداد أيضا مستوى التوظيف.

---

[1] - حسين علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد، **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق**، الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، عمان الأردن، 1996ص: 19.

[2] - منصوري الزين، **آلية تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية**، رسالة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2005-2006، ص21.

أ- المضاعف الساكن: ***Static Multiplier*** : يمكن تعريف مضاعف الاستثمار على أنه الرقم الذي يتضاعف به الدخل نتيجة لزيادة أولية في الاستثمار، ويعتبر مبدأ أو فكرة المضاعف أداة هامة من أدوات التحليل الاقتصادي الكلي، فهو ذلك المعدل العددي الذي يعبر عن مقدار الزيادة في الدخل المترتبة عن كل زيادة في الاستثمار، ويرمز له بالرمز (m).

حيث أن : $m = \frac{\Delta Y}{\Delta I}$ ؛ ΔY : مقدار التغير في الدخل، ΔI : مقدار التغير في الاستثمار

$$\Delta Y = m \times \Delta I \Longleftarrow \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (1)$$

و معلوم أن الدخل = الاستهلاك + الاستثمار. أي : $Y = C + I$

و أن : $\Delta Y = \Delta C + \Delta I$ ..... (2)

لأن الدخل الزائد ينفق في شراء مواد الاستهلاك (ΔC) وفي شراء مواد الاستثمار (ΔI).

و من المعادلة (2) فإن : $\Delta Y - \Delta C = \Delta I$ ، وبقسمة طرفي هذه المعادلة على ΔY : $\left[\frac{\Delta I}{\Delta Y} = \frac{\Delta Y - \Delta C}{\Delta Y}\right]$

و بقسمة 1 على كل من طرفي المعادلة الأخيرة يتم الحصول على: $\frac{\frac{\Delta I}{\Delta Y}}{} = \frac{1}{1-\frac{\Delta C}{\Delta Y}}$

وبما أن (مضاعف الاستثمار) $m = \frac{\Delta Y}{\Delta I}$= فإن $m = \frac{1}{1-\frac{\Delta C}{\Delta I}} = \frac{1}{1-MPC}$

إذن :

$$\text{مضاعف الاستثمار} = \frac{1}{1 - \text{م (الميل الحدي للإستهلاك)}}$$

وعلى ذلك فالمضاعف الساكن هو مقلوب الميل الحدي للادخار، وعليه يرتبط بعلاقة عكسية مع هذا الأخير، بينما يرتبط بعلاقة طردية مع الميل الحدي للاستهلاك، هذا ولا يرتبط المضاعف بحجم الاستثمار فقط إنما بجميع مكونات الطلب الكلي.

ب- المضاعف الحركي: في تحليل المضاعف الساكن يتم تجاهل عنصر مهم جداً وهو عنصر الزمن، حيث أنه في الواقع عند حدوث زيادة في الاستثمار، فإن هذه الزيادة تأخذ فترة من الزمن حتى تحقق الزيادة المضاعفة في الدخل الوطني، فعندما يزيد الاستثمار تزيد مداخيل الأفراد، فيزيد الاستهلاك وتتولد عن ذلك زيادة في الإنتاج، وكل ذلك يأخذ فترة زمنية تعرف بـ "فترة الإبطاء" بين الاستهلاك والإنتاج، حيث لا تتم العمليات الاقتصادية بالصورة التي يتم تصورها بل تأخذ المتغيرات فترة زمنية حتى تتمكن من التكيف مع بعضها البعض.

وقد عمد الاقتصاديون إلى مراعاة المدة التي يجب أن تمر بين الإنفاق الاستثماري الإضافي والزيادة التي يحدثها في الدخل الوطني، ويطلق على هذا المضاعف "المضاعف الحركي"، هذا وتتوقف المدة التي يحدث فيها المضاعف أثره كاملاً على عاملين هما:

- طول فترة إعادة الإنفاق: وهي الفترة التي تتم بين حصول الأفراد على الزيادة في دخولهم وإعادة إنفاقهم لجزء من هذه الزيادة على المنتجات الاستهلاكية، وكلما طالت هذه المدة طالت فترة المضاعف.

- مقدار معامل المضاعف: والتي كلما كبرت زادت مدة أو فترة المضاعف.

لو فرض الآن أن الاستثمار قد تغير بمقدار $\Delta I = 100$، وكان الميل الحدي للاستهلاك $b = 0.6$، وأريد معرفة مقدار التغير في الدخل مع أخذ عنصر الزمن في الحسبان:

$$\Delta I = 100 \xrightarrow{\text{الفترة}} t + 1 \rightarrow \quad \Delta Y_{t+1} = \Delta I_t^0 \quad \text{التغير في الدخل}$$

$$100(0.6) \quad \rightarrow t+2 \rightarrow \quad \Delta Y_{t+2} = \Delta C_{t+1} = b\Delta Y_{t+1} = b\Delta I_t^0$$
$$100(0.6)(0.6) \rightarrow t+3 \rightarrow \quad \Delta Y_{t+3} = \Delta C_{t+2} = b\Delta Y_{t+2} = b^2\Delta I_t^0$$
$$\vdots \qquad\qquad \vdots \qquad\qquad\qquad\qquad \vdots \qquad\qquad\qquad\qquad \vdots$$
$$t+n \qquad\qquad \rightarrow \qquad\qquad \Delta Y_{t+n} = \Delta C_{t+n-1} = b\Delta Y_{t+n-1} = b^{n-1}\Delta I_t^0$$

وتكون محصلة التغيرات التي حدثت في الدخل هي:

$$\Delta Y = \Delta Y_{t+1} + \Delta Y_{t+2} + \cdots \ldots \ldots \ldots \ldots \ldots \ldots \ldots \ldots \ldots \ldots \Delta Y_{t+n}$$
$$\Delta Y = \Delta I_0 + b\Delta I_0 + b^2\Delta I_0 + \cdots \ldots \ldots \ldots \ldots + b^{n-1}\Delta I_0$$
$$\Delta Y = (1 + b + b^2 + \cdots \ldots \ldots \ldots + b^{n-1}).\Delta I_0 \ldots \ldots \ldots (1)$$

وبضرب المعادلة (*1*) في b تصبح كالتالي: $b\Delta Y = (b + b^2 + \cdots \ldots \ldots b^n).\Delta I_0 \ldots \ldots \ldots \ldots (2)$

وبطرح المعادلة (*2*) من المعادلة (*1*) نحصل على المقدار التالي:

$$\Delta Y - b\Delta Y = [1 - b^n].\Delta I_0 \Rightarrow [1 - b].\Delta Y = [1 - b^n].\Delta I_0 \Rightarrow$$
$$\Delta \mathbf{Y} = \left[\frac{\mathbf{1 - b^n}}{\mathbf{1 - b}}\right].\Delta \mathbf{I_0}$$

وهذا هو مقدار التغير في الدخل والناتج عن تغير الاستثمار من خلال المضاعف، ولكن عندما تكون n كبيرة جداً، فإن b^n تؤول إلى الصفر، وهذا يعني أن التغير في الدخل يكون: $\left[\Delta Y = \frac{1}{1-b}.\Delta I\right]$.

وهكذا يتم الحصول على قيمة المضاعف الساكن نفسها، والغرض هو توضيح أثر عنصر الزمن والذي يؤديه في زيادة الدخل.

هذا ويوضح الرسم المقابل أثر الزيادة في الاستثمار، والتي أدت إلى انتقال منحنى الطلب من AD وإلى\AD، ولكن هذا الانتقال لم يحدث فجأة بل بعد سلسلة متتالية من الزيادات في الطلب، وسلسلة من الزيادات في الدخل، حتى يحصل على التغير الكلي.

2- المضاعف المركب *Super Multiplier*: أفترض من قبل أن أي حجم للاستثمار مقدار ثابت، ولكن في الواقع فإن الاستثمار لا يتكون فقط من الجزء الثابت إنما هناك جزء متغير يتأثر بالدخل وهو الاستثمار التابع أو المستحث أو المحفز، وبافتراض أن الميل الحدي للاستثمار هو β فإن دالة الاستثمار تكون: $[I = I_0 + \beta Y]$، فلو زاد الدخل فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وعليه يكون المستوى التوازني للدخل في قطاعين استهلاكي واستثماري كالتالي: $\left[Y^* = \frac{C_0 + I_0}{1 - b - \beta}\right]$.

وهذا المستوى التوازني للدخل في حالة وجود نوعين من الاستثمار: مستقل ومستحث، ويكون المضاعف في هذه الحالة هو مقلوب الفرق بين الميل الحدي للادخار والميل الحدي للاستثمار، وعلى ذلك تزيد قيمة المضاعف عما كانت عليه في حالة وجود الاستثمار المستقل فقط.

وإذا كان b هو الميل الحدي للاستهلاك، وβ هوالميل الحدي للاستثمار، فإن $[b + \beta]$ تمثل الميل الحدي للإنفاق، ويكون المضاعف المركب هو مقلوب الواحد الصحيح مطروحاً منه الميل الحدي للإنفاق: $\left[m = \frac{1}{1 - (b + \beta)}\right]$.

الفرع الثالث: الاستثمار وسعر الفائدة والكفاءة الحدية لرأس المال: هذه العلاقة تعتبر هامة جدا كون أنه عن طريق سعر الفائدة تقوم الدول الرأسمالية بمحاولة التأثير على الاستثمار.

أولا: معدل الفائدة بين التكلفة الفعلية والفرصة البديلة: يرى كينز أن سعر الفائدة مفهوم ليس له صلة بالادخار ولا بالاستثمار بل هو على علاقة مباشرة بالطلب والعرض على النقود في اقتصاد ما، ومن ثم يؤثر على تكلفة الفرصة البديلة في

المشاريع الاستثمارية؛ فإذا كانت المؤسسة تضطر إلى الاقتراض فسعر الفائدة هنا يؤثر مباشرة على تكلفة الاستثمار في مشروع ما، أما إذا كانت المؤسسة تستخدم أرصدتها المالية، فكأنها تتنازل عن الفائدة التي يمكن أن تجنيها لو أنها أقرضت هذا المال إلى طرف آخر بدلا من استثماره.

ثانيا: تخفيض الفائدة وتراكم رأس المال: ويرى كينز في انخفاض معدّل الفائدة، أحد شروط نموّ الاستثمارات الرأسمالية، فإذا أقبل المستثمرون على المشاريع الإنتاجية، فعليهم مقارنة سعر الفائدة بالكفاءة الحدية لرأس المال لأنه في حال ارتفاع أسعار الفائدة تقل الأرباح، وبالتالي لا يصبح هناك حافز للاستثمار، أي المقارنة بين معدل العائد المتوقع من الاستثمار (r) وبين (i)، فطالما يظل معدل العائد أكبر فمن صالح المستثمر الزيادة في طلب الأموال لاستثمارها لأنه يمكنه من تحقيق ربح صافي موجب $r-i\rangle 0$.

ولكن في حالة زيادة الاستثمار يؤدي هذا إلى انخفاض فعاليته وبالتالي يمكن للمستثمرين زيادة الاستثمار إلى أن يتساوى معدل العائد بسعر الفائدة $r=i$ وكل استثمار إضافي بعد هذا تنتج عنه خسارة فيصبح $r-i\leq 0$ ومن خلال هذا يقال أنه إذا انخفض معدل الفائدة (i) ليصبح أقل من معدل المردودية (r) يكون المستثمر في وضع يمكنه من زيادة الاستثمار[1].

الفرع الرابع: الاستثمار والنظام المالي: عادة ما يقوم الأفراد بالادخار والمؤسسات بالاستثمار وهذا ما أدى إلى ظهور الحاجة إلى وجود منظم ينقل المدخرات إلى المستثمرين، فالأفراد عادة ما ينفقون أقل من دخولهم والمؤسسات تنفق أكثر من دخلها لذلك يجب نقل فائض الأفراد إلى المؤسسات عن طريق المؤسسات والسوق المالية.

أولا: النظام المالي وتمويل الإقتصاد: يمكن زيادة الكفاءة في تمويل الاقتصاد ونقل فائض الأفراد إلى المؤسسات بأحجام أكبر وبشروط أفضل إذا قامت مؤسسات مالية وسيطة تتخصص في تجميع مدخرات الوحدات الفائضة لتضعها تحت تصرف الوحدات العاجزة، وتصدر هذه المؤسسات أصولا مالية تطلق عليها اسم أصول مالية غير مباشرة أو وسيطة لمصلحة المقترضين.

وتقدم المؤسسات المالية الوسيطة خدمات هامة لزيادة كفاءة تمويل الاستثمار وبالتالي تمويل الاقتصاد ومن ثمّ زيادة حجم الاستثمار والادخار، فمن ناحية وبالنظر إلى الحجم الكبير لعمليات هذه المؤسسات وتنوعها فإنها تتمكن من توزيع المخاطر على أعداد كبيرة ومن ثم تؤدي إلى تقليل المخاطر بالنسبة لكل وحدة على حده، ويترتب على هذا أن المقترض يقبل بعائد أقل لمدخراته نظرا لتناقص المخاطر في تعامله مع هذه المؤسسات، وهكذا يحصل المستثمرون على الادخار بتكلفة أقل مما يزيد من فرص الاستثمار، كذلك فإن هذه المؤسسات وبالنظر إلى كبر حجم معاملاتها، فإنها تستطيع أن تقوم بعمليات تحويل لفائض الأصول المالية؛ فتتمكن مثلا من زيادة أجل الأصول المالية كما تحول القروض القصيرة إلى قروض طويلة الأجل أو متوسطة في حدود معينة.

ثانيا: كفاءة النظام المالي وكفاءة تمويل الإستثمار: نموّ وكفاءة الاستثمار في اقتصاد معين ترتبط بنمو وكفاءة النظام المالي من حيث تنوع المؤسسات المالية من ناحية ومن حيث تنوع الأصول المالية التي تصدرها من ناحية أخرى.

ولقد تباينت وجهة نظر الاقتصاديين حول مدى أهمية الوساطة المالية في زيادة الاستثمار بوصفه العامل الأساس في تحقيق التنمية الاقتصادية والتي يعتبر النظام المصرفي نواتها المركزية، بحيث ظهر أن توفر التمويل وليس كلفته يمثل القيد

[1]- محمّد الشريف إلمان، **محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي**، الجزائر،1994، ص: 220.

الرئيسي على الاستثمار الخاص، وهذا يعكس استمرارية أسعار الفائدة الحقيقية عند مستوى يقل عن توازن السوق والتخصيص غير المرتبط بالأسعار للموارد المالية مع ضرورة الأخذ بالاعتبار تأثير مستوى نضوج البيئة الاستثمارية بكافه محدداتها ومستوى تطور البنى التحتية ومستوى كفاءة وإنتاجية عوامل الإنتاج، الأمر الذي يعمل على تداخل وترابط التأثير المتبادل بين هذه الجوانب، بحيث يظهر في هذا الخضم سياسات الائتمان المصرفي والتدفقات الرأسمالية الأجنبية والأرباح المحتجزة كمحددات رئيسة للاستثمار الخاص، الأمر الذي يؤكد على أهمية السياسة النقدية في إيجاد الحلول لهذا الواقع الذي تعاني منه هذه البلدان.

الفرع الخامس: العلاقة بين الاستثمار ورصيد رأس المال الخاص والعام: توجد علاقة ترابطية بين الاستثمار العام والخاص، بافتراض أن الاستثمار العام يمارس أثرا تزاحميا على الاستثمار الخاص نتيجة لاستئثاره بجزء كبير من الموارد المحلية، وما يترتب على ذلك من زيادة تكلفة التمويل بالنسبة للاستثمار الخاص.

أولا: الإستثمار العام والخاص: ويمارس الاستثمار العام خاصة في مشروعات البنية الأساسية أثرا تكامليا مع الاستثمار الخاص ويؤدي إلى زيادة معدل العائد عليه، لذلك يلزم المزج بين هذين النوعين من الاستثمارات لزيادة القدرات الإنتاجية الكلية للاقتصاد الوطني كل.

كما وتوجد علاقة عكسية بين معدل الاستثمار العام والخاص، وزيادة نصيب الاستثمار العام من إجمالي الاستثمار يؤدي إلى زيادة قيمة المعامل الحدي لرأس المال إلى الناتج، وهو ما يعتبر مؤشرا على تدني كفاءة الاستثمار العام مقارنة بالاستثمار الخاص.

ثانيا: الوصول للإستثمار المرغوب ورصيد رأس المال: للوصول إلى الاستثمار المرغوب إنطلاقا من أرصدة رأس المال توجد عدة وجهات نظر، يمكن إبرازها كما يلي:[1]

1- النظرية النيوكلاسيكية: قدمت نموذجا لمحددات الرصيد الأمثل لرأس المال، ولم تقدم نموذجا لمحددات الاستثمار (معدل سرعة المشروع الاستثماري في الانتقال من الرصيد الحالي إلى الرصيد الأمثل لرأس المال)، واكتشف النيوكلاسيك أن الرصيد الأمثل لرأس المال يتحدد عند تساوي الإنتاجية الحدية لرأس المال مع تكلفة رأس المال (سعر الفائدة الحقيقي) وعند هذه النقطة تصبح الاستثمارات الجديدة تساوي الصفر ويتوقف التراكم الرأسمالي عند هذا الحد.

2- وجهة نظر كينز: تعتمد على الجانب السلوكي لقرار الاستثمار حيث يعتمد على سلوك أصحاب رأس المال، وقد قاد هذا أصحاب الفكر الكينزي إلى عدم الاهتمام بدور قرار رأس المال، ويعني ذلك أن كينز اعتبر أن قرار الاستثمار هو القرار المهيمن، وأن رصيد رأس المال إنما يتحدد وفقا لنمط الاستثمار وليس هناك حاجة لتحديد مستواه الأمثل مسبقا.

3- نظرية تكلفة التعديل الحدية *Marginal Adjustment Costs* : تنطوي النظرية على أن المشروعات تتبع أسلوب الوصول التدريجي إلى الرصيد الأمثل لرأس المال تحكمها في ذلك التكلفة الحدية لرأس المال (سعر السلع الاستثمارية) التي ترتبط عكسيا مع الكفاءة الحدية للإستثمار، وبالتالي كلما زاد الاستثمار ارتفعت التكلفة الحدية لرأس المال وانخفضت الكفاءة الحدية للاستثمار حتى تصل إلى مستوى سعر الفائدة الحقيقي وعندها يتم الوصول إلى المستوى الأمثل لرأس المال.

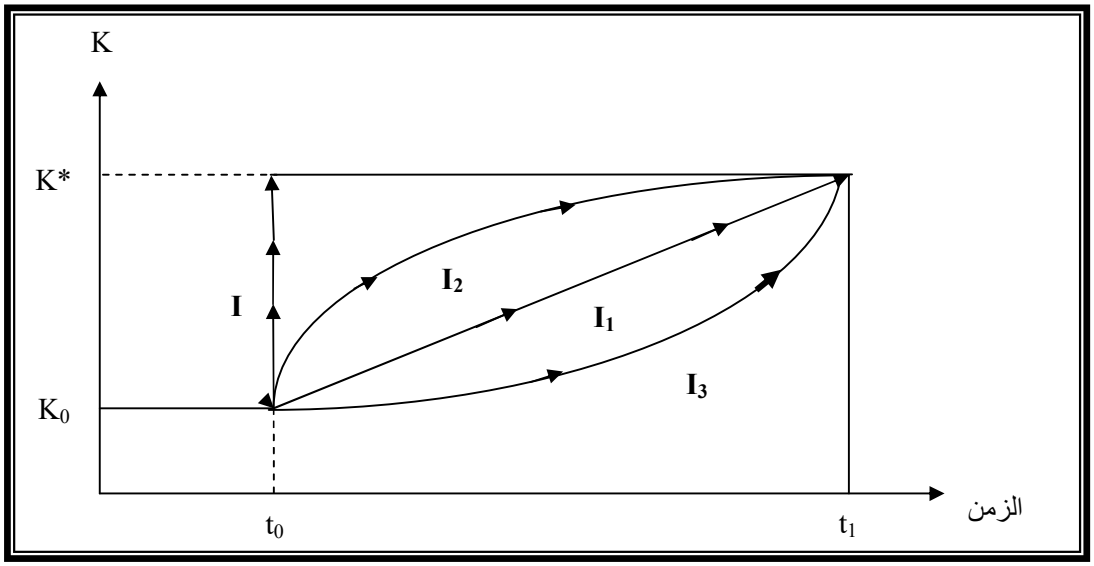
[1] - عادل عبد العظيم، **إقتصاديات الإستثمار: النظريات والمحددات**، جسر التنمية دورية تصدر عن المعهد العربي للتخطيط، العدد السابع والستون نوفمبر 2007، متوفر على الرابط: www.**arab**-api.org/ar/publication/course.aspx?key=50.. تاريخ التصفح: مارس 2016.

4- وجهة نظر هايك *Hayek* وتتمثل في اختيار الاستثمار كمعدل نحو التوازن ولذلك فإن تحديد المبلغ المثالي للإستثمار يمثل قرارا بتحديد سرعة معدل الاستثمار اللازم لتحقيق التوازن، وكمثال على ذلك المنشأة إذا قررت إنشاء مصنع (قرار متعلق برصيد رأس المال) ولكن قرارها فيما يتعلق بسرعة ومراحل إنشائه يعتبر قرارا استثماريا لأنه له اعتبارات مستقلة بذاتها.

ثالثا: مسار الإستثمار ورصيد رأس المال: وهناك ثلاث أساليب لحقن الاستثمارات الجديدة يمكن الاختيار بينها، إما الاستثمار بمعدلات ثابتة أو معدلات متناقصة أو بمعدلات متزايدة، وهناك اعتبارات في هذا الاختيار (كتكلفة النقل والتسليم، أسعار الموردين، تقلبات تكلفة التمويل..)، وتجعل بعض الخيارات أفضل من الأخرى، هذه الأساليب المختلفة لتوزيع الاستثمارات الجديدة والعوامل المحددة لها تمثل أساس نظرية *Hayek* للاستثمار.

ويبين الشكل التالي أسلوب *Hayek* حيث نقطة البداية تمثلها النقطة K_0 ثم عند النقطة t* ينتقل من رصيد رأس المال K_0 إلى الرصيد المرغوب K^* باستخدام أربعة أساليب تمثلها المسارات $I_3; I_2 ; I_1; I$، ففي المسار I كل الاستثمارات الجديدة يتم تنفيذها في الحال، I_1 بمعدلات ثابتة، I_2 بمعدلات متناقصة، وI_3 بمعدلات متزايدة.[1]

الشكل (7): مسارات الاستثمارات الجديدة وصولا لرصيد رأس المال المرغوب



المرجع: عادل عبد العظيم، **إقتصاديات الإستثمار: النظريات والمحددات**، جسر التنمية دورية تصدر عن المعهد العربي للتخطيط، العدد السابع والستون نوفمبر 2007، على الرابط: iefpedia.com/arab/.../d8aad8b7d988d8b1-d986d8b8d8b1d98ad8a

فيمكن ملاحظة ذلك من الشكل حيث تتدفق الاستثمارات الجديدة خلال كل فترة زمنية بما يمثل تراكما رأسماليا بمعدلات بطيئة أو متسارعة حتى تصل إلى المستوى الأمثل لرأس المال K^*.

كما أن الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة يمثل القوة وراء نمو رصيد رأس المال أو تراجعه، وعندما يختفي هذا الفرق فقط فإن صافي الاستثمار يساوي الصفر.

إن آلية الوصول إلى المستوى الأمثل لرصيد رأس المال تعتمد على وجود تكلفة التعديل التي تسبب عدم التوازن ومن ثم تستمر عملية الاستثمار كل فترة زمنية، وإن سرعة التعديل تعتمد تماما على مرونة منحنى الإنتاجية الحدية لرأس المال التي

[1] - عادل عبد العظيم، **إقتصاديات الإستثمار: النظريات والمحددات**، جسر التنمية دورية تصدر عن المعهد العربي للتخطيط، العدد السابع والستون نوفمبر 2007، متوفر على الرابط: www.arab-api.org/ar/publication/course.aspx?key=50.. تاريخ التصفح : مارس 2016.

تعتمد بدورها على مرونة منحنى العرض للسلع الرأسمالية الصناعية، فإذا كان العرض غير مرن فإن المنحنى سوف يميل أكثر لاتخاذ وضع أفقي، ومن ثم يستلزم استغراق وقت أطول للوصول إلى المستوى الأمثل لرأس المال، وفي حالة ارتفاع مرونة عرض السلع الرأسمالية (بمعنى العرض يستطيع استيعاب أي زيادة في الطلب على السلع الرأسمالية)، فإن مرونته سوف يكون ذو مرونة شبيهة لمرونة العرض وأن تكلفة التعديل سوف تكون فورية[1]، وعليه فإنه يمكن القول أن صافي الاستثمار دالة في الإنتاجية الحدية لرأس المال.

المطلب الثاني: المحددات الداخلية لقرار الاستثمار في المشروع: تقوم نظريات الاستثمار بتقديم نظرية الاستثمار ومحدداته وتحليلها، والتي سيتم التعرض لها من خلال كل من نظرية الكفاية الحدية لرأس المال، ونظرية المعجل البسيط، ثم نظرية المعجل المرن، فنظرية الأرصدة الداخلية، وأخيراً النظرية الكلاسيكية الحديثة.

الفرع الأول: الكفاية الحدية لرأس المال وتكلفة التمويل: من أهم العوامل التي تحدد الطلب على الاستثمار عامل التوقعات بخصوص الطلب على المنتجات ومدى توسع السوق، إضافة إلى التغير في السياسة الضريبية، أو سياسة الإنفاق الحكومي، أو وجود منتجات بديلة ومنافسة، أو ظهور مجالات جديدة وبدائل أو إحداث سياسة جديدة هامة تؤثر في الوضع الاقتصادي، فكل هذه العوامل يمكن أن تؤثر جميعها على توقعات رجل الأعمال بصورة فعالة، ولكن من الصعب التنبؤ بها مسبقا.

أولا: مفهوم الكفاءة الحدية لرأس المال: وفي شرح مفهوم الكفاءة الحدية لرأس المال *Marginal Efficiency of Capital* يفرق كينز بين ما أطلق عليه " الغلة المتوقعة من الأصل الرأسمالي الجديد"، وبين ثمن عرض هذا الأصل، ويعلل كينز هذا الربط بأن المستثمر يفكر في الغلة المتوقعة للأصل الرأسمالي الجديد وفي ثمن أو تكلفة عرض هذا الأصل.

إن المستثمر يفكر في مقدار العوائد التي يدرها الاستثمار أو الأصل الرأسمالي الجديد طول مدة حياته، وفضلاً عن ذلك فإن المستثمر يفكر أيضًا في بدائل هذا الاستثمار، والعلاقة بين المردود المرتقب من الرأسمال وسعر عرضه أو كلفة استبداله، ويعرف كينز الكفاءة (الفعالية) الحدية لرأس المال كما يلي: [2]

➢هي معدل الاستحداث الذي يطبق على المردود السنوي المتوقع لرأس المال طول مدة حياته، يجعل القيمة الحالية لهذا المردود مساويا لسعر عرض هذا الرأسمال➢.

ومن هذا التعريف تتضح العلاقة بين الغلّة المتوقعة من الأصل الرأسمالي الجديد وبين سعر عرض هذا الأصل، ولا يقصد كينز بتكلفة العرض ثمن الأصل الموجود فعلا، بل بتكلفة إحلال هذا الأصل بأصل جديد يشبه تمامًا الأصل الذي سيتم الاستثمار فيه، لذا سمى كينز ثمن عرض الأصل الرأسمالي الجديد بتكلفة الإحلال.

فلو كان الأصل في المشروع الاستثماري يدر أرباحا متوقعة لعدة سنوات، فالعائد أو الكفاية الحدية لرأس المال: $\left[C = \frac{R_1}{(1+MEC)} + \frac{R_2}{(1+MEC)^2} + \cdots \ldots \ldots + \frac{R_n}{(1+M\quad)^n}\right]$، وتفيد النظرية الكينزية بوجود علاقة عكسية بين مستوى الاستثمار من جهة، وبين سعر الفائدة *(i)* الطلب على الاستثمار، و *(I)* إذ يمثل $I = I\,(i)$ سعر الفائدة أي السوقي وطبقًا

[1] - عادل عبد العظيم، **المرجع نفسه**.

[2]- يوجين أ. ديوليو، ترجمة، العدل محمد رضا وحمدي رضوان عبد العزيز، **النظرية الاقتصادية الكلي**، سلسلة ملخصات شوم، دار ماكجروهيل للنشر، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، *1983*، ص*9* .

للنظرية المذكورة، فإن: $dI/di < 0$ ويتخذ القرار الاستثماري وفق هذه النظرية، بمقارنة سعر الفائدة بمعدل الكفاية الحدية لرأس المال[1].

ثانيا: الكفاية الحدية لرأس المال ورصيد رأس المال: العلاقة بين الكفاية الحدية لرأس المال ورصيد رأس المال علاقة عكسية، فكلما ارتفع الرصيد الرأسمالي كلما انخفضت الكفاية الحدية لرأس المال، نظرا للتناقص التدريجي للعوائد المتوقعة من عملية الاستثمار، حيث تعني زيادة الإنفاق الاستثماري زيادة الطلب على السلع الرأسمالية، فترتفع أسعار هذه الأخيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض العائد من هذه الأصول الرأسمالية (وفقا لقانون تناقص الغلة)،[2] وذلك لعدة أسباب منها:

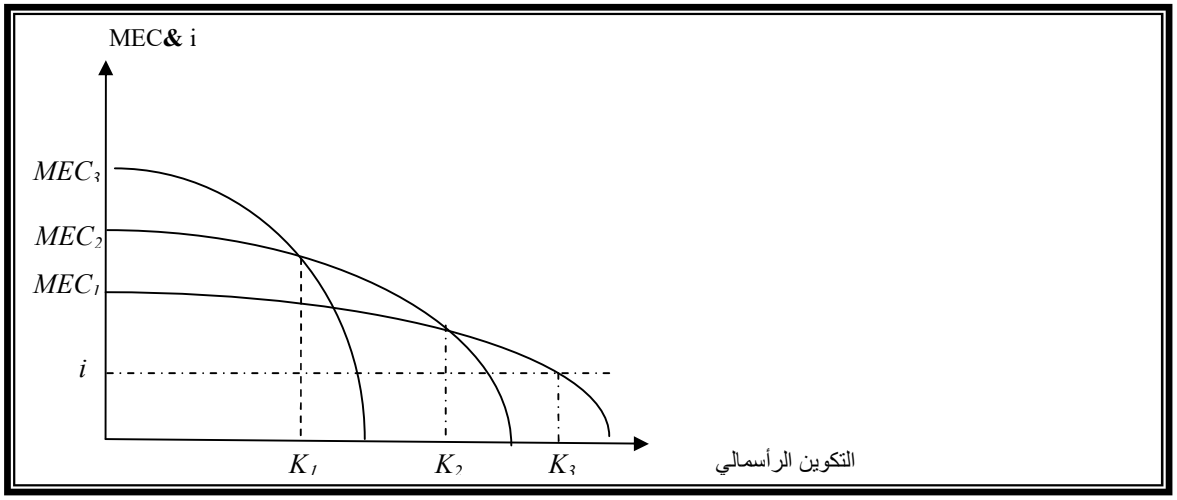
1- أن المردود المرتقب من هذا الرأسمال يتناقص حينما يزداد عرض رأس المال؛

2- إن زيادة الأصول الرأسمالية يؤدي إلى زيادة الإنتاج وبزيادة الإنتاج والعرض يؤدي إلى انخفاض سعر المنتجات، وتقل بالتالي المردودية المتوقعة لهذه الأصول؛

3- إن زيادة الأصول الرأسمالية يؤدي إلى ارتفاع تكلفة إنتاجها، بافتراض أن إنتاج هذه الأصول يتم في ظل تناقص الغلة أو زيادة التكاليف، أي يميل سعر هذه الأصول أو تكلفة إحلالها أي الارتفاع.

ويوضح الشكل التالي علاقة الكفاءة الحدية لرأس المال بمعدل الفائدة والانفاق على رأس المال.

الشكل رقم (*8*): منحنى الكفاية الحدية لرأس المال في المنشأة الإنتاجية (الطلب الاستثماري)



Source: Iraj Toutounchian,**Islamic Money and Banking; Integrating money in capital theory**, Wiles finance, Wiley and sons,singapore,2009,p340.

يلاحظ أن منحنيات الكفاءة الحدية لرأس المال متناقصة مع زيادة كمية الانفاق الاستثماري حتى المستوى الذي تتساوى فيه مع معدل الفائدة، ويختار المستثمرون أيا من المشاريع ما دامت الكفاءة الحدية للاستثمار أعلى من معدل الفائدة، فبينما ركزت النظرية التقليدية على سعر الفائدة كعامل رئيسي محدد للاستثمار، تبين النظرية الكنزية الحديثة أن الاستثمار لا يتحدد فقط بسعر الفائدة إنما أيضاً بالعائد على الاستثمار، فالقرار الاستثماري إنما يتوقف على العاملين معا، فسعر الفائدة يبين تكلفة الاستثمار بينما الكفاية الحدية لرأس المال العائد من هذا الاستثمار، وعملية المقارنة بين العاملين مهمة جداً.

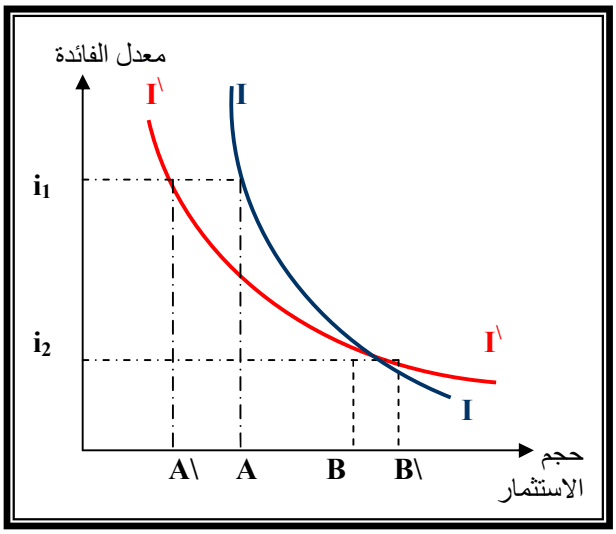
[1] - ممدوح الخطيب الكسواني، **مرجع سابق**، ص16.

[2] – محمود حسن صوان، **مرجع سابق**: ص*129*.

ثالثا: مرونة الإستثمار للفائدة: إن دور معدل الفائدة في تحديد معدل الاستثمار وليس رصيد رأس المال يبقى محدودا فأي نقطة أعلى منه تعتبر مقبولة، ولكن يبقى متغيرا خارجيا والمفاضلة بين المشاريع تكون من خلال المفاضلة بين مستويات الكفاءة الحدية، فحتى $K1$ المشروع الثالث هو الأفضل عند أي مستوى من مستويات الانفاق الاستثماري، ومن $K1$ حتى $K2$ المشروع الثاني هو الأفضل، ومن $K2$ حتى $K3$ المشروع الأول هو الأفضل، حتى الوصول إلى معدل الفائدة حيث لا يقبل أي مشروع بعدها، ويلاحظ اعتماد هذا التحليل الكينزي على الفائدة كمتغير مستقل وكعتبة دنيا للاستثمار[1] رغم طبيعته النقدية حسب كينز.

وتعد درجة المرونة مهمة جداً في هذا الصدد، والمرونة هي عكس الميل بمعنى أن المنحنى الأكثر انحداراً أو ميلاً هو أقل مرونة والعكس بالعكس، كما يوضحها الشكل التالي:

الشكل(9): ميل منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال ومرونة الاستثمار لتغيرات الفائدة



المرجع: رمضان الشراح، **الاستثمار: النظرية والتطبيق**، منشورات ذات السلاسل الكويت، 2005، ص47.

فإذا كان $I\backslash$ هو أقل انحداراً من I، وبافتراض أن سعر الفائدة هو عند المستوى i_1 ، فإن حجم الاستثمار سيكون عند A بالنسبة لـ I، وعند A' بالنسبة لـ I' ، فإذا انخفض سعر الفائدة إلى i_2 فإن حجم الاستثمارات سيزيد إلى B بالنسبة لـ I بينما يزيد إلى B' بالنسبة لـ I' ،

وعلى ذلك في حالة المنحنى الأقل انحداراً يكون التغير في الاستثمار نتيجة لتغير سعر الفائدة أكبر منه في حالة المنحنى الأكثر انحداراً، وعليه فإن درجة استجابة الاستثمار لتغيرات سعر الفائدة تزيد كلما انخفض الميل (حيث تزيد المرونة).

ولا يعتبر سعر الفائدة العامل الوحيد المؤثر على قرار الاستثمار بل أن هناك عوامل أخرى تلعب دورا أكثر أهمية في تشكيل توقعات رجال الأعمال حول كيفية ممارسة نشاطهم الاستثماري بصورة مربحة وتأثير سعر الفائدة هنا إنما يكون خلف ستار العوامل الأخرى المؤثرة في إصدار القرار الاستثماري.

ويكون تأثير المخاطرة من خلال انتقال كلي لمنحنى الاستثمار يمينا في حال مخاطرة أقل أو يسارا في حال مخاطرة أكبر ويقابلها مستوى استثمار أقل عند المستوى نفسه لمعدل الفائدة.

[1]- Iraj Toutounchian,Islamic, **Money and Banking; Integrating money in capital theory**, Wiles finance, Wiley and sons,singapore,2009,p340.

رابعا: معدل عائد المشاركة والكفاءة الحدية لرأس المال: في الاقتصاد الإسلامي فإن تكلفة التمويل تتمثل في اقتطاع جزء من الأرباح المحققة من المشروع محل التمويل ومن ثم فهي تتأثر بمعدل المشاركة في الربح الذي يناله الممول مقابل رأس المال، وهذه التكلفة تكون غير معلومة مسبقا فهي متوقعة فقط ومتغيرة مع تغير مستوى الربح المتوقع، ومن ثم تتناسب كل من التكلفة وعائد الاستثمار بالشكل الذي يسمح للإستثمار بالإرتباط بالدائرتين الحقيقية التي تتكامل مع الدائرة النقدية.

وفي اقتصاد المشاركة يستبدل بمعدل العائد الحقيقي والذي هو من الطبيعة نفسها للكفاءة الحدية لرأس المال ومن ثم يكون الانسجام والتكامل بين جانب التمويل والاستثمار بشكل فعال، عكس التحليل الكينزي الذي يقع في إشكالية الربط بينهما، وهذا ما يعطي معدل عائد المشاركة الميزة المطلقة بالمقارنة مع الأهمية المصطنعة لمعدل الفائدة، إضافة للعلاقة السلبية بين معدل الفائدة والاستثمار والعلاقة الايجابية بين الاستثمار والربح المتوقع والتي تكون من خلال الانتقال يمينا لمنحنى الكفاءة الحدية لرأس المال.

كما أن مستوى التكوين الرأسمالي يكون أعلى بمعدل عائد المشاركة، وفي حال المخاطرة وعدم التأكد يمكن أن يصل حتى الصفر دون التأثير على تكلفة المستثمر فلا توجد عتبة ثابتة، بل هي كالعتبة المتحركة حسب معدل العائد والمخاطرة ونتيجة المشروع الحقيقية.

الفرع الثاني: نظرية الأرصدة الداخلية *Internal Fund Theory*: يعتبر الربح أحد المحددات الهامة للاستثمار بالنسبة للمشروع الواحد خلال أي فترة من الزمن فالربح المتحقق للمشروع في تلك الفترة يعد مؤشرا له قيمة في تقدير حالة الطلب على منتجات المشروع ، فارتفاعه يثير الرغبة في زيادة حجم الطاقة الإنتاجية للمشروع فيؤدي ذلك إلى اتخاذ قرار الاستثمار والعكس صحيح.

أولا: تيار الإستثمار والربح: وفي المدارس الحديثة اتخذ تحليل العلاقة بين الربح والاستثمار على المستوى الكلي شكلا أو أشكالا مختلفة، فتيار الاستثمار يتأثر فعلا طرديا بالربح على المستوى الكلي ولكنه عند التحدث عن الربح فهو أحد مكونات الدخل القومي (الدخل القومي= الربح+الأجور+الفائدة+الريع)، فإذا زاد الدخل القومي فإن هذا يعني بالضرورة أن نصيب الربح قد ازداد أيضا والعكس صحيح.

في نظرية الأرصدة الداخلية يعتمد صافي الاستثمار على مستوى الأرباح، وقدمت تفسيرات عديدة، فأوضح تيبرجن *Tinbergen* أن الأرباح المحققة تعكس الأرباح المتوقعة على نحو دقيق، وبما أنه من المسلم به أن الاستثمار يرتبط بالأرباح المتوقعة فإنه يرتبط إيجابا بالأرباح المحققة، وبالتالي فالنظرية تنظر إلى الأسعار النسبية لعوامل الإنتاج والتي بدورها تؤثر على تكاليف الإنتاج ومن ثم على الأرباح، وتقول النظرية أن المنشأة أمامها خياران للحصول على رؤوس الأموال اللازمة هما: الأرصدة الداخلية، والأرصدة الخارجية، والمنشآت تحصل على الأصول لأغراض الاستثمار من مصادر مختلفة منها:

1- الأرباح المحتجزة؛ 2- نفقات إهتلاك رأس المال؛

3- مختلف أنواع الإقراض بما فيها بيع السندات؛ 4- بيع الأسهم.

وتعتبر الأرباح المحتجزة ونفقات إهتلاك رأس المال من المصادر الداخلية للتمويل، أما المصادر الأخرى فتعتبر مصادر خارجية، وقد أثبتت الدراسات أن الحصول على الأرصدة الداخلية أفضل من الحصول على الأرصدة الخارجية لما تتميز به هذه الأخيرة من ارتفاع في التكلفة، لوجود أسواق المال وتعدد أسعار الفائدة، الأمر الذي يترتب عليه زيادة تكاليف الأرصدة الخارجية.

وقد أظهرت نظرية الأرصدة الداخلية أن المنشآت تفضل عادة تمويل استثماراتها داخلياً، وأن الزيادة المتاحة من الأرصدة الداخلية من خلال الأرباح الأعلى تؤدي إلى استثمارات جديدة، ولذلك تحجم المنشآت عن الاقتراض إلا في ظروف مواتية جداً وبالمثل فهي تعزف عن زيادة أرصدتها المالية عن طريق إصدار أسهم جديدة، حيث أن زيادة الأسهم تميل إلى تقليل الأرباح على أساس نصيب كل سهم.[1]

ثانيا: مقارنة بين نظرية الأرصدة الداخلية والمعجل: وعلى ذلك فإنه طبقاً لنظرية الأرصدة الداخلية يتحدد الاستثمار بالأرباح، أما طبقاً لنظرية المعجل المرن فإن الاستثمار يتحدد بالناتج، وبما أن النظريتين تختلفان بالنظر إلى محددات الاستثمار فإنهما تختلفان أيضاً بالنظر إلى سياسة الاستثمار فطبقاً لنظرية الأرصدة الداخلية تتضمن السياسات تخفيضات في معدل الضرائب على دخول الشركات، حيث يسمح للمنشآت بإهلاك المصانع والآلات بمعدل أسرع ومن ثم ينخفض الدخل الخاضع للضريبة للمنشآت، ومن ناحية أخرى فإن الزيادات في الإنفاق الحكومي أو تخفيضات الضريبة على الدخل الشخصي لن تؤثر مباشرة على الأرباح، ومن ثم لا تؤثر على الاستثمار، إلا في الحد الذي يزيد فيه الناتج استجابة لتغيرات الإنفاق الحكومي والضرائب لتزداد الأرباح، ويكون هناك تأثير غير مباشر على الاستثمارات.

الفرع الثالث: النظرية الكلاسيكية الحديثة للاستثمار *The Neoclassical Theory of Investment* : إن الأساس النظري للنظرية التقليدية الحديثة للاستثمار هو النظرية التقليدية الحديثة للتراكم الرأسمالي الأمثل.

أولا: عرض نظرية الكفاءة الحدية لرأس المال: تفترض النظرية أن الاستثمار يتوقف أو يعتمد على الناتج وأسعار خدمات رأس المال، وتنطلق هذه النظرية من افتراضها أن المنشأة تحاول تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح، وطالما أن الأرباح =الإيرادات – التكاليف، فلابد أن يزيد الفرق بينهما، وافترضت النظرية وجود عنصرين من عناصر الإنتاج، ولذلك فإن التكاليف تكون: $[TC = W.L + C.K]$

أما الإيرادات فتكون: $TR = P.Q$، وعليه تكون الأرباح عبارة عن: $\left[\pi = P.Q[w.L + (1 - w).K]\right]$

وستوظف المنشأة عمالا إلى الحد الذي تكون فيه قيمة الناتج الحدي للعمل يساوي الأجر أي أن:

$(P.MP_L = W)$ ، وتستخدم المنشأة رأس المال إلى الحد الذي يكون فيه قيمة الناتج الحدي لرأس المال مساوياً لتكلفته، أو بعبارة أخرى عندما تكون الإنتاجية الحدية لرأس المال مساوية نسبة تكلفة رأس المال إلى السعر أي أن:$\left[P.MP_k = .C \Rightarrow MP_k = \frac{C}{P}\right]$

وبالنسبة لعنصر العمل فالأمر لا يشكل أي صعوبة لكون الأجر يتحدد بناء على الفترة التي يتم فيها الجهد الذي يبذله العامل في نفس الفترة، ولكن الصعوبة تنشأ من استخدام رأس المال، حيث أن شراءه يتم في فترة واستخدامه يكون على فترات متباعدة مما يجعل من الصعوبة تحقق:$\left[MP_k = \frac{C}{P}\right]$.

ثانيا: تكلفة استخدام رأس المال: تركز النظرية على العنصر c من العلاقة $\left[MP_k = \frac{C}{P}\right]$ وتطلق عليها "تكلفة استخدام رأس المال"*User cost of capital*، ويتوقف استخدام رأس المال على عدد من العوامل بحيث يؤدي التغير فيها إلى تغير تكلفة استخدام رأس المال، هذه العوامل هي:

1- أسعار السلع الرأسمالية: أي تكلفة رأس المال المستخدم والتي كلما زادت تزيد التكلفة؛

2- سعر الفائدة: ويرتبط مع تكلفة استخدام رأس المال بعلاقة طردية؛

[1] – مايكل إبدجمان، **الاقتصاد الكلي**، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن، دار المريخ ، الرياض، *1988*: ص183.

3- ضريبة دخل الشركات: طالما أنها أحد التكاليف التي تتحملها المنشأة فإنه بزيادتها تزيد تكلفة استخدام رأس المال؛

4- المعدل الحقيقي لاهتلاك رأس المال: كلما زادت القيمة التي تخصص لاهتلاك رأس المال كلما زادت تكلفة الاستخدام.

وكما ذكر فإن تكلفة استخدام رأس المال تساوي قيمة الناتج الحدي لرأس المال، والإنتاجية الحدية لرأس المال تساوي معامل التناسب في الناتج المتوسط لرأس المال، أي:

$$\left[C = P.MP_k\ ;\ MP_k = \frac{\partial Y}{\partial K} = \alpha\frac{Y}{K} => C = P.\alpha\frac{Y}{K}\right]$$

إذا تكلفة استخدام رأس المال تساوي معدل التناسب α مضروبا في قيمة المتوسط لرأس المال أو تساوي بعبارة أخرى قيمة الناتج الحدي لرأس المال. ومن هذه المعادلة فإن: $\left[K = \alpha\frac{P.Y}{C}\right]$ ، أي أن الرصيد الرأسمالي يتحدد من خلال قيمة الناتج القومي، وأسعار خدمات رأس المال (تكلفة استخدام رأس المال).

في ضوء ما تقدم فإن النظرية التقليدية الحديثة قدمت نموذجا لمحددات الرصيد الأمثل لرأس المال ولم تقدم نموذجا لمحددات الاستثمار (معدل سرعة المشروع في الإنتقال من الرصيد الحالي لرأس المال إلى الرصيد الأمثل لرأس المال)، فالرصيد الأمثل يتحدد بتساوي الإنتاجية الحدية لرأس المال مع تكلفته (معدل الفائدة الحقيقي)، وعند هذه النقطة تصبح الاستثمارات الجديدة صفرا ويتوقف التراكم الرأسمالي عند هذا الحد.

الفرع الرابع: نظرية Q لتوبن ونظرية Y للاستثمار: والتي صيغت في الإطار نفسه للفكر التقليدي الجديد.

أولا: مفهوم النسبة q : حسب جيمس توبن هي القوة المحركة للاستثمار وتحسب بقسمة القيمة السوقية للرصيد القائم لرأس المال على تكلفة إحلاله، وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد الصحيح كلما كان الاستثمار مربحا بمعدل يمثل دالة متزايدة في هذه النسبة، وقد أوضح توبن أن تزايد التكلفة الحدية للإستثمار هو السبب وراء اختلاف نسبة q عن الواحد الصحيح.

نظرية q لتوبن تعتبر الجسر الرابط بين الفكرين الكينزي الجديد (نظرية المضاعف- المعجل) والنقدوي (دوال ومثلوية الاستثمار)، وتوضح وجود علاقة بين رأس المال والاستثمار في المنشأة مع قيمة أسهمها في السوق المالي، وتصاغ النظرية بـ

q =القيمة السوقية لرأس المال/تكلفة الاستبدال لرأس المال.

والأهمية النسبية لنسبة q لتوبن تعطي معلومة حول معدل الاستحداث المرتبط بمعدل الربح المتوقع وليس للربح الحالي (مع افتراض أن الأسعار الحالية تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق المالي)، فقيمة المنشأة مرتبطة بالقيمة الحالية للأرباح المتوقعة والمولدة من طرفها، وتكلفة الاستبدال لرأس المال هي القيمة الجارية لأسعار السلع الرأسمالية في سوق رأس المال.

يرتفع مؤشر q لتوبن في حال ارتفاع سعر السهم للمنشأة والذي يرتبط بدوره بالقيمة الحالية للأرباح المتوقعة التي تعتمد على الإنتاجية الحدية لرأس المال وتكون أعلى من تكلفة استبداله، والعكس بانخفاض الإنتاجية الحدية لرأس المال عن تكلفة استبدال رأس المال وانخفاض قيمة المنشأة وأسعار أسهمها، كما تؤثر معدلات الفائدة الحقيقية بارتفاع تكلفة الاستبدال عكسيا على معامل q وحجم الاستثمار.

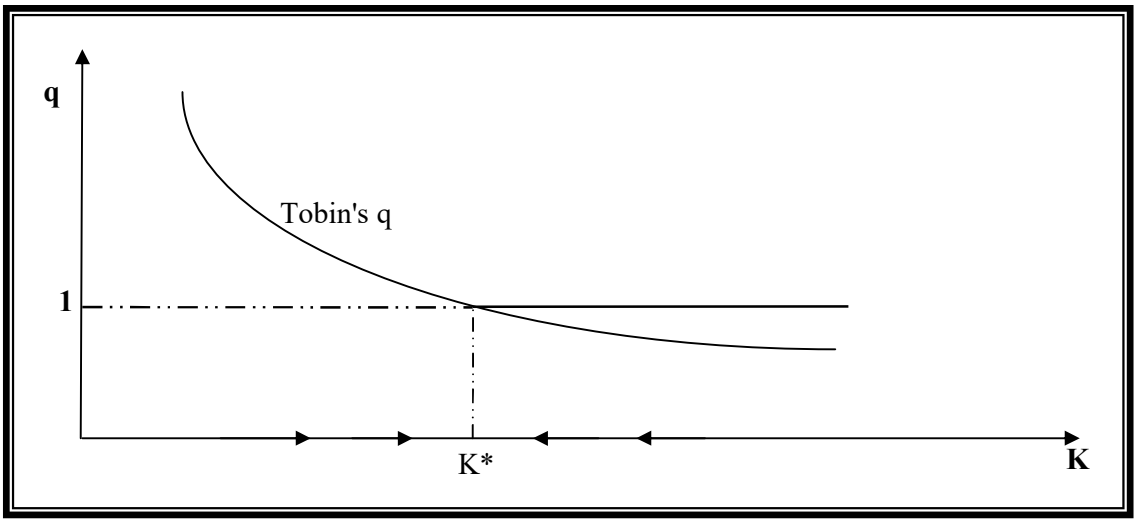
إذا كان $q > 1$ فإن $I > 0$ وفي حالة $q < 1$ يكون $I < 0$ (عدم الإحلال لاهتلاك رأس المال)، وفي حال $q = 1$ فإن $I = 0$.

ثانيا: المعامل الحديq : إن العلاقة السابقة تعبر عما يعرف بالمعامل المتوسط لـq، أما العامل المؤثر في سرعة الاستثمار فهو المعامل الحدي لـ q، والذي يبين التغير في قيمة المؤسسة مع تغير الاستثمار في رأس المال بوحدة واحدة، فلو كان $\mathcal{V}t$ قيمة السهم في سوق رأس المال في اللحظة t وكمية رأس المال المستخدمة $\mathcal{K}t$ و$\mathcal{P}$ هو السعر الجاري لرأس المال.

متوسط معامل q لتوبن: $\left[q_t^A = \frac{V_t}{P_{Kt}.K_t}\right]$ ، المعامل الحدي لـ q: $\left[q_t^M = \frac{\partial t_{/\partial K_t}}{P_{Kt}}\right]$

وتحت شرط سيادة ثبات غلة الحجم يكون المعامل المتوسط لـ q مساويا للمعامل الحدي له، ولكن ومع تغيراتها ووجود تكلفة التعديل لرأس المال (مع تغيرات كمية رأس المال المستخدمة) فإنه لزام الاعتماد على المعامل الحدي لمعرفة تأثير رأس المال الإضافي على قيمة المنشأة.

الشكل (*10*): الرسم البياني لمعامل q:



المصدر: عادل عبد العظيم، **إقتصاديات الإستثمار: النظريات والمحددات**، جسر التنمية دورية تصدر عن المعهد العربي للتخطيط، العدد السابع والستون نوفمبر 2007، على الرابط: iefpedia.com/arab/.../d8aad8b7d988d8b1-d986d8b8d8b1d98ad8a

في حال منشأة بمعامل q أكبر من الواحد فإنها تستثمر وبذلك ينخفض المعامل ويزيد رصيد رأس المال والاستثمار، وبفعل زيادة تكاليف الاستثمار ينخفض المعامل q تدريجيا، والعكس في حال كونه أقل من الواحد، وبوجود تكلفة التعديل يكون هناك رصيد أمثل لرأس المال، مع العلاقة العكسية بين رصيد رأس المال ومعامل q.

أما نظرية Y للاستثمار(*2006*):[1] حيث تمثل Y متغير العائد المتوقع للأوراق المالية، حيث إذا كان k مخزون رأس المال للمؤسسة $\left[X = \frac{I}{K} - \delta\right]$ ،وδ معدل الاهتلاك والمعادلة السابقة تمثل معدل الربح الإجمالي وتتحقق:

$$[K_{t+1} = (1 + x_t).K_t]$$

الفرع الخامس: عدم اليقين *Uncertainty* ونظريات الطلب على الاستثمار: يدخل عنصر عدم اليقين في نظريات الطلب على الاستثمار بفعل عدم قابلية القرار الاستثماري للرجوع فيه، وأساس هذه الحجة أن السلع الرأسمالية غالبا ما تمثل قرار المشروع وعادة ما تنخفض قيمتها إذا ما تقرر إعادة بيعها فإن الرجوع في القرار الاستثماري بعد تحمل تكاليف بداية المشروع يكون أكثر كلفة من الاستثمار الإيجابي.

وعلى ذلك فإن قيمة الوحدة من رأس المال يجب أن تتعدى تكلفة الشراء والتركيب بمبلغ يتساوى مع تكلفة الاستمرار في الاستثمار، ويوجد عنصر آخر لعدم اليقين وهو عدم التأكد من السياسات المتبعة كمحدد من محددات الاستثمار الخاص،

[1] - Thomas philippon,**The Y-theory of Investment**.Stern School of Business, New York University.P04.

فعندما يتم انتهاج سياسة الإصلاح يكون من الصعوبة للقطاع الخاص أن يتنبأ باستمرارية هذه السياسة، ويرجع ذلك إلى عدد من الأسباب —من ضمنها– التخوف من أن تؤدي النتائج غير المتوقعة للإصلاح إلى تغيير السياسة الجديدة أو العودة إلى السياسات السابقة، ومن ثم فإن السياسة الرشيدة من قبل المستثمرين في هذا الوقت تتطلب الانتظار لحين توفر درجة كبيرة من التيقن.[1]

ويلاحظ على الجانب التطبيقي أن الدراسات التطبيقية المتاحة في الدول النامية قامت على استخدام النظرية التقليدية الحديثة لوجود عدد من الأسباب التي تحد من استخدام أي من هذه النظريات، فمن ناحية توجد معوقات تتعلق بعدم توافر الفرضيات الأساسية التي تقوم عليها هذه النظريات كفرضية وجود سوق مالي متكامل وفرضية غياب أو محدودية الدور الحكومي في النشاط الإستثماري، ومن ناحية أخرى فإن عدم توافر البيانات للمتغيرات الإقتصادية الكلية التي يقوم عليها تطبيق هذه النظريات (كمعدل الأجر الحقيقي وتكلفة استخدام رأس المال والعائد على رأس المال والتمويل المتاح والرصيد المتاح من رأس المال) يقف عائقا أمام تطبيق هذه النظريات في الدول النامية.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار الخارجية عن المشروع: تمثل المتغيرات الكلية من خارج المشروع والتي تؤثر على نتيجته.

الفرع الأول: نظرية المعجل وأثر الدخل والناتج على الاستثمار: تمت صياغة نموذج المعجل *Accelerator Theory*أو المسارع من قبل كل من كلارك وفريش *Clarck&Frish*، حيث تمتاز دالة الاستثمار بأنها دالة حركية ويتحدد مستوى الاستثمار لفترة زمنية معينة اعتمادًا على مستوى الدخل الحالي والدخول السابقة.

أولا: مبدأ نظرية المعجل: إن نظرية المعجل تؤكد على وجود رصيد أمثل أو مرغوب أو توازني على المدى الطويل، لإنتاج كمية ما من الناتج حسب الشروط المعطاة، ومن المعروف أن مفهوم رأس المال(Kt) هو مخزون أو رصيد ($stock$)، أما مفهوم الاستثمار (It) فهو مفهوم تدفقي ($flow$) حيث: $It=\Delta Kt \quad =K_t - K_{t-1}$.

كما يمكن التفريق بين مفهومين للاستثمار:

(I^G_t) الاستثمار الإجمالي الذي يتضمن اهتلاك رأس المال، والاستثمار الصافي (I^N_t) الذي يستبعد اهتلاك رأس المال (Dt) خلال الفترة الزمنية نفسها ويمكن ربط المتغيرات السابقة ببعضها على النحو التالي:

$$I^N_t = K_t - K_{t-1} \quad \text{و} \quad I^G_t = I^N_t + Dt \quad \text{ومنه:} \quad K_t = K_{t-1} + I^G_t - Dt$$

وحين يشرع في تحديد مستوى الاستثمار، لابد من طرح التساؤلين التاليين:[2]

- ما الذي يحدد مستوى رأس المال المرغوب فيه (أي رأس المال الأمثل، أو رأس المال التوازني)؟، حيث يوجد فرق بين رصيد أو مخزون رأس المال الأمثل أو التوازني(K^*t)، ورأس المال الفعلي(Kt).
- ما الذي يحدد المعدل الذي يتم به الاستثمار حتى بلوغ مستوى مخزون رأس المال الأمثل، أي كيف يتحدد المعدل الذي يوصل في النهاية إلى الرصيد الأمثل؟، إذ يتم الحصول عادة على هذا الرصيد عبر فترات زمنية متعددة وليس خلال فترة زمنية واحدة.

---

[1] - عادل عبد العظيم، **إقتصاديات الإستثمار: النظريات والمحددات**، جسر التنمية دورية تصدر عن المعهد العربي للتخطيط، العدد السابع والستون نوفمبر 2007، متوفر على الرابط: www.arab-api.org/ar/publication/course.aspx?key=50..

[2] - **المرجع نفسه:** ص17.

ولتبسيط المعالجة، تفترض بعض النماذج أن الرصيد الأمثل أو المرغوب فيه K^*_t يتم الحصول عليه في نهاية كل فترة زمنية، أي $K^*_t = Kt$ وبالاستعانة بدالة الإنتاج تتوطد علاقة دالية بين مستوى الإنتاج (أو الناتج) ورأس المال المرغوب فيه: $Q_t = \alpha . K^*_t$ أي، عندما يزداد K^*_t، فإن مستوى الإنتاج سوف يزداد بنسبة α ، ومن العلاقة السابقة يكون:

$$\left[K^*_t = \frac{1}{\alpha} Q_t = \beta Q_t\right]$$

ثانيا: نموذج المعجل البسيط *(Naive Accelerator)*: تستند فكرة المسارع أو المعجل البسيط إلى وجود علاقة ثابتة ونسبية بين مخزون رأس المال الثابت($\mathcal{K}_t$) والناتج أو الدخل Q_t ، إذ إن زيادة الطلب على السلع الاستهلاكية تستلزم زيادة الإنتاج كما أن الزيادة في الإنتاج تستلزم بدورها زيادة في الأصول الرأسمالية أي زيادة في الاستثمار، وتسمى الزيادة التي يزداد بها الاستثمار نتيجة لزيادة الدخل القومي بوحدة واحدة بمعامل المعجل. [1]

1- مبدأ المعجل البسيط: ويعتمد مبدأ المعجل البسيط على عدم وجود طاقة إنتاجية معطلة أو فائضة، كما يتحسن تطبيقه بإدخال فترة إبطاء بين الاستثمار (المتغير التابع) والناتج أو مستوى الدخل (المتغير المستقل)، تبررها الفترة الفاصلة بين الطلب على الاستثمار وتدفق الدخل الناتج من العملية الاستثمارية، وذلك لاحتياج قرار الاستثمار إلى إعداد ودراسة قبل اتخاذه وهذا ما يسمى بالإبطاء الإداري وعند اتخاذ قرار الاستثمار، فهناك فترة فاصلة بين اتخاذ القرار الاستثماري وبدء الاستثمارات بالإنتاج، وهذا ما يسمى بالإبطاء التقني.[2]

بذلك يمكن أن تأخذ صيغة المعجل البسيط الشكل التالي: $[I^N_t = \beta . \Delta Q_{t-1}]$، فيقيس المعجل مدى استجابة الاستثمار (التغير في مخزون رأس المال) لتغيرات الناتج أو الدخل حيث تتوطد علاقة طردية بين التغير في الدخل والاستثمار، لأن ارتفاع الطلب (الذي هو في الحقيقة المؤثر على الاستثمار) يؤدي إلى رفع معدل العائد المتوقع على الاستثمار ومن ثم إلى زيادة معدل الكفاية الحدية لرأس المال[3]، مما يحمل المستثمرين إلى إضافة رأس مال ثابت إلى رصيد رأس المال الموجود سابقًا.

يشير هذا المبدأ إلى أن الاستثمار يتجه إلى التناسب مع حجم التغيرات التي تحدث في الدخل والناتج، وبافتراض أن التوسع في الناتج يؤدي إلى زيادة رأس المال بنسبة ثابتة (*الافتراض الأول للنظرية)، أي: $[K_t = \beta Y_t]$

فإذا كانت: $[K_{t-1} = \beta Y_{t-1}]$

فإنه بطرح المعادلتين يتم الحصول على: $[K_t - K_{t-1} = \beta(Y_t - Y_{t-1}) => I_t = \beta(Y_t - Y_{t-1})]$

بالإنتقال إلى المفاهيم التدفقية فالتغير في الدخل المتاح *(Disposable Income)* يمثل أحد العوامل الهامة المؤثرة على قرار الاستثمار الخاص، فزيادة الدخل الحقيقي يحفز ارتفاع مستوى الإنتاج والمبيعات ويؤدي لارتفاع الأرباح تحقيق الزيادة في حجم الاستثمار، ويطلق على هذا النوع الاستثمار المستحث أو المحفز *(Induced Investment)*، أما النوع الآخر من الاستثمار فهو المستقل ويرتبط بعوامل مستقلة عن الدخل أو خارجية مثل الابتكار التقني وأساليب الإنتاج الجديدة، والنمو

[1] - مايكل إبدجمان، **مرجع سابق** ،ص، 187.

[2] - ممدوح الخطيب الكسواني، **مرجع سابق**، ص16

[3] - السعيد بريبش، **مرجع سابق**،ص143.

السكاني أو إنتاجية عنصر العمل، وأثر ذلك على زيادة الطلب على السلع الرأسمالية، وفي هذه الحالة تصبح دالة الاستثمار الخطية كما يلي[1]: $[I = I_a + b\,Y_d]$

حيث I: الانفاق الاستثماري؛ Ia : الاستثمار المستقل عن الدخل المتاح؛

b : الميل الحدي للاستثمار من الدخل *Marginal Propensity to Invest*

$[b = \Delta I/\Delta y_d]$ أي نسبة التغير في الاستثمار الناتجة عن التغير في الدخل المتاح.

حيث أن: I_t^N هي صافي الاستثمار، فالنظرية تقوم على أساس الاستثمار الصافي وليس الإجمالي (*الافتراض الثاني للنظرية)، وتعطي العلاقة نموذج المعجل أو المسارع البسيط للاستثمار، حيث يرتبط حجم الاستثمار الصافي بتغير الناتج (ΔQt) أي أن المعجل أو المسارع البسيط β يساوي: $\left[\beta = \frac{I_t^N}{\Delta Q_t} = \frac{\Delta K_t}{\Delta Q_t}\right]$

هذا وتعتمد النظرية أيضاً على:

– أن رأس المال مستخدم الاستخدام الكامل بمعنى عدم وجود فائض في الرصيد الرأسمالي؛

– أن الرصيد الرأسمالي المرغوب فيه دائما مساوياً للرصيد الرأسمالي الفعلي في الفترة الواحدة.

الجدول (3): آلية المعجل البسيط عبر الفترات

t	Y_t	ΔY_t	β	K_t	$\Delta K_t = I_t$
1	500	-	1.5	750	-
2	550	50	1.5	825	75
3	625	75	1.5	937.5	112.5
4	725	100	1.5	1087.5	150
5	800	75	1.5	1200	112.5
6	850	50	1.5	1275	75
7	875	25	1.5	1312.5	37.5
8	900	25	1.5	1350	37.5
9	900	0	1.5	1350	0

المرجع: من إعداد الطالب من خلال مفهوم المعجل البسيط

***2*– مثال:** يتزايد الناتج (المتغير المستقل) خلال السنوات التسعة من *500* وحتى يصل إلى *900* حيث يوضح مقدار التغير في الدخل أو الناتج في كل فترة أو بين الفترة الزمنية والتي قبلها.

وما يهم هنا هو صافي الاستثمار والذي يتزايد من الفترة الأولى وإلى الفترة الخامسة لتزايد الناتج بمعدل متزايد، ثم يبدأ بعد ذلك بالتناقص بسبب تزايد الناتج بمعدل متناقص، أما بالنسبة للفترة التاسعة فلا يكون فيها أي تغيير بمعنى أن صافي الاستثمار أو التغير في الرصيد الرأسمالي هو تغير مضاعف الاستثمار يساوي الصفر، ويكون صافي الاستثمار أو التغير في الرصيد الرأسمالي هو تغير مضاعف للتغير الذي حدث في الناتج حيث أن المعجل =*1.5* مرة.

***3*– فرضيات المعجل البسيط:** إن نظرية المعجل البسيط قامت على عدد من الفروض التي وجهت إليها الانتقادات لعدم واقعيتها كالتالي:

[1] - محمود حسن صوان، **مرجع سابق**: ص ص: *131-132*.

- أن مبدأ المعجل ينطبق فقط على الاستثمار المولد وليس الاستثمار الذي يتحدد من خلال عوامل خارجية؛

- فرض ثبات نسبة رأس المال للناتج فرض غير واقعي لأنها لا تكون ثابتة بل تتوقف على عدد من العوامل كسعر الفائدة وتكلفة الحصول على رأس المال،كما يمكن إحلال قدر من العمالة مكان رأس المال، كما أن التقدم العلمي والتكنولوجي يؤدي إلى تغير العلاقة بين رأس المال والإنتاج؛

- إن الرصيد الرأسمالي المرغوب فيه = الرصيد الرأسمالي الفعلي في الفترة نفسها، وهذا أيضاً افتراض غير واقعي حيث أنه لابد من مرور فترات زمنية طويلة حتى يتحقق التوازن بينهما، وبالتالي لا يتعمد صافي الاستثمار على الناتج الحالي بل على سنوات ماضية؛

- افتراض الاستخدام الكامل لرأس المال حيث يكون هناك فائض والمتمثل في المخزون، خاصة في حالة أو فترات الكساد، ويفترض المعجل عدم وجود طاقة عاطلة، في حين الزيادة في الإنتاج تعمل على تشغيل الطاقة العاطلة دون حاجة إلى زيادة رأس المال أي زيادة الاستثمار المولد، وعلى ذلك ترتبط الزيادة في الإنتاج في الزيادة في التشغيل وليس بزيادة الطلب على رأس المال؛

– الإحلال والاستثمار يعتمد على توقعات طويلة الأجل وليس على تقديرات جارية في الإنتاج.

بشكل عام يمكن الاستفادة من المعجل بما قدمه عن مساهمة الاستثمار المولد مع الاستثمار المستقل في زيادة مستوى الدخل التوازني إضافة الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة والعوامل التي تؤثر على توقعات المستثمرين، ونظراً للانتقادات والقصور النسبي لنظرية المعجل البسيط ظهرت نظرية المعجل المرن كبديل.

ثالثا: نموذج المعجل المرن *Flexible Accelerator Theory*: بينت كثير من الدراسات التطبيقية أن تقديرات المعجل البسيط تقديرات غير معنوية فبين كوزنتس أن القيمة المقدرة لـ β تقل كثيرًا عن القيمة المتوسطة المقاسة بـ K/Q لذلك اقترحت صيغة المعجل المرن بدلا من المعجل البسيط، بدلا من افتراض أن مخزون رأس المال(Kt) يتناسب مع (Qt) و $(Qt-1)$، وإنطلاقًا من علاقة المعجل البسيط يفترض نموذج المعجل المرن أن مخزون رأس المال يتناسب مع متوسط مرجح للناتج الحالي والنواتج السابقة $(Qt, Qt-1, ..., Qt-k, ...)$ بحيث يعطى لكل سنة وزنا متناقصا في هذا المتوسط، واقترح كويك سلسلة هندسية بترجيحات متناقصة حيث$0<\lambda<1$ ، وغالبًا ما تكون قريبة (λ) من الواحد[1]، مع اعتماد فترة إبطاء $[K_t = \beta . Y_{t-1}]$

تبين نظرية المعجل المرن أن الرصيد الرأسمالي في هذه الفترة لا يعتمد على ناتج هذه الفترة إنما على الفترات السابقة إلا أنه بفعل عوامل فنية ومؤسسية وقانونية فإن المستثمر لا يستطيع تغطية كل الفرق بين الرصيد الأمثل لرأس المال والرصيد المتوفر فعليا، ولا يتم تغطية إلا نسبة λ من رصيد رأس المال المرغوب في كل فترة من اتخاذ القرار الاستثماري.

ويكون الاستثمار للفترة المعنية كما يلي: $[I_t = \lambda(K_t^* - K_{t-1}) => I_t = \lambda(\beta . Y^* - K_{t-1})]$

حيث أن K^* هي الرصيد الرأسمالي المرغوب فيه. ويطلق على λ في هذه النظرية معامل التعديل *Adjustment Coefficient*.

[1] - ممدوح الخطيب الكسواني، **مرجع سابق**: ص20.

إن التساوي بين الرصيد الفعلي والرصيد المرغوب فيه لا يتحقق إلا بعد فترة زمنية هي فترة الإبطاء، فإذا كان هناك طلب استثماري فلن تتحقق زيادة في الرصيد الرأسمالي إلا في الفترة اللاحقة، بداية يكون الناتج مساوياً للطلب وعليه يكون التغير في المخزون مساويا الصفر.

رابعا: تداخل مبدئي المضاعف والمعجل والمضاعف الأكبر: إن مبدأ المعجل يستعمل خاصة لتوضيح بعض جوانب عملية النمو الاقتصادي، ولذلك يتجنب استعماله بصفة آلية وشكل ميكانيكي لأنه في الواقع لا يوفر إلا شروحات جزئية للتغيرات في الاستثمار حيث أنه لا يأخذ بالاعتبار الاستثمار الصافي المستقل عن الدخل واستثمار تعويض اهتلاك رأس المال، علما أن الاستثمار الإجمالي يساوي مجموع هذين الأخيرين:$[I_G = \mathrm{I_N} + I_R]$.

حيث $I_{\mathcal{N}}$ تمثل الاستثمار الصافي المستقل عن الدخل، و$I_{\mathcal{R}}$ الاستثمار التعويضي، وبما أن الاستثمار التعويضي نسبة من رأس المال $[I_R = \delta K]$ ، وبما أن $[K = \beta Y]$ حسب نظرية المعجل فإن $[I_R = \delta . \beta Y]$.

بالتعويض في عبارة الاستثمار العام:$[I_G = \mathrm{I_N} + \delta . \beta Y]$.

وبما أن: $[Y = C + I \ ; \ C = c_0 + bY]$فإن: $[Y = c_0 + bY + \mathrm{I_N} + \delta . \beta Y]$

ويتم الحصول على: $\left[Y = \frac{(c_0 + \mathrm{I_N})}{(1-b-\delta.\beta)} \Rightarrow \frac{\partial Y}{\partial I_n} = \frac{1}{(1-b-\delta.\beta)} = \frac{1}{(s-\delta.\beta)} = \boldsymbol{k_{sup}}\right]$.

إن k_{sup} يعرف باسم المضاعف الأكبر لأن طرح الثابت$[\delta . \beta]$ من المقام يؤدي إلى زيادة أكبر في الدخل أو الناتج وهذا أثر المضاعف، ما يشجع الطلب وعن طريق الحركة التراكمية التي تنتج عن الزيادة الأولية في الإنفاق من خلال الزيادة المتتابعة في الاستهلاك التابع وفي الدخل إلى زيادات متتالية في الاستثمار التابع (المحرض أو المحفز) وهو أثر المعجل، ما يؤدي لعمل المضاعف من جديد[1]، وتستمر الحركة التراكمية بفعل التداخل بين المضاعف والمعجل من خلال المضاعف الأكبر للوصول إلى حالة الاستخدام الكامل للعمل ورأس المال.

خامسا: نظرية التكيف الجزئي للاستثمار: يعتبر امتدادا لنموذج المعجل المرن ففي نموذج المعجل المرن افترض أن الرصيد الأمثل أو المرغوب لرأس المال ($\mathcal{K}^*$) يتم الحصول عليه في نهاية كل فترة زمنية، أي: $(\mathcal{K}^* t = \mathcal{K} t)$ واعتقد البعض أن هذا الافتراض من أسباب الأداء السيئ لنموذج المعجل البسيط لذلك فإن الافتراض الأكثر عقلانية يكون بجعل $(\mathcal{K} t^* \neq \mathcal{K} t)$ وبافتراض أن الاستثمار الفعلي الحالي$[I_t^N = K_t - K_{t-1} = \Delta K_t]$، نسبة λ من$[K_t^* - K_t]$ وتماثل هذه النتيجة صيغة المعجل المرن.

وينتج عن استخدام نموذج التكيف الجزئي لرصيد رأس المال، زيادة متغير متباطئ في الطرف الأيمن من المعادلة ويتوقع أن يؤدي إدخال هذا المتغير إلى تحسن في أداء النموذج، ومما يذكر فإن النتيجة النهائية لنموذج التكيف الجزئي تماثل التعديل الذي يطرأ على دوال الاستثمار من خلال التوقعات المتكيفة أو المرتدة (*Adaptive Expectations*) والمتلخصة في إدخال المتغير المتباطئ في دالة الاستثمار.[2]

الفرع الثاني: النماذج الحديثة للاستثمار والناتج الكلي (الدخل): توجد علاقة ارتباط مباشرة وراسخة بين الدخل والاستثمار فعملية الانتقال من مستوى إنتاج عام إلى مستوى آخر أعلى منه يتطلب زيادة في الإنفاق الاستثماري الهادف

[1] - السعيد بريبش، **مرجع سابق**، ص146.

[2] - ممدوح الخطيب الكسواني، **مرجع سابق**: ص24.

إلى توسيع الطاقة الإنتاجية القائمة، والزيادة فيه تعطي المستثمر قدرة أكبر على التمويل الذاتي الذي يؤدي تكاثره إلى استمرار في تطوير الطاقة الإنتاجية.[1]، ويمكن إبراز أهم النماذج التي تربط الاستثمار بالنمو ومؤشرات أخرى كمايلي:

أولا: نموذج هارود – دومار *Harrod Domar* في إطار نظرية *Keynes* : ولقد بدأت محاولات تكييف نظرية كينز لتحليل مشكلات تحديد الإنتاج في نهاية الثلاثينات، متجسدة في نموذج راي هارود *Ray Harrod* بصياغة المبادئ الأساسية للنظرية الديناميكية، وظهرت أعمال أكبر الكينزيين الأمريكيين "هانسن" الذي اشتهر بتطوير نظرية الركود، وفي نفس الوقت تقريبا ظهرت في أوروبا مقالات دومار *Domar* في تحليله للنمو الاقتصادي.

1- صيغة النموذج: اهتم هارود في فكر كينز بتحديد معدل النمو اللازم من فترة لأخرى، والذي يكفي للمحافظة على مستوى التشغيل الكامل، وبدون تحقيق هذا المعدل من النمو في الدخل القومي، فإن الطاقة الإنتاجية والعمل في الاقتصاد ستعطل أو تستخدم بأقل من طاقتها ويقول هارود " عند دراسة الاقتصاد المتنامي يجب دراسة العلاقات المتبادلة التي تظهر مع تنامي العناصر الأساسية الثلاثة: قوة العمل وكمية المنتجات أو الدخل بالنسبة للفرد الواحد من السكان، وحجم رأس المال المتاح"،[2] وتدرس هذه العلاقات على أساس وضع معادلات إجمالية للنمو الاقتصادي، تقوم على ربط وتأثر النمو بمعدل تراكم رأس المال.

ولقد عبر نموذج *Domar-Harrod* رياضيا عن معدل النمو اللازم للمحافظة على مستوى التشغيل الكامل كما يلي:

إذا كان : G : يمثل معدل النمو، S : يمثل الادخار في فترة ما.

Y : الدخل القومي في نفس الفترة، K : معامل رأس المال / الدخل.

فإن معدل النمو يكون كما يلي : $\left[G = \frac{S}{Y}.\frac{1}{K}\right]$

ووفقا لهذا النموذج فإن معدل الادخار $\left[\frac{S}{Y}\right]$ ، ومقلوب [رأس المال / الدخل] $\left[\frac{1}{K}\right]$ هما العاملان المتحكمان في معدل النمو.

ويبين معامل (رأس المال/الدخل) العلاقة بين ما يستثمر وبين ما ينتج عنه من دخل، أي ما يجب أن يستثمر من رأس المال لتحقيق زيادة معينة في الدخل ومن هنا تبرز أهمية نموذج هارود – دومار في تحديد معدل الاستثمار (نسبة الادخار إلى الدخل) الضرورية لتحقيق نسبة معينة من النمو الاقتصادي.

كما يبين هذا النموذج، إمكانية زيادة معدل النمو الاقتصادي بطريقة تخفيض معامل رأس المال/الدخل، أو بطريقة زيادة معدل الاستثمار (نسبة الادخار إلى الدخل).

ويعتبر دومار -كما يعتبر كينز-أن مشكل الرأسمالية يتمثل أساسًا في أزمة البطالة، وتقول النظرية الكينزية بأنه في الفترة القصيرة فإن التشغيل الكامل يتحقق لما يكون الإستثمار كافي لجعل الدخل عند مستوى التشغيل الكامل، زيادة الدخل تؤدي إلى زيادة الإدخار الإجمالي عن مستوى الإستثمار الأولي، ولكن هذا الشرط للتوازن على المدى القصير لا يضمن توازن النمو، لأن للإستثمارات أثرين:[3]

- أثر الدخل أو الأثر الكينزي يعطي أهمية للمضاعف: $\left[\Delta I.\frac{1}{s}\right]$

---

[1]- حازم الببلاوي، **دليل الرجل العادي إلى تاريخ الفكر الإقتصادي**، دار الشروق، القاهرة، 1995، **ص**140 .

[2] - عبد القادر بابا، **مرجع سابق**،ص*21*.

[3] – عبد الحكيم سعيج، **الناتج الوطني والنمو الاقتصادي دراسة اقتصادية قياسية للنمو– حالة الجزائر** 1974-1999، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة الجزائر 2001،ص ص: 58-61.

هذا يعني أن أثر الدخل دالة عكسية للمعدل الحدي للإدخار "s" ودالة مباشرة لتغير الإستثمارات.

- أثر السعة (Ω) حيث(Ω) الإنتاجية الحدية لرأس المال الجديد ولتكن : $\left[\Omega = \frac{\Delta Y}{\Delta K}\right]$

وبالتالي فإن حاصل ضرب (Ω) في الإستثمار المحقق (I) هو ($\mathrm{I}.\Omega$) يقيس زيادة سعة الإنتاج أو أثر السعة، وشرط التوازن في السوق هو لما يغطي الدخل الجديد الناتج عن زيادة الإستثمار المواد الإضافية المنتجة نتيجة زيادة السعة وهذا يعني تساوي أثر السعة مع أثر الدخل:$\left[\frac{\Delta \mathrm{I}}{s} = \mathrm{I}.\Omega => \frac{\Delta \mathrm{I}}{\mathrm{I}} = \mathrm{s}.\Omega\right]$

ويمكن أن يحدث لاتوازن كمايلي :

– لاتوازن تضخمي: ويحدث " إذا كان أثر الدخل أكبر من أثر السعة أي: $\left[\frac{\Delta I}{I} > s.\Omega\right]$ "؛

– عدم توازن إنكماشي : وهو عندما يكون أثر السعة أكبر من أثر الدخل وهي الحالة الأكثر إحتمالاً للوقوع.

2– تقييم نموذج *Harrod Domar*:[1] وجهت عدة انتقادات لنموذج هارود–دومار، ومنطلقها الأساسي صعوبة وجود فروضه في الواقع العملي:

– افترض النموذج أن الادخار نسبة ثابتة من الدخل، وقد أغفل أن الادخار يتوقف على عوامل أخرى غير الدخل، وذلك لاختلاف دوافع تفضيل الادخار عن السيولة النقدية، فدافع الادخار في القطاع العائلي يختلف عن دافع الادخار في القطاع الحكومي أو قطاع الأعمال؛

– افترض النموذج أن معامل رأس المال والعمل للناتج ثابتة، ولم يتعرض إلى التقدم التكنولوجي الذي يؤثر في هذه المعاملات عبر تأثيره في الإنتاجية؛

– أغفل نموذج هارود– دومار العالم الخارجي، بحيث أنه يعتبر أن الاقتصاد مغلق، إذ عن طريق الاستثمارات الأجنبية يمكن تحقيق وفرة في رأس المال؛

– رغم عيوب فرضيات النموذج، إلا أن النموذج أفاد في إلقاء الضوء على عنصرين هامين في عملية التنمية، وهما الحاجة إلى وجود مدخرات، وكذلك أهمية الاستفادة بقدر الإمكان للموارد الرأسمالية النادرة.

في نموذج النمو الذي اقترحه (*Lucas 1988* و *Pagano1993*) الإنتاج في الاقتصاد مرتبط بكمة رأس المال والعمل ومستوى التطور التقني، وبافتراض نمو عمالة ونمو تقني ثابت، وحسب قانون تناقص العائد الحدي مع ارتفاع استخدام رأس المال ناتج عن مستوى ادخار أعلى وهو ما يدعم نموذج النمو الداخلي من خلال زيادة التمويل حيث: [2]

$$[K_{t+1} = I_t + (1-\delta).K_t]$$

δ : معدل الاهتلاك لرأس المال.

$$g = \frac{\Delta K}{K_t} = \frac{K_{t+1}-K_t}{K_t} = \frac{I_t+(1-\delta).K_t-K_t}{K_t} = \frac{I_t+K_t-K_t-\delta.K_t}{K_t} = \frac{I_t-\delta.K_t}{K_t} = \left[\frac{I_t}{K_t} - \delta\right]$$

ومنه فإن النمو الاقتصادي من وجهة النظر الكلية مرتبط بنسبة الاستثمار لرأس المال.

ثانيا: نموذج سولو *Solow*: وباستخدام دالة كوب دوغلاس وبإدخال عنصر مرونة الإنتاج بالنسبة لرأس المال:

$$\left[\mathrm{Y} = \mathrm{A}.\mathrm{L}^{\alpha}.K^{\beta}\right]$$

حيث $\mathcal{Y}$ مستوى الناتج الكلي، $\mathcal{A}$: العامل التقني، $\mathcal{K};\mathcal{L}$ العمل ورأس المال على التوالي، $\beta;\ \alpha$ مرونة الإنتاج بالنسبة للعمل ورأس المال على التوالي.

[1] - **المرجع نفسه**: ص22.

[2] - James Ang, **Financial development and economic growth in malaysia**; Routledge publishing ; Oxon; U.K;2009:P17.

$$\left(MP_K = \frac{\Delta Y}{\Delta K} => \Delta Y = MP_K.\Delta K\right)$$

بقسمة الطرفين على $\mathcal{Y}$ وضرب وقسمة الطرف الأيمن على $\mathcal{K}$: $\left(\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{MP_K.\Delta K}{Y}.\frac{K}{K}\right)$

ومن تعريف المرونة الإنتاجية بالنسبة لرأس المال $\left(\beta = \frac{\Delta Y}{\Delta K}.\frac{K}{Y} = MP_K.\frac{K}{Y}\right)$ فإن: $\left[\boldsymbol{g = \frac{\Delta Y}{Y} = \beta.\frac{\Delta K}{K} = \beta.\frac{I}{K}}\right]$

أي أن النمو الاقتصادي مرتبط بإنتاجية رأس المال ومستوى الاستثمار إلى رصيد رأس المال،[1] وهذا يربط النمو الاقتصادي معبرا عن القيمة المضافة للقطاع الحقيقي يرتبط بإنتاجية رأس المال المستثمر ومن ثم ضرورة ربط تمويل رأس المال بإنتاجيته ومن ثم الدائرة النقدية والحقيقية من خلال معدل عائد المشاركة وليس معدل الفائدة.

ويتم فيما بعد ربط تكلفة رأس المال بعلاقة مباشرة مع إنتاجية المنشأة من رأس المال دون وجود لمعدل الفائدة في نموذج النمو الاقتصادي الكلي أو إنتاجية المنشأة.

كما توصل التحليل الكلاسيكي الجديد (*Neo - Classic*) لعوامل النمو الاقتصادي، بواسطة دوال الإنتاج من نماذج كوب دوغلاس استنتاج بأن الدور الحاسم في رفع معدلات النمو في الرأسمالية المعاصرة، يرجع إلى التقدم التقني أو ارتفاع فعالية عوامل الإنتاج، ولقد آثار صولو *Solow* في هذا الصدد باعتماده على دالة كوب دوغلاس أن التكنولوجيا المتضمنة في السلع الرأسمالية ستؤدي إلى زيادة الإنتاجية، وبهذا أعطى صولو ثقلا لعنصر التكنولوجيا في زيادة الإنتاجية، وبالتالي معدل النمو.

ثالثا: نموذج ميد: قدّم يوهان ميد *J.Mead* نموذجه كمحاولة لتوضيح مدى إمكانية تحقيق النمو المتوازن حسب النظام الإقتصادي الكلاسيكي .ويرى ميد أن إنتاج مختلف السلع يعتمد على أربعة عناصر وهي المخزون الصافي لرأس المال (K) والقدر المتاح من قوة العمل (L)، القدر المتاح من الأرض و الموارد الأخرى (N)، الزمن (T) المؤثر على الفن التكنولوجي.

1- عرض النموذج: بالرجوع إلى دالة الإنتاج، وباستخدام الأسلوب الرياضي:

$$\left[Y = f(K,L,N,T) => \Delta Y = k.\Delta K + l.\Delta L + \Delta \acute{Y}\right]$$

بافتراض أن N : ثابت، k: الناتج الحدي لرأس المال، W: الناتج الحدي لقوة العمل، $Y^{/}$: مستوى الإنتاج عند تغير المستوى التكنولوجي.

وبقسمة طرفي المعادلة على (y) : $\left[\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{k.\Delta K}{Y} + \frac{W.\Delta L}{Y} + \frac{\Delta Y/}{Y} => \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{k.K}{Y}.\frac{\Delta K}{K} + \frac{W.L}{Y}.\frac{\Delta L}{L} + \frac{\Delta Y/}{Y}\right]$

حيث: $\left[\frac{\Delta Y}{Y}\right]$ معدل النمو النسبي في الناتج الإجمالي Y؛ $\left[\frac{\Delta K}{K}\right]$ معدل النمو النسبي لرأس المال؛

$\left[\frac{\Delta L}{L}\right]$ معدل النمو النسبي في قوة العمل؛ $\left[\frac{\Delta Y/}{Y}\right]$: معدل النمو النسبي في التقدم التقني؛

ومنه تصبح المعادلة بالشكل : $\left[\mathrm{Y} = \frac{\mathrm{k.K}}{\mathrm{Y}}.\varphi + \frac{\mathrm{W.L}}{\mathrm{Y}}.\mathrm{l} + \mathrm{r}\right]$

وبوضع : $\left[U = \frac{k.K}{Y}\right]$: الناتج الحدي النسبي لرأس المال .

$\left[Q = \frac{W.L}{Y}\right]$: الناتج الحدي النسبي للعمل .

و حيث: $\left[\varphi = \frac{\Delta K}{K} = \frac{s.Y}{K}\right]$

ويفترض في الفترة القصيرة ثبات المستوى التكنولوجي ومعدل نمو قوة العمل ومنه تصبح: $[Y = k.s]$.[2]

---

[1]- Robert Barro**, Macroeconomics; A modern approach**, Thomson higher education.Ohio.USA.2008.PP;64-65.
- Glenn Hubbard; Anthony O'Brien; Matthiew Raffert; **Macroeconomics**:2nd edition;Pearson education; Essex; UK;2014 .P246.

[2] – عبد الحكيم سعيج، **مرجع سابق**، ص ص:58-61.

2- خلاصة نموذج ميد: يعتبر ميد أن الناتج الوطني الحقيقي هو دالة لمستوى إستخدام رأس المال وقوة العمل ومستوى المعرفة الفنية و التقنية بينما يعتبر ثبات القدر المتاح من الموارد الطبيعية الأخرى، كما يرى ميد أن :

-نمو الناتج الحقيقي يتوقف على التغيرات في الإنتاجية الحدية، أي أن الإنتاجية الحدية للعناصر تزداد، وأن جميع التغيرات التقنية تؤدي إلى تغيرات إيجابية على إنتاجية الوحدة.

-التغيرات في عناصر الإنتاج (كمياتها) هي أساس عملية النمو ويبدأ النمو حسب ميد عندما يتساوى معدل نمو مخزون رأس المال مع معدل نمو الدخل الوطني، لأنه يعتبر أن الفنون الإنتاجية تبقى ثابتة في الفترة القصيرة وكذلك معدل نمو اليد العاملة، وبالتالي فإن النمو يتحقق في هذه الحالة بنمو مخزون رأس المال، حيث أن الإنتقال من منحنى الدخل الأسفل إلى منحنى الدخل(الناتج) الأعلى في البيان يكون بواسطة المستوى التكنولوجي واليد العاملة، بينما شكل المنحنى راجع إلى معامل رأس المال، ويكون النمو متوازناً عند تقاطع منحنى الناتج الأعلى وخط $(45°)$، أي المستوى الذي يتساوى فيه نمو رأس المال ونمو الدخل الوطني.

رفض كالدور إستعمال دالة الإنتاج العادية ويرى وجوب أن تحل محلها دالة التقدم التكنولوجي التي تعتمد على تراكم رأس المال. حيث يرى أن النمو الحاصل في الإنتاج دالة في معدل تزايد رأس المال أي :

$$\left[\frac{1}{Q}.\frac{dq}{dt} = h\left(\frac{1}{k}.\frac{dk}{dt}\right)\right]$$

حيث Q : مستوى الإنتاج.

رابعا: نموذج كالدور للاستثمار والنمو الاقتصادي: عند التوازن: $(S = I = K_{t+1} - K_t)$

ويكون رأس المال بالصيغة التالية: $\left(K_t = \alpha Y_0 + \beta.\frac{\pi_0}{K_0}.Y_0\right)$ حيث:α وβ ثوابت لتغيرات رأس المال المرتبطة بالدخل والربح (يتضمن معدل الفائدة حسب كالدور) ويكون الاستثمار:

$$\left[I = K_{t+1} - K_t = g.\frac{K_1}{Y_1} + \acute{\beta}.\left(\frac{\pi_1}{K_1} - \frac{\pi_0}{K_0}\right)\right]$$

فالاستثمار هو الفرق بين رصيد رأس المال المرغوب والحال، ويساوي النمو في الدخل مضروبا في نسبة رأس المال المرغوب على الدخل الحالي مضافا إليها التغير في نسبة الربح $(\acute{\beta})$ مضروبة في التغير في نسبة الربح إلى رأس المال،[1] فهذا النموذج يربط بين النمو الاقتصادي والربح ومستوى رصيد رأس المال.

الفرع الثالث: التقدم التقني وعوامل أخرى وبناء دالة الاستثمار: الثمرة التي ينتظرها أي مشروع من عملية التقدم التقني تتمثل في رفع مستوى كفاءته الإنتاجية، أو تحقيق الحجم نفسه من الناتج بنفقات أقل أو مستوى أكبر من الناتج عند مستوى النفقات نفسه،كما أن بعض أنماط التقدم التقني تقرن بظهور صناعات جديدة وإنتاج سلع جديدة.

وهناك مجموعة أخرى من العوامل التي تحدد مستوى الاستثمار الكلي منها التغيرات في الطلب الخارجي على السلع المصدرة سواء كانت هذه التغيرات تخص الحجم أو هيكل الصادرات، إضافة إلى السياسات الضريبية، ومن بين التغيرات الأذواق والتي تقترن غالبا بالتغيرات الحضارية والتقنية والتي تؤدي إلى اضمحلال بعض الصناعات وانكماش تيار الاستثمار

[1] - John King; **Economic growth in theory and practice (The international library of critical writings in economics)**, Edward Elgar; Hants, UK, 1994.PP:119-120.

فيها بصفة مستمرة ،كما تؤدي إلى نشأة بعض الصناعات الجديدة ومن ثم نمو تيار الاستثمار فيها بصفة مضطردة ،كما أن الاستقرار السياسي عاملا مهما في محددات الاستثمار. [1]

الفرع الرابع: محددات الإستثمار الخاص في الدول النامية: أما عن نتائج الدراسات التطبيقية دراسة *Oshikoya* 1994 التي قدمت تحليلا تفصيليا لمحددات الاستثمار الخاص خلال حقبة السبعينات والثمانينات في بعض الدول الافريقية، ودراسة *Merven 1998* التي أجريت على *94* دولة نامية خلال الفترة *1970-1995*، ودراسة *Marion&Aizenman 1999* التي أجريت على *46* دولة نامية خلال الفترة *1970-1992* إلى النتائج التالية: [2]

- التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يؤثر تأثيرا قويا موجبا على الاستثمار الخاص؛
- الاستثمار العام الحكومي يؤثر تأثيرا إيجابيا سواء في الدول ذات الدخل المتوسط أو المنخفض، ولكن يظهر هذا التأثير بدرجة أكبر في الدول متوسطة الدخل بالنسبة للاستثمار العام في مشروعات البنى التحتية؛
- تفاوت تأثير سعر الصرف ومستوى التضخم على الاستثمار الخاص حسب مستوى الدخل، فيكون تأثيرهما إيجابيا في الدول متوسطة الدخل في حين كان التأثير سلبيا في الدول ذات الدخل المتدني؛
- عدم الاستقرار الاقتصادي وانتشار ظاهرة عدم اليقين تؤثر سلبيا على الاستثمار الخاص ارتفاع نسبة خدمة الدين ذات تأثير سلبي على الاستثمار الخاص؛
- الدور الإيجابي القوي نسبيا للمعجل أو التغير في الدخل على الاستثمار ا لخاص؛
- معاملات الانحدار توفر تقديرات حول مدى استجابة الاستثمار لتغيرات محدداته، هذه المعاملات تتغير مع إضافة كل متغير آخر مؤثر.

المطلب الرابع: الاستثمار ودالة الإنتاج: علم الاقتصاد التحليلي يقوم بتبسيط النموذج الاقتصادي الذي يحاول أن يصف كل جوانب الظاهرة وحذف كل التفاصيل غير الضرورية مما يسمح بالتركيز على السمات الجوهرية للواقع الاقتصادي الذي يحاول فهمه.

الفرع الأول: نظرية الإنتاج وغلة الحجم: يهدف المشروع الخاص من وراء قيامه بالعملية الإنتاجية في الاقتصاديات المختلفة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف.

أولا: توازن المشروع: إذا وصل المشروع لتحقيق أهدافه كان المشروع في حالة توازن، والمراد تحقيق أفضل ربح ممكن، أو أدنى تكلفة ممكنة عند حجم إنتاجي معين، وتدعى الكمية المنتجة بكمية التوازن والسعر الذي تباع به الكمية بالسعر التوازني، ولظروف السوق دور مهم في تحديد وضع التوازن للمشروع من خلال التأثير على أسعار وحجم المنتجات وعن طريق تلاقي قوى العرض والطلب، وتكاليف الإنتاج إيرادات بالنسبة لعناصر الإنتاج، وتساهم إيرادات المشروع ونفقاته في

---

[1] - عادل عبد العظيم، **دالة الاستثمار الخاص في الاقتصاد المصرفي**، المعهد العربي للتخطيط 30/04- 2005/05/04: متوفر على الرابط:
iefpedia.com/**arab**/.../d8aad8b9d8b1d98ad981-d8a7d984d8a7d8b

[2]-Jhon Heim**; The investment function: determinants of demand for investment goods**; working paper -rensselaer polytechnic institute. new york 2008.p14

وفي حالة الولايات المتحدة الأمريكية وللفترة *1960-2000* وبأخذ الاستثمار كمتغير تابع، وتغيرات الدخل (المعجل) كأحد العوامل المفسرة بنسبة تمثل *80%* من إجمالي تأثير محددات الاستثمار إضافة إلى تغيرات الفائدة والربحية وتغيرات الصرف وأسعار الواردات والإنفاق الحكومي وتمثل في *10 %* من باقي المحددات في الاستثمار.

تحديد توازنه في ظل الأسواق المختلفة، وتحديد نتيجته (الربح) إيجابا أو سلبا، وتتوقف قدرة المشروع على الاستجابة للتغيرات في ظروف السوق والطلب وبالتالي وضعه التوازني على الفترة الزمنية اللازمة لاستيعابها والتفاعل معها.[1]

وزيادة الدخل دافع للمشروعات العاملة في السوق لزيادة طاقتها الإنتاجية لمواجهة احتمالات الزيادة في الطلب بسبب زيادة الدخل، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع مستوى الاستثمار الصافي لزيادة الطاقة الإنتاجية، نظرا لتوقع أصحاب المشروعات زيادة المبيعات والعكس، أما ثبات مستوى الدخل فسبب في ثبات المشروعات على استثماراتها وقصرها على إحلال رأس المال المهتلك.

ثانيا: دالة إنتاج المشروع: لا زالت دوال الإنتاج تعتبر الركيزة الأساسية في نظرية الإنتاج والدراسات التطبيقية عن الإنتاجية فعلى الرغم من أن دراسة واستخدام دالة الإنتاج يتم على المستوى الاقتصادي الجزئي، إلا أنه يمكن الاستفادة منها على المستوى الاقتصادي الكلي من خلال تحديد المدخلات اللازمة لتحقيق مستوى إنتاج معين، وتحديد المستوى التكنولوجي السائد في العملية الإنتاجية.

تعرف دالة الإنتاج على أنها تعبير عن تلك العلاقة بين المدخلات والمخرجات ودراسة دالة الإنتاج تحتل المرتبة الأولى في الأهمية من حيث المضمون المباشر وغير المباشر في النظريات على المستوى الكلي، وذلك بسبب:

1. توضح العلاقة بين مدخلات السوق وبضائع وسلع السوق؛

2. هي المدخل للاستثمار الكلي، ويمكن من خلالها اختيار حجم الإنتاج المناسب والذي يتلاءم مع دالة الاستثمار؛

*3.*تقدم الجزء الأساسي لدراسة توزيع الدخل، لأنها تعمل على إظهار التوزيع المنبثق عن الإنتاج، الذي هو أصلا منبثق عن دالة الإنتاج نفسها؛

4. يمكن الاعتماد عليها في بيان الصناعة ذات الكثافة العمالية أو الرأسمالية، وذلك من خلال قسمة مرونة الإنتاج بالنسبة للعمل على مثيلتها لرأس المال، فإذا كانت النتيجة أكبر من الواحد الصحيح فان الصناعة تكون كثيفة العمل، أما إذا كانت أقل من الواحد فهي ذات كثافة رأسمالية فعند القول مثلا أن الصناعة كثيفة العمل، فهذا يعني أن حصة العمل من قيمة الإنتاج أكبر من حصة رأس المال، مما يعني اعتماد الصناعة على عنصر العمل أكثر منها على عنصر رأس المال.[2]

ثالثا: عوامل الإنتاج في المشروع: طبقا للنظرية الجزئية الحديثة فإن دالة الإنتاج، أو المكونات الأساسية للعملية الإنتاجية يدخل فيها ثلاثة عناصر هي العمل ورأس المال والتكنولوجيا، تشكل بدورها مدخلات عملية الإنتاج ،ويتم دمجها مع بعضها البعض للحصول على المخرجات والمتمثلة في السلع والخدمات وتأخذ دالة الإنتاج في هذه الحالة الشكل التالي:

$$Q = A.\ F(L, K)$$

حيث: Q حجم الإنتاج: A التكنولوجيا: L عنصر العمل: K عنصر رأس المال:

[1] - محمد مكي سعدو الجرف، **اقتصاديات المشروع الخاص في الاقتصاد الإسلامي**، رسالة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي غير منشورة، جامعة أم القرى 1989،ص: 192.

[2] - نصر عبد الله قاسم عبد الخالق، **تحليل دوال الإنتاج والإنتاجية في الصناعة الفلسطينية**، مذكرة ماجستير في إدارة السياسات الاقتصادية بكلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين 2004،ص27.

ودالة الإنتاج السابقة تمتاز بعدة خصائص، منها :قد تتمتع هذه الدالة بمعدل ثابت في الزيادة، بمعنى أنه لو تم مضاعفة عناصر الإنتاج فان الإنتاج سيزداد بنفس النسبة كما أن هذه الدالة ينطبق عليها قانون تناقص الغلة، ومن أكثر النماذج والدوال الإنتاجية شهرة في ظل النظرية الكلاسيكية الحديثة دالة كوب–دوغلاس، والتي تأخذ الشكل التالي:

$[Q = A.K^{\alpha}.L^{\beta}]$ ، وبشكلها اللوغارتمي: $[LnQ = LnA + \alpha LnK + \beta LnL]$

حيث:α مرونة الإنتاج بالنسبة لرأس المال و β مرونة الإنتاج بالنسبة للعمل.

رابعا: العوامل المؤثرة في دالة الإنتاج: حجم الإنتاج يمكن أن يزداد عن طريق ثلاثة متغيرات، هي: زيادة حجم رأس المال، أو زيادة حجم العمل، أو تحسين التكنولوجيا المستخدمة (المعامل A).

وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن التكنولوجيا تعتبر الرافعة الأساسية للنمو، الذي يعتمد عليها بشكل مباشر بزيادة درجة الانفتاح الاقتصادي على دول العالم الأخرى، والتي تعمل على تحسين المستوى التكنولوجي المستخدم في عملية الإنتاج في ذلك البلد، وبالتالي زيادة الكفاءة الإنتاجية ، وذلك بعد وصول عنصري الإنتاج العمل ورأس المال إلى الحد الذي لا يمكن معه استمرارهما في إحداث النمو وذلك بسبب قانون تناقص الغلة.

ودوال الإنتاج قد تحتوي على عنصر إنتاجي متغير واحد (دالة الإنتاج في المدى القصير)، أو عنصرين متغيرين (دالة الإنتاج في المدى الطويل)، ولا بد من التنويه إلى أن هاتين الحالتين المذكورتين فيهما اختلاف واضح، حيث أن الدالة التي يكون فيها عنصر إنتاجي متغير واحد تختلف الكميات المستخدمة فيها من العناصر الإنتاجية الأخرى، عن تلك التي يكون فيها عنصرين إنتاجيين متغيرين.[1]

النموذج المبسط لكيفية اختيار المنشأة للكمية المنتجة وأسلوب الإنتاج المستخدم حيث تسعى المنشآت لأن تكون في حالة توازن، ويتمثل توازن المنشأة بالحجم الأمثل للإنتاج ويتحقق هذا التوازن عندما تبلغ أرباح المنشأة قيمتها القصوى أو عندما تكون خسائرها في حدها الأدنى، ونموذج تعظيم الأرباح يعني أن المنشأة تختار الخطة الإنتاجية بغرض تعظيم الأرباح.

خامسا: دالة الإنتاج في المدى الطويل: يحكم تابع الإنتاج في هذه الفترة العلاقة بين حجم الإنتاج الكلي والكميات المستخدمة من جميع عناصر الإنتاج، ويطلق عليه قانون غلة الحجم ***Returns of scale***.

ويميز في الواقع العملي ثلاث حالات لغلة الحجم:

1-**تزايد غلة الحجم:** في هذه الحالة زيادة حجم المشروع (الاستثمار) من خلال زيادة حجم عناصر الإنتاج بنسبة معينة يؤدي إلى زيادة حجم الناتج الكلي بنسبة أكبر من خلال اتساع نطاق العمليات الإنتاجية وإمكانية التخصص وتحسين تقسيم العمل والكفاءة.

2-**ثبات غلة الحجم:** في هذه الحالة زيادة حجم المشروع من خلال زيادة حجم عناصر الإنتاج بنسبة معينة يؤدي إلى زيادة حجم الناتج الكلي بالنسبة نفسها، وعند هذه الحالة يصل المشروع إلى نقطة يستنفذ فيها مزايا الحجم الكبير للنتاج، وذلك مع ثبات المستوى التقني.

3- **تناقص غلة الحجم:** زيادة حجم المشروع من خلال زيادة حجم عناصر الإنتاج بنسبة معينة يؤدي إلى زيادة حجم الناتج الكلي بنسبة أقل، نتيجة صعوبات تنظيمية للتوسع الكبير غير المخطط وانخفاض كفاءة الإدارة التنظيمية.

[1] - **المرجع نفسه:** ص ص: 28-29.

يسعى المنتج عند تشغيل عناصر الإنتاج التي يملكها إلى الحصول على أقصى حجم ممكن من الناتج ، والنقطة التي تحقق له ذلك تسمى بنقطة توازن المنتج ويحصل عليها باستخدام منحنيات الناتج المتساوي والتي تحدد الناتج الكلي المرغوب وخط الكلفة المكافئ الذي يحدد الناتج الكلي الممكن.[1]

الفرع الثاني: دالة الربح وتعظيم العائد من العملية الإنتاجية: عملية الإنتاج تتضمن استخدام مزيج منظم من عناصر الإنتاج المختلفة بهدف الوصول إلى المنتج النهائي (المخرج) ويطلق على عملية المزج هذه اسم تابع الإنتاج *production function*، الذي يمثل العلاقة ما بين كمية المخرج والكمية المستخدمة من المدخلات (عوامل الإنتاج) ويأخذ تابع الإنتاج شكلين أساسيين: تابع الإنتاج في المدى القصير وتابع الإنتاج في المدى الطويل.

أولا: دالة الربح: تعرف الأرباح بأنها الإيرادات ناقص التكاليف، فإذا افترض أن المنشأة تنتج عدد n من المخرجات y التي تبيعها بسعر p وذلك باستخدام m من المدخلات x بأسعار w ، يكون ربح المنشأة π: [2]

$$\left[\pi = \sum_{i=1}^{n} P_i . y_i - \sum_{e=1}^{m} W_e . X_e\right]$$

ويفرق الاقتصاديون بين الأرباح العادية والأرباح غير العادية باعتبار الأرباح العادية هي مع تساوي التكلفة المتوسطة مع الإيراد المتوسط وهو يشمل العائد للمقاول كعامل من عوامل الإنتاج، وحيث الإيراد الحدي لكل عامل يساوي التكلفة الحدية له، وتكون الأرباح غير عادية أو الخسائر في حال الإيراد المتوسط أكبر أو أقل من التكلفة المتوسطة.[3]

حيث وفي المدى القصير يفترض ثبات أحد عوامل الإنتاج مع تغير العوامل الأخرى، في حين التحليل طويل الأجل يفترض تغير جميع عوامل الإنتاج.[4]

ثانيا: تعظيم ربح المنشأة من استخدام عوامل الإنتاج: في الأجل الطويل فإن المنشأة تقوم باختيار كمية عناصر الإنتاج الخاصة بها، وهكذا تكون مشكلة تعظيم الربح في المدى الطويل بالشكل التالي:[5]

$$[\pi = (TR - TC) = (P.Q - TC) = P.f(K,L) - TC]$$

$$[\boldsymbol{\pi(Q) = P_0 . f(K;L) - P_L . L - P_K . K}]$$

تعظيم الدالة من خلال المشتقتين الجزئيتين بالنسبة لرأس المال والعمل كالتالي:

$$\left[\frac{\partial \pi}{\partial K} = P_0 . \left(\frac{\partial Q}{\partial K}\right) - P_K \; ; \; \frac{\partial \pi}{\partial L} = P_0 . \left(\frac{\partial Q}{\partial L}\right) - P_L\right]$$

ويمكن كتابتها بالشكل النهائي التالي: $[P_0 . MP_k = P_K \; ; \; P_0 . MP_L = P_L]$

الجانب الأيسر من المعادلة بالنسبة لكل عامل من عوامل الإنتاج بالإيراد الحدي لرأس المال وللعمل، والجانب الأيسر هو التكلفة الحدية ومنه: $[\boldsymbol{MR_K = MC_K \; ; \; MR_L = MC_L}]$;

وشرط التعظيم الإضافي (الشرط الكافي) أن يكون المشتق من الدرجة الثانية كالتالي:

---

[1] - **المرجع نفسه**، ص*13*.

[2] – دانية عيسى، محاضرات: **الاقتصاد الجزئي: تعظيم الأرباح** www.drwidan.com ،ص*5*.

- John Hoag, **Calculus and techniques of optimization with microeconomic applications**. World scientific. Singapore.2008. P266.

[3] - Sheikh Ghazali, Sheikh Abod, Sayed Omar Sayed Agil, **An Introduction to Islamic economics and finance**; Cert publications 2005; Kuala Lumpur; Malaysia; P34.

[4] - دانية عيسى، **مرجع سابق**: ص*7*.

[5] - Thomas Webster; **Managerial economics: Theory & practice**; academic press; California;USA2003.P287.

-Eugen Silbeberg: Wing suen; **The structure of economics.a mathematical analysis**. 3rd edition Mc Graw Hill. New York. USA .2001.P72.

$$\left[\frac{\partial^2\pi}{\partial K^2} < 0\ ; \frac{\partial^2\pi}{\partial L^2} < 0\ ; \frac{\partial^2\pi}{\partial K^2}.\frac{\partial^2\pi}{\partial L^2} - \frac{\partial^2\pi}{\partial K.\partial L} > 0\right]$$

شرط تعظيم الربح أو تحقيق الكميات المثلى من عناصر الإنتاج المستخدمة هو عند تساوي الإيراد الحدي لعنصر الإنتاج (الإنتاجية الحدية للعنصر مضروبة في سعر الوحدة المنتجة) مع تكلفة العنصر بغض النظر عن عناصر الإنتاج الأخرى، وتعظيم دالة الربح لما يكون المشتق الأول لها بالنسبة لكل عنصر من عناصر الإنتاج مساويا للصفر.

$$[\boldsymbol{MR_K} = P.MP_K = \boldsymbol{MC_k}\ ; \boldsymbol{MR_L} = P.MP_L = \boldsymbol{MC_L}]$$

وعند الكميات المثلى لعناصر الإنتاج لا يمكن زيادة الأرباح بتغيير كمية أي من عنصري الإنتاج (العمل ورأس المال) لأنه لو كان الإيراد الحدي أكبر من تكلفة العنصر فمن مصلحة المنشأة زيادة كمية عنصر الإنتاج لأنه مجز وتتوقف العملية عند الشرط تساوي الإيراد الجدي والتكلفة الحدية (سعر عامل الإنتاج).

ثالثا: الربح والناتج الحدي لرأس المال: توجد ثلاث خصائص أساسية ومتداخلة تميز الناتج الحدي لاستثمار رأس المال تعرف بـ(3 Ps) : مؤخر *Protracted* ; احتمالي *Probabilistic* موجب *Positive*)،

بوجود عاملي الإنتاج نكون أمام معادلتين من مجهولين (كمية العمل وكمية رأس المال) ويمكن الحصول على الكمية المثلى لكل عنصر كتابع للأسعار($P; WL; Wk$)، أو بمعلومية كميات عناصر الإنتاج يكون المطلوب إيجاد أسعار المنتج وعوامل الإنتاج.[1]

عندما تقوم منشأة معظمة للربح باختيار كميات عناصر الإنتاج وكمية المنتج فإنه بذلك تفصح عن أمرين:

- هو أن الكميات المختارة تشكل خطة إنتاجية ممكنة؛
- أن هذه الاختيارات التي تمت هي الأكثر ربحية من خيارات أخرى متاحة.

رابعا: تكلفة عوامل الإنتاج وناتجها الحدي: الكفاءة الإنتاجية تعني أن يستخدم المشروع التوليفة من العناصر الإنتاجية التي تقلل من تكلفة الإنتاج إلى أدنى حد ممكن، والمنافسة الكاملة تؤدي إلى الكفاءة الإنتاجية للصناعة كلها، لأن كل المشروعات مدفوعة لن تنتج عند أدنى تكلفة ممكنة طالما أنها تواجه الثمن نفسه (وهو نفسه الإيراد الحدي) والذي يتعادل مع تكاليفها الحدية، وبتحليل الكفاءة الإنتاجية للمشروع بالنظر إلى عناصر الإنتاج التي يستخدمها فإنه ومع وجود عنصرين متغيرين فقط – خلال الفترة القصيرة– ، فإنه يستخدم كمعيار للتوليف بين عناصر الإنتاج ما يطلق عليه: المعدل الحدي للإحلال التقني (*Marginal Rate of technical Substitution* (*MRTS*)، حيث يفترض هذا المعدل أن المشروع يقوم على توليفات مختلفة ما بين عاملي الإنتاج إلى أن يصل إلى الوضع الذي تكون فيه الزيادة في كمية العمل المستخدمة مضروبة في الناتج الحدي للعمل تساوي الانخفاض في كمية رأس المال مضروبة في الناتج الحدي لرأس المال[2]:

$$\left[MRTS_{L;K} \Rightarrow MP_L/MP_k = -\Delta k/\Delta L\right]$$

ويتم ذلك باستبدال وحدة من عنصر متغير مكان وحدة أو أكثر من العنصر الآخر حتى يصل إلى الوضع الأمثل الذي عنده تنخفض التكلفة الحدية إلى أدنى حد ممكن، وتكون التوليفة المثلى لعناصر الإنتاج لهذا المشروع:[3]

$$\left[MRTS_{L;K} \Rightarrow \frac{MP_L}{w} = \frac{MP_K}{r} \Rightarrow MP_L/MP_k = w/r\right]$$

[1] - **المرجع نفسه**، ص18.

[2] - جلال جويدة القصاص، **دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع في اقتصاد إسلامي**، الدار الجامعية، الاسكندرية،مصر،2010، ص:405.

[3] - **المرجع نفسه**، ص:407.

أي أن المعدل الحدي للإحلال التقني =< الأجر/الربح= الإنتاجية الحدية للعمل/الإنتاجية الحدية لرأس المال=< الإنتاجية الحدية للعمل/الأجر= الإنتاجية الحدية لرأس المال/الربح

وهذا يعني أن النقطة المثلى للإنتاج هي عند تماس منحنى الناتج المتساوي الذي ميله $(MRTS_{L;K})$، مع خط التكلفة ذو الميل (w/r).

ومن خلال الشكل العام لدالة كوب – دوغلاس يمكن عزل كلا من تكلفة العمل والتمويل برأس المال كما يلي:

$$\left[\frac{MP_L}{w}=\frac{MP_K}{r}=\frac{A.\alpha.L^{\alpha-1}.k^{\beta}}{w}.\frac{L}{L}=\frac{A.\beta.L^{\alpha}.k^{\beta-1}}{r}.\frac{K}{K}=>\frac{\alpha.Q}{w}=\frac{\beta.Q}{r}=>w.L=\frac{\alpha}{\beta}.r.K\right].$$

ومن دالة التكلفة الكلية لعوامل الإنتاج $\left[\mathrm{Tc}=\frac{\alpha}{\beta}.r.K+r.K=>r.K=\left(\frac{\beta}{\alpha+\beta}\right).\boldsymbol{Tc}\right]$:

ومنه: $\left[\boldsymbol{r}=\left(\frac{\boldsymbol{\beta}}{\boldsymbol{\alpha+\beta}}\right).\frac{\boldsymbol{Tc}}{\boldsymbol{K}}\right]$،[1] أي وبارتفاع المرونة الإنتاجية لرأس المال إلى المرونة الإجمالية للعمل ورأس المال يرتفع r التكلفة الأدنى المقبولة لرأس المال ويقبل صاحب المنشأة بزيادة حصة الممول برأس المال من الأرباح المحصلة.

السؤال عن كيفية التأكد من أن اختيارات منشأة ما في فترات مختلفة هي الخيارات المعظمة للربح، وكيف يتغير الطلب على عناصر الإنتاج وعرض المنتج عندما تتغير الأسعار.

الفرع الثالث: المسلمة المحدودة لسلوك تعظيم الربح *Weak Axiom Of Profit Maximing Behavior (WAMP)*

بافتراض أن المنشأة تقوم بتنفيذ خيارين يتضمنان مجموعتين مختلفتين من الأسعار.

أ) في الفترة t أسعار(المنتج، سعر العمل، سعر رأس المال) $(\mathcal{P};\mathcal{P}_L;\mathcal{P}_k)_t$ واختارت المنشأة الخطة الإنتاجية المتمثلة في الكميات $(\mathcal{Y};\mathcal{L};k)_t$

ب) في الفترة$^*+s$ أسعار(المنتج، سعر العمل، سعر رأس المال) $(\mathcal{P};\mathcal{P}_L;\mathcal{P}_k)_s$ واختارت المنشأة الخطة الإنتاجية المتمثلة في الكميات $(\mathcal{Y};\mathcal{L};k)_s$

وبفرض أن دالة الإنتاج للمنشأة لم تتغير بين الفترتين t ; s وأن المنشأة معظمة للربح عندها يجب أن يتحقق أن:

- الأرباح التي تحققها المنشأة في مواجهة الأسعار في الفترة t باستخدام الخطة t أكبر من الأرباح التي تحققها المنشأة في مواجهة الأسعار في الفترة نفسها باستخدام الخطة s؛
- الأرباح التي تحققها المنشأة في مواجهة الأسعار في الفترة s باستخدام الخطة أكبر s من الأرباح التي تحققها المنشأة في مواجهة الأسعار في الفترة نفسها باستخدام الخطة t.

يعبر عن ذلك بالمتراجحتين التاليتين:

$$[(P.Y-P_L.L-P_k.K)]_t \geq [(P_t.Y_s)-(P_L)_t.L_s-(P_k)_t.K_s] \dots\dots\dots(1)$$
$$[(P.Y-P_L.L-P_k.K)]_s \geq [(P_s.Y_t)-(P_L)_s.L_t-(P_k)_s.K_t] \dots\dots\dots(2)$$

فلو أن حالة التباين لم تنطبق في أي من التعبيرين فإن المنشأة لا تكون معظمة للربح في إحدى الحالتين على الأقل، وإن استيفاء تعبيرات المتباينات يعد من مسلمات سلوك تعظيم الربح وتدعى **بالمسلّمة المحدودة لسلوك تعظيم الربح**.[2]

والآن تتم دراسة سلوك الطلب على عناصر الإنتاج (العمل ورأس المال) وعرض المنتجات عندما تتغير الأسعار: بطرح المتراجحة 2 من 1 وإجراء التحويلات اللازمة:

[1] - Paul Keat; Philip Young; stephen Erphle**: Managerial Economics: economic tools for today's decision makers**: 7th edition.Pearson education;Essex;UK;2014.P271.

[2] - دانية عيسى، **مرجع سابق**، ص:21.

$$[(\Delta P.\Delta Y) - (\Delta P_L.\Delta L) - (\Delta K.\Delta P_k) \geq 0] \dots\dots\dots (3)$$

وتعني المعادلة أن: التغير في سعر المنتج مضروبا في كمية (حجم) الإنتاج ناقصا التغير في سعر كل من عنصري الإنتاج مضروبا في التغير في الكمية المستخدمة منهما لا بد أن تكون محصلتها أكبر من الصفر.

وهذه المعادلة هي نتيجة مباشرة من تعريف تعظيم الأرباح، فإذا حدث مثلا أن تغير سعر المنتج مع بقاء أسعار عناصر الإنتاج على حالها: $\left[\Delta P_K = 0 \text{ و } \Delta P_L\right]$ فإن المتراجحة تصبح:

$[\Delta Y.\Delta P \geq 0]$، وهكذا فإنه مع ارتفاع سعر المنتج فإن التغير في حجم المنتج يجب أن يكون بدوره رقما موجبا غير سالب (مساو الصفر على الأقل) وهذا يعني أن منحنى العرض الذي يعظم أرباح المنشأة التنافسية يجب أن يكون ذا ميل موجب، وبالمثل إذا افترض ثبات سعر المنتج وكمية عنصر العمل مثلا فإن المتباينة تصبح:

$$[(\Delta K.\Delta P_k) \leq 0] => [-(\Delta K.\Delta P_k) \geq 0]$$

وهكذا فإنه وعند ارتفاع تكلفة عامل الإنتاج (رأس المال في هذه الحالة) فإن المعادلة تشير $[\Delta K \leq 0]$ لوجوب انخفاض الطلب على ذلك العنصر أو بقاؤه ثابتا على الأقل، ويعني أن منحنى الطلب على العنصر يجب أن يكون دالة متناقصة في تكلفة العنصر لأن منحنيات الطلب على العناصر لها أساسا ميل سالب.

الفرع الرابع: القرار الاستثماري في المؤسسات الإنتاجية وتوازن المشروع: إنتاج المنشأة حسب دالة كوب دوغلاس من الشكل: $[Y = A.K^{\alpha}.K^{1-\alpha}] \dots\dots (1)$

حيث المنتج $\mathcal{Y}$ وعناصر الإنتاج: العمل $\mathcal{L}$ ورأس المال $\mathcal{K}$ و$\mathcal{A}$ تمثل العامل التقني الذي يعتبر ثابتا وα ثابت (حيث $0<\alpha<1$)، والمنشأة توفر منتوجا في سوق تنافسي بالسعر $\mathcal{P}$ وتدفع كتكلفة عن رأس المال المعدل المتغير $\mathcal{R}$ وتكلفة العمل ممثلة في الأجر $\mathcal{W}$ ومنه تكون دالة الربح للمنشأة كالتالي: $\left[\pi = P.Y - W.L - R.K\right] \dots\dots\dots (2)$

ومشكلة المنشأة هي إيجاد التوليفة المثلى من عنصر رأس المال والعمل التي تعظم ربحيتها.

باستخدام المعادلتين(1) و(2) يتم الحصول على:

$$\left[\pi = P.(A.K^{\alpha}.K^{1-\alpha}) - W.L - R.K\right] \dots\dots\dots (3)$$

باستخدام شرط تعظيم الدالة والاشتقاق الجزئي بالنسبة لكل من عاملي الإنتاج يتم الحصول على العلاقات التالية:

$$\left[\frac{\partial \pi}{\partial L} = P.A.(1-\alpha)K^{\alpha}L^{-\alpha} - W = 0\right] ، \left[\frac{\partial \pi}{\partial K} = P.A.\alpha.K^{\alpha-1}.L^{1-\alpha} - R = 0\right]$$

ومنه يتم الحصول على:[1]

$$[P \times MP_K = R \Rightarrow MP_K = r/P]$$
$$[P \times MP_L = W \Rightarrow MP_L = w/P]$$

[1] - Masudul Alam Choudhury, **Comparative economic theory. Occidental and islamic persprctive**, Keuwer academic publishers. Massachusets . USA.1999.PP.132-133

- Zubair Hasan, **Introduction to Microeconomics. An Islamic perspective**, Pearson Prentice Hall. Selangor, Malaysia. 2006.P343.

- Peter Toumanoff,Farroukh Nourzad; **A mathematical approach to economic analysis**, west publishing, minneapolis. USA .1994.P169.

- عاصم بن طاهر عرب ومحمود عبد الحميد حسن، **مقدمة في مبادئ الإقتصاد الرياضي (النظرية الجزئية)**، ط2 مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، السعودية، 2006، ص ص: 132-133.

وعلى هذا الأساس ولتعظيم الأرباح تكون الإنتاجية الحدية لرأس المال تتساوى وتكلفة رأس المال (معدل الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الرأسمالي ومعدل عائد المشاركة في الاقتصاد الاسلامي)[1].

وتأثير تغير سعر أحد عوامل الإنتاج على الطلب لهذا العنصر في المنشأة التي تسعى لتعظيم الربح يتكون من جزءين: الأول هو الأثر الإحلالي *(substitution effect)* يعكس التغير في طريقة الإنتاج، والثاني إنتاجي يعكس التغير في مستوى الإنتاج وكلاهما سالب التأثير.[2]

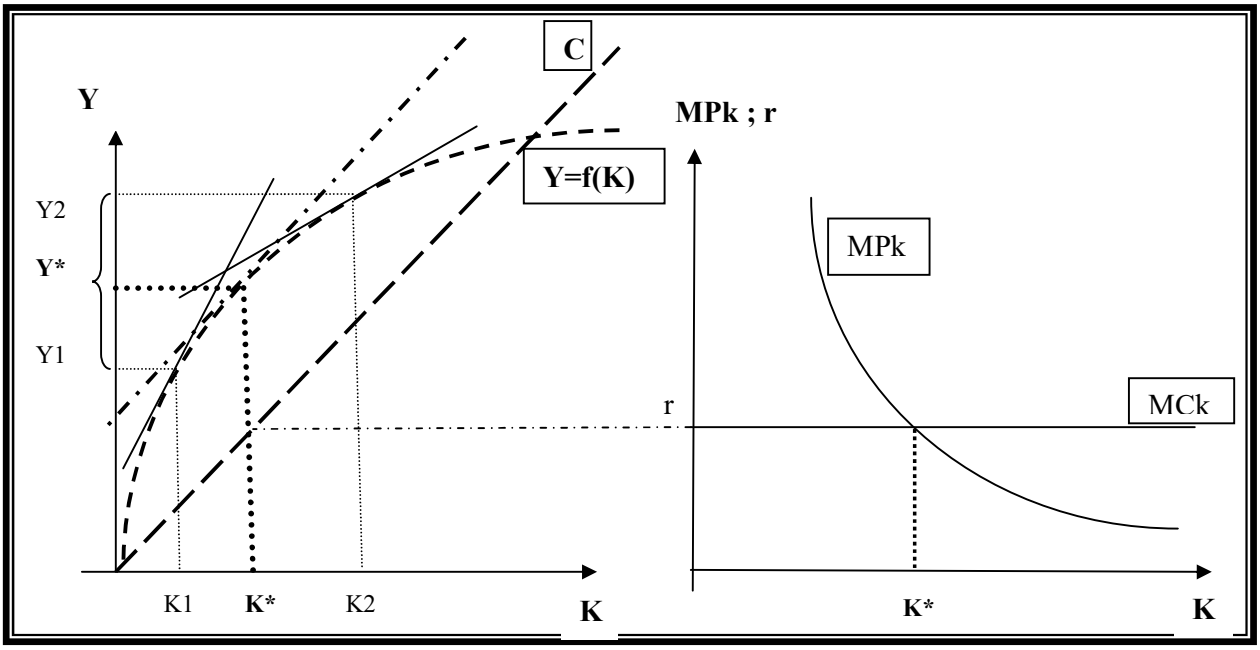
والإنتاجية الحدية لعنصر العمل تتساوى والأجر الحقيقي، حيث:

$$\left[MP_L = A.(1-\alpha)\left(\frac{K}{L}\right)^{\alpha} \; ; \quad MP_k = A.\alpha\left(\frac{L}{K}\right)^{1-\alpha} \right]$$

وارتفاع النسبة [r/P] يتطلب زيادة الإنتاجية الحدية لرأس المال وتخفيض عدد الوحدات من رأس المال حتى تتحقق المساواة، لأنه لا يقبل أي مشروع تكون فيه التكلفة أعلى من العائد المتوقع للمشروع من كل عنصر من عناصر الإنتاج.

ويمكن الربط بين دالة الإنتاج والكفاءة الحدية لرأس المال وتكلفة التمويل مع سوق رؤوس الأموال من خلال المنحنيات البيانية التالية التي توضح العلاقة الترابطية بين دالة الإنتاج في المنشأة باستخدام عوامل الإنتاج (رأس المال في هذه الحالة) والكفاءة الإنتاجية له مع تكلفة التمويل:

الشكل(*11*): علاقة دالة الإنتاج في المنشأة باستخدام عامل رأس المال والكفاءة الإنتاجية بتكلفة التمويل



Source: Michael Burda; Charles Wiplosz :**Macroeconomics** ;A european text.3rd edition; Oxford university press.UK.2001.P135.

من خلال المزاوجة بين تحليل تكلفة رأس المال ودالة الإنتاج باستخدام عامل الإنتاج (رأس المال)، تتزايد دالة الإنتاج بمعدل متناقص أي أن ارتفاع رصيد رأس المال من $k1$ إلى $k2$ ممثلا في الاستثمار $(\Delta k=I)$ يقابله انتقال مستوى الناتج $y1$ إلى $y2$ بمعدل أقل يعبر عنه بالمماس بين نقاط التوافق $(y\ ;\ k)$، وخط 45 درجة في الشكل الأيسر هو خط التكلفة C

[1]- يتم فيما يأتي لاحقا مناقشة جدارة وكفاءة كل من معدلي الفائدة ومعدل عائد المشاركة في تمثيل الاقتصاد الحقيقي والدائرة الإنتاجية وكمعيار لعائد وتكلفة الاستثمار الحقيقي.

[2] - عاصم بن طاهر عرب ومحمود عبد الحميد حسن، **مرجع سابق**، ص ص: *78-79*.

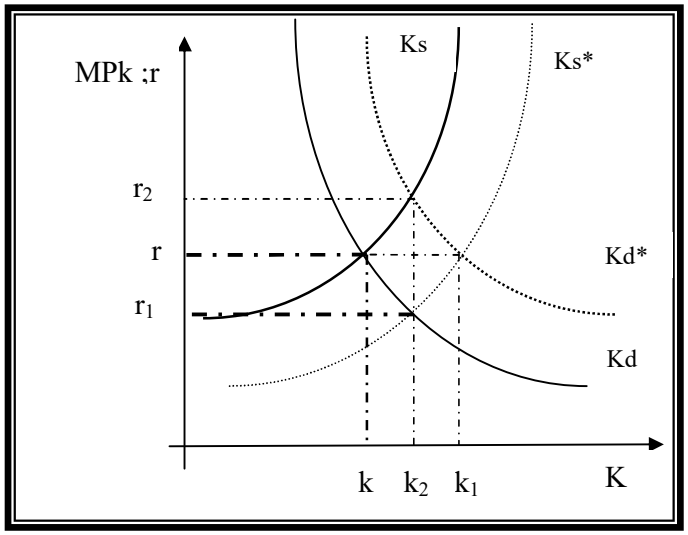
المتزايدة بمعدل ثابت بتزايد المبلغ الممول به وثبات التكلفة الحدية في الجانب الأيمن من الشكل الذي يعبر كذلك عن انخفاض الكفاءة الحدية لرأس المال مع زيادة المبلغ المستثمر (رصيد رأس المال).

إن نقطة الإنتاج المثلى والربح الأعظمي للمنشأة هو نقطة الإسقاط لخط التكلفة الحدية لرأس المال في الجانب الأيمن على خط التكلفة الإجمالية للتمويل وما يقابلها من مستوى إنتاج، وهي في الوقت نفسه أبعد نقطة بين خط التكلفة ودالة الإنتاج، وحيث تساوي ميل المنحنيين معبرا عنه بتوازي المماسين عند نقطة التكلفة الذي يحدد الرصيد الأمثل لرأس المال ومستوى الناتج الموافق له $(\pi = A.f(K;L) - w.L - r.K)$.[1]

ينتقل منحنى دالة الإنتاج إلى أعلى في الجانب الأيسر للشكل في حالة زيادة الكفاءة الحدية لرأس المال بالتوقعات الإيجابية لحالة السوق أو التقدم التقني وينعكس على منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال بانتقاله يمينا في الشكل الأيمن، كما أن منحنى التكلفة ينتقل مع زيادة تكلفة رأس المال أو تكلفة التمويل أو معدل الإهتلاك.[2]

والشكل التالي فيوضح التغيرات في التكلفة (انتقال خط التكلفة) والتوقعات والمستوى التقني وغيرها التي تؤثر على منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال، وأثرها على سوق رؤوس الأموال.

الشكل(*12*): تغيرات التكلفة والمتغيرات الخارجية وأثرها على منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال



Source: Fredeic Meshkin: **Macroeconomics; Policy & practice** ; pearson education; Essex; UK;2012.P512.

إن التوقعات الإيجابية لحالة السوق تنقل منحنى الكفاءة الحدية يمينا مما يعني أن المستثمر يقوم باستثمار أعلى عند المستوى نفسه للتكلفة حيث يزدادا عرض الأموال القابلة للتمويل *(k-k1)* أو يمكنه القبول بمستوى أعلى لها *(r2)* عند رصيد رأس المال إضافي أقل لوجود قيد التكلفة عند *k2*، كما يمكنه الحصول على رصيد إضافي *k2* بتكلفة أقل أو رصيد أعلى*k1* بالتكلفة نفسها في حال انتقال منحنى التكلفة ومنحنى الطلب يمينا لعوامل إيجابية كالسياسات النقدية التوسعية وزيادة الطلب والدخل ....

[1] - Michael Burda; Charles Wiplosz :**Macroeconomics ;A european text**.3rd edition;Oxford university press. UK. 2001.P135.

[2] - Fredeic Meshkin; **Macroeconomics; Policy & practice**; pearson education; Essex; UK;2012.P P:516-520.
- Glenn Hubbard & Others; **Op.Cit;**PP: 628-631.

الفرع الخامس: استخدام البرمجة الخطية للوصول لأهداف المنشأة: تستخدم البرمجة الخطية من أجل الوصول إلى حلول واتخاذ القرارات المناسبة، مثل تعظيم الأرباح والعائد المتوقع من محفظة الاستثمار أو تدنية التكاليف، وذلك مع وجود قيود مرتبطة خاصة بندرة أو محدودية المدخلات (رأس المال والعمل والموارد الطبيعية...).

وبوجود أكثر من مخرج واحد وأسعار متباينة أو تقابلها دوال طلب وأسواق مختلفة، مع افتراض أن تكون هذه المتغيرات في علاقة خطية مثل: ثبات العائد للحجم، والإنتاجية الحدية الثابتة (على المدى القصير خاصة)، وثبات أسعار المدخلات والمخرجات.

وتكون معادلات النموذج من الشكل: $[Y = a_0 + a_1Q_1 + \cdots \ldots . a_n . Q_n]$

وتكون نمذجة المشكلة في حالة تعظيم الأرباح:[1] $\left[\pi = a.Q_a + b.Q_b => Q_b = \frac{\pi}{b} - \frac{a}{b}.Q_a\right]$

وتوضع لها قيود للقدرة على الإنتاج ودوال الطلب على المخرجات كما يلي:

$$\begin{cases} \alpha.\mathrm{Q_A} + \alpha^{*}\mathrm{Q_B} \leq \mathrm{C} \\ \beta.\mathrm{Q_A} + \beta^{*}\mathrm{Q_B} \leq D \\ P_A.\mathrm{Q_A} + \mathrm{P_B Q_B} \leq \mathrm{E} \end{cases}$$

ويمكن الوصول إلى النقاط المثلى لإنتاج المخرجات $\mathcal{B};\mathcal{A}$ التي تعظم الربح جبريا أو هندسيا مع وجود قيمة المدخلات $\alpha;\beta$ وأسعار المخرجات $[P_A;\mathrm{P_B}]$، وبمعلومية الربح المحصل من كل وحدة منتجة ومباعة $a;b$ من المخرجين $\mathcal{A};\mathcal{B}$ من خلال حل المتراجحات.

كما يمكن استخدام البرمجة الخطية من أجل تدنية التكاليف التي تواجه المنشأة، وفي هذه الحالة النموذج يكون من الشكل التالي:[2] $(A = B + C)$، مع القيود التالية: $\begin{cases} \alpha.B + \beta.C \geq D \\ \grave{\alpha}.B + \grave{\beta}.C \geq F \end{cases}$ ، حيث $(\alpha;\grave{\alpha};\beta;\grave{\beta};\mathrm{D};\mathrm{F})$ معلومة والمطلوب إيجاد $(A;B;C)$ المثلى للمنشأة عند نقطة أدنى التكاليف.

[1] - Craig Peterson, Criss Lewis;**Managerial Economics**, 4th edition .Practice Hall; New Jersey.USA.1999.P 272.

- عاصم بن طاهر عرب ومحمود عبد الحميد حسن، **مرجع سابق**: ص ص: 153-158.

[2] - William Samuelson ;Stephen Marks; **Managerial Economics** : 5th Edition; Jhon willey &sons .New Jersey ;USA;2006 .P763.

خلاصة الفصل الأول

تحظى عملية الاستثمار بالنسبة للمؤسسة والدولة بأهمية كبيرة نظرا لعلاقته الوثيقة بعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، باعتباره الدافع الأساسي للنمو من خلال زيادة الناتج الداخلي وتوفير موارد أولية إضافية مكملة للادخار الوطني وللموارد القابلة للاستثمار ولعلاقتع بمختلف المؤشرات الاقتصادية مؤثرا ومتأثرا بها.

ويصبح المحدد الأساسي للتنمية يتمثل بمدى القدرة على تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد المتاحة بين الاستخدامات البديلة والذي يمكن تحقيقه من خلال ترشيد القرارات الاستثمارية سواء كان ذلك على مستوى المشروعات أو على مستوى الاقتصاد الوطني.

دراسة نظرية الإنتاج وربطها بخصائص اقتصاد المشاركة تسهم بفاعلية في تحسين تخصيص الموارد، فالعائد المرتبط برأس المال يكون وفقاً لأسلوب المشاركة متسقاً مع إنتاجية المشروع ويؤدي إلى اختيار المشاريع الأفضل عائداً والتي خضعت للدراسة والفحص المتأني من قبل المصرف والشريك مما يقلل من المخاطر.

كما أن دراسة نظرية الربح، وشكل التمويل على أساس الربح الفعلي للمشروع موضع التمويل وهذا يصب نحو توجيه التمويل للإنتاج وخلق ثروة إضافية في المجتمع وهذا يعني أن التمويل الذي يمكن أن يخلق وفق نظام يحافظ على استقرار الأسعار والنظام الاقتصادي، ويتجه لمقابلة الزيادة في عرض السلع والخدمات التي أنتجت من المشاركة مما ينعكس على زيادة عناصر الإنتاج ويساهم في خلق الإنتاج الحقيقي بالمؤسسة الاقتصادية وعلى أساس الربح كمحفز أساسي.

من خصائص المشاركة أيضاً أنها تساهم في زيادة حجم الاستثمار وبالتالي في عملية التنمية الاقتصادية مما يعني إمكانية مساهمة نظام المشاركة في التخفيف من مشكلة البطالة، أيضاً فإن تقسيم الإرباح وفقاً لنظام المشاركة بين رأس المال والعمل يؤدي إلى عدالة التوزيع في الدخل والثروة في المجتمع كما يمكن أن يؤدي إلى بروز طبقة جديدة من رجال الأعمال لم يكونوا يملكون المقدرة المالية ولكن يملكون الخبرة الفنية للاستثمار والإنتاج والذي بواسطته حصلوا على التمويل حسب صيغة المشاركة وبآلية الربح.

الفصل الثاني:

الدراسة التمويلية وتقييم الاستثمار الحقيقي

تمهيد الفصل الثاني

يتمحور الفصل في مجال محدد من النظام الاقتصادي الإسلامي متمثلاً في العملية الاستثمارية وعلاقتها بموضوع التمويل الذي يعتبر العامل الضروري الذي تتوقف عليه.

ويهدف إلى القيام بمقارنة أساس دافعية التمويل والتوجه الاستثماري المتمثل بوظيفة الحصول على العائد وهي النقطة الأساسية التي تمثل الخلاف الجوهري بين الأنظمة الاقتصادية المختلفة، وبين النظامين الرأسمالي والإسلامي خاصة، ومن هنا تنطلق الفكرة الجوهرية في الموضوع والتي تتمثل بكيفية معالجة الربحية المتوقعة من المشروع الاستثماري، ابتداء من فكرته إلى دراسات الجدوى التفصيلية، مع المعالجة المرتبطة بالحصول على العائد المتوقع وكيفية توزيعه وما هي الحقوق المترتبة بذمة من يحصل عليه وكذلك كيفية النظر إلى موضوع الخسارة، في حالة الوساطة المالية البنكية، أو من خلال أدوات السوق المالي.

لكون الهدف الأساسي للإدارة المالية في المؤسسة هو تعظيم قيمة المؤسسة وكذلك ترشيد عملية استخدام الأموال في المؤسسة وانطلاقا من مبدأ الرشادة المالية فإنه سوف يتم اختيار تلك المصادر المالية والتي تحقق الشرط الأساسي وهو أقل تكلفة ممكنة وأعظم عائد متوقع من هذه الأموال وبالتالي فإن لحساب تكلفة الأموال على مستوى المؤسسة تكتسي أهمية كبيرة في وذلك لحسن سير التسيير المالي في المؤسسة.

وهذا من خلال البحث في الاحتياجات المالية للمؤسسة وفي المصادر التمويلية بالكمية المناسبة والتكلفة الملائمة والسهر على إنفاقها بالطريقة الأحسن وكذا مشاركة الإدارة العليا في قراراتها الخاصة، منها قرارات اختيار الاستثمارات وتمويلها وفيما يخص لجوئها إلى القروض وذلك باستخدام جل الطرق والأدوات المتاحة لها من التحليل والتنبؤات والتخطيط... .

من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفهوم، أهمية وأهداف دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري

المبحث الثاني: دراسة الجدوى التمويلية للمشروع

المبحث الثالث: هيكل، مصادر وأدوات التمويل في نموذج المشاركة مع دراسة مقارنة بالمنهج الوضعي

المبحث الرابع: دراسة وتقييم الجدوى المالية للمشروع الإستثماري

`المبحث الأول: مفهوم، أهمية وأهداف دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري

إن نطاق دراسة الجدوى يتمثل في تقييم المشروع كوحدة استثمارية، لاعتبار المشروع فرصة استثمارية حيث أنه يمثل وحدة استثمارية مقترحة تيارا من الإنفاق الاستثماري والتدفقات المحتملة يترتب على تنفيذها التوسع في الطاقات الإنتاجية القائمة أو المحافظة عليها، أو إضافة طاقة إنتاجية جديدة، يتم تناولها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: المشروع الاستثماري

المطلب الثاني: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري

المطلب الثالث: مراحل وصعوبات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري

المطلب الرابع: أنواع دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري ومجالات تطبيقها

المطلب الخامس: دراسة الجدوى الفنية

المطلب السادس: دراسة الجدوى التسويقية (أو السوقية)

المطلب الأول: المشروع الاستثماري: كأساس لتحليل العائد وباعتباره الوحدة الجزئية الخلاقة للسلع والخدمات، وتمثل الخلية الأساسية في القطاع الحقيقي، يتم التعرف على المشروع الإستثماري وخصائصه.

الفرع الأول: تعاريف وخصائص المشروع الاستثماري: تتعدد تعاريف المشروع الإستثماري والتي يمكن توضيح أهمها فيما يلي:

أولا: تعاريف المشروع الإستثماري: المشروع هو وحدة استثمارية مقترحة، تتكون من مجموعة كاملة من الأنشطة والعمليات يتم بمقتضاها استخدام كمية من الموارد المحدودة والتي ينتظر أن يحقق من خلالها تيار من الدخول والمزايا (النقدية وغير النقدية).[1]

ولتحقيق الهدف العام والمتمثل في تعظيم القيمة الحالية للمشروع، يشترط أن يكون من الممكن حساب التكاليف والمنافع المتوقعة للإقتراح على حدة، فيمكن تمييزه فنيا وإداريا وتجاريا واقتصاديا حتى يمكن عمل الحسابات اللازمة لبيان ربحيته للحكم عليه[2]، فهو "تجمع اقتصادي يهدف من خلال العمل الجماعي إلى إنتاج سلعة أو تقديم خدمة خلال فترة زمنية معينة وفي مكان معين، متبعا بذلك طريقة معينة للإنتاج وتنظيما خاصا للعمل"[3].

ثانيا: خصائص المشروع: للمشروع الخصائص التالية:

1- المشروع الإستثماري نشاط يتم فيه المزج بين عوامل الإنتاج المختلفة ككيان مقترح، يمكن أن يكون استثمارا جديدا، أو التوسع في استثمار قائم؛

2- يتمتع المشروع بشخصية معنوية وباستقلالية نسبية إزاء المحيط، وباستقلالية في الإدارة والحسابات، والأرباح تبقى له وعليه أن يغطي الخسائر ويكون مستقلا من الناحية المالية، ومستقلا في طريقة الأداء الخاصة به عن كل التنظيمات الأخرى؛

---

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر 2002، ص14.

[2]- مصطفى كمال السيد طايل، **البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي**، دار أسامة، عمان، الأردن، 2012، ص175.

[3]- مصطفى رشدي شيحة، **البناء الإقتصادي للمشروع**، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998،ص30.

3- المخاطرة وظروف عدم التأكد، حيث هناك درجة معينة من عدم اليقين من المستقبل، حيث يعيش المشروع ويمارس نشاطه في بيئة تتميز بالتغير الدائم و التنافس على الموارد و الفرص المتاحة؛

4- الفائض أو العائد من الإستثمار الذي يشمل العائد المادي والعائد الاجتماعي؛

5- للمشروع عمر افتراضي، وهو المدى الزمني الافتراضي لحياته، والذي يحدد الفترة الزمنية لتحقيق الأهداف المسطرة.

الفرع الثاني: معالم المشروع الإستثماري: تتعدد أبعاد ومعالم المشروع الإستثماري، يتم توضيحها فيما يلي:

أولا: نفقات الاستثمار: تحتوي تكلفة الاستثمار على عدة عناصر تجمع في مجموعتين:

***1*- التكاليف الابتدائية للمشروع:** هي عبارة عن تلك النفقات أو التكاليف اللازمة لإقامة مشروع ما, أي سعر شراء كل ما يحتاجه المشروع مضافا إليه التكاليف التي تحتوي على تكاليف النقل والجمركة والتركيب والإعداد, فكرة المشروع أو تقديمه للدراسة حتى إتمام إنجازه وإجراء تجارب تشغيله.

***2*- نفقات تشغيل المشروع:** بعد إنجاز المشروع لتشغيله يحتاج إلى تكاليف أخرى وهي عبارة عن التكاليف اللازمة لتشغيله والاستفادة من استغلال الطاقة الإنتاجية، والعناصر التي يجب مراعاتها عند تحديده تكمن في المواد اللازمة للتشغيل مثل الأجور, والمصاريف الأخرى, كما تندرج فيها تكاليف تكوين العمال إذا كانت الآلات ذات تكنولوجيا عالية.

ثانيا: إيرادات المشروع الاستثماري: إيراد المشروع الاستثماري متولد أساسا عن المبيعات أو رقم الأعمال الذي يمثل أهم مؤشر في المشروع الاستثماري الذي يرتكز على الدراسة التسويقية التي تهتم بالتنبؤ على طلب منتجات المشروع ومكانته في السوق، والتعرف على تفضيلات المستهلكين وأفضل شبكة توزيع وأقلها تكلفة، والإيراد الصافي يعتبر كتدفق نقدي محذوف منه النفقات الناتجة عن عمليات استثمارية معينة.

ثالثا: مدة حياة المشروع: مدة حياة المشروع الاستثماري هي تلك يخنق فيها المشروع إيرادات صافية وفقا للمفهوم الصافي, وعند تقييم المشاريع الاستثمارية من الضروري تقدير العمر المتوقع وهو فترة تشغيل المشروع الاقتصادي وتحقيق العائد.

ويمكن إدراج العمر الإستعمالي أو مدة الاستعمال في المفاهيم التالية :

1- **العمر الفيزيائي للاستثمار:** هذا المفهوم يقوم على أساس تحديد المدة المثلى للاستغلال, مع أخذ الصيانة بالاعتبار.

2-**العمر التقني:** هو غالبا ما يكون أقل من العمر الفيزيائي حيث الصناعات التي تتميز بالتطور التكنولوجي السريع، ويمكن تعريفه على أنه الفرق بين المدة التي بدأت الآلة في العمل والمدة التي ظهرت فيه آلة بديلة ذات كفاءة أكبر، وإذا كان العمر التكنولوجي أقل من العمر الفيزيائي وجب على المؤسسة أخذه بالاعتبار وأن تعتمد على التقنيات الحديثة حتى تتمكن من البقاء في سوق المنافسة.

3-**مدة حياة المنتوج أو عمر المنتوج:** في حالة إذا وجد أن هناك استثمار خاص لمنتوج معين, وفي حالة عمر المنتوج أقل من العمر الفيزيائي, وكذا العمر التكنولوجي وجب ولزم على المؤسسة أن تأخذه بالحسبان، ومن بين الأعمار الثلاثة يجب على المؤسسة أن تأخذ الأقصر.

رابعا: معدل الاستحداث (التحيين): هو ذلك المعدل الذي عن طريقه تتساوى التدفقات النقدية الداخلة مع قيمة الاستثمار الأصلي أو هو معدل تكلفة الحصول على الأموال مقارنة بمعدل العائد، فمعدل التحيين هو الاستحداث الداخلي لأنه خاص بالمشروع ويتم مقارنته عادة مع تكلفة الحصول على التمويل.

خامسا: القيمة المتبقية: تتحدد من خلال العمر الاقتصادي للاستثمار بالاستعمال العادي أو الاستغلال, حيث الاستثمارات لها قيمة تجارية باقية, فإذا كانت مدة الحياة طويلة فمن غير الممكن توقع قيمة متبقية لذا وجب أن يكون المستثمر واقعيا في تحديدها، فالقيمة المتبقية يمكن أن تكون معدومة أو سالبة بسبب تغيرها طول حياة الاستثمار، وهي مهمة جدا خاصة بالنسبة للتمويل بإصدارات الصكوك باعتبارها تمثل القيمة التصفوية للمشروع.

الفرع الثالث: خطوات التخطيط للمشروع الاستثماري: يعتبر استثمار الأموال من الأمور التي تتم على أساس خطة مدروسة تأخذ في الحسبان احتياجات المستثمر ودرجة الخطر التي يمكن تحملها، وتنطوي هذه الخطة على خطوات يمكن ترتيبها كالآتي:

1- وضع ميزانية تقديرية للأموال التي تخصص للأغراض الاستثمارية؛

2- تحديد الأهداف الإستثمارية حسب أهميتها وأولوياتها مع معرفة الإعتبارات الإستثمارية التي ينبغي أخذها في الحسبان إذا أريد تحقيق هذه الأهداف؛

3- تحليل الأخطار التي ينطوي عليها إستخدام الأنواع المختلفة من الإستثمارات؛

4- توزيع الأموال المتوفرة بين الوسائل أو الأصول الإستثمارية وتوقيتها بطريقة تسهل الوصول إلى الأهداف الموضوعة مع تجنب الأخطار أو تخفيضها لأدنى حد ممكن؛

5- الإستمرار في الإدارة والإشراف والتقييم, مع تعديل البرنامج على ضوء الظروف المتغيرة وأحوال السوق.

وإذا بدا أن هذا المجال متصف بالصعوبة والتعقيد فمرجع ذلك إلى أن المشكلة الإستثمارية نفسها صعبة ومعقدة في الكثير من الحالات، وتستدعي الدراسة العميقة والتصرف الدقيق السليم.

المطلب الثاني: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري: يجب أن يخضع الاقتراح الإستثماري لدراسة علمية تحليلية لأخذ القرار المناسب بشأن تنفيذه أو رفضه أو تغييره أو تعديله، أي إخضاع المشروع لدراسة جدوى اقتصادية.

الفرع الأول: تعاريف لدراسة الجدوى الاقتصادية: تتمثل دراسة الجدوى الاقتصادية في:

أولا: مجموعة من الدراسات التي تسعى إلى تحديد مدى صلاحية المشروع المقترح، و"هي أسلوب علمي لتقدير احتمالات نجاح أو فشل مشروع معين قبل التنفيذ الفعلي، وذلك في ضوء قدرة المشروع على تحقيق أهداف معينة للمستثمر"[1]، كما تعرف على أنها "منهجية لاتخاذ القرارات الإستثمارية، وتعتمد على المعرفة الدقيقة لاحتمالات نجاح أو فشل مشروع استثماري معين، واختبار مدى قدرة هذا المشروع على تحقيق أهداف محددة، تتمحور حول الوصول إلى أعلى عائد ومنفعة للمستثمر الخاص أو الاقتصاد القومي أو لكليهما، على مدى عمره الافتراضي"[2].

[1]- صلاح الدين حسن السيسي، **دراسات الجدوى وتقييم المشروعات بين النظرية والتطبيق**، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2003،ص19.

[2]- عبد المطلب عبد الحميد، **دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الإستثمارية**، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2002 ،ص24.

ثانيا: هي" مجموعة متكاملة من الدراسات المتخصصة، تجرى لتحديد مدى صلاحية المشروع الإستثماري من عدة جوانب، قانونية، تسويقية، إنتاجية، مالية، اقتصادية واجتماعية، لتحقيق أهداف محددة، والتي تمكن في النهاية من اتخاذ القرار الإستثماري الخاص بإنشاء المشروع من عدمه".[1]

دراسة الجدوى الاقتصادية لازمة لكل أنواع المشروعات باختلاف أهدافها، سواء كانت عامة أو خاصة، جديدة أو قائمة، وهي مطلوبة في المشروعات الصناعية والزراعية والخدماتية لتقدير احتمالات النجاح، كما يتوقف قرار التمويل في المؤسسة المالية على ضرورة تقديم مستند دراسة الجدوى الاقتصادية، يثبت ربحية المشروع وجدارته الائتمانية.

الفرع الثاني: متطلبات وأهمية تقييم ودراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع: يستلزم المشروع الإستثماري متطلبات تسمح بالإستفادة من المعلومات والبيانات والتقديرات التي تسمح باستغلال الفرص المتاحة، والتي تعطي المشروع وجدواه الأهمية القصوى والتي تسمح بالتوجيه الأمثل للموارد.

أولا: متطلبات دراسات الجدوى كمدخل للاستثمار في الفرص المتاحة: إن عملية الاستثمار تتطلب إجراء دراسات تشمل عدة مجالات أهمها:

1-اختيار نوعية الاستثمار المزمع تنفيذه بما يتماشى مع إستراتيجية المنشأة في تحقيق معدلات النمو المرسومة؛

2-تحديد كمية الأموال اللازمة وتحديد مصادر التموين بما يحقق للمنشأة الحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة، وذلك بهدف تعظيم ربحية الأموال المستثمر (زيادة معدل العائد على الاستثمار)؛

3-إجراء تقديرات مسبقة لدرجة الخطر الاقتصادي العام الذي ستتعرض له المنشأة مستقبلا، ويتم ذلك بدراسة طبيعة الاستثمار الجديد ودرجة الخطر التي ستنتج عنه وأثرها على الخطر العام في المنشأة، أي معرفة مدى استقلالية الاستثمار الجديد أو ارتباطه بالاستثمارات الأخرى التي تم تنفيذها بفترات زمنية سابقة؛

4-إجراء تقديرات مسبقة لإيرادات الاستثمار المتوقعة في المستقبل، وذلك لتحديد قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها المالية، أي التحديد المسبق لدرجة الخطر المالي الذي ستتعرض له المنشأة؛

5-إجراء دراسة موسعة للسوق الاقتصادية الذي تنتمي إليه المنشأة، وذلك بمعرفة طبيعة المنشآت الاقتصادية المنافسة وتقدير قدراتها المالية والتقنية؛

6- التأكد من تحقيق التوازن بين مدة الاستثمار (الحياة الإنتاجية للاستثمار) وطول مدة التمويل أو الفترة اللازمة لتسديد الأموال التي مولت الاستثمار الجديد.

وتعتبر دراسة جدوى المشروعات وسيلة موضوعية لتحسين كفاءة القرارات الإستثمارية، وترشيدها لاختبار مدى قدرة المشروع على تحقيق أهداف محددة تتمحور حول الوصول إلى أعلى عائد أو منفعة للمستثمر الخاص أو للإقتصاد الوطني، ولدقة الدراسة يستلزم ضرورة التأكد من صحة ودقة البيانات والمعلومات وتحديثها بصفة مستمرة لضمان تعبيرها الدقيق عن الظروف الإقتصادية والإجتماعية المرتبطة بالمشروع.

ثانيا: أهمية دراسة الجدوى الاقتصادية: يمكن تلخيص أهمية دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروع الاستثماري، فيما يلي:

[1]- عاطف جابر طه عبد الرحيم، **دراسات الجدوى التأصيل العلمي والتطبيق العملي**، دار الجامعة، القاهرة، مصر،2003، ص2.

***1* – بالنسبة للمشروع (المؤسسة):** إن أهمية دراسة الجدوى بالنسبة للمؤسسة تتجلى فيما يلي:

- تعتبر دراسة الجدوى الأساس في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بإقامة المشروع كشراء الأراضي، إقامة المباني، توريد الآلات والمعدات، وكل ما يلزم من دراسات وإجراءات وعقود وقرارات تنفيذية؛
- إظهار مدى قدرة المشروع في تحقيق الأهداف التي يقوم من أجلها من منافع مادية معينة للمؤسسة؛
- مساهمة الدراسة في تحديد المصادر المناسبة لتمويل الاحتياجات الخاصة بالمشروع ومدى توفرها، وإلى أي حد سوف يتحقق العائد من وراء استثمار هذه الأموال.

***2*– بالنسبة للمجتمع:** تساهم دراسة الجدوى الاقتصادية في حل المشكلة العامة للندرة النسبية في الموارد وذلك لمواجهة الاحتياجات المتزايدة لأفراد المجتمع، فخطط التنمية ما هي إلا قائمة من المشاريع الاستثمارية، فتحقيق البرامج الإنمائية، تعطي لدراسة الجدوى أهمية كبيرة وذلك لكونها تمثل الوسيلة الأساسية واللازمة لتحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة لديها والتي تتميز بالندرة النسبية، مع توفير مستوى من الأمان للأموال المراد استثمارها[1]، كما أنه لابد على الدول من تحديد الأولويات في المشاريع الاستثمارية وذلك بوضع مجموعة من المعايير التي تساعد على ترتيب المشروعات وذلك وفقا لأهميتها وكفاءتها الاقتصادية، ومدى توافر عناصر الإنتاج.

الفرع الثالث: خصائص دراسة الجدوى الاقتصادية: من خلال عرض مفهوم دراسة الجدوى الاقتصادية، فهي تتميز بعدة خصائص وتعتمد على ثلاث مداخل: المدخل النفعي والمدخل الوظيفي والمدخل التحليلي.

أولا: المدخل النفعي: يعتمد هذا المدخل على قياس المنفعة التي تعود على المستثمر الخاص وكذا المستثمر العام، ويتم قياس منفعة المستثمر الخاص من خلال معايير الإستثمار التي تعظم منفعته الشخصية، بغض النظر عن منفعة الاقتصاد القومي، ويتم قياس منفعة المستثمر العام من خلال معايير الربحية الاجتماعية، التي تعظم المنفعة أو العائد الاجتماعي، وهي مرتبطة بتحقيق أهداف الاقتصاد الكلية، ومن بين هذه المعايير، معيار التوظيف، القيمة المضافة، ميزان المدفوعات وإحلال الواردات، سعر الصرف، وحماية البيئة ... .

ثانيا: المدخل الوظيفي: "وهو يعتبر دراسات الجدوى الاقتصادية، أنها مجموعة من الوظائف، يقوم بكل وظيفة مجموعة من الخبراء المختصين"[2]، فهناك الوظيفة البيئية التي تسمح بقياس الأثر المتبادل بين البيئة والمشروع، والوظيفة القانونية التي تحدد الشكل القانوني المناسب للمشروع، وتأثير التشريعات السائدة عليه، والوظيفة التسويقية التي تعمل على تقدير الطلب على منتجات المشروع، والوظيفة المالية التي تهدف إلى تقدير التكاليف والإيرادات، والوظيفة الاجتماعية التي تحلل أثر المشروع على المجتمع، وكل وظيفة من الوظائف المذكورة هي دراسة جدوى في حد ذاتها.

ثالثا: المدخل التحليلي: هذا التصنيف يعمل على التمييز بين دراسات جدوى المشاريع وفقا لاختلاف درجة التفصيل وعمق التحليل المستخدم في الدراسة، وفيها يميز بين دراسة الجدوى المبدئية ودراسة الجدوى التفصيلية.

---

[1]- كاظم جاسم العيساوي، **دراسات الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات**، دار المناهج، عمان،الأردن، 2002، ص ص: 40-41.

[2]- عبد المطلب عبد الحميد، **مرجع سابق**، ص *31*.

المطلب الثالث: مراحل وصعوبات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري

الفرع الأول: مراحل دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري: تمر عملية دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري بالمراحل التالية:

أولا: المرحلة التمهيدية: تبدأ هذه المرحلة بدراسة الاقتراح الإستثماري وتحليل جوانب الفكرة الإستثمارية من حيث جاذبيتها وواقعيتها، وتهدف هذه المرحلة باتخاذ قرار بمدى ضرورة أو عدم ضرورة الفحص الدقيق والتفصيلي لجدوى المشروع، وتتحدد في هذه المرحلة أجزاء الدراسة التفصيلية التي تتطلب أكثر تعمقا وجهدا وتكلفة.

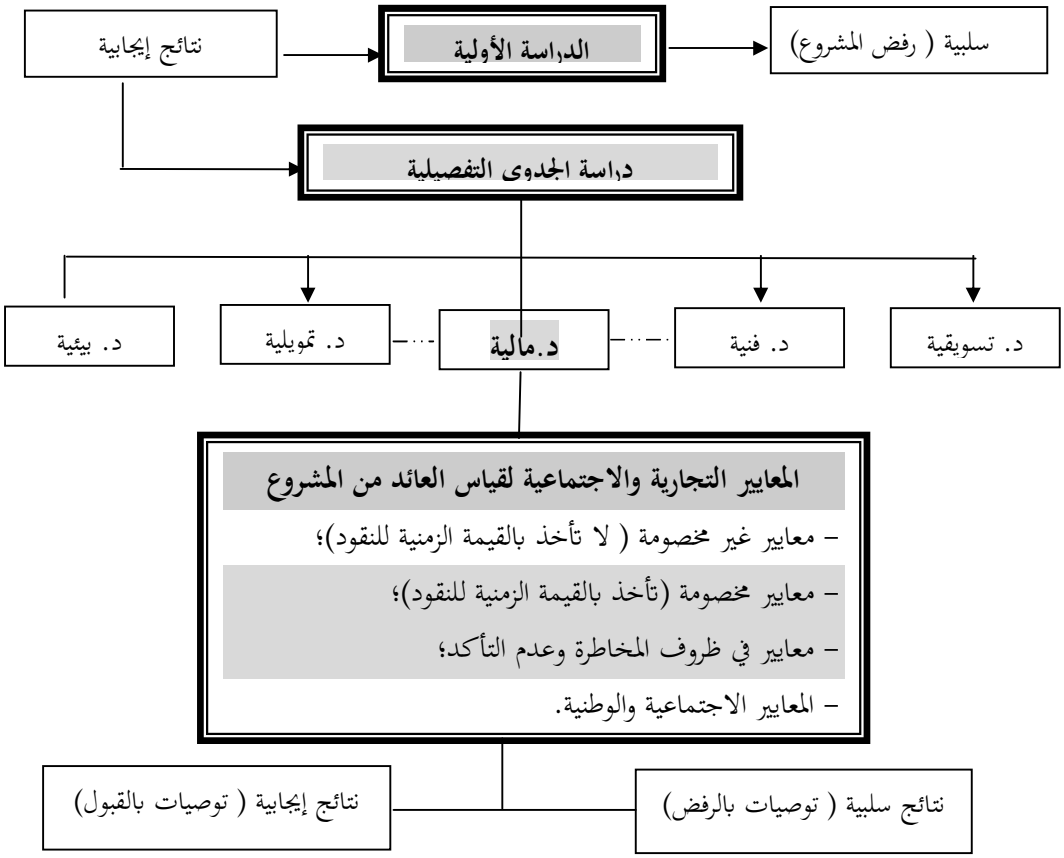
ثانيا:المرحلة التحليلية: يتم في هذه المرحلة دراسة البدائل المختلفة في مجال المشروع، وتحدد الظروف الخاصة بالمشروع من ناحية الوقت والميزانية والأفراد، ويتم الانتقال إلى هذه المرحلة بعد التأكد أن الاقتراح الإستثماري يتطلب مزيدا من التحليل التفصيلي للتأكد من جدوى المشروع، من خلال التحديد الدقيق للجوانب التسويقية، الفنية، المالية الاجتماعية، لإجراء مقارنة بين الأفكار البديلة المتاحة، وتجدر الإشارة إلى أنه لا يتم الانتقال في التحليل التفصيلي للجدوى من مرحلة، إلا إذا ثبتت جدوى المرحلة السابقة.[1]

ثالثا: المرحلة التقييمية: يتم تقييم المشروع وتقدير مدى صلاحيته الاقتصادية والاجتماعية على أساس معايير محددة.

رابعا:مرحلة اتخاذ القرار: بعد الاطلاع على نتائج التحليلات التقيمية للمشروع، والممثلة في شكل تقرير يعد بمثابة مستند يحمل معلومات تلخص نتائج المراحل السابقة، وينص صراحة –بناءا على تحليل الدراسة التفصيلية واعتمادا على نتائج معايير التقييم– على قرار تنفيذ الفكرة الإستثمارية، إما بالقبول، الرفض، التأجيل أو التعديل، ويتضمن هذا التقرير بالتحديد كافة التحليلات الربحية التي تم إجراؤها، وما انتهت إليه من نتائج ومؤشرات وذلك في صورة مناسبة، تتناسب مع تقديم هذا التقرير إلى الأجهزة والجهات الرسمية، والجهات التي تشارك في تمويل المشروع، والشكل الموالي يوضح مراحل ومعايير دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري:

[1]- محمد صالح الحناوي، **دراسات جدوى مشروع، أساسيات ومفاهيم**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،*2005*، ص*19*.

الشكل (*13*): مراحل ومعايير دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري



المرجع: سمير محمد عبد العزيز، **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات** (مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، *1997*). ص *14*.

يمكن اتخاذ قرار مبدئي مع الدراسة الأولية للمشروع، في حال الإيجاب وللوصول لمستوى أمان أكبر، ليكون الانتقال لدراسة أكثر تفصيلا وعمقا تتناول الجوانب المتعددة للمشروع، وفي إطار دراسة الجدوى الاقتصادية تبرز المعايير النهائية التي تعطى الممول وصاحب المشروع الأداة لقياس العائد المتوقع وفق إطار الدراسة.

الفرع الثاني: صعوبات إجراء دراسات الجدوى الاقتصادية: قد يتعذر على القائم بدراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع، إتمام جميع مراحلها، فقد تظهر صعوبات تحول دون إتمامها بالشكل الأنسب أو عدم إمكانية إجراء الدراسة أصلا، ومن أهم هذه الصعوبات:

أولا: وجود بعض المتغيرات غير قابلة للقياس الكمي، ولها تأثير على المشروع، قد تكون مباشرة أو غير مباشرة، وصعوبة القياس تؤدي إلى سوء تقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة؛

ثانيا: صعوبات تنجم عن كون الخبرات الفنية التي تقوم بالدراسة غير مؤهلة وضعيفة وينقصها الخبرة، وبالتالي تفتقد الكفاءة اللازمة، وهو ما يتطلب الاستعانة بالخبرات الفنية ذات المهارة العالية والمتخصصة في النشاطات الخاصة بالمشروع والدراسات الفنية له من خارج المنشأة[1]، ومنه مواجهة مشكل عدم قدرة هذه الخبرات على تكييف معارفها ودراستها مع واقع المحيط الداخلي لها، مع تكلفتها الإضافية؛

ثالثا: نقص البيانات وتضارب المعلومات وعدم وضوحها والتي تعد المدخلات الأساسية لعملية دراسة الجدوى الاقتصادية؛

[1]- عبد المطلب عبد الحميد، **مرجع سابق**، ص 26.

رابعا: مشكلة المحاكاة، وتتمثل في حسابات العوائد والتكاليف على طريقة "المثل" أو الشركات المنافسة الأخرى، وهذه تختلف فلكل شركة ظروفها وأهدافها وسياستها وإمكانياتها ومواردها البشري، مما يؤدي إلى اختلافات في النتائج سواء في معايير التقييم أو معدل تكلفة رأس المال أو التدفقات"[1]؛

خامسا: صعوبة الالتزام بالترتيب المنطقي لمراحل الدراسة، مما يؤثر سلبا على النتائج النهائية، لأن نتيجة كل مرحلة في المدخلات ضرورية للمرحلة الموالية؛

سادسا: التغير البيئي الدائم، والمستجدات السريعة، ينتج عنه أو يرفع من نسبة المخاطرة، وعدم التأكد في تحديد المتغيرات المؤثرة في دراسة الجدوى الاقتصادية، والمؤثرة في المشروع خلال عمره الافتراضي، مثل التغير في الأسعار والطلب على المدى المتوسط والطويل؛ مع صعوبات تتعلق بتحديد الوقت اللازم للبدء في المشروع وتنفيذه.

الفرع الثالث: أنواع دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري

تنقسم دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري، إلى دراسة مبدئية ودراسة تفصيلية، التي بدورها تنقسم إلى عدة أنواع، ويمكن تطبيق دراسات الجدوى الاقتصادية في مجالات مختلفة فحسب التصنيف الوظيفي والذي يميز بين دراسات الجدوى الاقتصادية وفقا للمجال الوظيفي الذي تهتم به، تنقسم إلى:

أولا: دراستي الجدوى البيئية والقانونية: باعتبارهما من الدراسات المرافقة للمشروع كي لا يواجه مشاكل بيئية أو قانونية تؤثر عليه، وتعرقل سيرورته ومرونة الإنجاز والتنفيذ وتحقيق النتائج المرجوة.

***1*- دراسة الجدوى البيئية:** وقد أصبحت لها أولوية في القرار الإستثماري وتحقيق التنمية المستدامة، ولتحديد الأثر المتبادل بين المشروع وبيئته، سواء كان هذا الأثر إيجابيا أو سلبيا، وهذا بهدف تقليص الآثار السلبية وتعظيم الآثار الإيجابية، ويؤثر المشروع على حسب طبيعة نشاطه بدرجات متفاوتة على سلامة البيئة، فاحتمال وجود آثار ضارة يمكن معالجتها قبل وقوعها، دون إضافة تكاليف استثمارية كبيرة، أو نقل المشروع إلى موقع آخر، وتعتبر هذه الدراسة مهمة، إذ أنه في حالة وجود آثار تضر بالبيئة يستعمل المستثمر معدات لحمايتها، ومنه زيادة تكاليف جديدة للمشروع يجب أن تدرس، وفي حالة تبين آثار لا يمكن معالجتها يرفض الاقتراح قبل الدخول في دراسات الجدوى الأخرى.

***2*- دراسة الجدوى القانونية:** فتهدف إلى التحقق من مدى توافق المشروع المقترح مع القوانين واللوائح المنظمة للاستثمار في الدولة والمؤثرة فيه، من حيث المزايا والتحفيزات الممنوحة والقيود المفروضة، وتحدد الشكل القانوني الأمثل الذي يتناسب وطبيعة النشاط ، أي كل ما يتعلق بالبيئة والمحيط القانوني للمشروع الاستثماري.

ثانيا: دراستي الجدوى الفنية والتسويقية: تساعد في معرفة احتياجات المشروع وموارده وطاقته الإنتاجية وجملة المدخلات، إضافة إلى الإيرادات المرتبطة بتسويق مخرجاته من خلال الدراسة السوقية أو التسويقية.

***1*- دراسة الجدوى الفنية:** دراسة الجدوى الفنية تبنى أساسا على العملية الإنتاجية، فهي تقدم تحليلا لكل من:

أ- الأساليب الإنتاجية التي تستخدم في العملية الإنتاجية والتكنولوجيا المخططة وكيفية ملاءمتها للعملية الإنتاجية ؛

ب- الوصف الكامل للعملية الإنتاجية والأعمال الهندسية المرتبطة بالإنتاج؛

[1]- عاطف جابر طه عبد الرحيم، **مرجع سابق**، ص 16.

ج- تحديد المنتج أو المنتجات والسعات الإنتاجية ".

فهي دراسة لكل ما هو مرتبط بإنشاء المشروع وتشييد أقسامه، أي تحديد إمكانية قيام المشروع من الناحية الفنية، بتخطيط وإعداد الطاقات والوسائل الإنتاجية بناء على نتائج دراسة الجدوى التسويقية، كما تحدد حجم الإنتاج، الطاقة الإنتاجية، الموقع الملائم، الاحتياجات من المواد والعمالة ومستلزمات الإنتاج، كما توفر هذه الدراسة بيانات تقدير التكاليف الإستثمارية وتكاليف التشغيل السنوية.

2- دراسة الجدوى التسويقية: تعتمد على تقنيات دراسة السوق وبحوث التسويق، وتتضمن ما يلي:

أ- جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بتحليل العرض الطلب والعوامل المحددة لها؛

ب- تحديد الفجوة التسويقية المتاحة، وتقدير الحصة السوقية للمشروع والتنبؤ بالطلب المرتقب على منتجات المشروع؛

ج- تحديد معالم السياسة التسويقية.

ثالثا: دراسات الجدوى التمويلية: تشمل الدراسة التمويلية للمشروع تحديد موارده، وتحليل الهيكل التمويلي وتقدير تكلفة التمويل، ومن ثم تحليل القوائم المالية (الميزانية وقائمة الدخل –جدول حسابات النتائج- ومن ثم قائمة التدفق النقدي)، مع استخراج النسب المالية والمردودية[1].

رابعا: دراسة الجدوى المالية: تهدف إلى ترجمة نتائج دراسات الجدوى التسويقية والفنية مع الدراسة التمويلية إلى تقديرات مالية، تتضمن إعداد القوائم المالية، وتجهيز البيانات والجداول، والتحليلات اللازمة؛

- تحديد المنافع المالية والأعباء التي يتحملها المستثمر مقابل الحصول على هذه العوائد؛
- هيكل التمويل الأمثل ووضع تصور للمركز المالي للمشروع ومخاطرته؛
- تقدير التدفقات النقدية الداخلة وتكاليف التشغيل السنوية، والتدفقات النقدية الخارجة.

خامسا: دراسة الجدوى الاجتماعية: تهدف إلى التعرف على مدى مساهمة المشروع في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية للمجتمع، وقدرة المشروع في التوظيف والقيمة المضافة التي يساهم بها المشروع في الدخل الوطني.

ومن خلال ما يأتي سيتم تناول الدراسات الفنية والتسويقية للمشروع مع بعض التفصيل في حين يتم إفراد دراستي الجدوى التمويلية والمالية بمبحثين منفصلين.

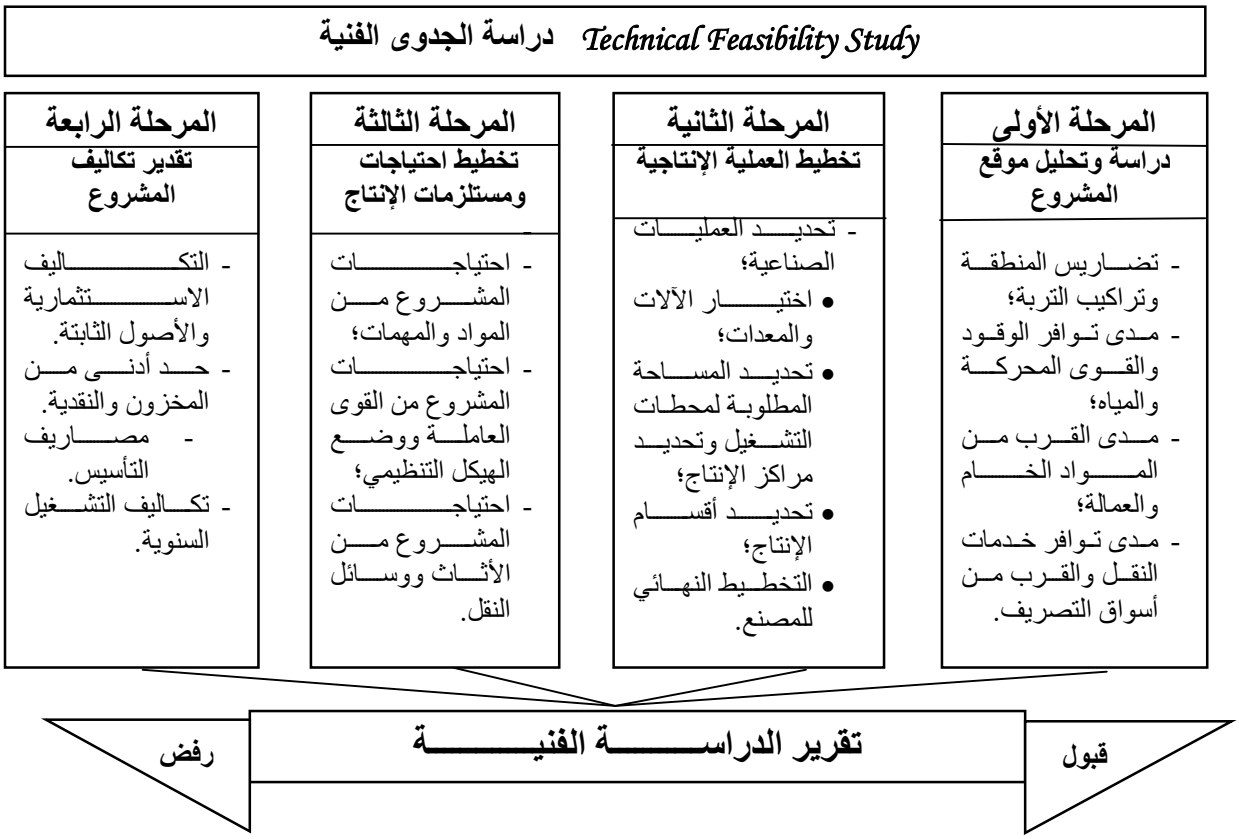
المطلب الرابع: دراسة الجدوى الفنية: حيث تتحدد المعالم الأساسية للمشروع، دراستا الجدوى الفنية والتسويقية تنحصر مهمتها في دراسة كافة الجوانب الفنية والسوقية المتعلقة بالمشروع المقترح لتحديد تكاليفه وطاقته الإنتاجية والإيرادية، والتي يمكن الاعتماد عليها في التوصل إلى قرار استثماري، إما بالتخلي عن المشروع أو التحول إلى مرحلة التنفيذ.

الفرع الأول: تعريف ومراحل وأهداف دراسة الجدوى الفنية للمشروع: تهتم دراسة الجدوى الفنية بكل ما هو مرتبط بإنشاء المشروع وتشييد أقسامه، وإقامة آلاته وتحديد احتياجاته من مستلزمات الإنتاج، وتقدير طاقته الإنتاجية، وتقدير التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل.

بصورة عامة تتناول الدراسة الفنية للمشروع الجوانب التالية والتي يوضحها الجدول التالي:

[1]- جلال جويدة القصاص: **دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع في اقتصاد إسلامي**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2010، ص:247.

الجدول (3): مراحل وأهداف دراسة الجدوى الفنية للمشروع



المرجع: من إعداد الطالب، بتصرف عن: مُحَمَّد صالح الحناوي، **دراسات جدوى مشروع، أساسيات ومفاهيم**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، *2005*.

حيث تبرز أهمية دراسة الجدوى الفنية في تحليل الجوانب الهندسية والتنفيذية للمشروع وتخطيط العملية الانتاجية وتقدير الطاقة المستخدمة ومدخلات المشروع، وتكاليفه الإبتدائية أو التشغيلية.

الفرع الثاني: أهداف دراسة الجدوى الفنية: تهدف دراسة الجدوى الفنية خاصة إلى:

أولا: اختيار حجم المشروع وطاقته الإنتاجية[1]: هناك أحجام متعددة لأي مشروع، ولكل حجم فنه الإنتاجي الملائم وطاقته الإنتاجية، كما أن لكل حجم تكاليفه وعوائده، كما أنه لا بد من الأخذ بعين الاعتبار أن لكل حجم طاقته الإنتاجية المناسبة وأن هذه الطاقات لها حدود قصوى ودنيا لا يمكن تجاوزها، وكل حجم يقع بين تلك الحدود يعتبر مقبولا إقتصاديا، الحجم الذي لابد أن يتناسب مع الإمكانيات المتاحة سواء كانت المادية والمالية والفنية، لأن المهم ليس اختيار المشروعات لكن المهم هو مدى إمكانية تشغيلها بكفاءة عالية.

ثانيا: موقع المشروع: من أجل اختيار الموقع الملائم للمشروع المقترح من بين عدة مواقع بديلة، لابد من الأخذ بعين الاعتبار العوامل المحددة للموقع الأمثل التي تتمثل في تكاليف النقل، الطاقة، المواد الخام، القوة العاملة، رأس المال، إضافة إلى العادات والتقاليد والقوانين السائدة.

[1]- كاظم جاسم العيساوي، **مرجع سابق**، ص46.

ثالثا: تحديد نوع الإنتاج والعمليات الإنتاجية: وعلى هذا الأساس لا بد على المنتج أو إدارة المصنع أن تحدد الطريقة التي تعتمدها في عملية الإنتاج بين الإنتاج المستمر وحسب الطلب أو الإنتاج المتغير (إنتاج الدفعات).

رابعا: تقدير احتياجات المشروع: تقدير احتياجات المشروع من المواد الخام والمواد الأولية، وهي تقدير احتياجات المشروع المقترح من المواد الخام والنصف مصنعة والمواد الأولية التي تتطلبها العملية الإنتاجية وبصورة مستمرة وخلال فترة زمنية معينة، وهنا لا بد من تقدير كافة هذه المواد ونسبتها إلى الكلفة الإجمالية للإنتاج، مع تقدير احتياجات المشروع من القوى العاملة.

المطلب الخامس: دراسة الجدوى التسويقية (أو السوقية): وتحتل مكانة مهمة بين باقي الدراسات لأهميتها في توضيح آفاق النجاح وظروف السوق والمنافسة.

الفرع الأول: تعريف وأهداف وعناصر الدراسة التسويقية: يمكن تعريفها وبيان أهدافها فيما يلي:

أولا: تعريف دراسة الجدوى التسويقية: هي: مجموعة من الدراسات والبحوث التسويقية تتعلق بالسوق الحالي والمتوقع للمشروعات المقترحة محل الدراسة، ينجم عنها توافر قدر من البيانات والمعلومات التي تسمح بالتنبؤ بحجم وقيمة المبيعات أو رقم الأعمال من منتجات محددة خلال فترة مستقبلية.

ثانيا: أهدافها: الهدف الرئيس لدراسة الجدوى التسويقية يتمثل في قياس حجم السوق الحالي والمتوقع للمنتجات والفرص الاستثمارية محل الدراسة، وبصفة تفصيلية تحديد هذا الهدف يستلزم :

1. توصيف كامل للسلعة والخدمة التي سيقدمها المشروع المقترح محل الدراسة من حيث التركيب النوعي، الحجم والشكل، الجودة، التغليف،....إلخ؛
2. تحديد طبيعة السوق (داخلي/خارجي)، مع توصيف المجتمع الذي ستوجه إليه السلعة أو الخدمة محل الدراسة، أي توصيف المستهلكين من حيث الجنس، العدد، العمر، الدخل، العادات والتقاليد؛
3. تحديد القدرة الاستيعابية للسوق الحالي والمتوقع من المنتجات محلل الدراسة.

ثالثا: عناصر دراسة الجدوى التسويقية: لتحقيق الهدف النهائي لدراسة الجدوى التسويقية يستلزم التعرف على عناصرها، التي تعبر عن الملامح العامة للسوق الحالي والمتوقع، ويتطلب ذلك دراسة ما يلي:[1]

أ- درجة التدخل الحكومي في الأسواق تختلف درجة التدخل الحكومي في الأسواق من سلعة لأخرى، ومن فترة زمنية لأخرى وفقا لاختلاف العديد من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، فحكومات الدول النامية تتدخل بصفة خاصة في أسواق العديد من السلع والخدمات الضرورية والأساسية لاعتبارات اجتماعية واقتصادية، هذه الاعتبارات أعطت مبررا للتدخل في أسواق خدمات عوامل الإنتاج، ويأخذ التدخل الحكومي عدة أشكال : تحديد حد أقصى للسعر، تحديد سعر محدد أقل من التكلفة مع تقديم إعانة للمنتج لكل وحدة مباعة، فرض ضرائب ورسوم إضافية أو تخفيضها.

ب- درجة المنافسة في الأسواق: تختلف درجات المنافسة في الأسواق بين المنافسة الكاملة والاحتكار التام، والمنافسة الاحتكارية، ففي حالة المنافسة الكاملة تنعدم قدرة المشروع على تحديد السعر، ومن ثم يقوم بتحديد حجم مبيعاته في ضوء الأسعار السائدة، أما حالة الاحتكار التام (منتج واحد فقط لسلعة ليس لها بدائل) في سوق منتجات المشروع المقترح

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**، ص38.

يستلزم ضرورة القيام بدراسات كافية لتحديد السعر المناسب الذي يحقق كمية المبيعات التي تعظم الربحية أو العائد الصافي للمحتكر.

أما في حالة المنافسة الاحتكارية وهي الحالة الأكثر واقعية وانتشارا، حيث يبحث كل مشروع عن علامة تجارية معينة لتمييز سلعته عن منتجات الآخرين، فإن المنتجات التي ينتجها المنافسون ليست بدائل تامة لبعضها البعض، وعلى القائم بالدراسة أن يبحث عن الطريقة التسويقية الملائمة التي تسمح بجذب أكبر عدد من المستهلكين الفعليين والمحتملين.

ج– تحديد محددات الطلب على منتجات المشروع: تتحدد محددات الطلب على منتجات المشروع بالعوامل التالية:

- سعر الخدمة أو السلعة، وأسعار المنتجات البديلة أو المنتجات المكملة؛
- مستوى الدخل للمستهلكين؛
- حجم الفئة المستهدفة، وأذواق وتفضيلات المستهلكين.

2- مرحلة تجميع وتحليل البيانات والمعلومات التسويقية.

الفرع الثاني: العوامل المحددة للطلب: والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

أولا: ثمن السلعة: فالثمن عبارة عن مقياس يعبر من خلاله عن قيمة سلعة أو خدمة في المبادلة مع السلع والخدمات الأخرى، وحسب قانون الطلب *Law of Demand* فإن قاعدته العامة تنص على أن العلاقة بين ثمن السلعة والكمية المطلوبة هي علاقة عكسية، لكن درجة تأثر الطلب بتغير الثمن تختلف من سلعة إلى أخرى، وبالتالي لابد من دراسة مرونة الطلب *Elasticity of demand* والتي علاقتها كما يلي[1]:

$$\text{مرونة الطلب السعرية} = \frac{\text{التغير في الطلب}}{\text{الطلب الأصلي}} / \frac{\text{التغير في السعر}}{\text{السعر الأصلي}}$$

ولمرونة الطلب السعرية ثلاث حالات :

– الطلب المرن: مرونة أكبر من الواحد، وحدوث تغير محدد في الثمن يؤدي إلى حدوث تغير أكبر في الكمية المطلوبة؛

– الطلب المتكافئ المرونة: مرونة تساوي الواحد، ومقدار التغير في الثمن يساوي مقدار التغير في الكمية المطلوبة؛

– الطلب غير المرن: مرونة أصغر من الواحد وحدوث تغيير محدد في الثمن يؤدي إلى تغير أقل في الكمية المطلوبة .

ثانيا: دخل المستهلك: في حالة السلع العادية فإن الزيادة في دخل المستهلك تؤدي إلى الزيادة في الكمية المطلوبة والعكس صحيح، أي أن العلاقة بين الكمية المطلوبة ودخل المستهلك هي علاقة طردية، وذلك مع ثبات العوامل الأخرى، ولكن درجة تأثر الطلب بتغير الدخل تختلف من سلعة إلى أخرى، تعرف من خلال مرونة الطلب الدخلية والتي توضح بالعلاقة التالية[2]:

$$\text{مرونة الطلب الدخلية} = \frac{\text{التغير في الطلب}}{\text{الطلب الأصلي}} / \frac{\text{التغير في الدخل الحقيقي}}{\text{الدخل الأصلي}}$$

ولمرونة الطلب الدخلية ثلاث حالات:

– الطلب المرن (المرونة الدخلية > 1):حدوث تغيير طفيف في الدخل يؤدي إلى حدوث تغير أكبر في الكمية المطلوبة؛

[1]- جلال جويدة القصاص، **مرجع سابق**، ص: 365.

[2]- **المرجع نفسه**، ص367.

– الطلب المتكافئ المرونة: المرونة الدخلية =*1* ، معناه مقدار التغيير في الدخل يساوي إلى مقدار التغير في الكمية المطلوبة؛

– الطلب غير المرن(المرونة الدخلية < *1*): حدوث تغيير محدد في الدخل يؤدي إلى حدوث تغير أقل في الكمية المطلوبة.

ثالثا: أسعار السلع البديلة والمكملة: بالنسبة للسلع البديلة فإن أي زيادة في سعر السلعة المعنية يؤدي إلى زيادة الطلب على السلعة البديلة لها، أما بالنسبة للسلع المكملة فإن أي زيادة في سعر السلعة المعنية يؤدي إلى نقص الطلب على السلعة المكملة لها، ولمعرفة ما إذا كانت العلاقة بين السلعتان مكملة أو تبادلية، تحسب المرونة السعرية التبادلية للطلب، وذلك بالعلاقة التالية :

$$\text{المرونة التبادلية} = \frac{\text{التغير النسبي في الكمية المطلوبة من السلعة (A)}}{\text{التغير النسبى فى سعر السلعة (B)}}$$

وفيها الحالات التالية :

– إذا كانت المرونة > *1*، ذلك يعني أن الطلب على السلعة ($\mathcal{A}$) مرن بالنسبة لسعر السلعة ($\mathcal{B}$) و أما إذا كانت المرونة أقل، فذلك يعني أن الطلب على السلعة ($\mathcal{A}$) غير مرن بالنسبة لسعر السلعة ($\mathcal{B}$)؛

– إذا كانت إشارة المرونة سالبة، فذلك يعني أن ارتفاع سعر السلعة ($\mathcal{B}$) يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلعة ($\mathcal{A}$)، ومنه فالسلعتان مكملتان؛

– إذا كانت إشارة المرونة موجبة، فذلك يعني أن ارتفاع سعر السلعة ($\mathcal{B}$) يؤدي إلى زيادة الطلب على السلعة ($\mathcal{A}$)، والسلعتان بديلتان.

– إذا كانت المرونة = *0*، فذلك يعني أن السلعتان مستقلتان.

الفرع الثالث: العوامل المحددة للعرض[1]: والتي يمكن حصرها في :

أولا: أهداف المشروعات والبيئة الاستثمارية:: بين أهداف المشروع في اكتساب الأسواق الجديدة أو زيادة الحصة السوقية، أو أهداف الربحية السريعة، كما أن الاستقرار الإقتصادي والسوقي وتوفير المناخ الملائم للاستثمار تعتبر من أهم العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين، وهذا ما يؤثر على الكمية المعروضة من السلعة؛

ثانيا: المستوى الفني والتكنولوجي: لاستعمال التقنيات الحديثة الأثر الإيجابي في عملية الإنتاج، بتضاعف مستوى إنتاجية الفرد، نتيجة استعمال التكنولوجيا الحديثة والمتطورة في العملية الإنتاجية؛

ثالثا: سعر السلعة وأسعار خدمات عوامل الإنتاج:: إن العلاقة بين سعر السلعة والكمية المعروضة هي علاقة طردية، فزيادة سعر السلعة يؤدي إلى زيادة الكمية المعروضة وذلك بغية تحقيق المزيد من الأرباح؛

كما أن العلاقة بين توفر عوامل الإنتاج والكمية المعروضة هي علاقة طردية، وذلك لكون توفر عوامل الإنتاج وبأسعار منخفضة تؤدي على زيادة الكمية المعروضة، مع انخفاض التكاليف التي يتحملها المنتجون، ومنه زيادة هامش الربح؛

رابعا: مرونة العرض: لحساب مرونة العرض أهمية في تبين مدى استجابة الكمية المعروضة وفقا للتغير في سعرها، كما أنها ترتبط بمرونة عرض خدمات عوامل الإنتاج، التي تشترك في إنتاج السلعة والتي تزداد بزيادتها وتقل بانخفاضها؛

[1]- محمد عبد الفتاح الصيرفي، **مرجع سابق**، ص71.

خامسا: التغيرات في المخزون والقدرة على التخزين: إن الكمية المعروضة من السلعة التي يستغرق إنتاجها مدة زمنية قصيرة تكون أكبر من الكمية المعروضة من السلعة التي يستغرق إنتاجها مدة زمنية كبيرة؛

سادسا: السياسة النقدية والائتمانية: تؤثر السياسة النقدية والائتمانية في الكمية المعروضة من خلال تحكم البنك المركزي في البنوك التجارية، وفي قدرتها على خلق الودائع، والقروض الممكن منحها للمشروعات، وبالتالي قدرة المشروعات على زيادة الإنتاج.

الفرع الرابع: طرق التنبؤ ونماذج تقدير حجم الطلب على منتجات المشروع : تساعد على مواجهة المتغيرات وحصر المؤثرات السوقية بالمشروع.

أولا: التنبؤ، وبيانات التقدير المستقبلي: يتضمن التنبؤ بصفة عامة تقدير قيم المتغيرات التابعة خلال فترة زمنية مستقبلية اعتمادا على قيم مفترضة للتغيرات التفسيرية الموجودة في النموذج محل الدراسة، وفي نطاق نموذج للطلب.

***1*- تعريف التنبؤ:** التنبؤ هو تقدير كمي للقيم المتوقعة للطلب خلال فترة زمنية اعتمادا على البيانات التسويقية المتاحة والمتعلقة بالماضي، الحاضر أو المستقبل، وهذا التقدير يمكن أن يكون نقطيا أو بمدى.[1]

***2*- أنواع التنبؤ المالي:** حسب العلاقة بين عناصر القوائم المالية:

أ- التنبؤ المالي الساكن *Static Forecasting* : ويستند هذا النوع من التنبؤ على فرضية ثبات العلاقة بين عناصر القوائم المالية من فترة زمنية إلى أخرى، ولهذا فإن التنبؤ بالأرباح للفترات الزمنية المقبلة يقوم على البيانات التاريخية لعدة سنوات من خلال استخدام نماذج إحصائية كمعادلة الخط المستقيم وعلاقات الارتباط والانحدار بين العناصر المختلفة المؤدية للدخل، ويعتمد التحليل الفني للقوائم المالية علي التحليل الساكن.

ب- التنبؤ المالي الحركي (الديناميكي) *Dynamic Forecasting*: ويقوم هذا النوع من التنبؤ على أساس الأخذ في الاعتبار كافة العوامل الاجتماعية والاقتصادية والسياسة المحيطة بالنشاط، وما يترتب على ذلك من آثار على نتائج النشاط في الفترة المستقبلية، ويعتمد التحليل الأساسي للقوائم المالية على التحليل الديناميكي.

***3*- مراحل تجميع وتحليل البيانات التسويقية:** لمعرفة أفضل بوضعية السوق.

أ- مرحلة تجميع البيانات والمعلومات التسويقية[2]: ، هذه المعلومات تختلف مصادر وأساليب جمعها من ناحية جاهزيتها: إلى معلومات جاهزة ومعلومات لابد على الباحث جمعها، وفي نطاق دراسة الجدوى التسويقية يمكن التمييز بينها وفقا لاختلاف مصادر الحصول عليها إلى بيانات ومعلومات ثانوية، وبيانات ومعلومات أولية.

- المصدر الميداني أو البيانات الأولية[3]: وهذه البيانات يتم جمعها لأول مرة من الميدان، وللحصول على البيانات الأولية، لابد من استعمال إحدى الطرق: الاستقصاء والمقابلة الشخصية.

- البيانات والمعلومات الثانوية: هي البيانات والمعلومات التي يتم إعدادها وتجهيزها في مرحلة سابقة على مرحلة إعداد البحث التسويقي، فهي بيانات تاريخية، والمصدر غير الميداني يحتوي على البيانات التي سبق جمعها بواسطة أجهزة خارجية

---

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**، ص ص:59-60.

[2]- **المرجع نفسه**، ص ص: 44- 46.

[3]- محمد فريد الصحن ومصطفى أبو بكر، **بحوث التسويق: مدخل تطبيقي لفاعلية القرارات التسويقية**، الدار الجامعية، مصر، 2000،ص 124.

وتكون معدة للاستخدام، هذا الاستخدام يكون بسرعة وبأقل تكلفة، كما أن هذه البيانات يمكن الحصول عليها من الأجهزة الداخلية للمشروع، ومن أهم هذه البيانات والمتغيرات ما يلي:

* بيانات ومعلومات عن سعر التكلفة؛
* بيانات ومعلومات عن الاستهلاك والإنتاج وتقديراتهما والفروق بينها في الفترات السابقة؛
* بيانات عن ظروف التسويق الجارية؛
* بيانات عن الاقتصاد العام والسكان والعمالة.

والبيانات الثانوية هي بمثابة بيانات استرشادية لتقدير الطلب المتوقع لا ينبغي الاعتماد عليها بشكل نهائي.

ب- مرحلة تحليل وتشغيل البيانات: بعد الانتهاء من مرحلة تجميع البيانات والمعلومات التسويقية (أولية وثانوية) وقبل تحليل وتشغيل تلك البيانات يتعين مراعاة الآتي:

* مراجعة القوائم والنماذج التي تم الاعتماد عليها لتجميع البيانات والمعلومات التسويقية للتأكد من مفردات العينة المحددة وطبقا للتعليمات التي وضعها الباحث التسويقي؛
* فحص كافة البيانات والمعلومات والإجابات التي تم الحصول عليها للتأكد من صدق تلك البيانات وعدم تحيزها (البيانات الثانوية)، واستيعاب الإجابات والبيانات التي يعتقد الباحث أنها غير صحيحة واستكمال البيانات والمعلومات التي لم يتم استكمالها بعد؛
* بعد مراجعة وفحص البيانات المجمعة وللتأكد من صدقها ودقتها يتم تصنيف وتبويب تلك البيانات إما يدويا أو آليا بطريقة تسمح بتشغيل وتحليل البيانات بسهولة ويسر نسبيا، تتفق وطبيعة النماذج والأساليب التي سوف يتم الاعتماد عليها في تقدير حجم الطلب النهائي.

ثانيا نماذج تقدير الطلب المستقبلي على منتجات المشروع: كي يخطط المشروع لعمليته الإنتاجية وتحديد احتياجاته الفنية لا بد من أن تتوفر لديه معلومات تقديرية عن الطلب المستقبلي للسوق، وتسمح للمشروع بوضع خطة مبيعات تهتم بجودة المشروع وقنوات التوزيع.

1- **النماذج الوصفية:** إن الميزة الأساسية لهذه النماذج تعتمد على الخبرة والتقدير الشخصي للباحث التسويقي، ويمكن التمييز بين:

أ- أسلوب المقارنة التاريخية: وفقا لهذا الأسلوب يتم تقدير المبيعات في الماضي خلال فترة زمنية معينة ثم تضاف نسبة معينة إلى تلك المبيعات لمقابلة التغيرات في المستقبل، وذلك للوصول إلى حجم المبيعات المتوقعة.

ب- آراء الخبراء: إن الخبراء يتسمون باتساع مستوى معرفتهم بشأن مكونات المنتج وحركته التسويقية داخل السوق، ومدى إقبال الأفراد على المنتج كما لديهم خبرة كافية بشأن تفضيلات الأفراد والمشاكل التسويقية المتعلقة بالمنتج والحلول المقترحة، والزمن المناسب لطرح المنتج في السوق...الخ.

2- **النماذج الكمية الإحصائية والرياضية:** على الرغم من أهمية النماذج النوعية في الحياة العملية لأغراض التنبؤ، إلا أن معظم الدراسات الحديثة تعتمد على النماذج الكمية والأساليب الرياضية والإحصائية الحديثة، حيث أنها أكثر تفسيرا لفهم واستيعاب الظواهر وأكثر مصداقية ودقة في عمليات التنبؤ، تهتم النماذج الكمية للتنبؤ المالي بالمعلومات التي يمكن قياسها

كمياً خلال عدد من الفترات وإيجاد العلاقة بين المتغيرات المختلفة، وتتعدد وتتنوع النماذج الكمية والإحصائية التي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بتقديرات الطلب المتوقع لمنتجات الفرص الاستثمارية محل الدراسة.

إلا أن هذه النماذج تتوقف صحة نتائجها بدرجة أساسية على القدرة على فهم واستيعاب الظاهرة، وعلى صحة البيانات وشفافيتها وعلى دقة وصحة اختيار وتحديد النموذج الرياضي والإحصائي المستخدم في عملية التنبؤ.

أ – الطرق الاقتصادية: ويمكن إيجازها فيما يلي:

– **طريقة متوسط الاستهلاك الحالي:**[1] وفيها يتم تقدير الطلب على السلعة، اعتمادا على بيانات الاستهلاك الحالي للسلعة في السوق، وذلك من خلال:

* تقدير حجم الاستهلاك الفعلي للسلعة في السوق حاليا، وذلك بالعلاقة التالية:

حجم الاستهلاك الحالي = حجم الإنتاج الحالي للسلعة محليا + الواردات من السلعة – الصادرات من السلع

✓ معرفة متوسط الاستهلاك الفعلي الحالي وذلك بالعلاقة التالية :

$$\text{متوسط الاستهلاك الفعلي الحالي} = \frac{\text{حجم الاستهلاك الحالي الفعلي}}{\text{عدد السكان الحالي}}$$

* **معرفة الطلب المستقبلي للسلعة:** وذلك بضرب متوسط الاستهلاك الحالي الفعلي في عدد السكان المتوقع في السنوات القادمة من الدراسة، وهذه الطريقة مفيدة بالنسبة للسلع الشائعة الاستخدام، ولكن تقل أهميتها بالنسبة للسلع التي تستهلكها فئة معينة من المستهلكين.

هذا إضافة إلى طريقة مرونة الطلب السعرية ومرونة الطلب الدخلية.[2]

ب – الطرق الاحصائية والرياضية: وتتلخص فيما يلي:

* **طريقة تحليل السلاسل الزمنية ومعاملات الانحدار:** ويقصد بالسلسلة الزمنية: مجموعة من القيم (المشاهدات) التي تأخذ ظاهرة معينة في فترات زمنية غالباً ما تكون متساوية ومتتالية، والعلاقة الدالية التي تأخذ شكل السلاسل الزمنية عادة ما تتضمن متغيرين أحدهما يمثل الزمن (المتغير المستقل)، والثاني يمثل الظاهرة المدروسة (المتغير التابع)، هذه الطريقة تستعمل البيانات التاريخية للطلب على السلعة في توقع الطلب المستقبلي عليها، وذلك من خلال رصد اتجاه تغير هذه البيانات عبر الزمن السابق، وإسقاط هذا الاتجاه على نمط التغيرات في الطلب على السلعة في المستقبل.[3]

ويعتمد النموذج على تجميع البيانات التاريخية خلال سلسلة زمنية معينة بهدف التنبؤ بالفترة المقبلة، والاعتماد على هذا الوصف والتحليل في التنبؤ بسلوك الظاهرة محل الدراسة مستقبلا، وتفسير سلوكها في الماضي يمكن أن يتحقق من خلال دراسة تغيرات الاتجاه العام، وتحقق الفائدة المرجوة من الدراسة للعلاقة بين مبيعات الشركة والعوامل المؤثرة فيها، وتصوُّر في شكل بياني أو جبري، وعلى ضوء هذه العلاقات الإرتباطية هناك ثلاث نماذج للانحدار:

✓ **نماذج الانحدار الخطية** *Linear Regression*: وهذا النموذج يستعمل عندما تكون العلاقات بين المتغيرين على صورة خطوط مستقيمة، أي تربطها معادلات الدرجة الأولى للخط المستقيم: $Y = a + bx$

[1]- أحمد سعيد بامخرمة، **اقتصاديات جدوى المشروعات الاستثمارية**، دار الزهراء ، الرياض، المملكة العربية السعودية،2001 ،ص 20 .

[2]- محمد هشام خواجكية، **دراسات الجدوى للمشروعات الصناعية**، مكتبة دار الثقافة، عمان،الأردن، 2004،ص 132.

[3]- أحمد سعيد بامخرمة، **مرجع سابق**، ص 30-31.

حيث:

X: متغير مستقل (يمكن أن يكون الزمن t)؛ y : متغير تابع؛

a, b : ثوابت يتم تحديدها.

✓ **نماذج الانحدار المتعدد الخطي** *Multiple Linear Regression*: وهذا النموذج يستعمل عندما يكون هناك أكثر من متغير مستقل، يعتمد عليهم المتغير التابع (المبيعات) وتربطهم جميعا علاقات خطية، وتكون المعادلة من الشكل التالي:

$$Y = a_1 + b_1x_1 + b_2x_2 + \ldots\ldots\ldots\ldots + b_nx_n$$

حيث:

$a, b_1, b_2, \ldots\ldots b_n$ ثوابت يتم تحديدها.

✓ **نماذج الانحدار غير الخطية** *Non Linear Regression*: وهذا النموذج يستعمل عندما يكون هناك عدة متغيرات تربطها ببعضها البعض علاقات غير خطية بشكل دوال أسية أو لوغارتمية.

* **طريقة تحليل الارتباط:**[1] إن قياس الارتباط يعتمد على قياس العلاقة بين متغيرين أو أكثر وتحديد اتجاهها، والتحليل هنا يقوم على أساس وجود متغير تابع ومستقل، فعند تحديد العلاقة الرياضية بين المتغيرين وبمعرفة بيانات المتغير المستقل يتم معرفة قيمة المتغير التابع.

وتتعدد مقاييس الارتباط بين البسيط والجزئي والمتعدد، وذلك على النحو التالي :

✓ **معامل بيرسون للارتباط البسيط** "*Pearson Product Moment Correlation*":هو أسلوب للقياس الكمي للعلاقة بين المتغيرات المستقلة كعدد السكان، ثمن السلعة والمتغير التابع وهو الطلب على المبيعات، وهذا الأسلوب يعتبر كخطوة أولية يتم الاعتماد عليها في حساب وتقدير معاملات الارتباط الجزئي والمتعدد.

✓ **معامل الارتباط المتعدد** *Multiple Correlation Coefficient*: وأهمية هذا المعامل تتجلى في تحديده للعلاقة بين المبيعات والعوامل التي تؤثر فيها مجتمعة، أي تأثر المبيعات بعدد من المتغيرات مع بعضها البعض، ومبيعات الشركة تتأثر بثمن السلعة، ويتأثر ثمن السلعة بدوره بالمستوى العام للأسعار وأسعار السلع البديلة.

✓ **معامل الارتباط الجزئي** *Partial Correlation Cœfficient*: هذا المعامل يساعد على توضيح أثر العوامل المؤثرة في المبيعات، وذلك باستبعاد أثر العوامل الأخرى والإبقاء على عامل واحد فقط والعمل على معرفة تأثيره بمفرده على المبيعات كتحديد العلاقة بين كمية المبيعات وثمن السلعة، وذلك بإلغاء العوامل الأخرى، كالمستوى العام للأسعار، وأسعار السلع البديلة.

أما من الناحية الإحصائية مقاييس الارتباط المحصل عليها تفيد في معرفة درجة العلاقة بين متغير أو أكثر وبين المبيعات، وهذه المعرفة لا تفيد كثيرا إلا إذا أمكن استخدامها في التنبؤ بقيمة المبيعات.

***3*- الطرق التي تعتمد على الخبرة والتقدير الشخصي:** وهذه الطرق تسمى أيضا الطرق البسيطة، والتي يمكن حصرها في:

أ- المقارنات التاريخية: وهذه الطريقة تعتمد على بيانات سابقة، حيث يقوم القائم بالدراسة على تحليل تلك البيانات، والعمل على اكتشاف العوامل التي تؤثر في حجم المبيعات، والتي يكون تكرارها مستمرا، كسياسة البيع بالتقسيط، والتنبؤ

[1]- سمير محمد عبد العزيز، **مرجع سابق**، ص7.

بمستوى المبيعات في المستقبل بمعرفة اتجاهات الدولة بالنسبة لسياسة البيع بالتقسيط، ولكن هذه الطريقة لا يمكن الاعتماد عليها بنسبة كبيرة، خاصة بما يتعلق بالتغير المستمر لتشريعات الحكومات ومواقفها وسياسات الاستثمار.

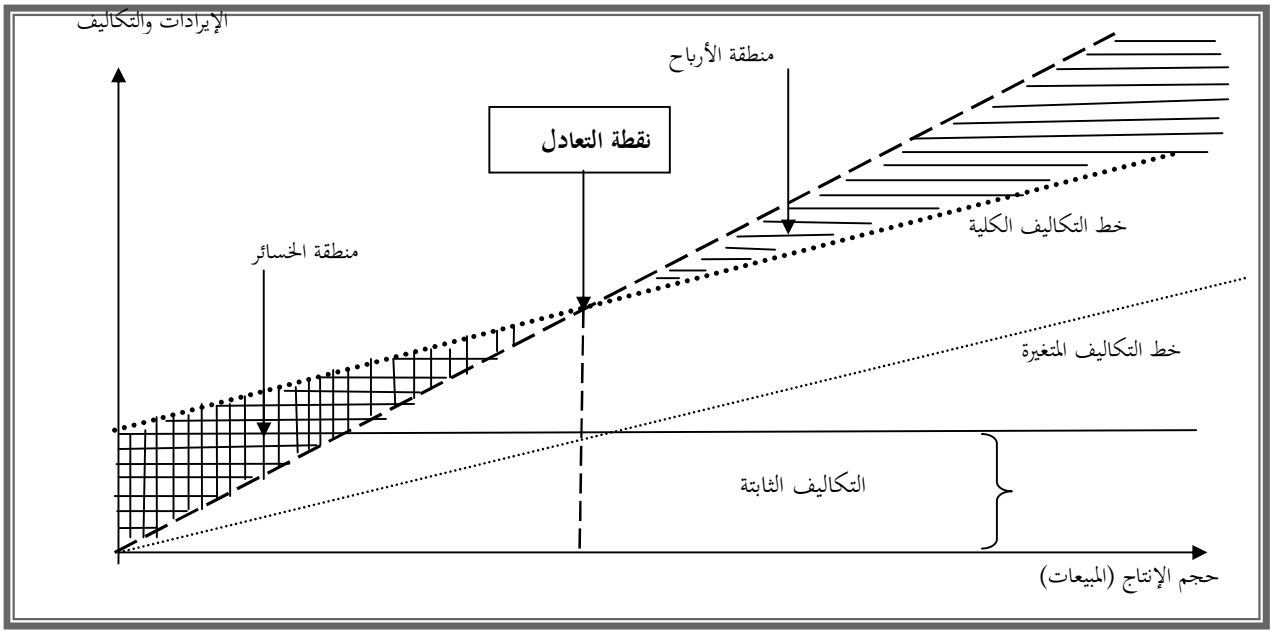
ب- الاعتماد على الخبرة وتحليل توقعات رجال البيع:[1] يتم تقدير الطلب على منتجات المشروع، من خلال تكليف المسؤولين القائمين عليه بالتنبؤ لحجم الطلب المتوقع على المنتج خلال الفترة الزمنية المقبلة، وذلك بالاستناد إلى بيانات ومعلومات متاحة لديهم، وذلك بالاعتماد على الخبرة الشخصية في الميدان.

الفرع الخامس: تحليل التعادل ومنطقة عتبة الأرباح: يعتبر تحليل التعادل أحد الأدوات التحليلية التي تستخدمها الإدارة في فهم واستيعاب العلاقة بين التكلفة والحجم والربح ونتيجة تفاعلها على مقدار الأرباح المحققة، ويكتسب تحليل التعادل أهمية كأسلوب علمي محاسبي له دوره المؤثر في مجال التخطيط واتخاذ القرارات، من خلال إسهامه في تحليل هذه العلاقة، والتنبؤ بأحد العناصر بمعلومية الآخر.

أولا: الوصول إلى نقطة التعادل: وهي تعبر عن أقل مستوى إنتاجي يمكن السماح به لاستخدام الطاقة الإنتاجية للمشروع، فيمكن اعتبارها نقطة الوصل بين دراستي التقييم الفنية والتسويقية للمشروع.

***1*- الطريقة البيانية لتحديد نقطة التعادل:** يمكن للتوضيح أكثر تحديد نقطة التعادل بيانيا من خلال الشكل التالي:

الشكل(*14*): تحديد نقطة التعادل بيانيا



المرجع: مصطفى كمال السيد طايل، **البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي**، دار أسامة، عمان، الأردن، *2012*، ص *212*.

حيث يلاحظ وجود نقطة تحدد مستوى الأرباح المحتملة عند مستوى معين للسعر، وعند كل مستوى للانتاج والمبيعات وبمعلومية التكاليف الإجمالية للمشروع (التكاليف الثابتة والمتغيرة) التي توفرها دراسة الجدوى الفنية للمشروع.

***2*- الطريقة الجبرية لتحديد حجم التعادل:**

* الإيراد الكلي = كمية المبيعات × سعر بيع الوحدة الواحدة (ك م × س)

[1]- محمد عبد الفتاح الصيرفي، **مرجع سابق**،ص 108.

* التكاليف الكلية = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة

= التكاليف الثابتة + (كمية الإنتاج × كلفة الوحدة المتغيرة)

= ت ث + (ك إن ×ت غ)

عند نقطة التعادل يكون: الإيراد الكلي = التكاليف الكلية

كمية التعادل = التكاليف الثابتة / (سعر بيع الوحدة – كلفة الوحدة المتغيرة)

- كمية التعادل كنسبة في الطاقة الإنتاجية = كمية التعادل / الطاقة الإنتاجية الكلية للمشروع
- قيمة التعادل النقدي = التكاليف الثابتة / (*1* – كلفة الوحدة المتغيرة ÷ سعر بيع الوحدة)

يمكن إشتقاق معادلة خاصة بأسعار البيع (ب) تمثل الحد الأدنى لسعر البيع الذي يمكن أن يتحمله المشروع دون أن يحقق لا ربح ولا خسارة:

$$س = \frac{ت ث + ك إن \times ت غ}{ك إن}$$

$$\text{حجم المبيعات اللازم لتحقيق مستوى معين من الأرباح} = \frac{\text{التكاليف الثابتة + مستوى الأرباح المطلوب}}{\text{المساهمة الحدية للوحدة}}$$

والإيراد المتوسط هنا يمثل سعر البيع المتوقع: [1]

$$\text{الإيراد المتوسط} = \frac{\text{الإيراد الكلي}}{\text{حجم المبيعات}} = \frac{\text{كمية المبيعات x السعر}}{\text{كمية المبيعات}}$$

وعليه يلاحظ وجود حالتين :

– إذا كان حجم الإنتاج الواجب الوصول إليه وفق الدراسة التسويقية، أقل من حجم التعادل، فذلك يعني التواجد في منطقة الخسارة، وعليه لا بد من توقف الدراسة ورفض المشروع؛

– إذا كان حجم الإنتاج الواجب الوصول إليه وفق الدراسة التسويقية أكبر من حجم التعادل فذلك يعني أن المشروع في منطقة الربح، وعليه تستكمل دراسة الجدوى الاقتصادية.

ويمكن من خلال هذا التحليل استخلاص مؤشر العائد على الاستثمار (مؤشر ديوبونت *Dupont*)، والذي يقيس القوة الإيرادية للمشروع أو العائد المحقق عن كل دينار مستثمر وكفاءة استغلال الأصول[2]:

معدل العائد على الاستثمار= معدل دوران الأصول × العائد على صافي المبيعات (رقم الأعمال)

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

وإذا كانت المنشأة تنتج وتبيع العديد من المنتجات، ويحقق كل منها ربحا مختلفا عن الآخر، يتطلب تحديد أفضل تشكيلة من المنتجات التي يمكن بيعها للوصول إلى أعلى ربح ممكن، يتم عن طريق تحديد الربح الحدي لكل منها وأثرها على الأرباح الإجمالية وعلى نقطة التعادل.[3]

---

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**، ص 106 -110.

[2]- محمد سعيد عبد الهادي: **الإدارة المالية**، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008،ص175.

[3]- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، **تحليل القوائم المالية تحليل نظري وتطبيقي**، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2006، ص253.

ثانيا: تقييم أسلوب نقطة التعادل: رغم أهميته واستخداماته المفيدة يواجه هذا الأسلوب العديد من الإنتقادات منها:[1]

1. عدم منطقية الإفتراضات التي يستند عليها، وخاصة تلك التي تتعلق بافتراض ثبات سعر بيع الوحدة أو التكاليف المتغيرة للوحدة مع تغير كمية الإنتاج؛

2. يقوم أساسا على افتراض التمييز بين التكاليف الثابتة والمتغيرة وهذا التمييز غير دقيق إضافة لكونها تأخذ سلوكا خطيا؛

3. يفترض أنه إذا كان المشروع ينتج منتجا واحدا أو عدة منتجات فإن هذه المنتجات يمكن تحويلها بسهولة إلى منتج رئيس واحد، وهذا الإفتراض قد يكون غير عملي؛

4. يفترض أن توليفة الإنتاج تظل ثابتة أو تتغير بنسب معينة فيما بينها، وأن حجم الإنتاج هو العامل المؤثر في الربح وإهمال اطلب على المنتجات (كل ما ينتج يباع).

[1]- **المرجع نفسه**: ص247.

المبحث الثاني: دراسة الجدوى التمويلية للمشروع

إن أول الخصائص أن النظرية الاقتصادية تعتمد في إصدار قرارات الاستثمار والتمويل على مبدأ تعظيم الربح، ويتجلى المبدأ الأساسي في تعظيم الربح في نظرية الثمن وفي ضرورة إنتاج القدر المعين من الإنتاج الذي يتساوى عنده كل من التكلفة الحدية والإيراد الحدي وهو مستوى الإنتاج الذي يحقق أقصى ربح، وأن التمويل لزيادة الإنتاج يجب أن يستمر طالما أن الإيراد الحدي (الإضافي) عن كل وحدة مستثمرة أكبر من التكلفة الحدية، كما تم تناوله سابقا عند دراسة دالة الإنتاج وتعظيم الربح، وهذا المبدأ في النظرية الاقتصادية يوجب على طالب التمويل الحصول على أرخص مصدر للأموال بصفته يضيف أقل التكاليف، وأن الحد الذي يتوقف عنده الاستثمار المربح يظهر عندما تتساوى تكاليف التمويل مع صافي الإيراد المتوقع من الفرصة الاستثمارية، وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي من المطالب:

المطلب الأول: مفهوم ومهام وظيفة التمويل للمشروع الاستثماري

المطلب الثاني: مصادر تمويل المشروع الاستثماري

المطلب الثالث: تكلفة الأموال

المطلب الرابع: تقدير تكلفة مصادر الأموال

المطلب الخامس: حساب التكلفة المرجحة للأموال

المطلب السادس: هيكل التمويل والرافعة المالية

المطلب الأول: مفهوم ومهام وظيفة التمويل للمشروع الاستثماري

الفرع الأول: التمويل بين المدخلين الرأسمالي والإسلامي: التمويل يمثل أحد الوظائف الأساسية للإدارة المالية، يتم تناول مفهزمه بين النوذجين الرأسمالي واقتصاد المشاركة.

أولا: تعريف التمويل: تدبير الأموال من منظور خارجي أي منظور المقرضين والمساهمين دون الاهتمام بعملية اتخاذ القرار داخل المؤسسة، غير أن وظائف الإدارة المالية توسعت لتشمل التخطيط المالي للحصول على الأموال (التمويل)، واستثمارها (إدارة الموجودات)، الرقابة المالية، ومعالجة المشاكل المالية الخاصة التي قد تواجه المشروع[1].

فالتمويل هو جميع الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة أو المشروع من مصادر مختلفة سواء كانت داخلية أو خارجية، قصد مواجهة التكاليف المتعلقة بالتسيير والاستغلال أو بتعبير آخر هو عبارة عن جميع المبالغ الضرورية التي تتحصل عليها المؤسسة بمختلف الطرق قصد تغطية تكاليفها، وتبقى وظيفة التمويل ظاهرة عند إنشاء المشروع وفي أثناء سريانه، الأمر الذي يصعب من مهمة الإدارة المالية التي يتوجب عليها الإلمام الكامل بمصادر التمويل وبأوقات وحجم الأموال التي تحتاجها دون التغاضي عن الإلتزامات الناجمة عنها، وللتمويل بعدان: نقدي وحقيقي:[2]

البعد النقدي: يقصد به إتاحة الموارد النقدية التي يتم بموجبها تكوين رؤوس الأموال الجديدة باعتبار أن التمويل هو أحد أهم المتغيرات التي يحكم ويحدد عملية التنمية، فالتمويل بهذا المعنى يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع أو تطوير المشروع،

---

[1]- عبد الحليم كراجة وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي**، دار صفاء، عمان 2000، ص:15.

[2]- عبد الله بلعيدي، **التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بالمشاركة**، مذكرة ماجستير غير منشورة تخصص الاقتصاد الإسلامي، جامعة باتنة، 2008:ص:4.

والبعد الحقيقي: يقصد به توفير الموارد الحقيقية وتخصيصها لأغراض التنمية، ويقصد بالموارد الحقيقية السلع والخدمات والموارد اللازمة لبناء الطاقة الإنتاجية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة، وتتمثل هذه الموارد كذلك في سلع الاستثمار (المعدات والآلات) وتتضمن في جوهرها استخدامها في مجال إنتاج السلع والخدمات الاستهلاكية لتمويل حاجات المشتغلين في مشروعات التنمية.

ثانيا: مفهوم التمويل في اقتصاد المشاركة: فهو تقديم ثروة، عينية أو نقدية، بقصد الإسترباح من مالكها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية، حيث أن الربح في التمويل الإسلامي يستحق بالملك أو بالعمل، وكل عملية تمويلية لا بد أن تمر من خلال السلع والخدمات، سواء في إنتاجها أو في تداولها، معتمدا في ذلك تحمل جميع ما يتعرض له الشيء المملوك من مخاطر، وهو ما يعرف في الفقه الإسلامي بقاعدة "الغنم بالغرم".

إن التمويل الإسلامي يستبعد ولا يسمح بالتمويل النقدي المحض بما في ذلك تداول الديون أو القيم والأصول النقدية بين المصارف والمؤسسات المالية، لأنه يؤدي إلى إحداث تراكمات نقدية تتجاوز حاجات الإنتاج والتداول الفعلي.

الفرع الثاني: وظيفة وسياسات التمويل: الإدارة المالية في الشركات تتمثل في نوعين أساسين من القرارات وهما: قرار الاستثمار، وقرار التمويل.

أولا: وظيفة التمويل: في حين أن قرار الاستثمار يتعلق بتوصيف المشاريع الاستثمارية الرأسمالية الرابحة، وتحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسمالية، أما قرار التمويل فيتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات الشركة، أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى ويقلل من المخاطر، ومن ثم تعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للسهم وللمنشأة، ويتحقق الحد الأدنى لكلفة التمويل وفق افتراض أساسي مفاده أنه كلما انخفضت كلفة التمويل والناتج عن خلق المزيج الأمثل لمصادر التمويل كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم[1]، وعلى ضوء هذا الافتراض تمارس الإدارة المالية نشاطاً وظيفياً غاية في الأهمية تسعى من خلاله إلى تحديد النسب المثلى لكل نوع من مصادر التمويل.

ثانيا: سياسات التمويل: تختلف سياسة التمويل التي تتبعها منشأة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم، والمفاضلة بين مصادر التمويل الممتلكة ومصادر التمويل المقترضة.

وعادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل كبدائل:

1- سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy : وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المنشأة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة؛ وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها، وهذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع.

2- سياسة التمويل المجازفة Aggressive Financing Policy : وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المنشأة بقدر من الجرأة لتذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة وذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر.

---

[1]- سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون، **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي**: المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008: ص45.

3- سياسة التمويل المطابقة (المثلى) ***Maturity Matching Financing Policy*** : ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي بمبدأ التغطية *(Hedging Principle)* الذي يقضي بضرورة موائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله، وعليه تقوم إدارة المنشأة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل.

وتجدر الإشارة إلى أنه يجب اختيار سياسة التمويل الملائمة بناءا على الظروف المحيطة بالمنشأة، وعلى التوقعات الدقيقة لهذه المنشأة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

الفرع الثالث: العوامل المحددة لمصادر التمويل: بالإضافة إلى خصائص مصادر التمويل، فهناك عوامل تدخل في صياغة قرار التمويل المتعلق باستخدام أموال الملكية أو أموال الاقتراض لسد حاجة المنشأة، ومن أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار:

أولا: التكلفة *Costing*: يعتبر العبء الحقيقي للفوائد أقل مما يبدو لأول وهلة، وذلك بسبب الميزة الضريبية للاقتراض، حيث تعتبر الفوائد مصروفات تخصم من الأرباح قبل اقتطاع الضريبة، أي أن أموال الاقتراض أقل كلفة من أموال الملكية وبسبب الميزة الضريبية للاقتراض؛

ثانيا: المخاطرة *The Risk*: "المقصود بالخطر هنا هو مخاطر عدم الوفاء وهو احتمال عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات تجاه أصحاب الأموال، وما يترتب على عدم قدرتها هذه من نتائج قد تكون مصيرية بالنسبة للمنشأة، خاصة إذا كانت الأموال مقترضة، والعسر المالي الناتج عسرا حقيقيا"؛

ثالثا: الملاءمة *Matching*: "يقصد بهذا العامل المطابقة بين أنواع الأموال حسب أجلها وبين استخداماتها، فتستخدم الأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل، والأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات الطويلة الأجل لكن هذا العامل تأخذ به المنظمات التي تتبع سياسة التمويل المطابقة *Maturity Matching*؛

رابعا: التوقيت *Timing*: والمقصود به مراعاة حركة الاقتصاد فإن كان الاقتصاد يمر بنهاية مرحلة الركود ويتجه نحو مرحلة الانتعاش فإنه من الأفضل أن يتم التمويل بأموال الاقتراض، وذلك لأن أسعار الفائدة تكون متدنية وأن المنشأة مقبلة على مرحلة ازدهار تستطيع فيها سداد الفوائد والأقساط بكل سهولة، كما أنها ستستفيد أكبر استفادة من الوفر الضريبي عندما تحقق أرباحا، وكذلك الاستفادة من ارتفاع الأسعار التي تسود عادة، أما في حالة كون الاقتصاد يمر بفترة الركود فإنه من المستحسن أن تستعمل المنشأة أموال الملكية وإصدار أسهم جديدة لتمويل حاجاتها وذلك لأنها لا ترتب على المنشأة أية التزامات ثابتة، كما تفعل السندات أو القروض؛

خامسا: المرونة *Financial Flexibility*: المقصود بالمرونة الحرية في استبدال مصادر الأموال ، والقابلية للاستدعاء أو إعادة الشراء؛

سادسا: توفر الأموال من مصادرها المختلفة *Availability* : إن لهذا العامل علاقة بحجم الأموال المرغوب في الحصول عليها من داخل المنشأة أو أسواق رأس المال أو المصارف فقد تكون المنشأة مضطرة في بعض الأحيان إلى استخدام المصدر الخطأ أو التوقيت غير المناسب لعدم توفر الأموال المرغوب فيها بسبب عوامل خارجة عن إرادتها وخاضعة لحركات الاقتصاد والسوق المالية بشكل عام؛

سابعا: السيطرة *Degree Of Control* : "غالبا ما يحرص أصحاب المنشأة على المحافظة على سيطرتهم على المنشأة مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس مال الشركة، وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلاً عنها، لأن استعمال أموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المنشأة"؛

ثامنا: الميزة الضريبية *The Firm's Tax Position*: تنتج الميزة الضريبية لأموال الاقتراض من حقيقة أن فوائد هذه القروض تعتبر مصاريف تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة.

وهناك عوامل أخرى والتي يجب أخذها في الحسبان رغم أنها تتفاوت في أهميتها حسب الظروف وهي:

قيمة الأصل الضامن، و تكلفة إصدار الأوراق المالية، وأثر كل مصدر تمويل على المصادر الأخرى.

وبالإضافة إلى العوامل السابقة، فإن هناك عاملا مهما هو عامل المبادئ والقيم، فإن بعض الشرائع السماوية – كالشريعة الإسلامية– تحرم اللجوء للاقتراض إذا كان مقترنا بفائدة، وتعتبره ربا لا يجوز التعامل به، وبناءا على ذلك فإن المؤسسات التي تتبنى هذه العقيدة ستستبعد بعض المصادر مثل: الاقتراض المقترن بفائدة، السندات والأسهم الممتازة مما يعني تقلص مصادر التمويل المتاحة أمام الإدارة المالية.

الفرع الرابع: مخاطر التمويل: قد تواجه المؤسسات أثناء عملية تمويل مشاريعها عدة مخاطر تكون سببا في تعطيلها أو سببا في زيادة تكاليف الإنجاز، والتي تتبناها المؤسسة من قبل، وتنقسم هذه المخاطر عموما إلى ثلاثة أنواع:

أولا: من ناحية السلع الموجودة في المخازن أو المواد الأولية ما يعتبر بمثابة أخطار مادية تؤثر بشكل كبير على الإيرادات المالية للمؤسسة، بحيث تنخفض هذه الإيرادات جراء هذه الأخطار؛

ثانيا: سوء التسيير من طرف مسيري المشروع يتسبب في تعطيل إنجازه وإدارته وتحمل المؤسسة تكاليف إضافية غير مرغوب فيها، وتعتبر أخطاء التسيير بمثابة الأخطار الفنية.

ثالثا: النوع الثالث من المخاطر هو المخاطر الإقتصادية التي تنقسم إلى نوعين أساسيين هما:

1- خطر عدم كفاية الموارد اللازمة لإتمام المشروع لسوء تقدير احتياجاته؛

2- خطر تدهور حجم الطلب على المنتج النهائي أي انخفاض رقم الطلبيات على الإنتاج التام الصنع للمؤسسة.

وبالمقابل هناك عدة طرق تسمح للمؤسسة بتفادي أو تخفيض هذه المخاطر منها:

1- وضع احتياطات ومخصصات من الميزانية لمواجهة أي خطر محتمل؛

2- فيما يخص سوء التقدير لرغبات ومتطلبات المستهلكين, فإنه بالإمكان مواجهته عن طريق الإنفاق على بحوث ودراسات التسويق؛

3- التأمين ضد مختلف المخاطر لدى مؤسسات التأمين.

المطلب الثاني: مصادر تمويل المشروع الاستثماري: هي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء أكانت تلك العناصر طويلة الأجل أم قصيرة الأجل، وهو ما يطلق عليه بالهيكل المالي *Financial Structure* والهيكل المالي بهذا التعريف يختلف عن هيكل رأس المال *Capital Structure* الذي يشمل فقط مصادر التمويل طويل الأجل.

الفرع الأول: المصادر الداخلية (التمويل الذاتي): يقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموع الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى خارج المؤسسة أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة, وتتمثل أساسا في التمويل الذاتي.

ويعرف التمويل الذاتي: على أنه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها, وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة, هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الإهتلاكات والمؤونات[1]، فمصادر التمويل الذاتي: تتمثل في الأرباح المحتجزة – الإهتلاكات – المؤونات.

أما **معدل التمويل الذاتي** فيحسب بالعلاقة: التمويل الذاتي / قيمة الاستثمارات

وفي مجال الحديث عن الربح كأحد المصادر الداخلية للتمويل تأتي مشكلة توزيع هذا الربح، لأن المساهمين يفضلون في كثير من الأحيان الحصول على عائدات أسهمهم التي اكتتبوا بها.

الفرع الثاني: المصادر الخارجية للتمويل: حيث لا يمكن للمؤسسة تمويل إستثماراتها بوسائلها الخاصة, تلجأ إلى البحث عن مصادر خارجية لتمويلها، وتتمثل هذه المصادر فيما يلي:

أولا: مصادر التمويل قصيرة الأجل :يقصد بالأموال قصيرة الأجل كمصدر تمويلي, تلك الأموال التي تكون متاحة للمستثمر أو للمؤسسة قصد تمويل الفرص الإستثمارية، وتمثل إلتزاما قصير الأجل على المؤسسة يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة, وتتضمن مصادر التمويل قصير الأجل ما يلي[2]:

1- الإئتمان التجاري (الإئتمان المقدم من الموردين): يتمثل في ما يحصل عليه المستثمر أو المنشأة (من مستلزمات الإنتاج والمنتجات الوسيطة وأي سلع يتعامل بها) بالأجل، وتتوقف تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين, ويعتبر تمويلا مجانيا إذا استطاعت المؤسسة استثماره أو إستخدامه بالشكل الملائم, والعكس حيث يصبح تمويلا ذا تكلفة عالية إذا فقدت المؤسسة القدرة على التفاوض حول السعر الآجل.

2- الإئتمان المصرفي: يتمثل في القروض (السلفيات) التي يتحصل عليها المستثمر أو المؤسسة من البنوك، ويلتزم بسدادها خلال فترة زمنية لا تزيد عادة عن سنة واجدة، والقاعدة العامة أن الإئتمان المصرفي قصير الأجل يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة ويستبعد استخدامه في تمويل الأصول الثابتة.

---

[1]- الإهتلاك: يعرف على أنه طريقة لتجديد الإستثمارات، والهدف من حسابه هو ضمان تجديد الإستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي وإعادة تكوين الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة، كما يعرف على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الإستثمارات التي تتدهور قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها في الميزانية بقيمتها الصافية.

المؤونات : تعرف على أنها إنخفاض من نتيجة الدورة المالية مخصصة لمواجهة الأعباء والخسائر المحتملة أو الأكيدة الوقوع.

[2]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**، ص ص:152-154.

ثانيا: مصادر التمويل متوسطة الأجل: يعرف التمويل متوسط الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يتم سداده خلال فترة تزيد عن السنة وتقل عن *10* سنوات، وينقسم هذا النوع من القروض إلى: قروض مباشرة متوسطة الأجل والتمويل بالإيجار .

ثالثا: مصادر التمويل طويلة الأجل: يقصد بالأموال طويلة الأجل الأموال التي تكون متاحة للمستثمر أو للمنشأة لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة، وتمثل التزاما على المنشأة كشخصية معنوية تجاه الملاك أو قبل الغير[1]، وهي جزء مكمل للهيكل التمويلي المحتمل للفرص الاستثمارية، وتقسم للعديد من الأشكال:

1- **التمويل بالملكية (الأسهم):** يمكن تصنيفها إلى نوعين هما:

أ- الأسهم العادية: تمثل مستند ملكية لحاملها, أي أنه يملك حصة في رأس مال الشركة, ولها قيم مختلفة هي:

- قيمة إسمية : تتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية؛
- قيمة سوقية :تتمثل في قيمة السهم في سوق رأس المال, وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو الدفترية.

والاعتماد على هذا المصدر التمويلي يترتب عليه تكلفة معينة تتمثل في معدل العائد الذي يحصل عليه حاملو الأسهم العادية بالإضافة إلى تكلفة إصدار الأسهم، وهي أكبر نسبيا مقارنة بتكلفة مصادر التمويل الأخرى نظرا لارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بالخسارة المحتملة، والحق من الدرجة الثالثة في حال التصفية، مع عدم وجود وفورات ضريبية في هذه الحالة.

ب – الأسهم الممتازة: يمتاز هذا المصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بجمعه بين صفات أموال الملكية والإقتراض, وتعرف الأسهم الممتازة بأنها شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة, ويحصل مالكو الأسهم الممتازة على ميزتين: ميزة العائد, وميزة المركز الممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية.

ومن أسباب لجوء الشركات إلى إصدار الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي ما يلي:

- زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال لدى المستثمرين؛
- المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الإستثمار من خلال الفارق الإيجابي بين كلفة الأسهم الممتازة وعائد الإستثمار؛
- إستعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة , بإعتبار أنه ليس لهم الحق في التصويت.

2- **الإقتراض طويل الأجل** : وينقسم إلى:

أ- القروض المباشرة طويلة الأجل: يحصل عليها مباشرة من البنوك أو المؤسسات المالية المختصة ومدتها يمكن أن تصل إلى *30*سنة، وتتمثل تكلفة هذه القروض في سعر الفائدة الذي يمكن أن يكون ثابتا كل فترة قرض أو متغيرا طبقا لظروف سوق المال, وحسب الشروط الموضوعة في العقد.

ب- التمويل عن طريق السوق المالي (السندات): تعتبر السندات جزء من القروض طويلة الأجل تصدرها المؤسسات على شكل أوراق مالية بهدف الحصول على أموال لتمويل نفقاتها الإستثمارية.

المطلب الثالث: تكلفة الأموال: تعتبر القرارات الاستثمارية من القرارات الإستراتجية المهمة التي تتخذها الإدارة المالية، والمعروف عن هذه القرارات أن الخطأ في اتخاذها يحمل المنشأة تكاليف كبيرة قد تصل إلى حد التصفية، وقبول قرارات

[1] - **المرجع نفسه**، ص156.

الاستثمار تتم عندما يكون العائد المتوقع منها أكبر من تكلفة تمويل هذه الاستثمارات، وهذا ما يدلل على أهمية دراسة تكلفة التمويل.

الفرع الأول: أهمية تكلفة التمويل ومدلولاتها: توفر الإدارة المالية أموالها الاستثمارية من مصادر التمويل، وضمن منطلق القرار المالي فإن قبول هذه الاستثمارات–أي من ناحية جدواها الاقتصادية– تستلزم مقارنة العائد المتوقع على هذه الاستثمارات مع تكلفتها، لتأثيره على ربح المؤسسة والذي يسبب انخفاضا في ربحية السهم الواحد وبالتالي القيمة السوقية له والتي تعتبر الهدف الاستراتيجي الذي تدور حوله كل قرارات الإدارة المالية.

وعموماً فإن حساب تكلفة التمويل سواء أكان لكل عنصر من عناصر التمويل أم للهيكل التمويلي ككل، سوف يحقق لإدارة المنشأة والإدارة المالية فيها عددا من الفوائد:

1- الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم ودرجة المخاطرة أرباح الشركة، ومن ثم قيمتها؛

2- حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسب المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر، أن يتم اختيار المصدر الذي يحمل المنشأة أقل تكلفة؛

3- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير رئيس على الشركة، وإعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديراً لتكلفة التمويل؛

4- يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشروعات، إضافة إلى دورها في قرارات التسعير والربط بين قيم المنشآت في الأسواق المالية وبين هياكلها المالية؛

5- وتستخدم تكلفة الأموال لتحيين واستحداث التدفقات النقدية وإرجاعها إلى قيمتها الحالية.

إن أهم ما يمكن القول بخصوص تكلفة التمويل هو أنها تمثل حجر الزاوية الذي ستدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات المالية وأهمها قرارات الاستثمار والتمويل.[1]

الفرع الثاني: مفهوم تكلفة التمويل: استخدمت تكلفة التمويل في النظريات الاقتصادية كعنصر مهم في تحديد الكثير من المتغيرات الاقتصادية.

وقد استمر المحاسبون ولفترة طويلة في تأكيد رأيهم بأنه لا يجري الاعتراف بمقابل استخدام الأموال إلا إذا كان متمثلاً في فائدة فعلية تعاقدية، يجري سدادها للغير، فالأموال المقترضة فقط هي النوع الوحيد للأموال الذي يحمل المنشأة بتكلفة، وهذا يعني النظر إلى حقوق الملكية كونها أموالا مجانية دون تكلفة.

وتستند الإدارة المالية في تحديدها لتكلفة التمويل إلى البعدين: الاقتصادي والمحاسبي، حيث يعتمد مفهوم تكلفة الأموال ضمن المنظور الاقتصادي مع الأخذ بالبعد المحاسبي، وهو الأقرب إذ أنه يجمع بين المفهومين مع عدم تجاهل طبيعة التكلفة سواء كانت تعاقدية أو على شكل العوائد التي سوف تدفع كعوائد للأموال المستخدمة.

وعلى هذا تعرف تكلفة الأموال بأنها:" الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة أو هي الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين والممولين، أو هي معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير".[2]

---

[1]- حمزة الشيخي وابراهيم الجزراوي، **الإدارة المالية الحديثة**، دار صفاء، عمان، الأردن، 1998، ص380.

[2]- **المرجع سابق**، ص 377.

الفرع الثالث: العوامل المحددة لتكلفة الأموال: تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، وبعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدة، كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للمزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه وفيما يلي هذه العوامل الثلاثة:[1]

أولا: تأثير العوامل العامة: من مفهوم تكلفة التمويل يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق إشباعات (منافع) حاضرة كنتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، كما أنهم يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع أو منفعة فورية من أموال يمتلكها وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، وسوف يعتبر – تجاوزاً – مساوياً للعائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر *Risk Free Rate* يتوقف هذا العائد –الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزءا من تكلفة أي مصدر تمويل –على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال، زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح، أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمار فيطلق عليه بدل المخاطر *Risk Premium*.

ثانيا: تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر: من المعروف أن مصادر التمويل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء أكان ذلك في الحصول على نصيبهم من الأرباح – إذا ما تقرر توزيعها – أو في حصولهم على المستحقات من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.[2]

وهكذا فإن حملة الأسهم العادية يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون، ونظراً لأن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، فإنه من المتوقع أن يكون الاقتراض أقل مصادر التمويل تكلفة، تليها الأسهم الممتازة وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة.

ثالثا: تأثير تشكيل هيكل رأس المال: "عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، كما تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل المزيج الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراته[3]، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر فإنه من

---

[1]- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في التمويل**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط4: 2003:ص134.

[2]- - حمزة الشيخي وإبراهيم الجزراوي، **مرجع سابق**، ص ص: 385-396.

[3]- أحمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، دار العلوم ،عنابة الجزائر، 2008، ص: 87.

المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه.

الفرع الرابع: ملاحظات حول حساب تكلفة الأموال: يواجه قياس تكلفة التمويل مشاكل تكمن في ثلاث عناصر:

أولا: عنصر عدم التأكد: حيث أن كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة قد لا تدر بالضرورة عوائد موجبة مؤكدة، وفي مواعيد محددة يقيناً؛

ثانيا: تكلفة الفرصة البديلة (الضائعة): تتمثل تكلفة الفرصة البديلة في مجموع المكاسب (الإيرادات، المنافع، العوائد والأرباح) الضائعة التي ضحي بها نتيجة استخدام أو توظيف عناصر الإنتاج في مشروع استثماري معين بدلا من استخدامها في مشروع آخر بديل، وهذه التضحية هي أقصى ما يمكن أن تغله تلك العناصر في أفضل استخداماتها الأخرى.

ثالثا: مصادر التمويل المتاحة متنوعة ومتباينة: وكل منها يعمل في ظل قوانين مؤقتة ومختلفة، حيث يتضح هذا التباين فيما يلي:

1- مصادر مديونية مطلقة بما تستلزم من مدفوعات دورية محددة، لا يمكن الإخلال بها على الإطلاق إلا بعقوبات قد تصل إلى حد التصفية المنظمة وإفلاس مالكيها؛

2- مساهمات من مجموعة الشركاء أو الملاك أو المنتفعين في المنظمة وما ينتظرون من عائد على الاستثمار.

بين هذين الطرفين توجد توليفة مختلفة بعضها أقرب لحالة المديونية مع وجود عنصر المشاركة، وبعضها أقرب لحالة الملكية مع وجود عنصر المديونية، كذلك إلى أن عملية حساب تكلفة التمويل تمثل واحدة من الصعوبات الرئيسة التي تواجه الإدارة المالية في منشآت الأعمال، فالمفهوم محير بحد ذاته– كما اتضح سابقا –كما أن الحساب الحقيقي لتكلفة التمويل يعتمد على التقدير، وعموما فإن الاهتمام بحساب تكلفة التمويل ينحصر في مصادر التمويل الطويلة الأجل-الإقتراض وحقوق الملكية – على اعتبار أنهما المصادر الرئيسة للعمليات الاستثمارية.

المطلب الرابع: تقدير تكلفة مصادر الأموال: وتعد من أهم عناصر دراسة الجدوى التمويلية.

الفرع الأول: تكلفة الأموال المقترضة: تتمثل تكلفة التمويل في الفائدة التي يفرضها البنك التقليدي على المقترض، وذلك على أساس معدل الفائدة الإسمي، إلا أنه لا يمكن اعتبار هذا الأخير هو المعدل الذي تحسب على أساسه التكلفة الحقيقية للقرض.

أولا: تعريف تكلفة الإقتراض: يمكن تعريف تكلفة الأموال المقترضة بأنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بالقروض من أجل عدم تأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية[1]، وتعرف أيضا على أنها: المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي استبعاد الوفورات الضريبية سواء كان الاقتراض في صورة سندات تصدرها أو في صورة قرض تتعاقد عليه المؤسسة.

ثانيا: مكونات تكلفة الإقتراض: المعدل الإسمي للفائدة يتكون من المعدل المرجعي (معدل إعادة الخصم أو معدل السوق النقدية)، وهامش مرتبط بالقرض: عمولات نوعية وأخرى فئوية، حيث العمولات النوعية مرتبطة بنوع القرض (خصم أو

[1]- مبارك لسلوس، **التسيير المالي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، دون سنة نشر، ص192.

سحب على المكشوف) أو مدته (قصير، متوسط وطويل الأجل) والرسوم... والعلاوات الفئوية مرتبطة بدرجة مخاطرة القرض وتختلف حسب درجة ملاءة المقترض وقدرته على السداد وعلى ذلك تستفيد منها المؤسسات كبيرة الحجم حسب رقم الأعمال حسب الطريقة التقليدية أو بمعايير التنقيط للمؤسسات المقترضة (الاستقلالية المالية: الأموال الخاصة/مجموع الديون، والمردودية الاقتصادية: نتيجة الاستغلال ومخصصات الإهتلاك/ رقم الأعمال، وحجم رقم الأعمال حسب فئات)[1].

وعلى ذلك فإن تكلفة الأموال المقترضة هي في ذاتها معدل الفائدة على القرض وسعر الفائدة يتحدد وفقًا لعدة عناصر كما تظهره المعادلة التالية: $[i = i^* + IRP + DRP + LRP + MRP]$

حيث أن:

Nominal Rate Of Interest (i) معدل الفائدة الإسمي؛ *Real Risk-Free Rate Of Interest (i*)* معدل الفائدة الخالي من المخاطر؛ *Inflation Risk Premium(IRP)* بدل مخاطرة التضخم؛ *Default Risk Premium (DRP)* (بدل مخاطرة الإفلاس) الافتراضية؛ *Liquidity Risk Premium(LRP)* بدل مخاطرة السيولة؛ *Maturity Risk Premium (MRP)* بدل مخاطرة الاستحقاق (عدم السداد).

ثالثا: التكلفة الظاهرة والحقيقية للإقتراض: عند حساب تكلفة الاقتراض فإنه يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة للقروض والتكلفة الحقيقية حيث يمكن توضيحها كما يلي:

*1-***التكلفة الظاهرة:** تعرف التكلفة الظاهرة للقروض بأنها عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقترض من جهة، وبين القيمة الحالية للفوائد السنوية مضافًا إليها القيمة الحالية للمبلغ الأساسي للقرض والمسدد في نهاية المدة.

المبلغ المقترض = القيمة الحالية للفوائد + القيمة الحالية للقرض الواجب تسديده في نهاية المدة.

وهذا التعريف ينطبق مع المبدأ القائل بأن المستثمر لا يقبل توظيف أمواله إلا إذا توقع الحصول على ربح لقاء عملية الإستثمار وتعويض الأخطار التي سيتعرض لها.

2- **التكلفة الحقيقية:** هي التكلفة الحقيقية التي تتحملها المنشأة فعلاً بعد الإستفادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الأرباح، وذلك على اعتبار أن القانون الضريبي يعتبر الفوائد التي تدفعها المنشآت لقاء الأموال المقترضة تكلفة، وهي معفاة من الضرائب باعتبارها عنصراً من عناصر تكلفة الإنتاج وتعامل مثل بقية النفقات الأخرى التي تخصم من إيرادات المنشآت قبل دفع الضرائب، فالفوائد تخفض بطرح الضريبة، وتحقق وفراً للمنشأة يزيد من كمية الأرباح الصافية، أي يزيد من العائد على الأموال المستثمرة، وتكون التكلفة الحقيقة للقرض كما يلي:[2]

إذا رمز لـ : **ك** = التكلفة الحقيقية ، **ف=** معدل الفائدة ، **ض=** معدل الضريبة

فإنه يمكن حساب التكلفة الحقيقية للقرض حسب القانون التالي: **ك = ف(1 – ض)**

[1]- أنظر محمد بوجلال وبورقبة شوقي: **تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الاسلامية: دراسة مقارنة**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي مجلد *23* العدد*2* السنة 2010: ،ص ص 58-60 ، بالنسبة للبنوك الفرنسية أخذًا عن:

- Gerard Chareaux; **Gestion financiere**; litec; Paris; *1993*:p*555*.

[2] - Samuel Weaver; Fred Weston: **Strategic financial management: Applications of corporate finance**. Thomson south western; Mason. USA.2008.P446.

رابعا: تقييم تكلفة القرض: تتمثل في معدل الخصم الذي يسمح بتساوي قيمة القرض الابتدائية بالقيمة الحالية للمبالغ المسددة من قبل المتمول والمصاريف المالية بعد الضريبة وهذا المعدل يرتفع مع ارتفاع مبلغ الفائدة المسدد خلال الفترة والتي بدورها تخضع لشروط القرض:[1]

الطريقة الأولى: تسديد فائدة كل سنة (الفائدة البسيطة) وفي السنة الأخيرة تسديد أصل القرض:

$$\left[V_0 = \frac{i_1}{(1+r)} + \frac{i_2}{(1+r)^2} + \cdots \ldots + \frac{i_n}{(1+r)^n} + \frac{D}{(1+r)^n}\right]$$

$$\left[\boldsymbol{V_0 = i.\frac{1-(1+r)^{-n}}{r} + D(1+r)^{-n}}\right]$$

V_0: صافي القرض بعد استبعاد مصاريف الإصدار؛

i، i_c: الفائدة البسيطة والمركبة على التوالي المدفوعة للقرض المباشر أو السندي؛

r **:** معدل الاستحداث(معدل تكلفة التمويل الفعلي بعد التعديل الضريبي)؛

D: أصل القرض (القيمة الاسمية للقرض).

الطريقة الثانية: تسديد كلا من الفائدة المركبة عن فوائد القرض وأصله في نهاية فترة الاستحقاق:

$$\left[V_0 = \frac{i_c}{(1+r)^n} + \frac{D}{(1+r)^n}\right]$$

الطريقة الثالثة: التسديد عن طريق الدفعات حيث يتم في كل سنة تسديد قسط كجزء سنوي من أصل القرض مع فائدة.

الفرع الثاني: حساب تكلفة الأسهم الممتازة *Prefered stocks cost*: الأسهم الممتازة مثلها مثل القرض تحمل ارتباطا محدداً على الشركة بدفع مبالغ دورية معينة، وكذلك في حالة التصفية فإن لها امتياز عن الأسهم العادية.

وتختلف عن القرض في أنها لا تأخذ الفوائد في حالة العسر المالي[2]، وبالتالي فإن عدم تسديد فائدتها لا يؤدي إلى الإفلاس كما هو الحال في الإقتراض، ويمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنه مماثل لتعريف تكلفة الأموال المقترضة فهو معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بأسهم ممتازة من أجل ألا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية، وهذا المعدل هو الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوما على صافي الدخل الذي سيئول للشركة نتيجة بيعها أسهما ممتازة جديدة.

ولحساب تكلفة الأسهم الممتازة تستخدم الصيغة التالية:$\left[R = \frac{B_i}{F_i - S_i}.100\right]$[3]

أي أن تكلفة الأسهم الممتازة = الأرباح الموزعة / العائد من الأسهم الممتازة

حيث $\mathcal{R}$: تكلفة السهم الممتاز.

$\mathcal{B}i$: التوزيعات المتوقع توزيعها عن السهم الواحد (ربح السهم المتوقع)؛

$\mathcal{F}i$: القيمة الاسمية للسهم؛ Si : مصاريف إصدار السهم الواحد.

الفرع الثالث: حساب تكلفة الأسهم العادية *Common stock cost*:

[1]- محمد بوجلال وبورقبة شوقي: **مرجع سابق**: ص63.

[2]- سيد الهواري، **الإدارة المالية**، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، *1996*، ص:135.

[3] -Samuel Weaver; Fred Weston: **OpCit**.P450.

أولا: مبدأ تكلفة الأسهم العادية: تعرف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم على أموالهم المملوكة والمستثمرة *(Cost Of Equity)*، وبما يحافظ على القيمة السوقية للأسهم[1].

وتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة فحملة الأسهم العادية يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة.

ثانيا: نماذج تقدير تكلفة الأسهم العادية: نظرا لأن تكلفة الأسهم العادية تقديرية حيث أنها لا تدفع مباشرة عند الحصول على التمويل وإنما هي عبارة عن الحد الأدنى الذي يتطلع إليه المستثمر من معدل العائد الواجب كسبه على هذه الأموال؛ لذلك فهناك نماذج عديدة لقياس تكلفة الأسهم العادية أهمها:

***1* – نموذج العائد الخالي من المخاطر:** *Dividend- Yield-plus-Growth- Rate Approach*: يستند هذا النموذج على أساس طبيعة العلاقة بين تكلفة قروض المنشأة وبين أسهمها العادية، لذلك تكون تكلفة القروض أقل من تكلفة الأسهم العادية، فعندما تستخدم المنشأة نموذج العائد الخالي من المخاطر في قياس كلفة التمويل الممتلك فإنها تقوم بقياس تكلفة القرض بعد الضريبة ثم تضيف إليه بدل مخاطرة لكي تحصل على كلفة حق الملكية كما في المعادلة:

$$Ks = Bond\ yield + Risk\ premium.$$

***2* – نموذج نمو مقسوم الأرباح** *Dividend- Yield-plus-Growth- Rate Approach* : ويطلق عليه أيضاً نموذج تقييم الحصة أو نموذج جوردن *(Gordon Model)*الذي تم تطويره من قبل *(Gordon & Shapiro)* سنة *1959* ويعتمد النموذج المذكور على الوعد بأن المعدل المتوقع للعائد هو المعدل الذي يجعل سلسلة من الحصص المتوقعة بشكل غير محدد من المستقبل مساوية للسعر الجاري للسهم.

لذلك فإن قيمة نصيب السهم المتوقع لمالك الأسهم هو القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع للدخل الذي يستلمه كما في المعادلة التالية: [2] $Ks = (D_i/P_0) + g$

حيث أن: D_1= الحصة الجارية لكل سهم ، Ks = تكلفة الأسهم العادية

g = معدل النمو المتوقع في الحصص ، P_0 =السعر السوقي الجاري للسهم

وبوجود تكلفة إصدار تكون تكلفة التمويل بالأسهم العادية كالتالي: $\left[R = \frac{D_i}{P_i - S_i} + G\right]$

حيث أن R: تكلفة الأسهم العادية؛ D_i: الربح المتوقع عن السهم الواحد (توزيعات الأسهم)؛

P_i: قيمة السهم السوقية؛ G: معدل النمو في الأرباح؛ S_i : مصاريف إصدار السهم الواحد.

وعلى الرغم من أهمية نموذج جوردن *(Gordon)* في التحليل واتخاذ القرارات المالية بالإضافة إلى استخدامه في قياس كلفة التمويل الممتلك إلا أن هناك انتقادات عديدة وجهت إليه، تنحصر في شكل الفروض التي يقوم على أساسها النموذج فهي ليست حقيقية تماما، لاسيما الافتراض الذي ينص على أن معدل النمو في توزيع الأرباح ناتج عن استخدام التمويل الممتلك فقط كما أنه يتجاهل دور التمويل المقترض وعنصر المخاطرة عند قياس كلفة التمويل الممتلك، كما أن القيمة

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**: ص157.

[2] - Robert Higgins; **Analysis for financial management**;10th edition; Mc Graw Hill; NY.USA.2012.P309.

السوقية في الصيغة السابقة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأسهم وهي لانهائية لاستمراريتها ما لم تتم تصفية المنشأة، ويمكن الوصول للقيمة السوقية للسهم من خلال الصيغة التالية[1]:

$$\left[P_0 = \sum_1^t \frac{D_i}{(1+r)^t}\right].$$

3- **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:** *The Capital Assets Pricing Model* المعروف اختصارا بـ *(CAPM)* يستند على آلية قياس حالة المخاطرة في استثمار ما، ويربط قياس تلك المخاطرة بمعدل العائد الذي يجب أن يقدم إلى المستثمرين، ويعتمد على فكرة مبسطة نسبيا مفادها أن معدل العائد على استثمار ما يجب أن يعكس مستوى المخاطرة النسبية لذلك الاستثمار، فالاستثمارات التي هي أعلى من محفظة السوق من حيث المخاطرة فإنه يجب أن تعرض عائدا أكبر مما تحققه محفظة السوق، والتي هي أقل من محفظة السوق تعرض عائدا أقل مما تحققه محفظة السوق، والتي هي ذات مخاطرة مساوية لمخاطرة السوق فلا بد أن تعرض عائدا مساويا لعائد محفظة السوق.

يمكن تلخيص أهم القواعد التي يقوم عليها النموذج *(CAPM)* بما يلي:

- تتكون مخاطرة كل سهم من جزأين هما: مخاطرة السوق (أو المخاطرة النظامية) والمخاطرة الخاصة بالمنشأة (أو المخاطرة غير النظامية)؛

- يمكن إزالة المخاطرة الخاصة بالشركة بواسطة التنويع، أما مخاطر السوق الناشئة عن المتغيرات العامة المسببة لحركة سوق الأسهم فهي تعكس تأثر جميع الأسهم بالحوادث الشاملة (التضخم، الظروف الاقتصادية، الأسعار...)، لذلك لابد من تعويض المستثمرين عن المخاطرة التي يتحملونها فكلما ازدادت مخاطرة السهم كلما ارتفعت نسبة المردود المطلوب، وبناء نموذج خطي للمحفظة يكون من الشكل:[2] $(Y = \alpha + \beta(X) + \varepsilon)$

وبالإسقاط فإن نموذج *(CAPM)* يوصل إلى حساب تكلفة التمويل وفقاً للمعادلة التالية:

$$\left[Ks = R_f + (R_m - R_f)\,\beta_i = R_f + (RP_m)\,\beta_i\right]$$

حيث أن:

Ks =معدل تكلفة التمويل بالملكية؛ R_f= معدل العائد الخالي من المخاطر؛ $\beta i\ (Beta)$ = مخاطرة الشركة؛

Rm = متوسط معدل العائد على الاستثمار في السوق (محفظة السوق).

$RPm)$ = علاوة مخاطرة السوق ؛

ونظراً لكون هذا النموذج حديثاً– بالنسبة للنماذج الأخرى – ويأخذ العائد والمخاطرة بنظر الاعتبار في قياس معدل العائد على حق الملكية، وأن هناك شبه إجماع بين الباحثين في مجال الإدارة المالية حول استخدامه فقد تم استخدامه لقياس تكلفة التمويل الممتلكة بشكل واسع وفقاً للصيغة الرياضية التي تم طرحها.

الفرع الرابع: تكلفة الأرباح المحتجزة *Retained Earning Cost* : حيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك فعلى المؤسسة ألا تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة بديلة متاحة للمساهمين فالأمر إذا يستلزم قياس تكلفة هذا العنصر من مصادر التمويل،وتعرف بأنها "هي

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**: ص158.

[2] - Frank Reilly; Keith Brown: **Investment analysis and portfolio management**;6th edition; Harcourt. Florida. USA.2000 .P295.

تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في عدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، وتعادل العائد الذي من المفروض أن يتسلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح، بمعنى آخر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تطابق تكلفة الأسهم العادية غير أنه لا يوجد لها تكاليف إصدار".

المطلب الخامس: حساب التكلفة المرجحة للأموال: لما كانت أي مؤسسة تعتمد في توفيرها للموارد اللازمة لتمويل استثماراتها على مصادر مختلفة فإنه من المتوقع وجود معدلات تكلفة مختلفة للأموال المتوفرة، ولما كانت الأهمية النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل مختلفة فإن التكلفة المرجحة تحسب على أساس الوزن النسبي لكل مصدر من مجموع الهيكل المالي للمؤسسة.

الفرع الأول: هيكل التمويل والتكلفة المرجحة الأموال: والتي تمثل أهم العناصر في دراسة عناصر التمويل واتخاذ القرار حسب الدراسة التمويلية.

أولا: تعريف هيكل التمويل: يشير هيكل التمويل إلى الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول (الجانب الأيمن من الميزانية)، كما يعرف هيكل التمويل" بأنه التركيبة التمويلية التي اعتمدت المنشأة عليها في تمويل وتغذية كافة أصولها مالياً، شاملاً التمويل الذاتي بكل مفرداته والتمويل بالديون بمختلف أشكالها والملكية، وهو ما يطلق عليه محاسبيا بالخصوم".[1]

ثانيا: التكلفة المرجحة الأموال *Weighted Average Cost Of Capital (WACC)* : ولحساب تكلفة التمويل لأي مشروع فإنه يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بكلمة المرجحة في هذا المجال هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل في الهيكل الكلي للأموال، وبالتالي يكون لكل مصدر وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى، فغالبا ما تلجأ المنشآت إلى عدة مصادر للتمويل، ويكون لكل عنصر تكلفة معينة، ونادراً ما تتساوى تكلفة العناصر كلها مع بعضها، وحساب التكلفة الكلية المرجحة للتمويل يسمح بتحديد معدل العائد الواجب تحقيقه على هذه الاستثمارات.

ويتم استخراج المعدل الموزون لكلفة التمويل بموجب المعادلة أدناه :[2] $[WACC = \sum_{i=1}^{n} C_i \,.\, W_i]$

Wi: وزن *Weight* العنصر i في هيكل التمويل ؛ Ci: تكلفة *Cost* التمويل بالعنصر i.

الفرع الثاني: مداخل تقدير التكلفة المرجحة للأموال: إن تقدير تكلفة الأموال يرتبط بالأسلوب المستخدم في تحديد وزن كل عنصر، وعند إجراء عملية الترجيح فإنه يمكن الترجيح من خلال: الترجيح باستعمال مدخل الأوزان الفعلية؛ مدخل الأوزان المستهدفة؛ والمدخل الحدي.

ومهما اختلفت المداخل في تقدير تكلفة الأموال المرجحة فهي تتأثر بالعديد من المتغيرات التي يمكن التحكم فيها وتقديرها أو يصعب التنبؤ بها، وتحديدها يخضع لطبيعة الفرص التمويلية المتاحة وشروطها، وبما يسمح باستيعاب مختلف الظروف السائدة والمتوقعة المحيطة بعملية اتخاذ القرار الاستثماري.

---

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**: ص161.

[2] - Samuel Weaver; Fred Weston: **OpCit**.P445.

أولا: حساب تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية: مع التحقق الفعلي لأوزان مصادر التمويل وثباتها في هذا المدخل، تحسب تكلفة الأموال المرجحة إما على أساس القيمة الدفترية (التاريخية) التي يتكون منها الهيكل المالي أو على أساس القيمة السوقية.

***1*- التكلفة المرجحة على أساس القيمة الدفترية (التاريخية)** *Historical Value Weights Approach* : يعتمد هذا المدخل على حساب الأوزان الحالية والمعروفة للعناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ووفقا للقيمة الدفترية لها ، حيث أن تكلفة الأموال في ظل هذا المدخل سوف تتغير في كل مرة يتغير هيكل رأس المال سواء من حيث العناصر التي يتكون منها أو من حيث نسبة كل عنصر فيه ويكون مناسبا في حالة واحدة فقط هي الحالة التي يكون فيها المزيج الذي يتكون منها رأس المال مستقرا أي لا يتغير من وقت لآخر، وهو أمر من الصعب تحقيقه وذلك على افتراض أن أية أموال ستحصل عليها المؤسسة لن تغير من نسب المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال أي أن الأموال الإضافية التي تحصل عليها المؤسسة لابد أن تكون من العناصر والنسب نفسها التي يتكون منها الهيكل الحالي وهو أمر صعب التحقيق على أرض الواقع.[1]

***2*- تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية** *Market Value Weights Approach*: يختلف هذا المدخل عن سابقه في أن أوزان تكلفة العناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال تتحدد وفقا لقيمتها السوقية (الأوزان النسبية ثابتة والقيم متغيرة حسب القيمة السوقية)، ويعتبر حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من مثيله المحسوب عل أساس القيمة الدفترية، فتكلفة كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد رغم صعوبة تقدير تكلفة كل عنصر.

ثانيا: مدخل الأوزان المستهدفة *Target Weights Approach*: ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة على هيكل رأس مال مستهدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وعدم الإنحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر، ومن السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد لهيكل رأس المال المستهدف[2] وإذا لم يحدث تغير على هذا القرار فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة بصرف النظر عن هيكل رأس المال الفعلي، فتتغير الأوزان مع تغير تكلفة كل عنصر بما يكفل المحافظة على تكلفة التمويل عند أدنى مستوياتها أو تخفيضها ما أمكن ذلك، فعلى سبيل المثال إذا كان معدل القروض الفعلية أقل من المستوى المستهدف فإنه من السهل التوسع في جانب الاقتراض، بينما إذا كان معدل الدين أعلى من المعدل المطلوب، فإنه يتم اللجوء إلى إصدار الأسهم والتمويل بحقوق الملكية.

ثالثا: المدخل الحدي في تحديد أوزان مصادر التمويل *Marginal Cost of Capital Approach*: في ظل المدخل الحدي تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة مع الأخذ بالاعتبار تغيرات التكلفة لكل مصدر مع تغير وزنه النسبي داخل المزيج التمويلي فالتكلفة الحدية هي تكلفة آخر وحدة نقدية للأموال المستثمرة الإضافية من كافة مصادرها، ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح لآخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، إذ يتوقع أن تتغير تكلفة الأموال.[3]

---

[1]- منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص 85.

[2] - أحمد بوراس، **مرجع سابق**: ص93.

[3]- سيد الهواري، **مرجع سابق**، ص 139.

فلو أن مشروعا زاد من تمويله عن طريق القروض فهناك ما يدعو للشك في سلامة القرار لأنه يرفع نسبة الاقتراض إلى الملكية، ومن ثم قد ترتفع كل من تكلفة الاقتراض والأموال المملوكة مع تغيرات أوزانهما النسبية، وعلى هذا فهذه الطريقة تستلزم تحديد المستويات المختلفة من الأموال المطلوبة التي تتغير عندها تكلفة كل عنصر ومستوى تغير التكلفة، وبتوافر هذه المعلومات يصبح من اليسر تحديد التكلفة الحدية للأموال عند المستويات المختلفة من التمويل وتتحدد سياسة المنشأة بشأن هيكل التمويل.

أما بالنسبة للمستويات التي تتغير عندها تكلفة الأموال أو ما يطلق عليها نقاط الإنكسار فيمكن حسابه من خلال المعادلة التالية: **نقطة الإنكسار= ت/هـ** ، حيث:

ت: تمثل مستوى التمويل من كل عنصر الذي يتغير عنده معدل تكلفة ذلك العنصر؛

هـ: تمثل نسبة عنصر التمويل داخل هيكل رأس المال المستهدف.

وتعتبر المدخل الأفضل للمنشأة التي تبحث عن هيكل التمويل الأفضل، كما لها دور هام في تقييم نتائج الفرص الاستثمارية والاختيار بينها.

الفرع الثالث: التكلفة المرجحة للتمويل وخلق القيمة المضافة للمنشأة: نجاح المشأة لا يقاس فقط بقدرتها على النمو والتوسع أو بتوليد التدفقات النقدية الأرباح، ولكن من خلال خلق القيمة للملاك من خلال نشاطاتها ومن مبادئ المالية أن المنشأة تكون خلاقة للقيمة إذا كانت صافي القيمة الحالية لاستثمارات المنشأة موجبة (صافي القيمة الحالية هو الفرق بين القيمة السوقية للمنشأة ورأس المال المستثمر)، يطلق عليها كذلك بالقيمة السوقية المضافة *(MVA-Market Value Added)* ، إذا كانت *MVA* موجبة فالمنشأة خلاقة للقيمة أما إذا كانت موجبة فهي مدمرة للقيمة.

وتكون القيمة السوقية المضافة للمنشأة موجبة إذا كان السوق يتوقع أن تولد المنشأة قيمة اقتصادية مضافة*(EVA)* في المستقبل، حيث:[1]

القيمة الاقتصادية المضافة تساوي: الربح الصافي بعد الضريبة – (رأس المال المستثمر×التكلفة المرجحة للتمويل)

$$EVA = \pi - [C \times wacc] => EVA = \left[\frac{\pi}{C} - wacc\right].C = [r - wacc].C$$

فللتكلفة المرجحة للتمويل ومستواها تأثير هام ومعاكس على قيمة المنشأة السوقية والاقتصادية المضافة.

كما أن الربح الاقتصادي يحسب من خلال العلاقة التالية:الربح الاقتصادي = (العائد على الاستثمار – التكلفة المرجحة للتمويل) × رأس المال المستثمر: $[EP = (ROI - wacc).I]$

المطلب السادس: هيكل التمويل والرافعة المالية: إن الاهتمام بهيكل التمويل هو من صميم التخطيط المالي للمشروع، إذ يساعد على تحقيق الكفاية الإنتاجية، وتظهر كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المناسبة، التي تجنب المشروع الوقوع في صعوبات مالية غير متوقعة، وبالتأكيد أهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل التمويل الأمثل، ويتوقف اختيار هيكل التمويل على ما يسمى بالرفع التشغيلي والرفع المالي، فمصدر التمويل الذي يتسم بارتفاع تكلفته، تتعرض بسببه المنشأة

[1]- Gabriel Hawawini; Claude viallet: **Finance for executives; managing for value creation** south western thomson learning; 2nd edition; Ohio; USA 2002.P P:30-31.
- Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen; **Principles of corporate finance**. 11th edition. Mc Graw Hill; NY; USA; 2014.P306.

لمخاطر أكبر ولما كانت التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإن قرار اختيار هيكل التمويل يصبح محصلة لتأثيره على العائد والمخاطر التي تتعرض لها المنشأة، أو محصلة تأثيره على القيمة السوقية للمنشأة.

الفرع الأول: الهيكل الأمثل لرأس المال *The Optimal Capital Structure* : يقصد بهيكل رأس المال الأمثل والذي هو جزء من هيكل التمويل: ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد *Return* والمخاطرة *Risk* بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية، فسياسة هيكل التمويل يجب أن تضمن نقطة الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد، فاستخدام المزيد من القروض يزيد المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم ومع ذلك فإن استخدام المزيد من الديون غالباً ما يصاحبه توقع عال لمعدل العائد على حقوق الملكية *(ROE)* كذلك فإن المخاطرة العالية تقلل أسعار الأسهم لكن في الوقت نفسه العائد المرتفع المتوقع للأسهم يزيد من أسعارها، هذا يبين مدى صعوبة مهمة الإدارة المالية في الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل، أي أنه يجب عليها أن تسعى لتحقيق هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق التوازن بين المخاطرة والعائد مع تعظيم أسعار الأسهم.

ولاختيار هيكل التمويل المناسب للشركة توجد عدة عوامل، منها داخلية والأخرى خارجية تؤثر على القرار:[1] تتعلق العوامل الداخلية أساسًا بعلاقة المفاضلة بين الخطر والمردود العائد لإدارة الشركة، أما العوامل الخارجية فتشمل حساسية الجهات المقرضة لارتفاع مديونية الشركة، وطبيعة القطاع الذي يعمل فيه المشروع من حيث المنافسة، والنمو، واستقرار المبيعات والأرباح، وقيمة الموجودات، إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين، أي نسبة المديونية المثلى وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلفة.

الفرع الثاني: مفهوم الرفع والرافعة المالية: تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة أو في الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبيا، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع، ويشمل مفهوم الرفع ثلاثة مجالات هي: الرفع التشغيلي والرفع المالي، والرفع الكلي أو الرفع المشترك.

أولا: الرفع التشغيلي *Operating leverage*

أ– مفهوم الرافعة التشغيلية: إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث ترتكز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة.

فلو نجحت الشركة في زيادة تكاليفها الثابتة كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات، وبالمقابل أن تستغني عن عدد من العمال الذين حلت الآلات محلهم فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي، وسوف تكون النتيجة أنها تستطيع تحقيق أرباح أكبر أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر عند مستوى المبيعات نفسه مما كانت تحقق قبل لجوئها إلى الرفع التشغيلي، ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية، فإنها بإحلال التكاليف الثابتة محل المتغيرة تستطيع وبالجهد نفسه (مستوى المبيعات) أن تضخم النتائج (الأرباح أو الخسائر).

وتجدر الإشارة هنا أن استعمال الرفع التشغيلي يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة؛ وهذا يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى أعلى، أي أن المنشأة بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة وهذا ما يعرف بمخاطرة الأعمال *Business Risk*، وتبقى نقطة التعادل على حالها إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة تساوي النقص في التكاليف المتغيرة

[1]– سليمان شلاش وآخرون: **مرجع سابق**: ص47.

الكلية للمنشأة[1]، وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا سوف يؤدي إلى تضخيم أرباح المنشأة حيث أن المنشأة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق (قبل استخدام الرفع)، وبالتالي إنتقال نقطة التعادل إلى أسفل وهذا يعتبر إنجازاً جيداً بالنسبة للمنشأة.

ومن الملاحظ أن قيمة صافي ربح التشغيل في هذه الحالة يمثل المتغير التابع، وبالمقابل تمثل قيمة المبيعات المتغير المستقل وتنعدم مخاطرة الأعمال في حالة التساوي الكمي التام بين معدلي التغير في كل من المبيعات وصافي ربح التشغيل.

ب–قياس درجة الرافعة التشغيلية: ويمكن قياس درجة مخاطرة الأعمال، وفق النموذج التالي:[2]

$[Rb = (S - Cr)/Bv]$ أي أن درجة مخاطرة الأعمال= (قيمة المبيعات أو رقم الأعمال– تكاليف التشغيل المتغيرة)/صافي الربح التشغيلي.

وتشمل درجة الرافعة التشغيلية معدل التغيير في صافي أرباح التشغيل (قبل الفوائد والضريبة) إلى معدل التغيير في المبيعات: **درجة الرافعة التشغيلية** = نسبة التغير في الأرباح/نسبة التغير في المبيعات: $[OL = \Delta Bv/\Delta S]$

أي أن: معدل التغير المتوقع في الربح التشغيلي= درجة مخاطرة الأعمال×معدل التغير المتوقع في قيمة المبيعات، ومنه: $[\Delta Bv = OL \times \Delta S]$.

ثانيا: الرافعة المالية *Financial Leverage* : تبدأ المخاطرة المالية من حيث انتهت مخاطرة الأعمال، وهي التي تفيد بمدى حساسية صافي الربح القابل للتوزيع، وفقا للتغيرات التي تحدث في صافي ربح التشغيل، حيث تزداد درجة المخاطرة المالية بزيادة درجة الحساسية، ويتضح أيضا أن قيمة صافي الربح القابل للتوزيع يمثل المتغير التابع، الذي يمثل فيه صافي ربح التشغيل المتغير المستقل، بينما كان يمثل متغيرا تابعا في العلاقة المكونة لمخاطرة الأعمال، هذا وتتلاشى تماما المخاطرة المالية في حالة التساوي الكمي التام بين معدل التغير في كل من صافي ربح التشغيل وصافي الربح القابل للتوزيع.

أ– مفهوم الرافعة المالية: تعرف الرافعة المالية" بأنها درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء أكانت قروضا، أم سندات، أم أسهما ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها".[3]

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فإذا كانت مردودية أصول المؤسسة تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين حيث يكون أثر رافعة إيجابي[4]، أما في الحالة العكسية، إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف، تنخفض مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة سلبيا.

وعندما يقارن بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية (قبل الضريبة من أجل التجانس) فإن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي، فأثر الرافعة يفسر كيف يمكن أن تحقق مردودية أموال خاصة تكون أعلى من مردودية مجمل الأموال المستثمرة التي يعبر عنها بالمردودية الاقتصادية، وتسمى أيضا بالمتاجرة بالملكية، وتعني قيام المنشأة باستخدام أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المنشأة.

---

[1]– مؤيد خنفر، غسان فلاح المطارنة: **مرجع سابق**: ص276.

[2]- مصطفى كمال السيد طايل، **مرجع سابق**، ص207.

[3]- **المرجع نفسه**: ص208.

[4]- يوسف قريشي، **سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**: "دراسة ميدانية" أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة في العلوم الاقتصادية: جامعة الجزائر 2005 ، ص106.

وعامل الرفع المالي هي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول أو إلى إجمالي قيمة الشركة.

ب- قياس درجة الرافعة المالية: الرفع المالي يعكس التغير الذي يحدث في العائد المتاح للملاك (صافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم) نتيجة لتغير معين في صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي) $[FL = (\Delta Nd/\Delta Bv)]$،[1] والذي ينشأ من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة -ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها- ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة، مما يعني أن تغيرا بمعدل معين في صافي ربح العمليات يترتب عليه تغير أكبر في صافي الربح بعد الضريبة، أي صافي الربح المتاح للملاك أو ما يطلق عليه ربحية السهم *Earning Per Share* (*EPS*) أو المردودية المالية.

درجة الرفع المالي= التغير النسبي في عائد السهم المحقق *EPS* / التغير النسبي في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضريبة.

ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، بينما إذا لم تنجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستتعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي.

ثالثا: الرفع المشترك *Combined leverage* **:** تتكون المخاطرة الكلية من مخاطرتي الأعمال والمخاطرة المالية بمعنى أن المخاطرة الكلية هي المحصلة النهائية للتفاعل بين نوعي المخاطرة وليس حاصل جمعهما، والمخاطرة الكلية أو الرفع المشترك تعني مدى حساسية صافي الربح القابل للتوزيع للتغيرات التي تحدث في قيمة المبيعات أو رقم الأعمال بالزيادة أو النقصان، حيث تزداد درجة المخاطرة الكلية بزيادة درجة حساسيتها، هذا وتمثل قيمة صافي الربح القابل للتوزيع المتغير التابع، في حين تمثل قيمة المبيعات أو رقم الأعمال المتغير المستقل.

(درجة الرفع المشترك (الكلي) = درجة الرفع التشغيلي X درجة الرفع المالي)

ويتم الحصول على:[2] $[TL = (\Delta Bv/\Delta S).(\Delta Nd/\Delta Bv) = (\Delta Nd/\Delta S)]$

أي أن: درجة المخاطرة الكلية = معدل التغير في الربح القابل للتوزيع/معدل التغير في قيمة المبيعات

معدل التغير في الربح القابل للتوزيع = درجة المخاطرة الكلية × معدل التغير في قيمة المبيعات: $[\Delta Nd = TL \times \Delta S]$

مما سبق يتضح أن الرفع بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المنشأة على أدوات الإنتاج ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة، وللرفع تأثيران متضادان فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية وارتفاع القيمة السوقية للسهم، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه وما يترتب عليها من انخفاض في القيمة السوقية للسهم، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها، يواجه حملة الأسهم بالعلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة- *Risk Return Trade Off)*، لتصل المنشأة بقراراتها إلى النقطة التي يتعادل فيها التأثير الإيجابي لزيادة العائد مع التأثير السلبي لزيادة المخاطر، والتعادل بأن يكون العائد المتوقع كافيا لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع.

[1]- مصطفى كمال السيد طايل، **مرجع سابق**، ص208.

[2]- مصطفى كمال السيد طايل، **المرجع نفسه**، ص209.

الفرع الثالث: تأثير الرفع المالي على اختيار هيكل رأس المال: من الطبيعي أن يكون لانخفاض تكلفة الأموال الأثر الإيجابي على قيمة المنشأة أو ثروة الملاك وحملة الأسهم، وذلك مع ثبات باقي العوامل الأخرى، ومن المتوقع أن تهتم الإدارة المالية للمنشأة بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على القيمة السوقية للأسهم في المدى الطويل، وهذا يعني أن عليها تجنب التوسع في استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة-كالاقتراض- لتمويل اقتراحات حالية، إذا كان هذا شأنه أن يزيد من المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، بما قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال في المستقبل، وما يصحبه ذلك من انخفاض في القيمة السوقية الأسهم العادية.

أولا: الرافعة المالية والهيكل التمويلي: إن الفوائد هي نقطة الارتكاز في الرافعة المالية فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجات الرفع المالي مرتفعة وبالتالي تزداد مخاطر الشركة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل *Financial Risk* وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل للسداد مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكبر من الشركة لزيادة رقم الأعمال، وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول إلى نقطة التعادل الجديدة وتعديلها لتحقيق أرباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة.

فالرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض يحقق الميزات التالية:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار؛
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة وعدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين؛
- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة؛
- في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل؛
- الاقتراض بحكمة يمكن للمؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

ثانيا: محددات الهيكل المالي *Determinants of financial structure*:[1] إن الاستعانة بالقروض في تمويل الأصول قد تترك آثاراً إيجابية ملموسة على ثروة الملاك، إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجموعة الأصول أو إلى حقوق الملكية غير مبالغ فيها، غير أن فرص المنشآت في الاعتماد على القروض في التمويل ليست متساوية، حيث يتوقف ذلك على نسبة القروض الموجودة في الهيكل التمويلي الحالي، وعلى القيود التي تضعها المؤسسات الممولة، وعلى معدل العائد المتوقع من استثمار هذه القروض، كما تمثل المتغيرات الآتية من أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في اعتمادها على القروض في التمويل:[2]

1. **الربحية** *profitability*: هي الهدف الأساسي لجميع المؤسسات، وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين، هما: قرار الاستثمار، وقرار التمويل، المتعلق بكيفية اختيار مصادر الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار وتحقيق أرباح أكبر دون التعرض للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض؛

[1]- سليمان شلاش وآخرون، **مرجع سابق**: ص ص 59-64.

[2]- أحمد بوراس، **مرجع سابق**:ص ص:95-99.

2. **هيكل الأصول "بنية الموجودات"** *asset structure*: إن المنشأة التي تمتلك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هنالك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين، إلا أن هذا يعني بدوره أن الشركة تتميز بدرجة رفع تشغيلي عالية، وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات، وهنا يكون الإقتراض عاملا لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين، وهذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة إلا ضمن حدود ضيقة؛

3. **درجة التخصص** *specialization degree*: كلما اتجهت المنشأة نحو التخصص ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع منشآت أخرى مماثلة تتبع سياسة التنويع فيصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال؛

4. **استقرار المبيعات** *sales stability*: هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين، مع الإستفادة من رافعة التمويل وزيادة الطاقة الاستيعابية للاقتراض؛

5. **السيولة** *liquidity*: تُعبِّرُ السيولة عن قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها، وغير المتوقعة وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل؛

6. **التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفورات:** تُعدُّ فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثارا إيجابية على قيمة المنشأة؛

7. **الحجم** *size*: لوحظ وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة ومخاطر الإفلاس، فالمنشآت الكبيرة، التي عادة ما يتم نشاطها بقدر من التنويع، تتعرض لتلك المخاطرة بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال.

ثالثا: أثر تكلفة التمويل على قيمة المشروع: للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة، من خلال التدفقات النقدية المحققة أو بتأثير تكلفة الأموال أو بهما معا.

أ- الرافعة والأوضاع الاقتصادية لربحية المشروع التجارية :

الجدول التالي والذي يفسر العائد على الأموال المملوكة باختلاف الروافع المالية والأحوال الاقتصادية المختلفة لثلاث شركات مفترضة تشترك في مجموع الأصول (*1000* ون) والنتيجة الإجمالية، وتختلف في درجة الرفع المالي:

الجدول (4): العائد على الأموال المملوكة باختلاف الروافع المالية والأحوال الاقتصادية المختلفة لثلاث شركات مفترضة

بيان الحالة الاقتصادية		سيئة	عادية	جيدة	ممتازة
العائد على الأصول (ون)		*10*	*30*	*90*	*180*
معدل العائد على الأصول (قبل الفوائد)		*1%*	*3%*	*9%*	*18%*
المنشأة (أ) الرافعة المالية (صفر)	الأربـاح	*10*	*30*	*90*	*180*
	الفوائـد	صفر	صفر	صفر	صفر
	صـافي الربح بعد الفوائد	*10*	*30*	*90*	*180*
	معدل العائد على حق الملكية	*1%*	*3%*	*9%*	*18%*
المنشأة (ب) الرافعة المالية (50%)	الأربـاح	*10*	*30*	*90*	*180*
	الفوائـد (*500* × *6%*)	*30*	*30*	*30*	*30*
	صـافي الربح بعد الفوائد	*20-*	صفر	*60*	*150*
	معدل العائد على حق الملكية	*4-*	صفر	*12%*	*30%*
المنشأة (ج) الرافعة المالية (75%)	الأربـاح	*10*	*30*	*90*	*180*
	الفوائـد (*750* × *6%*)	*45*	*45*	*45*	*45*
	صـافي الربح بعد الفوائد	*35-*	*15-*	*45*	*135*
	معدل العائد على حق الملكية	*14%-*	*6%-*	*18%*	*54%*

المرجع: من إعداد الطالب بناء على ما سبق.

من الجدول يلاحظ أن النتيجة تتعلق بالحالة الاقتصادية للشركات الثلاث، فعندما تكون هذه الحالة سيئة فإن الأرباح تكون قليلة، إذ أن الشركة الأولى والتي لا تعتمد على القروض في تمويلها تبين أنه لا يتأثر معدل العائد على الأموال المملوكة فيها حيث يتساوى هذا المعدل مع معدل العائد على الأصول، وعندما تكون الحال الاقتصادية جيدة فإن الشركة التي تتمتع برافعة مالية كبيرة (*75%*) هي التي تحقق عائدا على الأموال المملوكة (*18%*)، في حين كانت الشركة (ب) قد حققت عائدا على الأموال المملوكة في نفس الحالة الاقتصادية قدره (*12%*)، أما في الشركة (ج) فقد ارتفع معدل العائد على حق الملكية إلى *54%* في حال الرواج، وهو ارتفاع أكبر من نظيره في الشركة (ب) (*30%*) حيث الرافعة المالية فيها كانت *50%*.

وتقوم النظرية المالية الحديثة بناء عليه على مفهوم الهيكل الأمثل لرأس المال (النسبة بين المبلغ المستدان إلى مبلغ الأموال الخاصة)، حيث يسمح تغيير هذه النسبة في التحكم بنسبة عائد المساهمين عند كل مستوى من الربح التجاري، هذه الظاهرة تعرف (بأثر الرفع المالي) *effet levier financier* أو *financial leverage effect* ، ويمكن توضيح العلاقة التي تمثل أثر الرافعة المالية من خلال ما يأتي[1]، وباعتبار:

$\mathcal{P}$: عائد المساهمين ويمثل نسبة النتيجة الإجمالية (قبل الفوائد وقبل الضرائب) إلى إجمالي الأموال الخاصة وتدعى هذه النسبة (المردودية المالية).

r: يمثل نسبة النتيجة الإجمالية إلى مجموع الأموال المستثمرة (الربح الإجمالي)، وتدعى هذه النسبة المردودية الاقتصادية، وi

-1- xavier greffe, jacks mairesse, jean louis reifers: **Encyclopédie économique**; Economica; paris 1990).P.924.

- Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dillaccio, yann Le Fur, Antonio Salvi; **Corporate finance: theory and practice**;2nd edition; John Wiley & Sons; West Sussex.UK.2009.P781.

معدل الفائدة على الأموال المقترضة($\mathcal{E}$) و($\mathcal{F}$) تمثل الأموال الخاصة.

ونسبة الرفع المالي من خلال علاقة المردودية المالية:$[P = r + (r - i).E/F]$

النسبة: ($\mathcal{E}/\mathcal{F}=\lambda$) تمثل نسبة معامل الرفع المالي

كذلك توضح العلاقة السابقة أن المردودية المالية كعائد للمساهمين ترتبط بكل من النسبة ($\mathcal{E}/\mathcal{F}$)والفرق(r-i) وهنا تبرز ثلاث حالات:

1- $r > i$: المردودية المالية ترتفع بارتفاع معدل الاقتراض (رافعة مالية إيجابية)؛

2- $r = i$: أثر الرافعة حيادي؛

3- $r < i$: المردودية المالية تنخفض مع ارتفاع معدل الاقتراض (رافعة مالية سلبية).

وعليه يمكن القول أن الرافعة المالية تكون مرغوبة للشركة عندما يزداد عائد الأصول عن تكلفة القرض، وكلما ارتفع معامل الرفع المالي ارتفع العائد على حق الملكية في حين أن الرافعة المالية تكون غير مرغوبة إذا ما كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض، وعلى ذلك فالرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة والعادية.

ب–الوفر الضريبي والهيكل الأمثل للتمويل: باعتبار الفوائد تدفقات خارجية فإنه يتم حذفها من الربح قبل الضرائب، وهو ما يسمح بتحقيق وفر ضريبي يمتص جزءا من تكلفة الاقتراض، وهو يرتبط إيجابا مع معدل الضريبة، وذلك مهما كانت نتيجة ربح المشروع؛ وبالأخذ بالاعتبار الوفر الضريبي تصبح العلاقة السابقة الخاصة بالعائد على الملكية كما يلي:

$$[P = r(1 - t) + [(r - i).(1 - t)].E/F]$$

وتوضح العلاقة أثر كل من الرفع المالي والوفر الضريبي، و الذي يمثل المعدل النهائي للعائد على الملكية للمساهمين، وهنا تبرز الميزة المزدوجة لوجود هيكل مالي للتمويل في المؤسسة: الأول ناتج عن أثر الرفع المالي والثاني من الوفر الضريبي الذي تحققه المؤسسة.

رابعا: الهيكل المالي وتكلفة الاقتراض: إن اقتراض المؤسسة، وما يمنح لها الرفع المالي من تحقيق عائد أعلى للمساهمين، يرافقه كذلك الخطر المقابل (ممثلا في تكلفة الإفلاس)[1] ، إذ وبزيادة معدل الرفع المالي يطالب المقرضون بمعدل أعلى للفائدة لانخفاض ملاءة المؤسسة، وهو ما يعني زيادة تكلفة الاقتراض (العنصر i)، وانخفاض ثقة الدائنين والممولين بالمؤسسة.

والعلاقة بين المخاطر وحجم القروض علاقة خطية في الحدود الدنيا للاقتراض، ثم تزداد المخاطر بزيادة نسبة الاقتراض بشكل متسارع، ويصبح الاقتراض ذا أثر سلبي على قيمة المؤسسة التي تعتبر المعيار الأمثل للمساهمين لاتخاذ القرارات[2]، وهذا ابتداءا من نقطة معينة (λ^*) حيث الهيكل الأمثل للتمويل والنسبة$\left(\frac{E}{F}\right)$ التي تحقق أكبر ميزة للمؤسسة من الاقتراض.

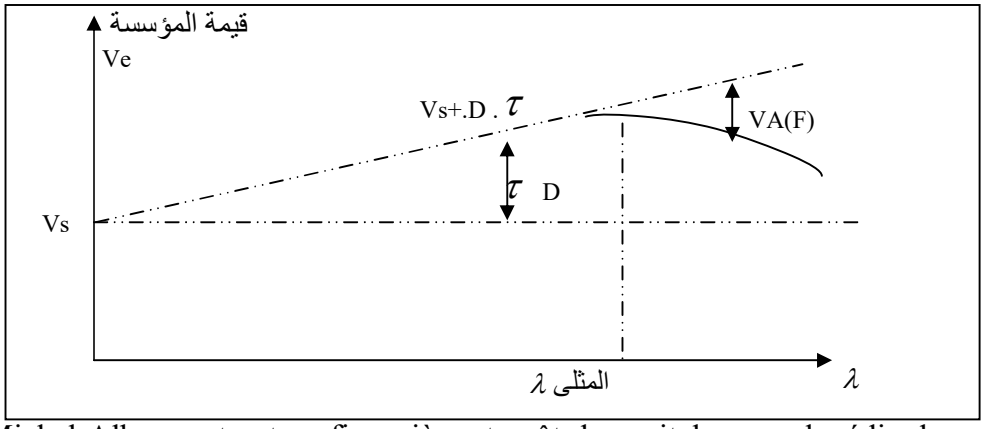
لتحديد المعدل الأمثل للرفع المالي يجب إجراء مراجحة أو مفاضلة بين العائد والخطر المترتب عنه، ويمكن توضيح أكثر كل من الوفر الضريبي وتكلفة الاقتراض على المؤسسة المقترضة (v_e) من خلال الشكل التالي مقارنة بمؤسسة غير مقترضة . (V_s)

---

[1]- يقصد بالإفلاس عدم قدرة المؤسسة على أداء التزاماتها المالية: من أقساط القرض و/أو الفائدة في موعدها، كما وأنه بالنسبة لموديغلياني وميلر ليس هناك هيكل أمثل لرأس المال في سوق مالي كفء، إذ يلغى أي أثر للرفع المالي مع وجود فرص أخرى للربح بعمليات المراجحة Arbitrage.

2- Jean Florent rérolle**: L'art de la finance : financement de l'entreprise et création de valeur**. (Village mondiale – Paris. 1998- version française). p.113.

الشكل (15): الهيكل الأمثل لتمويل المؤسسة المقترضة مع وجود الوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس



Source :Michel Albouy: structure financière et coût de capital : encyclopédie de gestion 2eme édition. Economica.Paris1997.p.3136.

إن المقارنة بين المشروعين توضح تأثير حذف الفوائد على التدفقات المالية، من خلال زيادة العائد على الأموال المملوكة، والوفر الضريبي الذي تحققه، وارتفاع الخطر يعني ارتفاع القيمة الحالية للإفلاس $va(\mathcal{F})$، وزيادة i.

كما أنه ومن الناحية المالية والعملية لا يكون معدل الخصم للتدفقات النقدية السنوية واحدا، نظرا لاختلاف درجة المخاطرة، وبالتالي يطلب المستثمر نفسه، عائدا أكبر على المشاريع الممولة في جزء منها بالاقتراض، تكون على شكل علاوة، تتحدد من خلال عوامل السوق.

المبحث الثالث: هيكل، مصادر وأدوات التمويل في نموذج المشاركة مع دراسة مقارنة بالمنهج الوضعي

لما كان الاستثمار يتوقف على التمويل إذ لا استثمار بدون تمويل، فإن هناك حاجة ضرورية إلى توفير التمويل اللازم لمختلف الوحدات الاقتصادية بصفة عامة، كما تظهر أهمية البحث لإبراز أثر تطبيق المنهج الإسلامي في التمويل على ربحية تلك الوحدات وهياكلها التمويلية، يتم تناولها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مصادر وتكلفة صيغ التمويل بالمشاركة

المطلب الثاني: أثر المخاطرة، الضريبة والزكاة في اقتصاد المشاركة

المطلب الثالث: النموذج النظري للوساطة المالية في النظامين المصرفيين التقليدي والإسلامي التشاركي (علاقة المدخر–المصرف الإسلامي–المستثمر)

المطلب الأول: مصادر وتكلفة صيغ التمويل بالمشاركة: يختص هذا المطلب بدراسة وتحليل أهم أسس توزيع الأرباح والخسائر التي تحكم التمويل في اقتصاد المشاركة، وبيان أثر تطبيق الوحدات الاقتصادية لها على ربحيتها في حالتي الرواج والكساد وذلك بافتراض أن هذه الوحدات تحتاج إلى تمويل خارجي، كما يتناول المبحث أثر تطبيق منهج التمويل الإسلامي على معالجة الخلل في الهياكل التمويلية للشركات المتعثرة مقارنة بمنهج التمويل التقليدي.

الفرع الأول: مصادر وتكلفة التمويل في المنهج الإسلامي: فيما يتعلق بمصادر التمويل الخارجية فهي تختلف في المنهج الإسلامي عنها في المنهج التقليدي.

أولا: مبدأ تكلفة التمويل التشاركي: يعتمد التمويل الخارجي في المنهج الإسلامي على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة من خلال تطبيق قاعدة الغنم بالغرم والكسب بالخسارة، وليس الفائدة المحددة مقدما، من خلال طبيعة الصيغ والأدوات المالية التي يمكن للوحدات الاقتصادية التي تلتزم بتطبيق أحكام وقواعد الشريعة الحصول بها على التمويل وخاصة الخارجي اللازم لها.

تكلفة الأموال (التي يتم بها تمويل المشروع الاستثماري)، بالنسبة للمقاول المستثمر الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبله الذي يحافظ على الأقل على عائد المساهمين من المشروعات البديلة بدرجة المخاطرة نفسها.

وفي النظام التقليدي تتمثل مصادر التمويل خاصة في الأسهم العادية والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة والتمويل بالاقتراض، وعادة تقوم المؤسسة بدمج بعض هذه العناصر أو كلها مع بعضها للوصول إلى تكلفة متوسطة مرجحة بالأوزان (*Weighted Average Cost of Capital WACC*)، والتي تمثل تكلفة الاقتراض من أهم العناصر فيها.

أما من منظور إسلامي فإن تكلفة رأس المال تأتي من المصادر الداخلية والتمويل بالملكية بالأساس (الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية، والمشاركة) في حين تكون المصادر الخارجية والآتية من أفراد ومؤسسات مالية ليست طرفا في العملية الاستثمارية،[1] ومنه يلغي نظام المشاركة التمويل عن طريق الاقتراض بفائدة، وكذا الأسهم الممتازة إذ أنها ومثلها مثل القرض

[1] - بعلوج بوالعيد: **المنهج الإسلامي لدراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية– دراسة مقارنة–** أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، غير منشورة. ص 171.

تحمل التزاما محددا على المؤسسة بدفع مبالغ دورية معينة (وفي حالة التصفية لها أفضلية وامتياز على الأسهم العادية في رد القيمة)، رغم أن حملتها يعتبرون في حكم الملاك.

ثانيا: الأدوات المتاحة، وتكلفة الأموال في اقتصاد المشاركة: إذا يشترك اقتصاد المشاركة مع الاقتصاد الوضعي في مصدرين من مصادر التمويل هما الأرباح المحتجزة والأسهم العادية و يختلفان في عدم أخذ الاقتصاد الإسلامي بالتكاليف الثابتة والمحددة مسبقا والمضمونة (فوائد وتوزيعات أسهم ممتازة)، في حين توجد صيغة المشاركة في الأرباح والخسائر، الأمر الذي لا يتوفر في الاقتصاد الوضعي التقليدي.

***1*- تكلفة الأسهم (رأس المال):** - الطريقة الأولى: المعادلة التقليدية: يتكون رأس المال من الأسهم العادية التي تمثل حصص الشركاء في المشروع، وتستبعد التمويل بأسلوب الأسهم الممتازة، أما كلفة الأسهم العادية فيمكن حسابها وفقاً للطريقة التي تستخدم في المنهج التقليدي.[1]

تكلفة التمويل بالأسهم العادية = [الأرباح الموزعة\ سعر السهم (1- تكلفة الإصدار)] + معدل النمو

ويلاحظ أن مكونات هذه المعادلة لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، فالمستثمر رشيد مما يعني أنه سيطلب عائدا يحافظ له على كمية أمواله وقيمتها إضافة إلى عائد يعوضه عن مخاطر الاستثمار ضمن أحكام الشريعة الإسلامية، وسيطلب عائدا يعوضه عن الزكاة والتضخم والمخاطرة.

***2*- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة الجزء من الأرباح المحققة في نهاية العام والتي لم تدفع في شكل توزيعات لحملة الأسهم، وتم احتجازها لغرض إعادة استثمارها بالمؤسسة.[2]

فهي تعتبر بحكم الأسهم العادية (دون تكلفة الإصدار)، ومعدل النمو المتوقع يتعلق بتزايد مبالغ أرباح الشركة وتوزيعاتها وأسعار أسهمها.

هي تكلفة تعكس الفرصة البديلة لتلك الأموال، ومن الطبيعي أن تكون تكلفة الفرصة البديلة للأموال المملوكة أعلى من معدل العائد السائد في السوق، وإلا تحول المستثمرون عن المشاركات المملوكة من طرفهم وأودعوا أموالهم في المصارف التي تولّد عائدا أكبر.

***3*- كلفة تسهيلات الموردين (الشراء بالأجل):** يتحمل المشروع كلفة هذا النوع من التمويل بمقدار الفرق بين الثمن الحاضر والثمن الأجل. ويمكن استخدام الصيغة التالية المقترحة لحساب كلفة الشراء الأجل:

$$\text{كلفةالشراء الآجل} = \frac{\text{الثمن لأجل لمدة سنة} - \text{الثمن الفوري}}{\text{ثمن شراء الأصل نقداً}}$$

هـ- كلفة التأجير المنتهي بالتمليك: يعتبر التأجير المنتهي بالتمليك أحد أساليب التمويل متوسطة وطويلة الأجل ويمكن حساب كلفة هذا النوع من التمويل اعتماداً على الفرق بين مجموع إيجارات التمويل وبين قيمة شراء الأصل نقداً كما يلي:

$$\text{كلفة التأجير} = \frac{\text{ثمن الأصل النقدي} - \text{مجموع الإيجارات}}{\text{ثمن شراء الأصل نقداً} \times \text{مدة الإيجار بالسنوات}}$$

وبالتالي تصبح كلفة مصادر التمويل المختلفة عبارة عن المتوسط المرجح لكلفة المصادر المختلفة من التمويل.

---

[1] - عاطف جابر طه عبد الرحيم، **مرجع سابق**، ص 257.

[2] - **المرجع نفسه**، ص ص 258- 260.

4- صيغ التمويل التي تستخدم معدل المشاركة: يتفق المقرض والمقترض وفق نظام المشاركة على النسبة من الربح المشاعة بينهما، هذه النسبة تدعى معدل المشاركة وفي أهم صورها تكون بين المصرف الممول والمؤسسة المقترضة (المقاول)؛ وهنا من الجدير تناول أهم صيغ التمويل وهي صيغ المشاركة في نتيجة العملية الاستثمارية (المشاركة، المضاربة):[1]

أ- المشاركة: وتمثل عقدا من عقود الاستثمار يتم بموجبه الاشتراك في الأموال لاستثمارها وتقليبها في الأنشطة المختلفة حيث يساهم كل طرف بحصة في رأس المال ويتم توزيع الربح الناتج عن العملية الاستثمارية (معدل المشاركة) بالاتفاق الذي يتم بين أطراف العملية، أما الخسارة فتوزع حسب نسبة المساهمة في رأس المال؛ وللمشاركة عدة أشكال حسب طبيعة التقسيم أهمها التقسيم وفقا لاستمرارية ملكية المصرف إلى مشاركة ثابتة ومشاركة متناقصة، وتكون المشاركة من خلال وضع جزء من رأس المال أو شراء أسهم المشروع أو المؤسسة.

ب- المضاربة: يتم بموجب هذه الصيغة المزج بين عنصري العمل ورأس المال لإقامة المشروعات حيث يمول صاحب المال، ويديرها المضارب مع الاتفاق على نسبة توزيع الربح (معدل المشاركة) أما الخسارة فيتحملها الممول إذا لم يقصر المضارب الذي يخسر عمله وجهده؛ إذا تخضع هذه الصيغة لمبدأ المشاركة في الأرباح وصيغة المشاركة وفق مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.[2]

ويلاحظ أن صيغة المشاركة أقل مخاطرة من المضاربة من وجهة نظر المصرف الممول، كما أن المشاركة من قبل العميل تضمن الجدية في النشاط وتأمينا إضافيا للمصرف.

الفرع الثاني: مبدأ الاستثمار وعائد التمويل الأمثل في الاقتصاد الإسلامي:[3] ليكن:

Y_t : الغلة أو الناتج من الاستثمار للفترة t ؛ I_t : الاستثمار المنفذ للفترة t

α, β; ثوابت حيث: α : نسبة غلة الحجم من الاستثمار

من أجل فترة واحدة فإن الناتج أو الغلة من الاستثمار في علاقة مع حجم الاستثمار كالتالي:

$$[Y_t = \alpha . I_{t-1} + \beta]$$

والعلاقة المطلقة بين Yt و It-1 يمكن التعبير عنها: $(\Delta Y_t = \alpha . \Delta I_{t-1})$ أو $(\Delta Y_{t+1} = \alpha . \Delta I_t)$ ومنه:

$$\left[\frac{\Delta Y_{t+1}}{\Delta Y_t} = \frac{\alpha . \Delta I_t}{\alpha . \Delta I_{t-1}}\right]$$

$$\left(\frac{\Delta Y_{t+1}}{\Delta Y_t} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t - Y_{t-1}} = \frac{(Y_t + r.Y_t) - Y_t}{(Y_{t-1} + r.Y_{t-1}) - Y_{t-1}} = \frac{Y_t(1+r-1)}{Y_{t-1}(1+r-1)} = \left[\frac{Y_t}{Y_{t-1}}\right] <=> \frac{(Y_{t-1} + r.Y_{t-1})}{Y_{t-1}} = \frac{Y_{t-1}(1+r)}{Y_{t-1}}\right)$$

$$=> \left[(1+r) = \frac{\Delta I_t}{\Delta I_{t-1}}\right]$$

حيث:

r :معدل نمو ناتج الاستثمار الجديد أو معدل الربح باعتبار ثبات الربح عن الوحدة المنتجة المضافة، ويكون $(1+r)$ ميل منحنى أو خط الدخل عند نقطة التماس مع منحنى الاستثمار المتاح.

---

[1]- صالح صالحي، **مرجع سابق**،ص:33.

[2] - Monzer Kahf & Tarikullah khan: **principles of Islamic financing**- research paper 16 Islamic research and training institute-Jeddah. Saudi Arabia.

[3] - Masudul alam choudhry.**The rate of capitalization in valuation models in an Islamic economy.** international centre for research in Islamic economics, king abdulaziz university, Jeddahand institute of policy studies Islambad,1983, PP.300-301

وبارتباطه بشكل تام بالاستثمار الحقيقي فيكون ممثلا للكفاءة الحدية لرأس المال والتوزيع الزمني للعائد، أو بتعبير آخر للقيمة الزمنية للنقود، ويمكن حساب القيمة الحالية لأي دخل مستقبلي أو تدفق نقدي عبر الزمن من خلال إنتاجية الاستثمار.

الفرص المالية والاستثمارية تتوفر كذلك من خلال حدود إمكانيات الانتاج، ويكون المعدل الحدي للتحويل (MRT) *Marginal Rate of Transformation* من Y_0 إلى Y_1 معطى كما يلي: $\left(\frac{dY_1}{dY_0} = 1 + r\right)$

والقانون العام للعلاقة: $\left(\frac{dY_{n+1}}{dY_n} = 1 + r\right)$

معدل العائد في الأسواق المالية يمكن أن يمثل مرجعا *benchmark* لاختيار المشاريع وقرارات الاستثمار.

فالمقاربة الاقتصادية الاسلامية الجديدة حول التوزيع الزمني للدخل وقيمة النقود عبر الزمن مرتبطة بالادخار والاستثمار الحقيقي، فالمقارنة في المدخل الاسلامي واقتصاد المشاركة ليست بين الاستهلاك الحالي والمستقبلي بل تكون بين عوائد الاستثمار الحالية والمستقبلية.

الفرع الثالث: معدل المشاركة، أساس توزيع الأرباح والخسائر في اقتصاد المشاركة: إن معدل المشاركة (*Taux de participation –participation rate* يمثل المحور الثاني لبديل الاقتصاد الإسلامي عن الفائدة بعد معدل العائد، ويمكن اعتباره العامل النقدي منه إذ يمكن التحكم فيه مبدئيا عكس معدل العائد الذي يخضع للنشاط الاقتصادي وكفاءة الإدارة.

أولا: مبدأ المشاركة ومشاركة العمل ورأس المال: عموما يمكن القول أن مصرف المشاركة والمقاول عند الاتفاق على معدل المشاركة المطبق تقسم النسبة الكلية (*100%*) إلى ثلاث أجزاء: الجزء الأول يخص المقاول كربح عن إدارته للمشروع والجزء الباقي يوزع على حصتين حسب نسبة مشاركة كل طرف في تمويل المشروع، هذا في صيغة المشاركة أما في صيغة المضاربة تقسم النسبة الكلية مباشرة إلى حصتين: الأولى للمقاول لقاء إدارة المشروع والثانية للمصرف لقاء دفع رأس مال المشروع.

أما المعيار الذي تحدد على أساسه نسبة أو معدل المشاركة في الربح للمصرف فيمكن القول أنه وفي ظل اقتصاد مشاركة مطبق كليا تتحدد هذه النسبة ونرمز لها بـ ($\mathcal{P}_r$) من خلال المنافسة بين المصارف الإسلامية؛ أما وفي حال وجود اقتصاد مختلط تنشط فيه مصارف المشاركة والمصارف التقليدية فلابد من أخذ معدلات الفائدة بالاعتبار كمنافس لها في تحديد المعدل المناسب الذي يشجع المقاول على طلب التمويل من مصرف المشاركة دون غيره.[1]

ثانيا: الإتفاق على معدل المشاركة: في جميع الأحوال على مصرف المشاركة تحديد نسب (معدلات) المشاركة بما يجعل المقاولين يقبلون التمويل بهذه الصيغة والتي تتحدد على أساس العلاقة التالية:[2] $\left[\boldsymbol{P_r = r.\frac{C}{\pi}}\right]$

حيث: $\mathcal{P}_r$ معدل المشاركة

r: معدل العائد الأدنى المطلوب من قبل مصرف المشاركة؛

π: الربح المتوقع؛ C: مبلغ التمويل.

[1]- بغض النظر عن مدى التزام المقاول بالشريعة الإسلامية، إذ يعتبر هنا أن المقاول يملك الحرية في اختيار المصرف الممول على أساس تكلفة التمويل دون غيرها.

[2]- فولكر نينهاوس: **الآثار التنموية للمؤسسات المالية الإسلامية**، الملتقى العلمي الدولي حول السياسة الاقتصادية من منظور إسلامي، –جامعة سطيف– : المعهد الإسلامي للبحوث والتنمية. 14-20 ماي1991.

فلو كان العائد المطلوب من قبل المصرف الإسلامي هو (*10%*) مثلا، ومبلغ التمويل *100000* و.ن، والربح المتوقع عن المشروع هو *30000* و.ن، فإن معدل المشاركة المطلوب هو *33.33%*.

إن هذه النسبة *33.33%* تمثل في الوقت نفسه المعدل الأقصى من المشاركة الذي يقبل به المقاول، وإلا كان بالنسبة إليه اللجوء إلى التمويل التقليدي أفضل.

إذ يمتص معدل فائدة *10%* من مبلغ التمويل ما مقداره *10000* و.ن، هذا المبلغ هو الحد الأقصى الذي يحققه معدل المشاركة بنسبة الثلث إلى الربح الكلي *10000\30000 =33.33%*

وبافتراض أن معدل العائد المطلوب r معروف والربح المتوقع (π) يمكن حسابه ولو بطريقة تقريبية باستخدام دراسات الجدوى، و(c) مبلغ التمويل معروف فالمتغير الوحيد هو معدل المشاركة؛ إذ تلاحظ العلاقة الطردية التي تربط المعدل المطلوب ومبلغ التمويل بمعدل المشاركة، والعلاقة العكسية ما بين ربحية المشروع المتوقعة ومعدل المشاركة.

بعبارة أخرى أنه وعند مستوى معين من العائد المطلوب (r) فإن نسبة أرباح مصرف المشاركة إلى الربح الكلي تزداد عندما تنخفض أرباح المقاول والعكس.

إن نسبة المشاركة محصورة بين الصفر والواحد؛ ومن العلاقة السابقة يمكن أن يكون P_r أكبر من الواحد إذا كان المعدل المطلوب مضروبا في مبلغ التمويل ($r.c$) أكبر من الربح المتوقع (π)، وهذه الحالة غير مقبولة واقعيا ولكن لها معنى اقتصاديا وهو أن المصرف سوف يتلقى ربحا لا يغطي العائد المطلوب من قبله حتى ولو كانت نسبة مشاركته في الربح هي *100%* وهو ما يعبر عنه بخسارة الفرصة البديلة.

مثلا عند مستوى ربح *18000* و.ن ومبلغ تمويل *200000* و.ن: $\left(P_r = r.\frac{C}{\pi} = 0.1 \times \frac{200000}{18000} = 111\%\right)$

وتتمثل الفرصة البديلة في استثمار بمشروع أجدى، أو بصيغ تمويلية أخرى مثل المرابحة وصيغ الهامش الأخرى.

أما في حالة مخالفة توقعات المصرف لتوقعات المقاول عن مستوى الربح، فإنه يكون الاتفاق على المشاركة في حال ما كان الربح المتوقع من قبل المصرف أكبر أو يساوي الربح المتوقع من طرف المقاول لأن المصرف في هذه الحالة يطالب بنسبة أدنى للمشاركة مما يتوقعه المقاول، أو قبول المصرف بمعدل مشاركة أقل مما يمليه معدل العائد المطلوب من طرفه.

الفرع الرابع: أثر تطبيق منهج التمويل الإسلامي على ربحية الوحدات الاقتصادية مقارنة التمويل بصيغتي المشاركة والمضاربة بالقرض بفائدة: يمكن بمثال توضيح وجهة نظر كل من مصرف المشاركة والمقاول عند تمويل مشروعه بصيغتي المشاركة والمضاربة أو عن طريق الاقتراض بفائدة وذلك وفق ما يبينه الجدولان التاليان:

أولا: الحالة *1*: بصيغة المشاركة: بفرض معدل مشاركة *25%* للمصرف و*75%* للمقاول، وعند مستويات ربح مختلفة فإن ما يتحصل عليه كل من المصرف وعميله في حالتي الاقتراض واعتماد صيغة المشاركة كما يلي: (حيث يتقدم العميل بنصف رأس المال والمصرف بالنصف الآخر) ومعدل الفائدة عن الاقتراض *10%* (أو*5%* من المبلغ الإجمالي)

جدول(6): موقف المصرف والمقاول في حالة التمويل بالمشاركة مقارنة بالتمويل بفائدة

مستوى الربح أو الخسارة $\mathcal{R}r$	اقتراض 10%	وضع المقاول بالمشاركة	وضع مصرف المشاركة
10% خسارة	(10+5) خسارة	5 % خسارة عن نصف رأس المال	5% خسارة عن نصف رأس المال
0	5 خسائر	0	0
10% ربح	5 ربح	7.5% ربح	2.5% ربح
20% ربح	15	15%	5%
30% ربح	25	22.5%	7.5%
50% ربح	45	37.5%	12.5%

المرجع: من إعداد الطالب

ويلاحظ أنه حالة الاقتراض بفائدة يخسر المقاول في الحالة الأولى ما مقداره خسارة رأس المال 10% عن العملية الإنتاجية، و5% تمثل نصف ما يدفعه عن المبلغ المقترض بمعدل 10%.

ثانيا: الحالة 2: المقارنة بين استخدام صيغتي المضاربة والاقتراض بفائدة في هذه الحالة نسبة مشاركة المصرف 50% من الربح والمقاول 50% ، والتكلفة 10% من المبلغ الإجمالي للتمويل بالإقتراض بفائدة.

جدول(7): موقف المصرف والمقاول في حالة التمويل بالمضاربة مقارنة بالتمويل بفائدة

مستوى الربح أو الخسارة $\mathcal{R}r$	اقتراض 10%	وضع المقاول بالمشاركة	وضع مصرف المشاركة
10% خسارة	(10+10) خسارة	يخسر جهده	10%
0	10 خسائر	يخسر جهده	ربح 0%
10% ربح	0ربح	5% ربح	5%
20% ربح	10	10%	10%
30% ربح	20	15%	15%
50% ربح	40	25%	25%

المرجع: من إعداد الطالب

يلاحظ من الجدولين السابقين ارتباط عائد المقاول ومصرفه بمستوى العائد الكلي المحقق $\mathcal{R}r$ كما تساوي بالنسبة للمقاول تكلفة التمويل عند مستوى ربح 20% بفائدة من جهة وصيغتي المشاركة والمضاربة من جهة أخرى، أما عند الحالتين:

$\mathcal{R}r<20\%$: يستطيع مصرف المشاركة أن يطلب معدل مشاركة $\mathcal{P}r$ أكبر من 25% في حالة المشاركة، وأكبر من 50% في حالة المضاربة وهذا لكي يعادل عائده المعدل المطلوب من طرفه حسب العلاقة $\left[P_r = r.\frac{C}{\pi}\right]$

$\mathcal{R}r>20\%$: في هذه الحالة على المصرف أن يقبل بمعدل مشاركة أقل من 25% في حال صيغة المشاركة، وأقل من 50% في حال صيغة المضاربة ليتساوى عائده مع المعدل المطلوب من طرفه، ولتتساوى كذلك تكلفة التمويل للمقاول مع تكلفة الاقتراض بفائدة، وإلا لجأ هذا الأخير للتمويل من المصرف التقليدي بدل مصرف المشاركة.

ثالثا: فروقات نموذجي التمويل: يلاحظ:

(1) ثبات الفائدة على الأموال المقترضة بصرف النظر عن الظروف الاقتصادية من رواج أو كساد وبصرف النظر عن نتيجة نشاط الوحدة الاقتصادية من ربح أو خسارة؛

(2) زيادة العائد على رأس المال في ظل الظروف الاقتصادية الجيدة، وانخفاض وتدهور هذا العائد في ظل الظروف الاقتصادية السيئة وهو ما يعنى تضخم وزيادة حدة الخسائر في الأحوال السيئة، أما في الظروف الاقتصادية العادية (السنة الأولى) فإن الإقتراض الربوي لا يحقق أية فوائد فعلية لأصحاب المشروع.

وتجدر الإشارة إلى أن الجدول لم يأخذ بالاعتبار ما يلي:

(1) التكاليف الناتجة عن الصراع بين الملاك والدائنين وكذا أثر تحكم المقرضين في السياسات الإدارية والمالية للشركة المقترضة.

(2) عواقب الفشل المؤقت في سداد القرض وفوائده في تواريخ استحقاقهما، وما قد يترتب على ذلك من بيع لبعض الأصول، فالشركات التي تستخدم التمويل بالقروض قد تجبر على بيع بعض أصولها عند تحقيقها لخسائر مؤقتة.

(3) إدراك المساهمين لزيادة المخاطر المترتبة على استخدام القروض الخارجية، ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للمنشأة.

(4) إدراك المقرضين للمخاطر المالية التي تواجه المنشأة، مما يجعلهم يطلبون زيادة الفائدة على أموالهم كتعويض مقابل ارتفاع درجة المخاطرة.

مما سبق فإن منهج التمويل الإسلامي يعمل على زيادة ربحية الشركات في حالات الرواج، كما يعمل على الحد من تدهور هذه الربحية في حالات الكساد بعكس الحال بالنسبة لنظام الفائدة الذي يعمل على زيادة حدة الخسائر في حالات الكساد، وهو الأمر الذي يؤدى إلى تعسر الشركات وإفلاسها.

إن التمويل الإسلامي يرتبط ارتباطا وثيقا بالجانب المادي للاقتصاد أو بالإنتاج الحقيقي ويقدم على أساس مشروع استثماري، تمت دراسته ودراسة جدواه ونتائجه المتوقعة، عكس التمويل التقليدي الذي يعتمد على ذمة المستفيد ويقدم على أساس قدرته على السداد، ولا يشترط أن يكون مرتبطا بعملية إنتاجية حقيقية.

كما يجوز تعديل نسبة الربح بين المتعاقدين، الأصل أن يتفق رب المال والمضارب على تحديد نصيب كل منهما من الربح بداية الاتفاق في عقد المضاربة، ولكن أثناء ممارسة النشاط أو عند الانتهاء منه وتنضيض (تصفية) المال، قد يطلب أحدهما تعديل نسبة الربح إذا ظن أنه مغبون، ويمكن ذلك مع التراضي[1].

وإذا تساوى الاستثماران: الإسلامي والتقليدي من حيث التعرض للمخاطر، فإن الاستثمار الإسلامي يتفوق على التقليدي في توزيع المخاطر على كافة الأطراف، وهذا تطبيق لمبدأ التكافل والتوازن في المغنم والمغرم، فهو ليس استثمارا تبرعيا، ولكن بالمقابل ليس استثمارا يتجاهل المبادئ والقيم، حيث أنه لا يوجد استثمار إسلامي أو تقليدي خال من المخاطرة.

الفرع الخامس: الرافعة المالية والتمويل في اقتصاد المشاركة: مقابل الدور الذي يقوم به معدل الفائدة كمعيار للعائد والتكلفة في النظام الوضعي، يقوم معدل عائد المشاركة بالوظيفة نفسها، ولكن بآلية مغايرة كمؤشر للعائد والتكلفة في الاقتصاد الإسلامي، سواء بالنسبة للمؤسسة (المقاول) أو المصرف أو الأفراد، أوفي السوق المالي الإسلامي، ويجدر هنا مناقشة وجود مفهوم الرافعة المالية أو تأثير التمويل بالمشاركة على عائد الملاك.

أولا: أسلوب صيغة المشاركة الثابتة: بالنظر إلى تكلفة التمويل بالمشاركة فإنه لا يوجد بالنسبة للأموال المأخوذة على سبيل المشاركة أي تكلفة نقدية مثل تكلفة القروض، فمشاركة الممول هنا مشاركة في الأرباح وليست عائدا ثابتا من رأس المال،

[1]- لطف محمد عبد الله السرحي، **مرجع سابق**: ص38.

وعلى ذلك يكون منطقيا أن تنخفض التكلفة المرجحة للأموال إذا كانت جزءا من التمويل الذي حصلت عليه المؤسسة يكون بالمشاركة باعتبار أنها لن تتحمل أي تكلفة في حالة عدم تحقيق أي ربح أو ربحا أقل من المتوقع.

ورغم ذلك؛ فإن هذا التحليل ليس بهذه السهولة حيث أن البنوك الإسلامية التي تقوم بالتمويل تتوقع عائدا يساوي على الأقل العائد الساري في السوق، ولا سيما إذا كان الاقتصاد يحوي النوعين من المصارف التقليدية التي تتعامل بالفائدة والمصارف الإسلامية (مصارف المشاركة) التي لا تتعامل بها.

***1*- تكلفة التمويل بين المدخلين الإسلامي والوضعي:** ويمكن نمذجة هيكل رأس المال في نموذج التمويل الإسلامي، حيث العائد المتوقع يكون بعديا *Ex-ante* غير محدد مسبقا مثل الفائدة *EX-post*، ويمكن ربط العائد المتوقع لأصحاب المنشأة وعمليات التمويل البنكي وحجم التمويل الخارجي إلى الملكية من خلال مايلي:[1] $\left[R_E = R_A + (R_A - w).\frac{DE}{Q}\right]$ حيث:

R_E: العائد المتوقع على الملكية، R_A: معدل الربح لتمويل كامل بالملكية ، w: معدل الربح للمضارب من إجمالي الربح المحقق، DE : التمويل البنكي، Q: مبلغ التمويل بالملكية.

حيث حصة الممول تؤثر سلبا في عائد الملاك لكن من جهة أخرى نسبة أموال البنك إلى أموال المكية تؤثر إيجابا عليه.

هذا إضافة إلى أن الأرباح المحققة توزع بين الأطراف الثلاثة في نموذج الوساطة المالية الإسلامية، حسب الاتفاق الذي تم في عقد المشاركة (أو المضاربة)، فجزء من هذه الأرباح يوجه لأصحاب رأس المال ونسبة مئوية أخرى لرجال الأعمال المضاربين مقابل جهدهم والمشاركة بجزء من رأس المال، والنسبة المتبقية من الربح (والتي يصنعها الفرق بين معدلي المشاركة- الأولي مع المقاول من جهة والثانوي مع المودعين من جهة أخرى) تكون للمصرف مقابل جهوده وخدماته التي قام بها للربط بين هذه الأطراف[2]، ومن ثم يلتزم المصرف كذلك بعائد لأصحاب ودائع المشاركة كجزء من الربح المحقق.

وعلى ذلك يمكن مقارنة تكلفة التمويل الإسلامي بالتقليدي وأثره على ثروة الملاك من خلال ميزة الرفع المالي من خلال افتراض حالتين لمؤسستين، إحداهما ممولة كليا بالأموال المملوكة والثانية مناصفة مع الاقتراض في الحالة الأولى ومناصفة بالمشاركة في الحالة الثانية، حيث مبلغ الاستثمار الكلي *10000*ون:

الجدول (*8*): دراسة مقارنة بين تكلفة التمويل تقليديا مع تكلفة التمويل بالمشاركة

الحالة الأولى			**الحالة الثانية**		
	مؤسسة أ	مؤسسة ب		مؤسسة أ	مؤسسة ب
الربح الإجمالي الفائدة	*2000* -	*2000* *500*	الربح الإجمالي الربح من المشاركة للمصرف	*2000* -	*2000* *P.R=500*
الربح الصافي	*2000*	*1500*	الربح الصافي للمساهمين	*2000*	*P.R0=1500*
العائد على الملكية *ROE*	*%20*	*%30*	العائد على الملكية *ROE*	*%20*	*%30*

المصدر: من إعداد الطالب

[1] - Kabir Hassan & Mervin lewis; **Islamic Finance**; Edward Elgar Publishing limited;Glos;UK.2007. P287.
See. Talla Abdi Hani; Rifaat Ahmaed Abdelkarim &Victor Mutende; **The Capital Structure of Islamic Banks under the contractual obligation of profit sharing;**International journal of theoritical and applied finance; vol 2n03.1999.PP273-283.

2 - بعلوج أبو العيد، **مرجع سابق**. ص 171.

يلاحظ في الحالة الأولى وفي حالة التمويل بالاقتراض وجود رفع مالي أي المتاجرة بأموال الغير، وهو ما سبق تناوله من خلال المبحث الثالث بالفصل الأول، حيث ارتفعت قيمة العائد للمساهمين العاديين معبرا عنه بالعائد على الملكية (*Return On Equity-ROE*) ويساوي نسبة الربح الصافي إلى الأموال المملوكة *1500\5000 = 30%* مقارنة بدلالة التمويل الكلي بالملكية *2000\10000= 20%*.

2- الرافعة المالية في نموذج التمويل بالمشاركة: وفي الحالة الثانية والتي تهم المقاول والمصرف الإسلامي من الجهتين، فكلاهما ينظر لتكلفة الفرصة البديلة، المقاول من إمكانية التمويل بالاقتراض ليحقق عائدا *30%*،وفي الوقت ذاته البنك لتحقيق معدل عائد للمودعين مساو على الأقل للمعدل الساري بالسوق، والذي يربط بين مصلحة الطرفين هو معدل المشاركة الذي يتفق عليه الطرفان مسبقا ويحقق عائدا مساويا على الأقل للفرصة البديلة.

أ- **للمقاول** = *1500\5000 = 30%* = [*(1-P).2000*] *5000* أي معدل مشاركة للمصرف يساوي (*P=25%*)، ومشاركة المقاول هي (*1-P=75%*).

ب- **للمصرف الإسلامي**: معدل عائد مقارن مساو على الأقل لمعدل العائد السائد سوقيا (كمؤشر لتكلفة الفرصة البديلة) *500\5000 = 10%* = [*P . 2000*]*5000*، يدفع جزءا من هذا المعدل كعائد للمودعين؛ إذا فإن معدل المشاركة والذي يربط بين العائد المتوقع ورأس المال المستثمر يحفظ مصلحة كل من الممول والمضارب.

إذن يمكن القول بوجود رفع مالي كذلك حتى في اقتصاد المشاركة أي إمكانية زيادة العائد للمساهمين عن طريق المتاجرة بحق الملكية، ولكنه بطبيعة خاصة مرتبطة بالمشاركة، وذلك نظرا لوجود معدل عائد مطلوب يتحكم في تحديد معدل المشاركة *P* الذي يتم الاتفاق عليه مسبقا، ويمكن إيضاح ذلك من خلال افتراض المثال السابق نفسه مع تغيير الربح الإجمالي لهما وأثره على عوائد المقاول والمصرف.

الجدول(9): أثر العائد المطلوب ومعدل المشاركة في تحديد تكلفة التمويل في الاقتصاد الإسلامي مقارنة بالوضعي

الحالة الأولى			**الحالة الثانية**		
	مؤسسة أ	مؤسسة ب		مؤسسة أ	مؤسسة ب
الربح الإجمالي الفائدة	*1500* -	*1500* *500*	الربح الإجمالي الربح عن المشاركة للممول	*1500* -	*1500* *P.R=500*
الربح الصافي	*1500*	*1000*	الربح الصافي للمساهمين	*1500*	*1000*
العائد على الملكية *ROE*	*15%*	*20%*	العائد على الملكية *ROE*	*15%*	*20%*

المصدر: من إعداد الطالب

ويلاحظ انخفاض العائد على الملكية مقارنة بالحالة الأولى، لكن أثر الرفع المالي يبقى واضحا في الحالتين:

- ينشأ في النظام الوضعي من خلال الفرق بين معدل الربح الإجمالي إلى رأس المال مع معدل الفائدة:

$$ROE = r + (r - i)\frac{E}{F} = 15 + (15-10).1 = 20\%$$

- أما في النظام الإسلامي فتحقيق المعدل المطلوب (كتكلفة الفرصة البديلة) مساويا لـ *10%* يستلزم معدل المشاركة في الأرباح (*500\1500= 33.33%*) وهو أكبر من المعدل السابق (في حالة الربح *2000*)، مما يؤكد العلاقة العكسية بين مقدار الربح ومعدل المشاركة للمصرف الممول، وينشأ المعدل الإضافي للمقاول (*5%*) من خلال الفرق ما بين معدل مشاركة

البنك في رأس المال ومشاركته في الربح[1] (من المثال*0.5-0.3333= 0.1667*) مضروبة في معدل الربح الإجمالي منسوبا إلى مشاركة البنك *0.1667*. $\frac{1500}{5000}$ = *0.05* = *5%*، والقانون العام المتعلق بالعائد الإضافي للمقاول يمكن استخراجه إذا من هذه الصيغة : $\left[(p* - p).\frac{\pi}{k_b}\right]$

حيث: $p*$: معدل مشاركة المصرف في التمويل برأس المال ؛ p: معدل مشاركة المصرف في الأرباح؛ k_b: مبلغ مشاركة المصرف في التمويل؛ π: الربح الإجمالي المحقق.

إذن يمثل العائد الإضافي للمقاول الجزء الذي يموله البنك ولا يأخذ عنه عائدا، وذلك لأن معدل عائده المطلوب من قبله *10 %*، يتحقق بمعدل مشاركة في الربح أقل من معدل المشاركة برأس المال (*0.3333 <0.5*) لوجود مستوى كبير للربح *30%* كما يلي : $\left[0.3333 . \frac{1500}{5000} = 10\ \%\right]$.

وكلما انخفض الربح الإجمالي تزيد نسبة المشاركة للمصرف الممول حتى يتساوى معدلا المشاركة عند مستوى ربح(*100* في المثال)، حيث تغطية العائد المطلوب تستلزم معدل مشاركة *50%* ،وعندها لن يحقق المقاول أي عائد إضافي من المتاجرة بالملكية.

وبالمقارنة مع النظام التقليدي كذلك فإن تحقيق ربح يقل عن ذلك(*500* مثلا) يعني أن المقاول في الحالة الأولى (في النظام بفائدة) سوف يخسر كل أرباحه، وهو ما يجعل بنك المشاركة باستطاعته طلب معدل مشاركة له بالربح *100%* دون أن يكون له أي إضرار بالمقاول أو المودعين، وأي معدل أقل من ذلك يجعل من مصلحة المقاول اللجوء للمشاركة، وتحقيق عائد لم يكن ليحصل عليه لو لجأ للتمويل بفائدة.

3- حالة المضاربة: ولا تخرج المضاربة عن هذا الإطار إذ تشكل حالة خاصة يدفع فيها الممول كل مبلغ الاستثمار، في حين المضارب يشارك بعنصر العمل ولا يتحمل أي خسارة مقابل حصوله على الربح في حال تحققه، وهي كذلك لا تعدو كونها تطبيقا بهذا المفهوم الحقيقي للرافعة المالية والمضاربة (وليس المتاجرة بالنقود أو رافعة مالية بمفهوم نقدي مثل الاقتصاد الوضعي) بأموال الغير؛ والحالة المعاكسة من قيام المصرف بطلب معدل مشاركة في الربح P أكبر من معدل المشاركة في التمويل$p*$ بعيد الاحتمال لأن للمقاول حقا في الربح ناشئا عن إدارة المشروع، كما أن هذه الحالة تخص فقط توقع ربح عن المشروع أقل من العائد المطلوب من قبل المصرف الممول.

عموما تتحدد تكلفة الفرصة البديلة للمصرف والمقاول من خلال تحديد معدل المشاركة والإتفاق عليه مبدئيا، ويكون ذلك أساسا من خلال الربح(العائد) المتوقع، وبافتراض حالة التأكد[2]، وهو ما يحتم تناول تأثير المخاطرة على تكلفة رأس المال.

ثانيا: أسلوب صيغة المشاركة المتناقصة: من وجهة نظر الممول تتناقص ملكيته ويسترد جزءا من تمويله تدريجيا حيث يعطي الحق للعميل في أن يحل محل مصرفه في ملكية موضوع التمويل دفعة واحدة أو على دفعات بالتقسيط حسب الشروط المتفق عليها، وبحيث يسترد المصرف تمويله بالتدريج مع حصة ربحه.[3] ومثلها مفهوم المضاربة المنتهية بالتمليك (المتناقصة) حيث يعمل العميل على شراء حصة البنك بالتدريج وإن لم يشارك في رأس المال ابتداء، ويكون ذلك:

[1] -Zubair Hasan **, Determinants of profit and loss sharing ratios in interest free business finance** ;journal of research in islamic economy.volume 03 n1.1985.p29.

[2]- هذا الافتراض يمس كلا من نظام المشاركة أو التمويل بفائدة، فحتى هذا الأخير يقوم الرفع المالي على أساس افتراض التأكد من العائد.

[3]- مشهور أميرة عبد اللطيف، **الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي**، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1990، ص286.

- إما ببيع حصة المصرف للعميل بعقد مستقل مع نهاية فترة المشاركة؛
- شراء العميل المشارك جزء من تمويل المصرف (تسديد أصل مبلغ التمويل)؛
- شراء العميل المشارك الأسهم المملوكة للمصرف (مجموع الأسهم =قيمة المشروع).

وهناك طريقتان لكي يتم شراء حصة المصرف في المشاركة المنتهية بالتمليك هما: التسديد من جزء من الربح أو التسديد من كل الربح.

1- التسديد من جزء من الربح: عند اقتسام الربح بين الطرفين يأخذ المصرف حصته مضافة إليها جزء من الربح الخاص بالشريك كسداد لجزء من أصل مشاركة المصرف.

مثال: نفرض شريكا يملك قطعة أرض بقيمة *100000* و.ن، يريد بناءها طلب من المصرف المشاركة في البناء؛ تكلفة البناء *700000* و.ن، مشاركة المصرف *500000* و.ن، مدة المشاركة *5* سنوات يقوم الشريك خلالها بتسديد (دفع) حصة المصرف على أقساط سنوية متساوية (*100000* سنويا).

- **القيمة الإجمالية للبناية:** قيمة الأرض+تكلفة البناء= *100000+700000=800000* و.ن؛
- **مشاركة المصرف:** *500000* بنسبة *62.5%* من التكلفة الكلية؛
- **مشاركة العميل:** *300000* و ن بنسبة *37.5%* من التكلفة الكلية؛

- يدفع الشريك من حصة ربحه *100000* و.ن سنويا للوفاء بحصة المصرف خلال *5* سنوات؛
- تؤجر البناية بمبلغ *300000* ون سنويا.

تتناقص مشاركة المصرف سنويا مع كل قسط يدفعه الشريك لمصرفه وتتناقص حصته من العائد (الإيجار)، حتى تؤول إلى الصفر مع نهاية السنة الخامسة على ما يوضحه الجدول التالي أما عائد المصرف من عملية المشاركة فيكون من خلال عائد الإيجار السنوي الذي يحصله.

الجدول (*10*): المشاركة المتناقصة بطريقة التسديد الجزئي من الربح في النظام الإسلامي

	رصيد المشاركة أثناء السنة				ما يحصل عليه المصرف			ما يحصله الشريك
السنة	المصرف	%	الشريك	%	مقابل الايجار *300000. (%* المصرف)	الجزء المدفوع من الشريك	المجموع	(*300000*). (% الشريك)-*100000*
1	*500000*	*62.5*	*300000*	*37.5*	*187500*	*100000*	*287500*	*12500*
2	*400000*	*50*	*400000*	*50*	*150000*	*100000*	*250000*	*50000*
3	*300000*	*37.5*	*500000*	*62.5*	*112500*	*100000*	*212500*	*87500*
4	*200000*	*25*	*600000*	*75*	*75000*	*100000*	*175000*	*125000*
5	*100000*	*12.5*	*700000*	*87.5*	*37500*	*100000*	*137500*	*162500*
المجموع					***562500***	***500000***	***1625000***	***437500***

المصدر: حسن بن منصور، **البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق** (مكتبة عمار قرفي، باتنة، *1992*). ص*31* (بتصرف).

يسدد الشريك لمصرفه ما مقداره 100000 و.ن سنويا من ربحه الصافي على مدار 5 سنوات لسداد قيمة مشاركة المصرف $\frac{s}{n} = \frac{500000}{5} =$ 100000 و ن ويمكن تشبيه هذه الطريقة بالإهتلاك الثابت للقروض في النظام التقليدي.

حيث أن ما يحصل عليه المصرف كعائد من مشاركته وما يدفعه الشريك بالمجموع يكون على شكل متتالية حسابية أساسها $\left[b = -p_1.R.\frac{S}{n}\right]$ حيث[1]:

b: أساس المتتالية الحسابية؛ $\frac{S}{n}$. : الجزء الثابت المدفوع سنويا؛

$\mathcal{P}_1$: المشاركة الابتدائية للمصرف؛ $\mathcal{R}$: الربح سنويا إلى الجزء الذي يساهم به المصرف؛

وبالتطبيق الرقمي: $\left[b = -0.625.\frac{300000}{500000}.100000 = -37500\right]$

أو بطريقة أخرى: $\left[b = -R^*.\frac{S}{n} = -\frac{300000}{800000}.100000 = -37500\right]$

حيث: $\mathcal{R}^*$: ربحية الأموال الكلية.

وبالمقارنة مع طريقة الإهتلاك الثابت للقروض نجد أن الفرق في أساس المتتالية الحسابية؛ وبالضبط في المؤشر (i) المستخدم في الاقتصاد الوضعي والمؤشر ($\mathcal{R}.\mathcal{P}_1$) أو $\mathcal{R}^*$ المطبق في تقنية المشاركة المتناقصة.

2- حالة التسديد من كل الربح: يحصل المصرف على الربح (العائد الكلي) حيث ترتفع قيمة القسط المسترد من الحصة وتنقص حصة المصرف في المشاركة بشكل أكبر وأسرع؛ على ما يوضحه الجدول التالي والخاص بالمثال نفسه:

الجدول (11): المشاركة المتناقصة بطريقة التسديد الكلي من الربح في النظام الإسلامي

	رصيد المشاركة أثناء السنة				ما يحصل عليه المصرف			ما يحصله الشريك
سنة	المصرف	%	الشريك	%	مقابل الايجار للمصرف	مقابل الايجار للشريك	المجموع	-
1	500000	62.5	300000	37.5	187500	112500	300000	-
2	387500	48.4	412500	51.6	145200	154800	300000	-
3	232700	29.1	567300	70.9	87300	212700	300000	-
4	20000	2.5	780000	97.5	7500	20000	27500	272500
المجموع					**427500**	**500000**	**927500**	**272500**

المصدر: حسن بن منصور، **البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق** (مكتبة عمار قرفي، باتنة، *1992*). ص*32* (بتصرف).

تتشابه هذه الطريقة مع اهتلاك القروض بالقسط الثابت في النظام التقليدي؛ إذ أن الأقساط الثلاث الأولى التي يدفعها الشريك لسداد جزء من حصة المصرف تتبع متتالية هندسية أساسها (*1.375*) وهي تساوي إلى ربحية الأموال المستثمرة من قبل المصرف $\left[b = 1 + \frac{300000}{800000} = 1.375\right]$ ، وذلك بسبب زيادة حصته سنويا من الربح، أو هي مشاركة المصرف الأولية مضروبة في الربح منسوبا للمبلغ المقدم من طرفه $\left[b = 1 + P_1.R = 1 + \frac{300}{500}.0{,}625\right]$، مقابل متتالية هندسية بأساس $(1+i)$في النظام التقليدي.

وتختلف هذه الطريقة عن اهتلاك القروض في أن الفترة استرداد المصرف لحصته تنخفض عن *5* سنوات، على اعتبار التسديد الكلي لربح الشريك مما يرفع قيمة الجزء المسترد من الحصة المصرفية في وقت أقصر وبمعدل أكبر حتى أنه وفي السنة الرابعة نفسها لا تستهلك كل حصة الشريك.

[1]- يقابلها في الاقتصاد التقليدي متتالية حسابية أساسها $\left[b = -i.\frac{S}{n}\right]$.

تبقى فقط المشكلة في حال استغلال المصرف تنبؤاته بمعدل العائد المستقبلي الذي على أساسه يحسب معدل المشاركة الأولي والتي قد لا تكون صحيحة بالضرورة، وهو ما يجب أخذه بالاعتبار.

الفرع السادس: عائد البنك من محفظة استثمار الودائع:[1] لخصوصية البنوك الإسلامية ولمعرفة العائد المطلوب من قبلها من خلال معطيات الودائع المحصلة يمكن تعظيم عائد البنك من استثماراته وتحديد المساهمة في الربح من أصحاب الودائع.

$\left(R_E = \frac{[R.TI - R.S.P_S - R.L.P_L]}{E}\right) = R\left(\frac{TI}{E} - S.\frac{P_S}{E} - L.\frac{P_L}{E}\right)$ حيث:

TI: إجمالي استثمارات البنك $(TI = E + S + L)$، E: أموال الملكية

R_E: عائد ملاك البنك من استثماراته، R: معدل العائد على محفظة البنك، S: ودائع قصيرة الأجل، L: ودائع طويلة الأجل، $P_L;P_S$: نسبة المشاركة في الربح للودائع قصيرة وطويلة الأجل على التوالي حيث: $(P_L = P_S + u)$.

ومنه: $R_E = R\left[\frac{(E+S+L)}{E} - P_S.\frac{S}{E} - (P_S + u).\frac{L}{E}\right] = R.\left[1 + \frac{(S+L)}{E} - P_S.\frac{(S+L)}{E} - u.\frac{L}{E}\right]$

$$\boldsymbol{R_E = R.\left[1 + (1 - P_S).\frac{D}{E} - u.\frac{L}{E}\right]}$$

ويمكن تعظيم الدالة من خلال محاكاة تغيرات جميع العوامل المؤثرة، كما مكن التحكم في أي من متغيرات النموذج من خلال معلومية باقي المعطيات، أو تغييرها للتحكم وتوجيه حجم الودائع بأنواعها، أجل التنبؤ بالعوائد المستقبلية والمتوقعة.

المطلب الثاني: أثر المخاطرة، الضريبة والزكاة في اقتصاد المشاركة

الفرع الأول: أثر المخاطرة والرفع المالي في النظامين الوضعي والإسلامي: إن افتراض التأكد غير واقعي، وبالتالي فإن المقاول يضع في حسبانه عدم الحصول الفعلي بدرجة مخاطرة معينة للربح المتوقع، يتأثر المقاول في حالة التمويل بفائدة بصفة مباشرة بانخفاض في عائد الملكية، وذلك لوجود الخطر المالي المرتبط بالرافعة حيث تمثل الفائدة تكلفة ثابتة تخصم من العائد المحقق، ومن ثم فإن أي انخفاض في هذا الأخير يؤدي إلى انخفاض موازي وبمعدل الرفع المالي للعائد على الملكية.

أولا: أثر تغيرات الأرباح على أطراف عملية التمويل: وباعتبار أن معدل المشاركة محدد مسبقا بين البنك الممول والمقاول وعلى أساس مستوى ربح إجمالي معين متوقع، فإن أي انخفاض لهذا الأخير يؤدي إلى انخفاض العائد على الملكية لكنه يبقى دائما أكبر من معدل العائد لو تم التمويل بصفة كاملة بالأموال المملوكة عكس التمويل بفائدة في النظام الوضعي، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الجدول التالي والخاص بالمعطيات السابقة نفسها:

الجدول(12): أثر تغير الربح الإجمالي على عائد المقاول والمصرف في ظل النظامين الوضعي والإسلامي

الحالة الأولى			الحالة الثانية		
	مؤسسة أ	مؤسسة ب		مؤسسة أ	مؤسسة ب
الربح الإجمالي الفائدة	*1000* -	*1000* *500*	الربح الإجمالي الربح عن المشاركة للبنك	*1000* -	*1000* *P.R=333.33*
الربح الصافي	*1000*	*500*	الربح الصافي للمساهمين	*1000*	*P.R=666.67*
العائد على الملكية *ROE*	*%10*	*%10*	العائد على الملكية *ROE*	*%10*	*%13.33*

[1] - Kabir Hassan, Mervin Lewis; **OpCit**.P226.
See: Bachir.B.A; **portfolio management of Islamic Banks "Certainty Model"**;published in the "Journal of Banking and Finance"7 (1983) North Holland.P.P339-354

المصدر: من إعداد الطالب

إن معدل المشاركة *33.33%* مبني على أساس ربح متوقع *1500*، لكن وفي حال تحقيق ربح إجمالي *1000* فعليا فإن عائد البنك *333.33* ويمثل عائدا له معدله (*333.33\5000=06.67%*) في حين معدل عائد المشاركة للمقاول (*666.76\500=13.33%*)، فهنا يكون البنك محتملا مخاطرة عدم التحقق الفعلي للعوائد المتوقعة، والفارق الذي يحتمله البنك يأخذه المقاول، وقيمته تقاس بالصيغة السابقة: $\left[0{,}167.\frac{1000}{5000}=0.033\right]$.

والشيء نفسه لو افترض بالشروط السابقة نفسها ربحا محققا *500* فيكون موقف كل من البنك والمقاول كما يلي:

***1*- في الحالة الأولى (نظام وضعي): تحقق المؤسسة (أ) عائدا *500\10000=5%*، أما المؤسسة (ب) فإن عائدها كله (*500*) يذهب لسداد فوائد القرض وعائده المتبقي *0%*.

***2*- في الحالة الثانية (نظام إسلامي): تحقق المؤسسة (أ) عائدا *5%* ولكن المؤسسة (ب) وبمعدل مشاركة *66.67%* تحقق عائدا مقداره *6.67%* في حين للبنك عائد *3.33%* ويبدو واضحا أن البنك يتحمل في الحالة الثانية المخاطرة المتعلقة بعدم تحقق العوائد المتوقعة فعليا، حيث يكون معدل المشاركة في الربح معروفا مسبقا، أما معدل العائد نفسه فيتغير باتجاهين إما منح عوائد إضافية للبنك عن مشاركته بالربح في حال تحقيق عوائد أكبر من المتوقع، أو العكس في حال تحقق عوائد أقل من المتوقع.

ثانيا: فروقات تأثير المخاطرة في نموذجي التمويل: فالمنظور الإسلامي والرأسمالي الوضعي يتفقان في مفهوم تكلفة رأس المال بأنها تمثل تكلفة الفرصة البديلة للمستثمر، إلا أن الاختلاف يكمن في قيمتها نظرا لاختلاف مصادر التمويل[1] وصيغه الاستثمارية، واختلاف آلية التمويل ومؤشراتها.

***1*- اختلاف قيمة تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للنظامين** يعود للمخاطرة الإضافية التي يتحملها المصرف في حال اقتصاد المشاركة، وعلى ذلك هناك اقتراح باعتبار تمويل البنك على أساس تمويل رأس المال المخاطر، ومن ذلك تعديل معدل العائد المطلوب، بإضافة علاوة مخاطرة مرتبطة طرديا مع مخاطرة المشروع مقاسة بالانحراف المعياري أو معامل الاختلاف للتدفقات النقدية، ويدعى المعدل الجديد بالربح المتوقع المعدل بالمخاطرة *Risk Adjusted Expected Profit* والذي يأخذ بالاعتبار كل المخاطر المرتبطة بالسيولة، ومخاطر الأعمال والمقابل[2].

***2*-** فعند مستوى العائد المطلوب نفسه يفضل المقاول صيغة المشاركة لأنها تمنحه تغطية عن المخاطرة إضافة لتحقيق عائد إضافي من الرافعة المالية، وهذا ما يدفع المصرف الممول إلى طلب تعويض متمثل في علاوة ترفع تكلفة التمويل في هذه الحالة أو العائد الأدنى المطلوب، ويمكن تطبيق ذلك من خلال الرفع من معدل مشاركة المصرف في الأرباح عبر الصيغة السابق عرضها: $\left[P=r.\frac{c}{\pi}\right]$

حيث:

r : العائد المطلوب- المعدل بالمخاطرة- ؛ π = مبلغ الربح المتوقع.

c: مبلغ رأس المال المشارك به من قبل الممول.

---

[1] - بعلوج بوالعيد، **مرجع سابق**، ص:21.

[2] -Habib Ahmed , **Operational structure for Islamic equity finance (lessons from venture capital)**: research paper 69. Islamic Research and Training Institute(IRTI). 2005 Jeddah.p22.

*- في النظام التقليدي الوضعي يتحمل المقاول المخاطرة المالية الإضافية الناجمة عن زيادة نسبة الاقتراض.

فأساس تكلفة رأس المال يتحدد من خلال المراجحة بين العائد والمخاطرة منسوبة للفرص البديلة، وفي حالة الخسارة للمشروع بصيغة المشاركة يتحملها المقاول والمصرف الممول حسب نسبة مساهمة كل منها، فالخسارة هنا بالنسبة للمقاول أقل من مثيلتها في النظام الوضعي، حيث تزداد الخسارة مع دفع التكلفة الثابتة من الفوائد[1].

الفرع الثاني: تأثير الوفر الضريبي والزكاة على تكلفة رأس المال: تخصم الفوائد باعتبارها تكلفة ثابتة من الوعاء الضريبي مما يحقق للمؤسسة المقترضة وفورات تجعل تكلفة التمويل بالاقتراض تنخفض وذلك حسب معدل الضريبة، ومن ثم فإن التمويل بالنظام الوضعي ينحاز للتمويل بالاقتراض مقارنة بالتمويل عن طريق الأموال المملوكة.

لكن ذلك لا يمنع من تطبيق المبدأ نفسه في صيغة التمويل بالمشاركة، إذ وباعتبار الممول ليس مساهما أو مالكا لجزء من المؤسسة بل هو بحكم الممول الخارجي مثله مثل المقرض بفائدة، لكن بخصوصية أنه لا يأخذ نسبة ثابتة من رأس المال بل جزءا من ربح المشروع، هذا الجزء يمكن أن تقوم التشريعات الضريبية بإعفائه كذلك من الضريبة، وهو ما يجعل كذلك ميزة نسبية للتمويل بالمشاركة ويساعد على تطوير الوساطة المالية من منظور إسلامي، ويساعد على تنمية عوائد كل من المقاول والمصرف (ومن ورائه المودعون) أي لا تمثل تكلفة على المستوى الكلي مقارنة بالتمويل بفائدة الذي يتحمل المجتمع كلفته.

ويمكن تحقيق الوفر الضريبي في اقتصاد المشاركة بالآلية نفسها في النظام الوضعي، باعتبار أن الذي يتأثر بخصم هذه التدفقات هو الوعاء الضريبي وتبقى الأفضلية للتمويل بالمشاركة لأنها تمس طرفي العلاقة، إذ توفر للمصرف جزءا من العائد الذي كان يمكن تخفيضه، وللمقاول الذي يحقق عائدا أعلى مما لو مول مشروعه بالأموال المملوكة بصفة كلية، ومن ثم تنخفض تكلفة رأس مال بالنسبة إليه.

من جهة أخرى وكالتزام شرعي وعقائدي يلتزم البنك والمقاول بدفع زكاة المال بنسبة *2.5 %* على الربح المحقق إذا بلغ النصاب، وهذا ما يجعل تكلفة رأس مال تبدأ من *2.5%* إلى حد أقصى مرتبطة بدرجة المخاطرة والنشاط[2]، بالمقابل فإن المقاول ملتزم بالنشاط الاستثماري حتى ولو توقع خسارة بمعدل لا يتجاوز *2.5%* وذلك لأن عدم الاستثمار يفرض عليه هذه النسبة كزكاة على رأس المال، ومن ثم فمن مصلحته الاستثمار وعدم الاكتناز.

المطلب الثالث: النموذج النظري للوساطة المالية في النظامين المصرفيين التقليدي والإسلامي التشاركي (علاقة المدخر–المصرف الإسلامي–المستثمر): هو نموذج يبنى على عدة إسهامات *Akkas 1996, Khan 1986* يتناول عملية الاستثمار في كل من النظامين من خلال العلاقة بين ثلاثة أطراف المدخر، والمستثمر والبنك، يهدف النموذج إلى دراسة أثر كل نظام على توزيع الموارد ومن ثم على حجم الاستثمار، ويفترض للتبسيط قيام النظام الإسلامي على صيغة المشاركة[3]، ولكن يمكن تعميم النتائج إلى صيغة المضاربة.

---

[1]- لا يختلف ذلك في حالة التمويل بالمشاركة مع المصرف، أو عن طريق إصدار صكوك مشاركة في النظام الإسلامي، كما لا تختلف طريقتا الاقتراض وإصدار السندات في الاقتصاد الوضعي.

2 - بعلوج بوالعيد، **مرجع سابق**، ص 310.

[3]- للمستثمر عائد من إدارة أمواله وأموال البنك إضافة إلى نسبة من أموال البنك الممول بها جزء من المشروع وأمواله المستثمرة، وللبنك نسبة من الربح عن أمواله ونسبة من الربح عن أموال المستثمر (جزء من الربح الإجمالي)، مقارنة بالتمويل التقليدي حيث يدفع المستثمر فائدة للبنك وله عائد عن أمواله المستثمرة بالمشروع وتشمل إدارته، والعائد الإضافي فوق الفائدة (إن وجد) من الأموال المقترضة وهي موضوع الرفع المالي في التمويل التقليدي.

الفرع الأول: دالة الاستثمار الجزئية في إطار الوساطة المالية التقليدية وبالمشاركة: من خلال دالة تفسر سلوك أطراف عملية التمويل الوضعي وبالمشاركة في إطار الوساطة المالية، واعتمادا على تكلفة وعوائد التمويل.

أولا: سلوك المستثمر: يعتمد في النظام التقليدي على سعر الفائدة على الإقراض rc و $\mathcal{R}$ معدل عائد المشروع، احتمالية وقوع العائد أقل من سعر الفائدة $\mathcal{P}(\mathcal{R}<rc)$،حيث I يتغير طرديا مع $\mathcal{R}$ وعكسيا مع كل من rc ، و $\mathcal{P}$، كما يلي:

$$Ivc= I\{\mathcal{R}, rc, \mathcal{P}(\mathcal{R}<rc)\}$$

وتكون دالة الاستثمار في النظام الإسلامي تابعا كما يلي: $[Ivs = I\{R, \lambda, P(R < 0)\}]$ ويعتمد على معدل عائد المشروع $\mathcal{R}$ و λ نسبة البنك من الربح حيث: $0 <\lambda< 1$ واحتمالية حدوث خسارة $\mathcal{P}(\mathcal{R}< 0)$ ، حيث I يتغير طرديا مع $\mathcal{R}$ وعكسيا مع كل من $\mathcal{P}$ ، وλ[1]،

إذا كان معدل العائد المتوقع للمشروع: $E(\mathcal{R}) = \mathcal{R}.\ \mathcal{P}(\mathcal{R}>0)$ فإن:

1 - **الربح المتوقع للمستثمر في النظام التقليدي:** $\pi c = I\ .\ [E(\mathcal{R}) - rc - \mathcal{R}.\ \mathcal{P}(0<\mathcal{R}<rc)]$

أي إنه يساوي العائد المتوقع للمشروع ناقص الفائدة ناقص الخسارة المحتملة في حالة التعثر عن سداد القرض إذا كان العائد أقل من الفائدة لأن المستثمر حينئذ لا يحصل على شيء.

2 - **الربح المتوقع للمستثمر في النظام الإسلامي:** $\pi s = I\ .\ E(\mathcal{R}).\ (1-\lambda)$ أي إنه يساوي العائد المتوقع للمشروع ناقص نصيب البنك من هذا العائد.

ثانيا: سلوك المدخر: قرار ادخار ماله في البنك، يعتمد في النظام التقليدي على سعر الفائدة على الاقتراض rd

$Iac = I\{rd\}$ حيث: $Iac.$ يتغير طرديا مع rd

ويعتمد في النظام الإسلامي على $\mathcal{R}$ وλ واحتمال العائد السلبي ($\mathcal{P}(\mathcal{R}< 0$ إضافة إلى نسبة المدخر من ربح البنك γ حيث: $(0< \gamma < 1)$. وتكون $Ias = I\{\mathcal{R}, \lambda, \mathcal{P}(\mathcal{R}<0), \gamma\}$، $Ias.$ يتغير طرديا مع $\mathcal{R}$ و λ و γ وعكسيا مع $\mathcal{P}$

1 - عائد المدخر في النظام التقليدي هو: $\mathcal{P}ac = rd\ .\ I$

2 - وفي النظام الإسلامي هو: $\mathcal{P}as = \gamma.\ \lambda.\ E(\mathcal{R})\ .\ I$؛ أي أنه يساوي نسبة من نصيب البنك من عائد المشروع.

حيث I هو المبلغ المدخر وحيث يفترض للتبسيط أنه يساوي المبلغ المستثمر.

ثالثا: سلوك البنك: قرار البنك حول تمويل مشروع استثماري ما يعتمد في النظام التقليدي على سعر الفائدة على الإقراض، سعر الفائدة على الاقتراض، احتمالية وقوع معدل عائد المشروع أقل من سعر الفائدة: $Ibc = I\{rc, rd, \mathcal{P}(\mathcal{R}< rc)\}$

Ibc يتغير طرديا مع rc وعكسيا مع $\mathcal{P}$ و rd .

ويعتمد في النظام الإسلامي على عائد المشروع الذي يقوم به المستثمر، نسبة البنك من الربح، نسبة المدخر من عائد البنك، احتمالية حدوث خسارة. $Ibs = I\{\mathcal{R}, \lambda, \gamma, \mathcal{P}(\mathcal{R}<0)\}$ (Ibs يتغير طرديا مع λ و $\mathcal{R}$ وعكسيا مع $\mathcal{P}$ و γ).

1 - ربح البنك في النظام التقليدي هو: $\mathcal{P}bc = \Sigma\ Ii(rc - rd - (rc - \mathcal{R}).\mathcal{P}.(\mathcal{R}< rc)$

حيث ΣIi هو مجموع أموال المدخرين التي قام البنك بإقراضها للمستثمرين.

2 - وفي النظام الإسلامي عائد البنك هو: $\mathcal{P}bs = \Sigma\ Ii\ [E(\mathcal{R}i)\ .\ \lambda\ .\ (1-\gamma)]$

---

[1]- طارق الغمراوي، **سبل تحقيق التنمية من خلال النظام المصرفي القائم على المشاركة في الربح والخسارة**، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ص:*16*، متوفر على الرابط: www.eces.org.eg/.../%7B8244CEAF-7318-4E52-BCB9-1DFCFD4.

حيث ΣIi هو مجموع أموال المدخرين التي قام البنك باستخدامها في تمويل المشروعات الاستثمارية.

رابعا: تأثير معدل المشاركة على قرار الإنتقال للتمويل بالمشاركة: وهناك شرط لقيمة كل من نسبة البنك من ربح المشروع λ ونسبة المدخر من ربح البنك γ ليكون العائد في النظام الإسلامي لكل من الأطراف الثلاثة أكبر منه في النظام التقليدي، وذلك حتى يجد كل منهم الحافز للانتقال الرشيد من النظام التقليدي إلى النظام القائم على المشاركة.[1]

من خلال المشاركة في الربح والخسارة، يقوم النظام المصرفي الإسلامي بتوزيع المخاطر بين المستثمر والمصرف، مما يؤدي إلى خفض تكلفة الاستثمار، وهو ما يؤدي بدوره إلى أمرين: زيادة عدد المشروعات الصغيرة والمتوسطة غير القابلة للتنفيذ تحت قيد الفائدة، ورفع متوسط حجم الاستثمارات القائمة بالفعل، إضافة إلى ذلك يؤدي هذا النظام إلى استقرار النظام المصرفي عن طريق توزيع مخاطر الائتمان على عدد أكبر من المشروعات.

الفرع الثاني: معدل المشاركة المقارن في الربح المتوقع في إطار اقتصاد المشاركة: الدالة مبنية على معدل الربح المتوقع r على رأس المال $\mathcal{K}$، نسبة الاقتراض λ ومعدل الفائدة السوقي i، وعلاوة المخاطرة α فتكون مشاركة البنك أقل من النسبة المحسوبة من خلال العلاقة $P = \left[\frac{\lambda}{r}(i + \alpha)\right]$، وعلى المستوى الكلي تتغير نسبة المشاركة $\mathcal{P}$ عكسيا مع معدل الربح المتوقع، وطرديا مع ثلاث متغيرات: معدل الفائدة، معدل الاقتراض وعلاوة المخاطرة.

حيث أن الكثير من المؤسسات المصرفية، خاصة في باكستان وماليزيا قامت بتوظيف تشكيلة واسعة من المبالغ المالية على أساس معدلات المشاركة في الربح وبشكل فعال.[2]

الفرع الثالث: أوجه المقارنة وتقييم تكلفة التمويل بين اقتصادي المشاركة والوضعي: تختلف آلية التمويل بين النموذجين، ويتميز نموذج المشاركة باعتباره يحمل ضمنيا ميزة الربط الفعال بين أطراف عملية التمويل والإستقرار النسبي على المستوى الكلي، مع آلية فعالة للإنتقال للتمويل الحقيقي.

أولا: أهم أوجه المقارنة بين تكلفة التمويل في الاقتصاد الإسلامي والوضعي: يمكن تلخيصها فيما يلي:

1- ليست هناك تكلفة ثابتة للتمويل في اقتصاد المشاركة بل تكلفة متغيرة ومرتبطة بمعدل العائد المحقق من المشروع، عكس التمويل بفائدة الذي يرتبط بنسبة ثابتة من رأس المال:

2- يشترك النظامان في وجود تمويل بالأموال المملوكة (أسهم عادية، وأرباح محتجزة والتمويل بالإجارة)، في حين يختلفان في وجود العوائد الثابتة (من القروض ، السندات والأسهم الممتازة) في الاقتصاد الوضعي، ووجود صيغ المشاركة والمضاربة في الاقتصاد الإسلامي.

3- يشترك النظامان في اعتبار تكلفة الفرصة البديلة كإطار عام لتحديد العائد الأدنى المطلوب من الاستثمار، ويختلف النظامان في كيفية تحديده لاختلاف طبيعة التمويل ومصادره.

---

[1]- يكون هامش البنك في المضاربة أكبر منه من هامش العميل، لأن هذا الأخير يتحصل على عائد مقابل إدارة المشروع ولا يخسر سوى جهده في أسوء الأحوال وهو ما لا يوجد في التمويل التقليدي حيث يخسر جهده والفائدة المدفوعة، ويكون هامش العميل أكبر في حالة التمويل بالمشاركة إذ له عائد مقابل تمويل جزء من تكلفة المشروع.

[2]- Zubair Hasan: **Islamic Banks: Profit Sharing Equity and Credit Control** .JKAU: Islamic Econ., Vol. 23 No. 1, pp: 129-146 (2010 A.D./1431 A.H.).p p:133-134.

4 **–** يرتبط الرفع المالي في النظام التقليدي بالفرق ما بين عائد الاستثمار ومعدل الفائدة الثابت، في حين يرتبط في اقتصاد المشاركة بالفرق ما بين معدل مشاركة الممول في رأس المال ومعدل مشاركته في الربح، إذ يمثل الفرق عائدا للمقاول جراء استغلال جزء من التمويل المصرفي.

5 **–** تزداد المخاطرة بالنسبة للرافعة المالية التقليدية مع زيادة نسبة الاقتراض مما يرفع تكلفتها، أما وضعية المقاول بصيغة المشاركة، فلا تتطلب مخاطرة إضافية، إذ يتحملها في هذا الإطار البنك (لأنه عادة تكون نسبة مشاركة البنك في الربح أقل من مشاركته في رأس المال).

6 **–** يتم فرض معدل فائدة أكبر مع زيادة الرفع المالي للمؤسسة في النظام الوضعي، ويتم ذلك في الاقتصاد الإسلامي من خلال إضافة علاوة مخاطرة، هذه الأخيرة مرتبطة بعوائد المشروع وليس لمجرد الرفع المالي(يمكن أن يكون التمويل ***100 %*** بنكيا ممثلة في صيغة المضاربة)، ويكون ذلك بزيادة معدل مشاركة المصرف في الربح الإجمالي .

7 **–** يمكن تحقيق الوفر الضريبي في النظامين بالآلية نفسها، مقارنة بالتمويل بالأموال المملوكة بصفة كاملة؛

8 **–** يرفع الالتزام بدفع الزكاة من العائد الأدنى المطلوب تحقيقه من المشروع، وهذا لا يؤثر على اعتبار الزكاة كمحفز غير مباشر على الاستثمار والتنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ثانيا: تقييم لعائد المشاركة والفائدة في توجيه الموارد من الإدخار للإستثمار: على ذلك فإن الربح وليس الفائدة هو أداة تخصيص لرأس المال الحقيقي، لأن الفائدة بمثابة تكلفة على رجل الأعمال بينما الربح عائد له، ورجال الأعمال لا يستثمرون حيث تكون الفائدة أعلى بل حيث الربح أكبر وهو الفرق بين السعر النقدي للعينيات والسعر الآجل لها، وهذا الفرق يخضع للمخاطرة وهو جائز ويكون بذلك الأساس لاحتساب القيمة الحالية للاستثمار.[1]

كما أن الربح هو الذي يمثل القدرة الحقيقية للمعروض من رأس المال الحقيقي، وهو الأساس السليم المستخدم في حالة عدم التأكد لأنه يراعيها، ويمثل المدخل المناسب لتمثيل الفرصة المتاحة للمشروع، ولذلك فالربح الاحتمالي هو الأساس المنطقي لتحيين التدفقات النقدية للمشروع، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وحسن الاستخدام للموارد الاقتصادية.

[1] - مأمون صلاح سليمان المصري، **مرجع سابق**، ص82.

المبحث الرابع: دراسة وتقييم الجدوى المالية للمشروع الإستثماري:

تمثل معالجة مالية واستخراج لمؤشرات من المعلومات التي تسمح بقرار الاستثمار وبإجراء المفاضلة بين مختلف المشاريع وصولا لاختيار البديل الأفضل، وتنحصر المهمة في اختيار المعيار المناسب للهدف المحدد من إقامة المشروع المفتوح، ويتم الاعتماد في ذلك على استخدام بعض الأساليب والصيغ الرياضية والإحصائية والمحاسبية، يتم توضيحها في المطالب التالية:

المطلب الأول: طرق التقييم التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود (طرق التقييم الساكنة)

المطلب الثاني: طرق التقييم التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود (طرق التقييم الحركية)

المطلب الثالث: طرق تقييم الاستثمار في حالة المخاطرة وعدم التأكد

المطلب الرابع: تعدد المشاريع وقيد الموازنة (برنامج الاستثمار)

المطلب الخامس: نموذج تسعير الأصول المالية والمبادلة بين العوائد والمخاطرة

المطلب الأول: طرق التقييم التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود (طرق التقييم الساكنة): وهذه المجموعة تتضمن طريقتين:

الفرع الأول: طريقة فترة الاسترداد *Pay back period*: تعرف فترة الاسترداد بأنها تلك الفترة المقدرة والمتوقع أن يسترد المشروع الاستثماري جميع التكاليف التي أنفقت لتحقيقه، وتعتبر هذه الطريقة من أبسط الطرق وأكثرها شيوعا واستخداما في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية.

أولا: مبدأ طريقة فترة الاسترداد: ويفضل المشروع الاستثماري الذي يمكن المؤسسة من استرداد تكاليفها في أسرع وقت ممكن، وغالبا ما يتم حساب فترة الاسترداد وفق حالتين تفرضان على المحاسب، وذلك نتيجة للتدفقات النقدية السنوية الداخلة وانتظامها:

***1*- فترة الاسترداد في حالة عدم انتظام التدفقات النقدية السنوية:** عندما تكون التدفقات النقدية السنوية متساوية، في هذه الحالة تحسب مدة الاسترداد بقسمة رأس المال المستثمر على التدفق النقدي السنوي.

***2*- فترة الاسترداد في حالة عدم انتظام التدفقات النقدية السنوية** : يتم تحديد فترة الاسترداد بطريقة تجميعية أي على أساس تجميع التدفقات النقدية الصافية التي يحققها المشروع للوصول إلى مبلغ الاستثمار وكلفته وعنده تكون السنة هي الفترة اللازمة لكي يسترد المشروع تكاليفه.

ثانيا: حساب فترة الاسترداد: ليرمز بـ $S(j)$ للتدّفقات النقدية المتراكمة عند انقضاء السنة j من عمر الاستثمار، وذلك بعد إسقاط تكاليف الاستثمار منه .

وليرمز بـ C: القيمة الإجمالية لرأس المال المستثمر، وتحدد السنة m التي تحقق الشرطين التاليين:

$$[S(m) \leq C\,;\ S(m+1) \geq C]$$

وبذلك تكون فترة الاسترداد مقدرة بالسنوات هي p المحسوبة كما يلي:

$$P = m + q \ \ ;\ \ q = \{C - S(m)\}/\{S(m+1) - S(m)\}.$$

تمّثل المجموع الجبري للتدّفقات النقدية الناتجة عن تشغيل الاستثمار حتى نهاية السنة j من عمره ، في حين تمّثل C إن $S(j)$ المجموع الحسابي لمجمل تكاليفه.

يلاحظ أن m تمثّل عدد السنوات الصحيحة في فترة الاسترداد، أما q فتمثّل كسور السنة ؛ ويقوم حساب q على افتراضٍ ضمني بأن التدفُّق هو تابع خطي للزمن ضمن السنة.

وفي حالة عدم اكتمال رأس المال لعدة سنوات وتجاوز ذلك لعدة شهور من السنة، في هذه الحالة يتم قسمة التدفق النقدي السنوي على (12) لاستخراج معدل التدفق النقدي الشهري، ثم يقسم المبلغ المتبقي على معدل التدفق السنوي للحصول على الأشهر الإضافية لاستخراج مدة الاسترداد.

إن عدم وجود m ضمن فترة حياة الاستثمار يعني إما أن الاستثمار خاسر، وإما أن تدّفقات التشغيل غير طبيعية، وفي كلتا الحالتين تصبح فترة الاسترداد عديمة الدلالة.

ثالثا: تقييم طريقة فترة الاسترداد: واعتبار فترة الاسترداد كبيرةً أو صغيرةً يتوّقف على القيمة المعتمدة كمرجعٍ للمقارنة، وعند المقارنة بين استثمارين فإن اعتماد فترة الاسترداد كمعيار للمفاضلة يقود إلى تفضيل الاستثمار الذي تكون فترة الاسترداد فيه أصغر.

***1*- المزايا:** تتميز هذه الطريقة بالبساطة، فليس هناك حاجة لتقدير معدل الاستحداث ولا حسابات القيمة الحالية، غير أنها ليست معيارًا صلبًا لتقييم الاستثمارات من وجهة النظر المالية، ومع ذلك هي شائعة الاستخدام كمؤشر مساعد، ولاسيما في الحالات التي تتسم بعدم استقرار الأوضاع الاقتصادية التي تكون فيها درجة مخاطرة الاستثمار عالية.

***2*- العيوب:** إن هذه الطريقة تتجاهل القيمة الزمنية للنقود فهي تعتبر كافة التدفقات النقدية الداخلة فترة الاسترداد ذات قيمة متساوية عند تحليل المشروع، لذلك لا بد من أخذ هذه الحقيقة بعين الاعتبار وذلك عن طريق إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية، والأهم إن هذه الطريقة تتجاهل التدفقات النقدية التي تحصل بعد فترة الاسترداد والربحية الحقيقية، كما لا تأخذ بعين الاعتبار العمر الاقتصادي للمشروع.

الفرع الثاني: معدل العائد المحاسبي ***Accounting Rate of Return*** **(*ARR*)**: يستند هذا المعيار إلى الربح المحاسبي لقياس العائد من المشروع.

أولا: قياس معدل العائد المحاسبي: ويقاس صافي الربح المحاسبي بالطريقة العادية لأساس الاستحقاق في المحاسبة، والعبرة في استخدام العائد المحاسبي يعود إلى المفاضلة بين مشروع وآخر، وبموجب هذه الطريقة اختيار المشروع ذي العائد المحاسبي الأعلى.

وينسب الربح المحاسبي إما إلى كلفة الاستثمار وتسمى النسبة معدل العائد البسيط على الاستثمار، وإما أن ينسب الربح إلى حقوق الملكية، وتسمى النسبة المستخرجة بالعائد البسيط على حق الملكية[1].

***1*- معدل العائد البسيط على إجمالي الاستثمار:** $\frac{\text{متوسط الدخل السنوي}}{\text{إجمالي الاستثمار}}$

ويعرف متوسط الدخل السنوي بأنه الوسط الحسابي للدخل السنوي المتحقق خلال عمر المشروع (المفترض) ، بينما يعرف إجمالي الاستثمار بأنه كلفة الاستثمار وتشمل رأس المال الثابت ورأس المال العامل ونفقات التأسيس الأولية، ويطلق على هذه النسبة أيضاً معدل العائد (المردود) الوسطي *Average rate of return* .

[1]- جلال جويدة القصاص، **مرجع سابق**، ص ص: 374-376.

2- **معدل العائد على حق الملكية:** وتقيس هذه النسبة المردود من حقوق الملكية. حيث ينسب متوسط الدخل السنوي إلى (رأس المال المملوك)، ومعدل العائد على حق الملكية = $\frac{\text{متوسط الدخل السنوي}}{\text{رأس المال المملوك}}$

ثانيا: تقييم معدل العائد المحاسبي: وتمتاز طريقة معدل العائد البسيط بما يلي:

- سهولة عملية الاحتساب، وتتماشى مع المفاهيم المحاسبية لقياس الدخل وعائد الاستثمار؛
- أن هذه الطريقة (في حالة الأخذ بمتوسط الدخل) لا تتجاهل أي جزء من الدخل بعكس طريقة فترة الاسترداد.

أما أهم عيوب هذه الطريقة فتتلخص في أنها: تتجاهل القيمة الزمنية للنقود وتوقيت التدفقات النقدية.

المطلب الثاني: طرق التقييم التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود (طرق التقييم الحركية): يتمثل العيب الأساسي الذي تعاني منه طرق التقييم البسيطة والساكنة في تجاهل القيمة الزمنية للنقود، كما أن بعضها الآخر يتجاهل جزءاً من التدفقات النقدية المتولدة عن المشروع، وبناء على ذلك فإن طرق التقييم الجيدة لابد أن يتوفر فيها ثلاث خصائص هي:

1- الأخذ في الإعتبار كل التدفقات النقدية؛

2- أن تأخذ في الإعتبار القيمة الزمنية للنقود؛

3- أن يؤدي استخدامها إلى اختيار المشروع الذي يعظم قيمة المشروع.

فهي تعتمد على القيمة الزمنية للنقود، ويعني مفهوم القيمة الزمنية للنقود ببساطة أن وحدة النقد المتحققة الآن لها قيمة أكبر من وحدة النقد المتحققة في المستقبل، إنطلاقاً من أن وحدة النقد المتحققة الآن يمكن إعادة استثمارها مرات متعددة، ويتحقق منها بالتالي عائد أكبر.

الفرع الأول: طريقة صافي القيمة الحالية: وتعرف صافي القيمة الحالية لمشروع (*Net present value; Valeur actualisée nette*) ما بأنها القيمة الحالية (في اللحظة الابتدائية t_0) لجميع التدفقات النقدية الصافية المستقبلية التي يمكن أن يولّدها المشروع مطروحا منها القيمة الحالية للتكلفة الاستثمارية الابتدائية[1].

أولا: مبدأ وحساب صافي القيمة الحالية: هذا المعيار يعمل على تحويل تيار الأرباح بواسطة مقياس (معامل الاستحداث) ليأخذ بالاعتبار التوزيع الزمني لإيرادات وتكاليف المشروع، إذ لا يمكن مقارنة التدفقات النقدية المختلفة (داخلية وخارجية)* ما لم يؤخذ تفاوتها زمنيا بالحسبان.

وطبقاً لهذه الطريقة يتم حساب القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي السنوي باستخدام معدل تحيين معين، ثم يتم جمع التدفقات المخصومة لبعضها جبرياً للحصول على صافي القيمة الحالية للمشروع، ويمكن التعبير عن ذلك رياضياً كما يلي:

$$\left[NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{ncf_t}{(1+r)^t} + \frac{y_n}{(1+r)^n} - I_0\right]$$

حيث يمثل: $ncf\ t$ *(net cash flow)* : صافي التدفقات النقدية السنوية، y: القيمة المتبقية للمشروع؛

r: معدل الاستحداث (معدل العائد الأدنى المطلوب)

t: رقم الفترة ويتراوح (ما بين 0.....و.....n)، n: عدد سنوات المشروع.

[1] -Robert Goffin: **principes de finance moderne**: 3eme édition ;(Economica, Paris, 2001).p178.

*-يقصد بالتدفقات النقدية الداخلية الإيرادات المحققة خلال العمر الإنتاجي للمشروع بعد طرح تكاليف التشغيل، أما التدفق النقدي الخارجي فتمثل المبالغ المنفقة المتعلقة بالتكلفة الاستثمارية. I_0 من ظهور المشروع لنهايته.

في الصيغة السابقة للقيمة الحالية الصافية كانت التدفقات سنوية، وفي حالة القيمة الحالية في الزمن المستمر وبوجود تدفق $\mathcal{NCF}(t)dt$ يرمز إلى التدفق النقدي الذي يتم الحصول عليه في اللحظة t خلال الزمن dt وكان معدل الاستحداث ثابتا، تكون صافي القيمة الحالية[1]: $\left[NPVt = -I_0 + \int_0^n ncf(t)e^{-rt}\,dt + y_n e^{-rn}\right]$

وهذه العلاقة تعتبر أفضل لوجود خاصية الاستمرارية للتدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية (بالنسبة للزمن)، وتكون أدق وتعطي مرونة أكبر لمتخذ القرار في إدارة المشروع.

ثانيا: خصائص معيار صافي القيمة الحالية: يسمح معيار صافي القيمة الحالية باتخاذ حكم حول المشروع المعطى، كما يسمح بالمقارنة والمفاضلة بين المشروعات المختلفة (في حال تساوي التكاليف الابتدائية للاستثمار)، وتكون قاعدة القرار بقبول المشروع إذا كانت صافي قيمته الحالية أكبر من أو تساوي الصفر ($\mathcal{NPV} \geq 0$)، ويرفض في حال كونه أقل من الصفر ($\mathcal{NPV} < 0$)، إذ يمثل هذا المعيار قيمة الزيادة في الثروة أو قيمة المؤسسة[2] من هذا المشروع، وحالة ($\mathcal{NPV}=0$) يعني تحقيق الحد الأدنى المقبول كعائد، أما في حال المفاضلة بين مشروعين فيؤخذ بالذي تكون صافي قيمته الحالية أكبر.

أما أهم خاصية لصافي القيمة الحالية فهو حساسيتها لمعامل الاستحداث المستخدم ومعرفته مسبقا عامل ضروري، إذ ومع وجود علاقة عكسية ما بين المعامل المستخدم وصافي القيمة الحالية يمكن أن يؤثر تقدير بالزيادة لهذا المعامل في رفض مشروعات كان يمكن قبولها، أو قبول أخرى غير مجدية بالفعل في حال اختيار معامل أقل من المفترض.

في هذا الإطار وفي اختيار معامل الاستحداث المناسب من منظور اقتصاد المشاركة: يقترح الدكتور سيد الهواري استخدام الربح الاحتمالي من أحسن استثمار بديل بنفس المواصفات (خاصة درجة المخاطرة) والتي تمثل تكلفة الفرصة البديلة ، في حين تقترح الدكتورة كوثر الأبجي الاعتماد في تعيين معامل الاستحداث على متوسط المعامل المتوقع مقدرا بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات المثيلة التي تتصف بدرجة المخاطرة نفسها للمشروع تحت الدراسة،[3] كما يمكن اختيار المعامل من خلال تكلفة رأس المال (التمويل) للمشروع.

وهذه النظرة ليس فيها كبير اختلاف عن النظام التقليدي ماعدا أن معدل الفائدة يكون عادة أساسا لحساب معامل تكلفة الفرصة البديلة وهو الأمر الذي يتفاداه اقتصاد المشاركة، وعموما يرجع اختيار المعدل الأمثل لأصحاب القرار الذي قد يكون وفق اعتبارات موضوعية أو ذاتية.

الفرع الثاني: معيار مؤشر الربحية: يؤكد معيار صافي القيمة الحالية فقط على الأرباح المحققة بقيمتها المطلقة، دون الأخذ بالاعتبار حجم رأس المال المستثمر، ولذا لا يمكن الاعتماد عليه في المفاضلة بين المشروعات المختلفة.

أولا: مبدأ معيار مؤشر الربحية: لابد من إيجاد علاقة بين حجم رأس المال المستثمر ومقدار العائد المحقق ليكون في الأخير العائد المتحقق عن كل وحدة نقدية مستثمرة، ثم إجراء عملية المفاضلة، ولتجاوز هذه النقطة في صافي القيمة الحالية فقد تم إجراء تعديلات حيث وبدلا من التعامل بالعائد الإجمالي، يتم التعامل على أساس ما تحققه الوحدة النقدية المستثمرة كقاسم

---

[1]- رحيم حسين، **مرجع سابق**، ص259.

[2] - Jacky Koehl **: les choix d'investissement** (Dunod. Paris. 2003). P40.

[3]- مصطفى كمال السيد طايل، **القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية** ،مطابع غباشي، طنطا، مصر، 1999، ص177.

مشترك بين رؤوس الأموال المستثمرة، وهذا ما يوفره معيار **مؤشر الربحية** *(Indice de profitabilité, Profitability Index)* أو مؤشر **صافي القيمة الحالية المعدل**، ويعبر عنه بالعلاقة التالية:[1]

$$\left[PI = \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{ncf_t}{(1+r)^t} + \frac{y_n}{(1+r)^n}\right] / I_0\right] => \left[PI = \frac{NPV}{I_0} + 1\right]$$

إن قاعدة القرار في حساب مؤشر الربحية هي قبول المشروع الذي يكون مؤشر ربحيته أكبر من الواحد $(PI>1)$ وتفضيل المشروع الذي يدر أكبر عائد.

ثانيا: فائدة معيار مؤشر الربحية: يسمح معيار مؤشر الربحية بالمفاضلة بين المشروعات وإن اختلفت تكلفتها الابتدائية، لكن رغم ذلك مثله مثل صافي القيمة الحالية فإن قيمته تبقى حساسة لمعامل الاستحداث الذي تم اختياره.

الفرع الثالث: معدل العائد الداخلي: *(IRR) Internal Return Rate*: لا يستلزم هذا المعيار وجود معدل لتحيين التدفقات المستقبلية، بل يكون إيجاده هو المطلوب.

أولا: مبدأ معيار معدل العائد الداخلي: يوافق معدل العائد الداخلي معدل الاستحداث الذي يساوي بين صافي التدفقات النقدية المستقبلية بمبلغ الاستثمار الأولي، أي يعني البحث عن معدل الاستحداث الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر. من خلال العلاقة:

$$\left[NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{ncf_t}{(1+r)^t} + \frac{y_n}{(1+r)^n} - I_0 = 0\right] \Rightarrow \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{ncf_t}{(1+r)^t} + \frac{y_n}{(1+r)^n} = I_0\right]$$

حسب العلاقة فإن كل القيم متاحة ماعدا معدل الاستحداث (r)، ومن أجل الوصول إلى إيجاد (r) فإنه لابد من اعتماد الأسلوب التجريبي، وذلك من خلال استخدام معدلات استحداث مفترضة وتطبيقها على الصيغة السابقة، فإذا كان طرفي العلاقة غير متساويين: $[\sum_{t=1}^{n} NCF(1+r)^{-t} > I_0 \ ; \ (NPV > 0)]$ ويجب استخدام معدل استحداث أكبر من الأول حتى الوصول للمعدل الذي يساوي طرفي المعادلة (وهو المفهوم نفسه للكفاءة الحدية لرأس المال[2] الذي استحدثه كينز).

وفي حال صعوبة اختيار المعدل المناسب يمكن اختيار معدلين أحدهما تكون:$(NPV_1 > 0)$ والثاني $(NPV_2 < 0)$ ويكون:[3] $\left[r^* = r_1 + \frac{NPV_1}{|NPV_1|+|NPV_2|}.(r_2 - r_1)\right]$.

ثانيا: قاعدة القرار وخصائص معيار معدل العائد الداخلي: وتكون قاعدة القرار بالنسبة لهذا المعيار:[4]

1- في حال مشروع وحيد يقبل المشروع إذا كان معدل عائده الداخلي أكبر من معدل مردودية الفرص البديلة القريبة من مستوى مخاطرتها.

2- عند الاختيار والمفاضلة بين أكثر من مشروع يؤخذ بالمشروع ذو معدل العائد الداخلي الأكبر.

---

[1] - Michel albouy **, finance** ;**investissement ;financement ;aquisitions**.2eme édition.(economica.Paris.2000).P92.

[2]- حسين عمر: **الموسوعة الاقتصادية**: دار الفكر العربي، القاهرة، 1992.ط4.ص384.

[3] - Jacks Mergerin & Gérard Ausset; **Investissement et financement** :(Collection multimédia Finance Sedifor, Paris. 1993) P.26

[4]- مصطفى كمال السيد طايل، **القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية مرجع سابق**، ص175.

يلغي معيار معدل العائد الداخلي الحاجة إلى معدل للاستحداث لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية، لكن يتطلب وجود معدل مرجعي يتم نسبة إليه قبول أو رفض المشروع المقترح ويمثل عادة بالتكلفة التقديرية للأموال أو تكاليف الفرص البديلة، حسب اقتراحات كل من سيد الهواري وكوثر الأبجي.

وفي حالة الاستمرار يكون العائد متغيرا ومستمرا في الزمن، ويكون معدل العائد الداخلي المستمر r^* المكافئ للمعدلr في اللحظة t [1]: $\left[I_0 = \int_0^n ncf(t)e^{-r*t}\,dt + y_n e^{-r*n}\right]$

إن استخدام هذا المعيار لاختيار الاستثمارات يعني ضمنيا القبول بفرضية إعادة استثمار التدفقات بنفس المعدل (IRR) وهذا قد يكون غير واقعي دائما[2] والمشروع قد يحقق عائدا أكبر أو أقل من (IRR).

الفرع الرابع: تقييم لمعايير قياس العائد والتطبيق العملي لها:

أولا: مقارنة بين مختلف المعايير: بالمقارنة بين المعايير الثلاثة يمكن إعطاء الملاحظات التالية:

1- معيار صافي القيمة الحالية يقيس عائد المشروع من خلال القيمة المطلقة أو كتلة الأرباح؛ في حين معياري مؤشر الربحية ومعدل العائد الداخلي يمثلان نسبة مئوية أو معدل؛

2- بالنسبة لمعياري صافي القيمة الحالية ومؤشر الربحية يمثل معدل الاستحداث عنصر حساب معلوم، في حين هو نتيجة في حال حساب معدل العائد الداخلي وإن كان اتخاذ القرار بشأنه يستلزم وجود معدل مرجعي؛

3- المفاضلة بين استخدام المعايير السابقة يخضع لرؤية المؤسسة ومستوى العائد المطلوب من طرفها، خاصة وقد تختلف نتائج القرار حسب معدل الاستحداث المستخدم، الذي لا يكون موضوعيا بالضرورة.[3]

عموما تمثل هذه المعايير وخاصة معدل العائد الداخلي مؤشرات مقبولة عن مستوى العائد المتوقع للمشروع، وتتميز بالموضوعية كمقياس للربحية مع إمكانية استخدامها في المتابعة ومقارنة التنفيذ الفعلي للمشروع بالتقديرات السابقة له.

ثانيا: تقييم افتراضات معايير التقييم: يعاب على هذه الطرق افتراضات نبدئية تحد نسبيا من دقتها ومطابقتها الواقع:

1- تفترض ضمناً إعادة استثمار الأموال المتحققة، وهو افتراض غير صحيح في كل الأحوال، فغالباً ما تقوم الشركات بتوزيع جزء من الأرباح المتحققة وتحتفظ بجزء فقط على شكل أرباح محتجزة؛

2- إفتراض أن الجزء المحتجز من الأرباح يعاد استثماره فعلاً، ولكن ليس بالضرورة افتراض عائد الاستثمار المتحقق على الاستثمار الأصلي (حسب افتراض معدل العائد الداخلي).

أما من وجهة نظر اقتصاد المشاركة فلا توجد أي مشكلة في استخدام أي منها، لأنها تعبر عن مقاييس للربحية البعيدة عن استخدام الفائدة، سواء في اختيار معدل الاستحداث لاستخراج NPV وPI أو IRR كعائد مطلوب يقارن بعوائد المشروعات المماثلة، وإن كان من الأفضل استخدام هذا الأخير لخدمته غرض البحث، وعدم تطلبه لتحديد مسبق لمعامل استحداث الذي يؤثر اختياره بشكل كبير على نتائج NPV وPI.

---

[1]- رحيم حسين، **مرجع سابق**، ص272.

[2]- زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل،عمان، الأردن، ط2. 2002، ص 236.

[3]- المرسي السيد حجازي، **اقتصاديات المشروعات العامة**، الدار الجامعية، الإسكندرية ،2004، ص138.

الفرع الخامس: معدل عائد المشاركة ومفهوم القيمة الزمنية للنقود: يستخدم معدل الفائدة في الاقتصاد التقليدي على أساس أنه هو معدل الإستحداث للتدفقات النقدية المستقبلية لحساب القيم المكتسبة والحالية لها، فالغرض من استعمال الخصم هو عرض أثر القيمة الزمنية للنقود، بما يعني أن للزمن قيمة فيما يختص بالنقود وهذه القيمة هي التي تستعمل كمعامل للخصم.

أولا: معامل الإستحداث والقيمة الزمنية للنقود: بما أن غرض اقتصاد المشاركة في التمويل هو إدرار الاستثمار لعائد كمحفز للاستثمار على شكل ربح، يعني أنه وبمرور الزمن يتوقع زيادة أو لنقل تغيرات في عدد الوحدات النقدية، وهو ما يعني وجود قيمة زمنية للنقود.

إن معامل الإستحداث (أو التحيين)[1] ليس سوى عنصر محاسبي، أي كأداة ووسيلة من وسائل تقييم المشاريع، أي وفي غياب أي استخدام للفائدة في صيغة التمويل لا تكون هناك أي علاقة بين الفائدة كربا ومعامل الاستحداث، يؤيده قول موسوعة البنوك الإسلامية (بأن نظرة الاقتصادي المسلم إلى عملية خصم التدفقات لا يكون من منطلق التفضيل الزمني للنقود، ولكنه من منطلق تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة، ومفهوم تكلفة الفرصة البديلة مماثل لمفهوم الإنتاجية الصافية المحتملة للاستثمار مع اختلاف في الدرجة).[2]

كما أن للزمن قيمة في المبادلات وأن هذا المبدأ يفيد في إدخال البعد الزمني في دراسة الجدوى وتقييم المشروعات؛ يكمن الفرق أنه في اقتصاد المشاركة يكون استحداث قيمة التدفقات المستقبلية للمشروعات ولا تكون مؤكدة حسب الربح المتوقع (*ex-ante*)،[3] وهو في هذه الحالة شيء والفائدة شيء مختلف تماما، ولا يمكن أن يدعى اقتصادي أيا كان أنهما شيء واحد، حيث لوحظت علاقة ذات دلالة إحصائية بين أهم النسب المالية مع العائد المتوقع (*ex-ante return*) في النماذج ذات المتغيرات الواحدة والمتعددة، في حين علاقات غير ذات دلالة إحصائية بالعوائد الثابتة أو المحددة مسبقا.[4]

ولذا يعتبر العائد والمخاطرة العاملان الحاسمان في القرار الاستثماري، وبالنسبة لمتوسط العائد المتوقع الممكن الحصول عليه من سلسلة عوائد مستقبلية متواترة بمعدلات مختلفة فهي كما يلي:

في حالة التأكد وعند عدم إعادة استثمار العوائد فإن المتوسط يكون حسابيا: $\left[R_a = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{N}\right]$ ، وفي حالة إعادة استثمار العوائد دوريا وبالمعدل نفسه للفترة التالية فإن المتوسط يكون هندسيا:[5] $\left[R_g = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^{n}(1+R_i)} - 1\right]$.

ثانيا: الفائدة ليست معامل الإستحداث: يلاحظ عدم وجود الفائدة بالاعتبار في حساب العائد المتوسط للسلسلة (والتي يمكن اعتبارها هيكلا زمنيا للعائد المتوقع يقابل الهيكل الزمني للفائدة في الاقتصاد التقليدي)، وحساب المتوسط الهندسي عبر الزمن للعائد واعتباره هو نفسه معامل للاستحداث أو الخصم الزمني الذي يعبر عنه بمعدل العائد الداخلي للاستثمار أو الكفاءة الحدية لرأس المال $R_g = IRR$.[6]

---

[1]- يفضل استخدام مصطلح معامل الاستحداث (التحيين) لكونها أكثر دقة، وكذا لارتباط مصطلح معدل الخصم Discount rate بالفائدة وهو ترجمة غير دقيقة لمصطلح Actualisation.

[2] – محمود سحنون، **دور دراسة الجدوى في تأهيل المؤسسة الاقتصادية**، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة سطيف 29 -30 أكتوبر 2001.

[3] – عبد الرحمان يسري أحمد، **قضايا إسلامية معاصرة**، الدار الجامعية، الاسكندرية 2001.ص 106.

[4]- Bill Rees; **Financial Analysis**, Redwood Books ; Trowbridge; Wiltshire; second edition; UK.1995.P217.

[5] - Pierre Vernimmen and Others. **Op Cit**.P474.

[6]- IRR: Internal rate of Return . **See** ; Bill Rees**; Financial Analysis;** BPCC Wheatons; Exester; UK; 1990.P215.

وفي حالة عدم التأكد وبإدخال عنصر المخاطرة φ_i بالاعتبار فإن العلاقة السابقة يمكن كتابتها كالتالي:

$[R_g = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^{n}(1 + R_i + \varphi_i)} - 1]$،

وإذا تم ربط لاستثمارات المقترحة بتكلفة الفرصة البديلة فإن القرار بالاستثمار يكون في حال $[R \geq c]$ فيقارن بين معدل العائد الداخلي أو الكفاءة الحدية للاستثمار بالتكلفة الحدية لرأس المال المستثمر، ومنه فإن العائد الحالي المتوقع كمتوسط هندسي للعوائد المستقبلية (باعتبار المخاطرة) يجب أن يساوي على الأقل تكلفة رأس المال أو الفرص البديلة عن الاستثمار.[1]

ثالثا: مقترحات لمعامل الإستحداث في اقتصاد المشاركة: ويتطلب اقتراح معدل استحداث أو تحيين لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية مناقشة المسائل التالية أولا[2]:

***1*- معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاقتصاد الرأسمالي:** تعتمد فكرة هذا العائد في الاقتصاد الرأسمالي على وجود عائد مطلوب من قبل المستثمر يحقق له تعويضا عن النقص في القوة الشرائية للنقود (التضخم)، وعن معدل الفائدة البحت أو العائد الخالي من المخاطرة ، وعن المخاطر التي سيتعرض لها نتيجة هذا الاستثمار.

أي أن العائد المطلوب من قبل المستثمر = العائد الخالي من المخاطرة + علاوة المخاطرة .

هذا ويمكن استخدام المتوسط المرجح لتكلفة الأموال *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* كمعدل للإستحداث.

***2*- التضخم واقتصاد المشاركة:** في المشاركة أو المضاربة -لأنه لا يملك سوى خيار الاستثمار ليحمي أمواله من مشاكل التضخم- من حق المستثمر بل عليه أن يأخذ في حسبانه نسبة التضخم المتوقعة عند إعداد دراسات الجدوى أو اتخاذ القرارات الاستثمارية كدفع ماله لآخرَ مضاربة، فللمستثمر أن يطلب تعويضا عن نسبة التضخم المتوقعة (تعويضا عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للنقد) للمحافظة على قيمة أمواله المستثمرة، وذلك بأن يتضمن العائد المطلوب من قبله نسبة التضخم المتوقعة شرط أن يكون ذلك على سبيل التوقع.

***3*- تقييم لمكونات معدل العائد المطلوب في الاقتصاد الرأسمالي :**

أ- عوائد أذونات الخزينة: لهذا النوع من السندات أهمية كبيرة في احتساب تكلفة الأموال في الاقتصاد الرأسمالي، فالفائدة المدفوعة على السندات الحكومية أو أذونات الخزينة هي التي تمثل العائد الخالي من المخاطرة في معادلة احتساب تكلفة الأموال من مصادرها المختلفة في النظام الاقتصادي الرأسمالي، ويمكن اقتراح معدل العائد على صيغة المرابحة للآمر بالشراء كبديل لأذونات الخزينة، أو أي مرجع آخر متفق عليه ويؤدي دوره كمعدل للتكلفة الأقل مخاطرة في اقتصاد المشاركة.

ب- المخاطرة: من أهم القواعد التي أرساها الإسلام تلك التي نجم عنها استحقاق الربح بالمال أو بالعمل وأن المال لا يستحق الربح إلا إذا تحمل صاحبه مخاطر استثماره باستمرار ملكيته لماله، ولا يحق لصاحب المال اشتراط ربح محدد دون النظر إلى نتيجة استثمار المال، فيجب أن تكون الأرباح حصة شائعة من الربح الذي يتحقق من استثمار الأموال، كما أن صاحب المال يتحمل الخسارة في حال وقوعها.

---

[1] - Alice Lee & jhon Lee & Cheng Lee; **Financial Analysis: Planing & forcasting; Theory & application**: world scientific 2nd editon 2009; Singapore.p420.

[2]- حسين محمد سمحان وآخرون، **مرجع سابق**، ص ص: 299-305.

وهذا يقتضي تعديل مفهوم مكونات تكلفة الأموال لتتناسب مع أحكام الشريعة الإسلامية مما يعني أن الإسلام يقبل من المستثمر أن يطلب تعويضا عن النقص الذي قد يطرأ على كمية الأموال وقيمتها إضافة إلى تعويض عن المخاطرة التي سيتحملها، شريطة أن لا يكون ذلك على سبيل الإلزام بل على سبيل التوقع.

4- شروط استخدام معدل الخصم المبني على تكلفة الأموال: من خلال العرض السابق يشترط في معدل الخصم الذي يمكن استخدامه في الاقتصاد الإسلامي ما يلي :

أ- أن يكون خاليا من الفوائد الربوية؛

ب- أن يكون العائد المطلوب لتعويض القيمة الزمنية في البيوع والعقود التي لا تنطوي على بيع النقد كما هو الحال في القروض بفائدة.

المطلب الثالث: طرق تقييم الاستثمار في حالة المخاطرة وعدم التأكد : تقوم معايير قياس العائد السابقة على فرض رئيس بحصول التوقعات بالتدفقات النقدية المستقبلية ومستويات العائد فعليا، وهو أمر غير واقعي، إذ يحمل كل مشروع درجة معينة من حالة عدم التأكد.

الفرع الأول: المخاطرة وحالة عدم التأكد: إن كل مشروع استثماري في ظل ظروف عدم التأكد في المحيط الاقتصادي والسياسي والاجتماعي والتكنولوجي يحمل درجة معينة من المخاطرة ترتبط بمحيط المؤسسة من جهة وبالمؤسسة وتطورها من جهة أخرى.

أولا: تعريف المخاطرة: يمكن تعريف المخاطرة بأنها " مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الصافي حول القيمة المتوقعة لصافي العائد، أو أنها تصف موقفا يتوافر فيه لمتخذي القرار الاستثماري، بيانات ومعلومات كافية تسمح لهم بتقدير توزيع احتمالي موضوعي".

أو هي" الانحراف المعياري النسبي لعوائد الاستثمار المتوقعة وتعني درجة التقلب في عوائد الاستثمارات المتوقعة، وتزداد درجة هذه المخاطرة كلما زادت درجة التقلب في الإيرادات والعوائد المتوقعة"[1].

إن حالة المخاطرة هي الحالة التي يمكن لمتخذ القرار أن يحدد ويضع من خلالها توزيعات احتمالية للحدث على ضوء الدراسات السابقة، أما عدم التأكد فيمكن تعريفها بأنها" الحالات المستقبلية والتي تؤثر على اتخاذ القرارات، وفيها يتعذر التنبؤ بوضع التوزيعات الاحتمالية لها، ويتم استخدام الحكم الشخصي لمتخذ القرار والذي يتوقف على مدى ميوله وتوقعاته للمستقبل متفائلا أو متشائما" أو هي"حالة تصف موقفا لا يتوافر فيه لمتخذي القرار الاستثماري بيانات ومعلومات تاريخية كافية لتقدير توزيع احتمالي موضوعي، الأمر الذي يتطلب من المستثمر أن يضع تصورات معينة للتوزيعات الاحتمالية.[2]

ثانيا: أهمية دراسة المخاطرة: أهمية الخطر فترتبط بطبيعة الاستثمار والتغيرات فيه (استثمار إحلالي، توسعي، إبداعي...)، إضافة لحجم الاستثمار نفسه، ولدى فإنه يتحدد قرار الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي من خلال معدل عائد المشاركة ودرجة المخاطرة[3].

---

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**، ص 289.

[2]- سعيد عبد العزيز عثمان، **المرجع نفسه**، ص 182.

[3]- قراوي محمد الصغير، **مرجع سابق**،ص655.

ومن الممكن اشتقاق هذه الفكرة من قاعدة الغنم بالغرم، حيث يمثل الغنم الربح والغرم الخسارة، ومن ثم فإن توقع عائد من المشاركة يتطلب القبول بدرجة معينة من المخاطرة بعدم تحققها، فالذي يريد تحقيق أرباح (مغانم) عليه أن يقبل المشاركة في الخسائر(المغرم) إن وجدت ؛وهي أصل حالة عدم التأكد.

الفرع الثاني: المتغيرات المتأثرة بعنصر المخاطرة وعدم التأكد: بالعودة إلى المتغيرات الخاصة بحساب معدل العائد فإن العوامل التي تتأثر بدرجة المخاطرة إضافة إلى العوامل غير الاقتصادية، تتمثل في:

أولا: مبالغ الإيرادات المنتظرة ونفقات الاستغلال: والتي تحدد صافي التدفقات النقدية ($\mathcal{NCF}$) حيث تكون هذه الأخيرة حساسة للتغيرات التي تطرأ على أحوال السوق من الكميات المباعة والأسعار (المنتجات والمواد الأولية...).

وهنا يؤثر مفهوم الرفع التشغيلي *Operating Leverage* الذي يقيس مدى مرونة تغيرات ربح الاستغلال لتطور حجم المبيعات، و يقاس بالمعامل λحيث يمثل هذا الأخير الأهمية النسبية لتغيرات التكاليف الثابتة والمتغيرة.

$\left[\lambda = \frac{\Delta E}{\Delta V}.\frac{V}{E}\right]$ حيث: $(\Delta E\ ,\ E)$: تمثل الربح وتغيرات أرباح الاستغلال؛

$(\Delta V\ ,\ V)$: تمثل كلا من المبيعات وتغيرات حجم المبيعات.

عموما كلما ارتفعت نسبة الأعباء الثابتة إلى الأعباء الإجمالية للمشروع أدى ذلك إلى وجود مرونة أكبر لنتيجة الاستغلال تجاه تغيرات حجم المبيعات.

حيث معامل مرونة ($\lambda=2$) معناه أن ارتفاع رقم الأعمال (المبيعات للمؤسسة) بمقدار *1%* يعني زيادة نتيجة الاستغلال ب*2%* والعكس حال انخفاض رقم الأعمال،[1] بما يعني زيادة المخاطرة نسبيا.

إن معامل الرفع التشغيلي يؤثر على قيمة التدفقات النقدية للمشروع، ومن ثم على الممول أخذ هذه النسبة بالاعتبار في تقدير مخاطرة تغيرات ($\mathcal{NCF}$).

ثانيا: مدة حياة المشروع (n): والتي هي في الأصل عمر افتراضي، وتتعلق بها كذلك فترة استرداد الأصل كمعيار للتقييم وتقدير المخاطر في الوقت نفسه، وكلما ارتفع (n) زاد هامش الخطأ في تقدير التدفقات النقدية ويزداد الانحراف المعياري لها، وهذا ما يجعل عنصر السيولة من الأهمية بمكان في تقدير ممول المشروع لفترة استرداد أصل استثماره وجني العوائد من ورائها.

ثالثا: معدل الاستحداث (r): كأساس لاستحداث التدفقات النقدية المستقبلية حيث ومع تغيرات تكاليف الفرص البديلة يتأثر بشكل مباشر صافي القيمة الحالية للمشروع ($\mathcal{NPV}$)، أو باعتباره معيار اتخاذ القرار في حال اعتماد معدل العائد الداخلي، وهذا على مدار عمر المشروع الذي تتغير فيه ظروف الإنتاج وفرص الاستثمار.

رابعا: معدل التضخم: إضافة للمخاطرة المرتبطة بمعدل العائد المتوقع هناك مخاطرة مرتبطة بمعدل التضخم المتوقع، ومنه فإن المخاطرة تتكون من عنصرين من عدم اليقين (مبلغ المبيعات ومعدل التضخم)، فإذا كان المصدرين مستقلين (بالمعنى الإحصائي) فإنه تكون المخاطرة أكبر في ظل نظام المشاركة مقارنة بنظام الفائدة الثابتة ، لكن من المحتمل ألا يكونا مستقلين وحينئذ لا تكون هذه النتيجة صحيحة ، فالزيادات في مستوى السعر الاسمي تميل لأن تصاحبها زيادات في العائد الاسمي

[1]- Robert Goffin : **Op Cit**: P200.

المتوقع مما يقلل من تغيرات العائد الحقيقي،[1] ويشجع الاستثمار حتى مع توقع معدل أعلى للتضخم، فهذا الأخير عنصر مخاطرة في النظام الوضعي(أو عامل مخفض للعائد الحقيقي) في حين يمثل فرصة لعائد إضافي في نظام المشاركة وهذه الآلية المعاكسة لتأثير التضخم تسمح باستقرار أكبر للعائد الحقيقي للنظام.

الفرع الثالث: قياس معدل العائد في ظل ظروف المخاطرة للمشاريع: توجد عدة مداخل لقياس درجة المخاطرة للمشروع وتحديد العائد الموافق لها في كل حالة:

أولا: مدخل شجرة القرار (*Tree of decision ; Arbre de décision*): هذه التقنية لدراسة خطر المشروع تتطلب عرضا على شكل شجرة لمختلف التوافقات الممكنة لاحتمالات تغيرات العائد أو صافي التدفقات النقدية، وبشكل تدريجي تسمح هذه الطريقة بالتحديد وبأسلوب يسير لأفضل طريق (الطريق الأمثل) بين البدائل.

توضح شجرة القرارات لمتخذ القرار كافة العوامل المتعلقة باتخاذ القرار، وكافة البدائل المتاحة موضوع المفاضلة، والأحداث المحتمل وقوعها لكل بديل والعائد المتوقع منه في ظل حدث من الأحداث المتوقعة، ويصعب على متخذ القرار تقدير احتمالات حدوث كل منها، وبذلك فإن نموذج شجرة القرارات وسيلة عملية لاتخاذ القرارات الاستثمارية في حالات عدم التأكد والمخاطر، وحتى تتم عملية التقييم والمفاضلة بين البدائل يتعين أن تبدأ عملية التقييم من نهاية الشجرة، ويتم إيجاد صافي القيمة الحالية لكل بديل استنادا لمعدلات الاستحداث التي تأخذ بالاعتبار احتمال كل بديل، وطالما أن صافي القيمة الحالية للمشروع موجبة فإن البديل يكون مقبولا من الناحية الاقتصادية.

فهي شجرة موجهة تمثل عملية القرار، بحيث أنها تساعد في تحديد القرارات المثلى الخاصة بالعمليات المعقدة[2]، وفي شجرة القرار منها ذات المرحلة الواحدة، وأشجار قرار متعددة المراحل، وأهم مزايا شجرة القرارات:

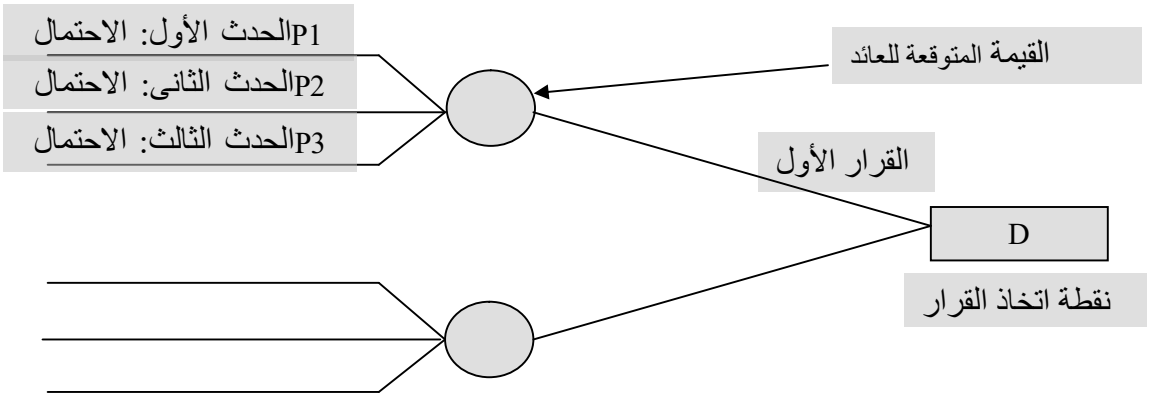
- تسهيل عملية معرفة نتائج الاستراتيجيات المطروحة ومخاطرها؛
- تبيين تسلسل القرارات والأحداث التي تنتج عنها أرباح وخسائر؛
- تناسب هذا المعيار مع المشاكل التي تحتاج إلى قرارات متعاقبة؛

ويمكن تصوير شجرة القرار بالشكل التالي:

[1]- أنجو كارستن، **الإسلام والوساطة المالية**؛ ترجمة خالد كتبي، مقبل الذكير، عبد القادر التجاني، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي؛ المجلد02 العدد01/1984 ص97.

[2]- ريتشارد برونسون: **نظريات ومسائل في بحوث العمليات**، ترجمة حسن حسيني الغباري، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية،مصر، 2003،ص 258.

الشكل (16): مدخل شجرة القرارات في اعتبار المخاطرة



المرجع: حسين رحيم، **أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية**، دار إقرأ، قسنطينة، 2011، ص98.

حيث يمكن تقدير عوائد الاستثمارات واحتمال تحقق صافي التدفق النقدي وفق معادلة الأمل الرياضي: [1]

$[E(NCF) = \sum_{i=1}^{n}(P_i . NCF_i)]$ والأمل الرياضي لمعدل العائد بالعلاقة: $[E(R) = \sum_{i=1}^{n}(P_i . R_i)]$

حيث: $\mathcal{P}i$ الاحتمالات لكل حالة (i) و $[\sum_{i=1}^{n} P_i = 1]$ ،

$[E(NCF)]$ الأمل الرياضي (أو القيمة المتوقعة) لصافي التدفق النقدي؛

$[E(R)]$: الأمل الرياضي أو القيمة المتوقعة لمعدل العائد.

ثانيا: مدخل تحليل الحساسية (*Sensibility Analysis -Analyse de sensibilité*):يقصد بتحليل الحساسية مدى مرونة المشروع المقترح للتغيرات التي تحدث في أحد العوامل المستخدمة لتقييمه، تحليل الحساسية يوضح كيف يمكن أن تتأثر قيمة المعيار المستخدم في عملية التقييم كمعيار صافي القيمة الحالية، أو معدل العائد الداخلي لأي تغير يحدث في قيمة أحد المتغيرات المستخدمة في قياس التدفقات النقدية الصافية (سعر الوحدة، تكلفة الوحدة، معدل الاستحداث....).

***1*- الحساسية والعوامل المؤثرة بها:** حساسية عائد المشروع للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق ككل، بفعل عوامل متعلقة بالظروف الاقتصادية والاجتماعية....، فتقاس بمعامل يدعى معامل بيتا (β)، الذي يستخدم في تقييم مخاطر المشاريع الاستثمارية حيث يعبر عن المخاطر النظامية،[2]على ما سيتم تناوله بالمبحث الثالث عند استعراض نموذج تسعير الأصول المالية.

تحليل الحساسية يقصد بها مدى تأثر ربحية المشروع المقترح (ينطلق من وضعية ابتدائية) بالتغيرات التي تحدث في أحد العوامل المستخدمة في تقييم تلك المتغيرات، وتلك العوامل هي:[3]

- كمية المبيعات وأسعار المدخلات والمخرجات ومستوى الطاقة الإنتاجية المستغلة؛
- العمر الإقتصادي للمشروع وتكلفة التمويل المرجحة؛
- مدى التغير الحادث في تكلفة رأس المال ورأس المال العامل والتكلفة المتغيرة للوحدةومعدل الضريبة.

---

[1]- خالد وهيب الراوي، **الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية**، دار المسيرة، عمان 1999. ص167.

- Frank reilly, Keith Brown.**Op Cit**.P262.

[2]- قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك: **أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج *CAPM***، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف، العدد 5/ 2005 .ص10.

[3] - Eugene Brigham, Joel Houston: **Fundamentals of financial management**; 12th edition; south Western. Cencage learning; Mason ; USA.2009.P376.

فتحليل الحساسية يعمل على قياس صافي العائد النقدي المتوقع على صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي.

2- طرق تحليل الحساسية: وفي تحليل الحساسية تستعمل طريقتان: * دليل الحساسية؛ * الطريقة التقليدية.

أ- فبالنسبة للطريقة الأولى، وهي دليل الحساسية وعلاقتها كما يلي:

$$\text{د س} = \frac{\text{ق م} \times (\Delta \text{ م ع أ})}{100 \times (\text{ق م} - \text{ق ن})}$$

حيث:

(Δ م ع أ): التغير المطلق في معدل العائد الداخلي؛

ق م : القيمة المبدئية للعنصر محل التحليل؛

ق ن : القيمة النهائية للعنصر محل التحليل.

وكلما ارتفع دليل الحساسية كلما ارتفعت درجة حساسية معدل العائد الداخلي المتوقع للتغيرات التي تحدث في قيمة العنصر محل التحليل.

ب- أما الطريقة الثانية وهي معامل الحساسية فعلاقتها كما يلي:

$$\text{معامل الحساسية } \text{Ø} = \frac{(\Delta \text{ م})}{\text{م}} \times \frac{\text{ل}}{(\Delta \text{ ل})}$$

حيث: ل: المتغير المستقل؛ م: المتغير التابع.

ووفقا لهذه الطريقة هناك الحالات التالية:

* إذا كان $\text{Ø} > 1$: ذلك يعني أن المتغير التابع حساس للتغيرات في المتغير المستقل.

* إذا كان $\text{Ø} = 1$ ذلك يعني أن حدوث أي تغير في المتغير المستقل بنسبة معينة يترتب عليه حدوث التغير نفسه في المتغير التابع، والنسبة نفسها.

* إذا كان $0 < \text{Ø} < 1$: فذلك يعني أن المتغير التابع غير حساس نسبيا للتغيرات في المتغير المستقل.

* إذا كان $\text{Ø} = 0$: فذلك يعني أن المتغير التابع غير حساس بالنسبة للمتغير المستقل.

3- استخدام تحليل الحساسية: واعتمادا على أسلوب تحليل الحساسية في مواجهة المخاطرة وعدم التأكد يتعين وضع تقديرات مختلفة لنتائج الفرص الاستثمارية المتاحة في ظروف اقتصادية متباينة (تفاؤلية، تشاؤمي، أكثر حدوثا) وفقا لقيم احتمالية معينة,ثم حساب صافي القيمة الحالية لكل مقترح استثماري في ظل الظروف الاقتصادية المختلفة اعتمادا على معدل الخصم السائد, ويمكن تطوير أسلوب تحليل الحساسية بوضع قيم احتمالية لصافي العائد المتوقع في كل ظرف من الظروف الاقتصادية المتوقعة, ثم يتم حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل مقترح استثماري, ثم تتم عملية المقارنة بين نتائج المقترحات الاستثمارية المتاحة على أساس القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل مقترح استثماري.

بالرغم من أن هذا الأسلوب بعض الحلول لمشكلة عدم التأكد إلا أن الاعتماد عليه لا يعد كافيا للإختيار بين البدائل التي تختلف درجة مخاطرتها فهو لا يعكس مباشرة التباين في العوائد، لذلك يفضل أن يصاحب هذا الأسلوب بعض المؤشرات التي تقيس مدى التفاوت في مخاطر الفرص الاستثمارية، وبعبارة أخرى هذا الأسلوب يفترض ضمنيا وجود احتمالات متساوية للظروف الاقتصادية المصاحبة لكل فرصة استثمارية.

ثالثا: مدخل الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف: من أهم مداخل المخاطرة في الإستثمار.

1- الانحراف المعياري: يقيس مؤشر الانحراف المعياري مدى تقلب العائد (أو التدفقات النقدية) المحصل عليه مستقبلا، أو التباين المتوقع في العائد المستقبلي وذلك بنسبة معدلات العائد المتوقعة إلى وسطها الحسابي وفق المعادلة:[1]

$$\delta(R) = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} Pi\left[Ri - \in (R)\right]^2}$$

حيث: $\mathcal{R}i$ معدل العائد المتوقع حسب كل حالة ؛ $\mathcal{P}i$: الاحتمال الخاص بالحالة i؛

$E(R)$: الأمل الرياضي لمعدلات العائد المتوقعة (من 1 إلى n)

ويمثل التباين مربع الانحراف المعياري $VAR(R) = \delta^2(R)$

2- معامل الإختلاف: يقيس الانحراف المعياري الحجم المطلق للمخاطر ولذا يعتبر مقياسا مقبولا فقط في حال تساوي القيمة المتوقعة لمعدل العائد للاقتراحات ككل، أما في حال اختلافها فيستعمل مقياس معامل الاختلاف لتفادي هذا العيب والذي يحسب بقسمة الانحراف المعياري على الأمل الرياضي لمعدل العائد (أو التدفقات النقدية)[2]:

Coefficient of variation =معامل الاختلاف = $\delta(\mathcal{R}) / E(\mathcal{R})$ ووفقا لهذا المؤشر تكون الأفضلية للمشروع الذي له أقل معامل اختلاف لكونه أقل مخاطرة؛ وفي حال الأخذ بالاعتبار عامل الزمن ولحساب الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية المتوقعة على امتداد سنوات المشروع يكون الانحراف المعياري حسب حالتين:[3]

1- حال استقلالية التدفقات النقدية $\delta^2 E(NPV) = \sum_{t=1}^{n} \frac{\delta^2(t)}{(1+r)^{2t}}$

3- حال عدم استقلالية التدفقات النقدية $\delta^2 E(NPV) = \sum_{t=1}^{n} \frac{\delta^2(t)}{(1+r)^{t}}$

على كل حال هذه القوانين تتعلق بمدى توفر المعلومات عن الظروف والمتغيرات المستقبلية (الاحتمالات والتدفقات المرافقة لها على مدار سنوات الاستثمار)؛ وهناك علاقة أساسية تربط الزمن بالمخاطر فكلما كانت النقطة الزمنية التي يتم فيها الحصول على العائد (التدفق النقدي) بعيدة، زادت الخطورة المرتبطة بهذا التدفق، إذ ومع الزمن يزيد الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للتدفقات النقدية.[4]

الفرع الرابع: أساليب لأخذ المخاطرة بالاعتبار لحساب معدل العائد: في الواقع التطبيقي يمكن اللجوء إلى أربع أساليب أو مناهج تسمح بأخذ المخاطرة المرتبطة بالمستقبل بعين الاعتبار:

أولا:طريقة تدنية الوسائط: قيم بعض أو كل الوسائط المتدخلة في الاستثمار: مدة حياة الأصل الاستثماري، قيمته البيعية المتبقية، الربحية المقدرة والقيم المتوقعة على أساس إعادة التقدير التي ترتبط وتتنسب أساسا بمستوى التفاؤل والتشاؤم ودرجة الخطر المتوقع[5].

---

[1] - Frank Reily, keith Brown. **Op Cit**.262.

[2]- محمد بوجلال، **التمويل المصرفي في النظام الإسلامي والنظام التقليدي**، الملتقى العلمي الوطني الأول حول النظام المصرفي بين البنوك التقليدية وبنوك المشاركة أيام 12-13 أفريل 2004 كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة سطيف.

[3]- خالد وهيب الراوي، **مرجع سابق**، ص165.

[4]- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003. ص131.

[5]- رحيم حسين، **مرجع سابق**، ص308.

ثانيا: طريقة التوزيع الاحتمالي للحوادث: يتم الأخذ الصريح بالاحتمالات الممكنة للمشروع (Pi) مع افتراض نمط التوزيع الاحتمالي (القانون الطبيعي عموما) الذي يعرف بالأمل الرياضي والانحراف المعياري والأقرب لحقيقة تطور الحوادث[1]، وهذا الأسلوب ويدعى كذلك الأسلوب غير الرسمي يتطلب توفر معلومات عن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية ومعامل الاختلاف لها بما يساعد على التقدير الموضوعي في الموازنة بين عوائد المشروع ومخاطره.

ثالثا: طريقة معدل الاستحداث المعدل: بإضافة علاوة أو بدل مخاطرة لمعدل الاستحداث المستخدم في التدفقات النقدية، وفق مبدأ التعويض ويمكن تطبيق علاوة واحدة لكل المشاريع أو علاوة متناسبة مع درجة الخطر لكل مشروع، كما يلي:

$$\left[NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{ncf_t}{(1+r*)^t} - I_0\right]$$

حيث: $r^*=r+p$، و p: علاوة المخاطرة.

واستنادا لمعدل الاستحداث الجديد يمكن تقييم الاقتراحات المتباينة المخاطر، وفقا للمعايير السابقة ممثلة في صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي للحصول على ما يمكن تسميته **معدل العائد المعدل بأساس المخاطرة** *Risk Adjusted rate of return*.

رابعا: طريقة المكافئ المعدل *(certainly equivalent)* حيث يتم تقليص الإيرادات المتوقعة للمشروع والتي تحتوي عنصر المخاطرة وفق معامل تصحيح أقل من الواحد α، وهو ما يقلص من التدفقات النقدية لتصبح أكثر تأكيدا، يمكن اعتبار معامل التصحيح كعنصر مخاطرة ضمني حيث يتناقص المعامل مع زيادة المخاطرة (مثلا تطبيق معامل تصحيح *0.9* لتدفقات السنة الأولى و*0.85* لتدفقات السنة الثانية...)، وإن كان تحديد هذا المعامل يرجع لعوامل ذاتية أساسا ومن خلال الخبرة والرغبة في تحمل المخاطر، ويكون صافي القيمة الحالية كما يلي:

$$\left[NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{\alpha_t.ncf_t}{(1+r)^t} - I_0\right]$$

وبالمقارنة بين طريقتي تعديل معدل الاستحداث والمعادل المؤكد:

$$\left[\sum_{t=1}^{n} \frac{ncf_t}{(1+r*)^t} = \sum_{t=1}^{n} \frac{\alpha_t.ncf_t}{(1+r)^t}\right]$$

ومنه: $\left[\alpha_t = \frac{(1+r)^t}{(1+r*)^t}\right]$ و $\left[\alpha_{t+1} = \alpha_t \frac{(1+r)^t}{(1+r*)^t}\right]$

وكلما زاد الخطر مع الزمن زادت علاوة المخاطرة، وصار α أصغر.

خامسا: حساب القيمة الحالية الصافية مع وجود تضخم: إذا كان تقدير التدّفقات النقدية قد تم دون أن يؤخذ التضخم الموجود بالاعتبار فإن معامل التحيين المستخدم في حساب القيمة الحالية الصافية يجب أن يصحح بما ينسجم مع ذلك.

لتكن f هي قيمة معدل التضخم السنوي ولتكن r هي القيمة المعتمدة لمعامل التحيين أي لكلفة رأس المال المستثمر، عندها فإن معامل التحيين الحقيقي للدخل المتوّقع بعد سنة A هو $[A/1+k]$ ، و k يحسب كما يلي:

بإدخال أثر التضخم مع الاستحداث بالمعدل الخالي من خطر التضخم $\frac{(1+f)}{(1+r)}$ ، وبقسمة البسط والمقام على $1+f$ فإن الصيغة السابقة تصبح: $\left[\frac{A}{\{\frac{1+r}{1+f}\}}\right]$، وهذا يعني بالمطابقة أن: $\left[1+k = \frac{1+r}{1+f}\right]$ و $\left[K = \frac{(r-f)}{(1+f)}\right]$

وتجدر الملاحظة أيضًا أنّه من أجل القيم الصغيرة لـ f فإن المقدار $r-f$ يمكن أن يعتبر تقريبًا جيدًا لـ k .

[1]- Jacky Koehl: **Op Cit**, P P. 50-51.

الفرع الخامس: إتخاذ القرار في حالة عدم التأكد (المستقبل المجهول):[1] يقصد بحالة عدم التأكد أو بالمستقبل المجهول الذي لا يكون فيه توزيع إحتمالي للعوائد المستقبلية، ويكون أمام متخذ القرار الاعتماد على خبرته (في حال نقص المؤهلات في استخدام الأساليب العلمية أو النقص الكبير للمعلومات أو لاتخاذ قرارات سريعة، قصيرة الأجل ومتكررة)، أو الإعتماد على بعض المعايير الإحصائية وبحوث العمليات، يتم إيجازها فيما يلي:

أولا: معيار تعظيم الأقصى *(Maximax)*: ويعرف بمعيار التفاؤل حيث يتم أخذ أقصى عائد من كل بديل، والبديل الذي يحقق اقصى عائد من ضمن هذه القيم القصوى هو البديل الأفضل.

ثانيا: معيار تعظيم الأدنى *(Maximin)*: ويسمى أيضا معيار وايلد *Wald* ويقوم على تبني نظرة تشاؤمية تجاه المستقبل حيث يتم تصور أدنى عائد في كل بديل، ثم يؤخذ من ضمن هذه العوائد أقصاها، والتي توافق البديل الأفضل.

ثالثا: معيار الاحتمالات المتساوية: ويعرف بمعيار أو قاعدة لابلاس-بايز، ويقوم على أساس إعطاء كل الحالات الممكنة احتمالات متساوية مادامت هذه الأخيرة مجهولة، ويتم حساب المتوسط الحسابي لمجموع الحالات الممكنة، فإذا كان عدد الحلات هو n وقيم الإيرادات أو العوائد Ri فيكون متوسط الإيراد بالنسبة للقرار d حسب هذا المعيار هو:

$\left[\mathrm{L(d)} = \frac{1}{\mathrm{n}}\sum_{\mathrm{i}=1}^{\mathrm{n}} \mathrm{Ri(d)}\right]$ والقرار الأفضل وفق هذا المعيار هو الذي يحقق أقصى منفعة متوسطة من ضمن البدائل المتاحة: $\mathrm{Max}[\sum \mathrm{U}/\mathrm{n}]$

وانطلاقا من معيار الاحتمالات المتساوية (لابلاس) اقترح *Cramer* و*Bernoulli* معيارا يقوم على اعتبار سلوك الأفراد تجاه الثروة حيث يعاد تشكيل القيم والعوائد أخذا في الاعتبار هذا السلوك، ووفق هذا المعيار ليس المتوسط الحسابي لقيم كل قرار هو المعتبر، ولكن دوال هذه القيم وذلك بإدخال اللوغارتم عليها كما يلي:

$\left[\mathrm{B(d)} = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n} LnRi(d)\right]$.

رابعا: معيار أدنى الأقصى للضياع *(Minimax regret)*: وهذه القاعدة التي قدمها *L.j savage* تقوم على مفهوم تكلفة الفرصة البديلة (الضائعة)، أي مقدار ما يضيع من العائد إذا لم يتم اختيار البديل الأفضل، ووفق هذا المعيار يتم:

- تحديد أقصى قيمة لكل حالة مستقبلية، ثم تطرح كل قيمة ضمن قيم هذه الحالة المستقبلية من القيمة القصوى، وتنتج مصفوفة عوائد جديدة هي مصفوفة الفرصة الضائعة؛
- تحديد أقصى ضياع في كل بديل من مصفوفة الفرصة الضائعة؛
- أدنى قيمة (أي أدنى تضحية) من تلك القيم القصوى هي التي توافق البديل الأفضل.

خامسا:معيار هرويكز *Hurwicz criterium*: ويسمى أيضا معيار درجة التفاؤل ومعيار الواقعية، وحسب هذا المعيار لا ينظر إلى المستقبل بنظرة تفاؤلية تامة ولا تشاؤمية صرفة، بل يتم تقدير حالة التفاؤل بمعامل α حيث: $0 < \alpha < 1$ وتكون نسبة التشاؤم $(1-\alpha)$، وتختلف الأهمية النسبية للمعامل α باختلاف درجة التفاؤل، ووفق هذا المعيار البديل الأفضل هو الذي يحقق أقصى عائد مقدر على أساس قيمة α، أي: $Max[\alpha Max(U) + (1-\alpha)\min(\mathrm{U})]$

[1]- رحيم حسين، **مرجع سابق**: ص ص: 91-95.

المطلب الرابع: تعدد المشاريع وقيد الموازنة (برنامج الاستثمار)

كانت المعالجة فيما سبق حول كيفية اختيار مشروع استثماري من ضمن مجموعة محدودة من المشاريع المقترحة، أي أفضلية مشروع بالنسبة للمشاريع المقترحة الأخرى، وفي الواقع كثيرا ما يكون أمام المصارف الإسلامية خاصة مجموعة كبيرة من المشاريع وعليها اختيار مجموعة منها تحت قيد موازنة الاستثمار المتاحة، وذلك من خلال تكوين محفظة مشاريع بالمبلغ المتاح ويتم اختيار المشاريع المقبولة للتمويل من خلال ثنائية العائد والمخاطرة المقدرة لكل مشروع، والتي تعالج من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية *CAPM*.

الفرع الأول: برنامج الاستثمار: إن اختيار مجموعة من المشاريع من ضمن عدد كبير من المشاريع المقترحة يعني اختيار برنامج استثمار، فهو عبارة عن توفيقة من التوفيقات الممكنة ويتعين أن تكون توفيقة مثلى، أي برنامج استثمار أمثل، ومثل هذه الوضعية يطلق عليها عادة وضعية عقلنة رأس المال *Rationality of capital* أي تخصيصا أمثل لرأس المال المتاح، ويقاس عدد التوفيقات من خلال القانون[1]: $\left[C_p^n = \frac{n!}{p!(n-p)!}\right]$ ومع قيد الميزانية : $\left[\sum_1^j \mathrm{I}_{0\to \mathrm{n}}\left(\mathrm{p_j}\right) \le \mathrm{I_p}\right]$ أي ألا يتعدى مجموع المبالغ المستثمرة في المشاريع المقترحة $\left[\sum_1^j \mathrm{I}_{0\to \mathrm{n}}\left(\mathrm{p_j}\right)\right]$ المبلغ المخصص والمتاح $\mathrm{I_p}$.

غير أنه قد يكون عدد التوفيقات كبيرة جدا إلى درجة تعقد عملية الاختيار، وليس المهم معرفة عدد البرامج المتاح ولكن هو معرفة البرنامج الأفضل الذي يحقق قيد رأس المال ووفق ثنائية العائد–المخاطرة، ويتطلب اختيار برنامج استثمار إعادة ترتيب المشاريع وفقا لقيمتها الحالية الصافية أو معدلات الربحية والعائد الداخلي، وكذا معايير الخطر المعتمدة والتي تعالجها نظرية المحفظة المثلى.

الفرع الثاني: أثر التنويع على إجمالي مخاطر المحفظة الاستثمارية: تختلف معالجة محفظة مشاريع عن المشروع الواحد بعض الشيء وخاصة من ناحية تقييم المخاطر المرتبطة بها وهو الأمر الواقع غالبا، وبشكل عام يمكن تقسيم المخاطر الإجمالية للاستثمار إلى نوعين رئيسين هما: المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

أولا: المخاطر النظامية (السوقية) *Systematic or Market risk*: وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وتؤدى إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية...، مع تفاوت في تأثيرها من مؤسسة لأخرى، إذ تكون درجة المخاطرة النظامية مرتفعة في الشركات الصناعية الثقيلة والمؤسسات الموسمية النشاط والشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية (الشركات ذات الرفع التشغيلي الكبير) إذ تتأثر مبيعاتها وأرباحها وأسعار أسهمها بالنشاط الاقتصادي ونشاط السوق الأوراق المالية بحساسية كبيرة.[2]

ثانيا: المخاطر غير النظامية (مخاطر الشركة) *Non Systematic (or Company) risk*: هي المخاطر الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها، وتؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار بها هذه العوامل مستقلة عن تأثير النشاط الاقتصادي؛ وتتأثر درجة المخاطر غير النظامية لمؤسسة أو مشروع معين بـ:[3]

---

[1]- رحيم حسين، **مرجع سابق**، ص ص:293-296.

[2]- حسين محمد سمحان، وآخرون، **مرجع سابق**، ص240.

[3]- **المرجع نفسه**، ص335.

1- التغير في طبيعة أو أصول الشركة؛

2- درجة استخدام الاقتراض في التمويل (أو درجة الرفع المالي)؛

3- المنافسة في مجال النشاط وإبرام أو فك العقود التجارية وتغيرات أذواق المستهلكين؛

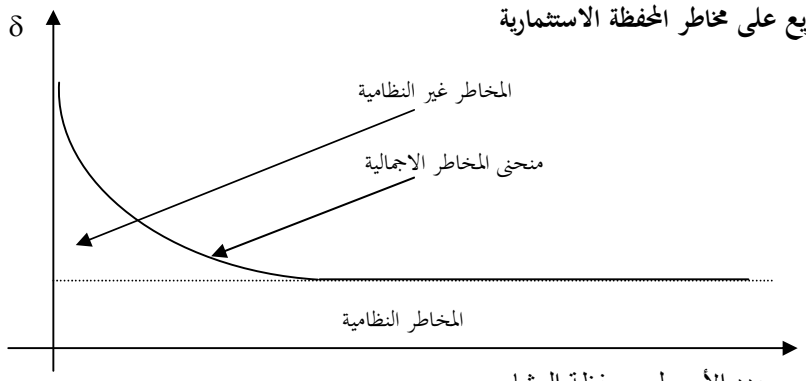
4- حدوث تغيير أساسي في الإدارة أو قوانين مؤثرة على نشاط المؤسسة.

الفرع الثالث: تنويع المحفظة الاستثمارية: الفكرة الأساسية هنا؛ هو أنه يمكن مزج المشروعات المختلفة بصورة يترتب عليها تخفيض الخطر الإجمالي عنها، إذ أن التقلبات الدورية التي تؤثر على مشروع ما، قد تكون في صالح مشروع آخر ضمن المحفظة نفسها.

أولا: أهمية تنويع محفظة المشاريع: وعند القيام بالمشاريع المختلفة فإن الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار بالمحفظة ينخفض بشكل كبير؛ ويطلق على تجميع المشروعات بهذه الطريقة لتخفيض الخطر التنويع[1] *Diversification*؛ وبالعودة لتصنيف المخاطر نجد أن المخاطر غير النظامية هي فقط التي تتأثر بعملية التنويع، في حين أن المخاطر النظامية ومن تعريفها تؤثر على كل المشاريع والسوق بشكل عام، ومن ثم فلا يمكن أبدا إلغاء الخطر بشكل كامل.

ثانيا: أثر التنويع على المحفظة: هذه الملاحظات تحققت تجريبيا إذ وجد أن تزايد حجم المحفظة وعدد الأصول بها يؤدي إلى خفض سريع للمخاطر الإجمالية لكن هناك حدا لهذا الانخفاض يمثل أدنى درجة لمخاطرة المحفظة مهما زاد عدد الأصول بها،[2] على ما يوضحه الشكل:

الشكل(*17*): أثر التنويع على مخاطر المحفظة الاستثمارية



المرجع: زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل، عمان، ط*2*، *2002*. ص*334*.

إن درجة تأثير التنويع على خطر المؤسسة يتوقف على طبيعة الظروف الاقتصادية، وعلى طبيعة المشروعات الموجودة، ودرجة ارتباطها ببعض وإشارة هذا الارتباط؛ فكلما كان معامل ارتباطها سالبا وقويا (قريبا من *-1*) ما يعني تأثيرا كبيرا جدا للتنويع وتخفيض المخاطر الإجمالية، لكن الغالب هو وجود ارتباط موجب لكن ليس كاملا (ضعيف)[3] وهو ما يسمح بدرجة مقبولة لتأثير التنويع على تخفيض مخاطر المحفظة.

[1]- محمد صالح الحناوي وآخرون، **مرجع سابق**، ص133.

[2] - Jacky Koehl: **Op.Cit** P56.

[3]- محمد صالح الحناوي وآخرون، **مرجع سابق**، ص135.

الفرع الرابع: قياس المخاطر النظامية (السوقية) بمعامل بيتا β *Coefficient*:يمكن استخدام عبارة β بيتا المشروع؛ للتعبير وقياس حساسية العائد المتوقع للمشروع للتغيرات في عائد السوق.

أولا: مبدأ معامل بيتا: إذا كان معامل β للمشروع يساوي إلى الواحد الصحيح فهذا يعني أن مخاطرته مساوية لمخاطرة السوق وتغيرات العوائد للمشروع والسوق متساوية وبنفس الاتجاه، وإذا كان أقل من الواحد فهذا يعني أن عائد المشروع أقل حساسية للتغيرات التي تطرأ على عائد محفظة السوق، والعكس أي عائد المشروع أكبر حساسية من عائد محفظة السوق في حال β أكبر من الواحد [1]، وباعتبار المشروع وحدة انتاجية صغيرة مستقلة يؤخذ β المشروع هو نفسه β السهم الخاص بالوحدة.

ثانيا: قياس معامل بيتا: أما قياس معامل β فيكون من خلال العلاقة التالية: $\left[\beta = \frac{\mathrm{Cov}(R_m,R_i)}{\mathrm{Var}(R_m)}\right]$

معامل β= التباين المشترك بين عوائد المشروع والسوق المتوقعة \ تباين عوائد السوق المتوقعة

حيث: $Cov(R_m,R_i)$: التباين المشترك بين عائدي السوق $\mathcal{R}m$ و عائد المشروع $\mathcal{R}i$ ؛

$Var(R_m)$ -5: تباين عوائد السوق $\mathcal{R}m$ المتوقعة.

ويلاحظ من العلاقة معنى معامل β إذ يمثل التغيرات المشتركة وذات الاتجاه الواحد ودرجة قوتها بين عائدي السوق والمشروع منسوبة إلى التباين الإجمالي لعائد السوق.

ويمكن توضيح كيفية حساب المعامل β من خلال المثال الرقمي التالي الذي يأخذ أربع احتمالات لحالات اقتصادية متوقعة مع عوائد المشروع والسوق الموافقة لكل حالة، حيث يتم استخراج تباين عائد السوق من خلال الجدول (*17*) والتباين المشترك بين عوائد السوق وعوائد المشروع من خلال الجدول (*18*) واستنتاج معامل β للمشروع.

الجدول(*13*): استخراج تباين عائد السوق حسب مختلف الاحتمالات

الحالة الاقتصادية	الاحتمال	$\mathcal{R}m$	$Pr.\mathcal{R}m$	$\mathcal{R}m$-$E(\mathcal{R}m)$	$Pr.[\mathcal{R}m$-$E(\mathcal{R}m)]^2$
1	*0.2*	*0.3*	*0.06*	*0.2*	*0.008*
2	*0.3*	*0.2*	*0.06*	*0.1*	*0.003*
3	*0.3*	*0*	*0*	*0.1-*	*0.003*
4	*0.2*	*0.1-*	*0.02-*	*0.2-*	*0.008*
$\sum$	*1*	-	***E(Rm)=0.1***	-	***Var Rm=0.022***

Source:Abdallah Boughaba.**Analyse & évaluation de projets**; édition berti,Paris,1998. بتصرف

ويستخرج التباين المشترك بين عائدي السوق والمشروع المفترض كما يلي:

الجدول (*14*): التباين المشترك بين عائدي السوق والمشروع

الحالة الاقتصادية	Pr	$\mathcal{R}i$	$Pr.\mathcal{R}i$	$\mathcal{R}i$-$E(\mathcal{R}i)$(1)	$\mathcal{R}m$-$E(\mathcal{R}m)$(2)	$Pr.(1).(2)$
1	*0.2*	*0.5*	*0.1*	*0.32*	*0.2*	*0.0128*
2	*0.3*	*0.3*	*0.09*	*0.12*	*0.1*	*0.0036*
3	*0.3*	*0.1*	*0.03*	*0.08-*	*0.1-*	*0.0024*
4	*0.2*	*0.2-*	*0.04-*	*0.38-*	*0.2-*	*0.0152*
$\sum$	*1*	-	***E(Ri)=0.18***			***0.034***

[1]- Robert Goffin : **Op.Cit.** P192.

المرجع: من إعداد الطالب

حيث:$[Cov(R_m, R_i) = P_r[R_i - E(R_i)].[R_m - E(R_m)]]$

والتباين: $[Var = .[Rm - E(Rm)]^2]$

ومنه فإن معامل β للمشروع: $\beta = \frac{Cov(R_m,R_i)}{Var(R_m)} = \frac{0.034}{0.022} = 1.545$

بمعنى أن تغيرات عائد السوق بنسبة *1%* تؤدي إلى تغير بنفس الاتجاه في عائد المشروع أو الشركة بمعدل *1.545%* أي وجود حساسية كبيرة من المشروع تجاه تغيرات عائد السوق.

ثالثا: معامل بيتا في حال وجود رافعة مالية: وفي حال وجود رافعة تمويل للمنشأة فإن معامل بيتا لها يختلف عن المعدل للمنشأة التي لا تتمول إلا من خلال أدوات الملكية لوجود مخاطر مالية (وهذا يخص التمويل التقليدي دون الاسلامي لوجود التمويل بالمشاركة وعدم وجود أولوية لحملة سندات المشاركة أو الممول أو تكلفة ثابتة).بافتراض معامل β بالرافعة (حالة منشأة ممولة بالقروض والملكية) وβ دون رافعة فإن العلاقة بينهما كما يلي:[1]

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered}\left[1 + (1 - t).\frac{D}{E}\right]$$

حيث الدين$\mathcal{D}$ والملكية $\mathcal{E}$ مقيمان بالقيمة السوقية وليس الدفترية أو التاريخية، وt معدل الضريبة على الأرباح.

رابعا: تقييم لمعامل β كمقياس للمخاطر النظامية: وقد اختلفت الآراء حول أهمية معاملβ كمقياس للمخاطر ما بين مدعم له ومن يراه عديم الفائدة، ورأي آخر يرى أنه بالرغم من عدم كماله فإن معامل β لا يمكن إغفاله فهو يدخل ضمن بعض العناصر الأساسية التي يجب أن يقيمها المستثمر باستمرار ويأخذها بالاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري وله استخدامات متنوعة[2]، على النحو التالي:

1- استخدامه في عملية المبادلة بين المخاطر والعوائد عند الاستثمار وفق نموذج تسعير الأصول المالية *CAPM*، والتحكم بشكل أفضل في درجة المخاطرة والعائد المطلوب بالمحفظةَ؛

2- الكشف عن المشاريع الحساسة للسوق من غيرها ذاتية الحساسية، فتحلل عوامل السوق الكلية في حال حساسية سهم المشروع للسوق، في حين تستخدم البيانات التاريخية والمستقبلية وعوامل الشركة في حال سهم ذاتي الحساسية؛

3- استخدامه في إحدى طرق حساب تكاليف رأس المال وتحديد معامل الاستحداث المناسب وتقدير الفرص البديلة للمشروع.

المطلب الخامس: نموذج تسعير الأصول المالية والمبادلة بين العوائد والمخاطرة: يتوقف القرار الاستثماري في تقييم المشاريع الاستثمارية على عنصري العائد والمخاطرة؛ وهو ما يقوم عليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (*CAPM*) *Capital Asset pricing Model* .

الفرع الأول: معالم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: الذي يعد من أهم النماذج ويمكن استخدامه في محفظة المشاريع لدى البنوك والمؤسسات المالية أو محفظة الأوراق المالية.

[1] - Gabriel Hawawini; claude Viallet: **OpCit**;PP;323-324.

[2]- زياد رمضان: **مرجع سابق**، ص358.

أولا: ثنائية العائد–مخاطرة: كان هاري ماركوفيتز (*H.Markowitz*) أول من ناقش مفهوم المخاطر وارتباطه بتقلبات العائد، واقترح لذلك الانحراف المعياري كمقياس للخطر، ثم دعا لضرورة الربط بين العوائد والمخاطرة في المفاضلة بين مشاريع الاستثمارات، وطورت هذه الفكرة من قبل اقتصاديين مثل: *Hamada* حمادة، *Lintner* لينتنر وشارب*Sharpe* ...؛ حتى بناء نموذج يعرف بنموذج *CAPM* والذي يستخدم في تقييم الأصول الاستثمارية على اختلافها (مالية، حقيقية....).

ثانيا: معالم النموذج: أما معالم النموذج أو مكوناته الرئيسية فتتمثل في ثلاث عناصر[1]:

***1*– معامل ß:** كمقياس للمخاطر النظامية كما سبق بيانه، الذي يجعل تقييم الاستثمارات أكثر موضوعية باعتمادها على الأساس الكمي للمخاطر بدلا من التقديرات الشخصية للمستثمرين، وتقديره إما وفقا للبيانات التاريخية أو وفقا للتوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية ودرجة تشتتها مقارنة بالسوق ككل.

***2*– معدل العائد الخالي من الخطر** (*Risk-Free Rate*): وفقا لماركوفيتز هو التأكد من مقدار التدفق المحصل عليه نهاية فترة الاستثمار، يعبر عنه في الاقتصاد التقليدي بعائد أذونات الخزينة العمومية قصيرة المدى، وفي اقتصاد المشاركة يمكن أن يكون هذا المعدل ويرمز له بـ R_f هو هامش الربح الذي تستخدمه بعض المصارف الإسلامية في تمويل التجارة الخارجية على أساس المرابحة المضمونة ومؤكدة السداد[2].

***3*– معدل عائد محفظة السوق** (*Market Return* (R_m)): تعرف محفظة السوق بأنها المحفظة التي تتميز بالتنويع إلى أقصى حد خلال فترة زمنية معينة، ليتم استغلال الفرص المتاحة للتخلص من المخاطر غير النظامية، وتتضمن محفظة السوق جميع المشاريع المتداولة والبيانات التاريخية المتوفرة لعدة سنوات للشركات المراد تقييمها، أو العائد المتوقع عنها.

يمكن أن تكون محفظة السوق عبارة عن شركات قطاع معين أو من قطاعات مختلفة وباختلاف المناطق....

الفرع الثاني: معادلة النموذج: يتم التأكد من ملاءمة عائد المشروع مع مخاطرته على قاعدة عائد السوق ومخاطرته من خلال معادلة نموذج تقييم (تسعير) الأصول الرأسمالية.

أولا: الشكل الرياضي للنموذج: يساوي معدل العائد المطلوب عن المشروع أو السهم (R_i) إلى معدل العائد الخالي من الخطر R_f مضافا إليه علاوة مخاطر السوق مضروبة في درجة مخاطرة المشروع نفسه β_i ويعبر عنها بالعلاقة[3]:

$$[Ri = Rf + (Rm - Rf).Bi \quad]$$

حيث يمثل الفرق (R_m-R_f) علاوة مخاطر السوق أي علاوة المخاطرة في حال (B_i=B_m=*1*)

إن (R_i) معدل العائد المطلوب يمثل الحد الأدنى من العائد المقبول بالمشروع حتى يتلاءم مع الوضع العادي السائد في السوق بدرجة مخاطرة محددة (مخاطر نظامية)، فلو كان العائد المتوقع الحصول عليه (الطرف الأيمن للمعادلة) أقل من العائد المطلوب (R_i) فهذا يعني كونه غير جذاب لأنه يعطي عوائد أقل مما هو متوقع ومطلوب منه، والعكس في حال كون العائد الفعلي أكبر من المطلوب (العائد)، إذ يعني أن مستوى العائد الذي يمنحه أكبر من العائد الذي يتطلب السوق عند درجة مخاطرته نفسها.

---

[1]- قاسم نايف علوان وبراهيم محمد الزعلوك: **مرجع سابق**.ص08.

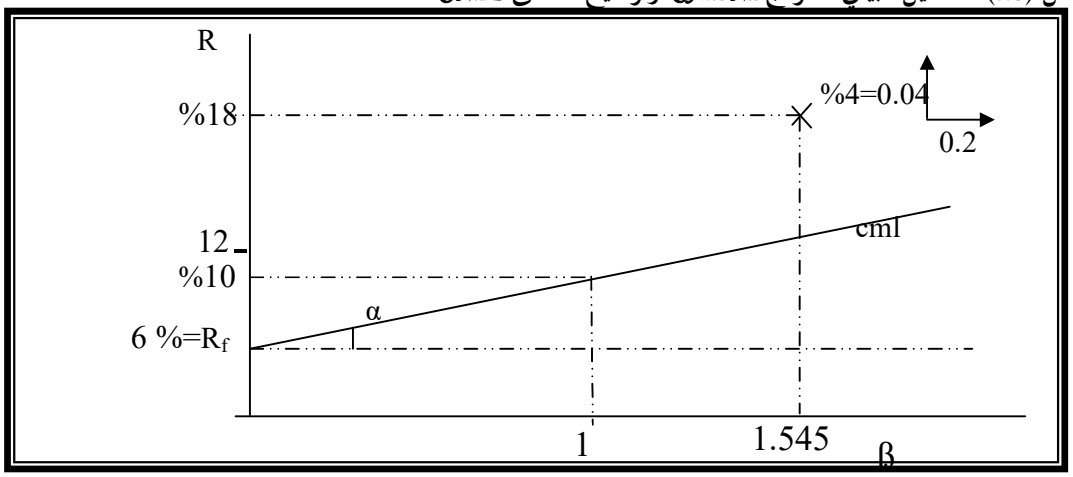
[2]– في الوقت الذي يستخدم معدل الفائدة على أذونات الخزينة كعائد خالي من الخطر في الاقتصاد الوضعي.

[3]– قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك: **مرجع سابق**.ص06.

- Samuel Weaver, Fred Weston: **OpCit**.P455.

ثانيا: الشكل البياني للنموذج: بيانيا يعبر عن معادلة النموذج *CAPM* من خلال خط عائد السوق (*CML*) *Capital Market Line* هو ما يوضحه الشكل:

الشكل (18): التمثيل البياني لنموذج *CAPM* وتوضيح المنحنى *CML*



المرجع: نور الدين خبابة؛ **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية، بيروت *1997*، ص*202*.بتصرف

وبالعودة إلى المثال السابق فإن العائد المطلوب من الاستثمار بالمشروع بافتراض معدل عائد خالي من الخطر (R_f=6%) كما يلي: $Ri = 6 + (10-6)\ 1.545 = 12.18\%$

العائد الأدنى المقبول من الاستثمار بالمشروع هو *12.18%* وعائده هو *18%* فالمشروع جذاب ينصح الاستثمار فيه.

من الشكل يمكن الملاحظة أن الاستثمار بالمشروع يقبل في حال كونه يقع على خط *CML* أو أعلاه، حيث مستوى العائد المتوقع أكبر (وهو ما يمثله العائد في مشروع المثال)% *18* >%*12.18*أو يساوي العائد المطلوب عند درجة الخطر الذي يوضحه محور الفواصل ومقياس ß.

تتغير زاوية الخط (α) أو ميله مع تغيرات العائد السوقي أو مخاطرته أو لتغيرات العائد الخالي من الخطر R_f الذي يمر خط *SML* عنده عند مستوى (ß = 0).

ثالثا: استخدام النموذج في اتخاذ القرار الإستثماري: إن المصرف أو المستثمر عند تكوينه لمحفظته يعتبر خط منحنى *cml* معيارا لقبول أو رفض المشروع كما يلي:

1- بعد قياس درجة مخاطرة المشروع المقترح، يتم تحديد العائد المطلوب والذي يستخدم كمعدل للاستحداث لاستخراج صافي القيمة الحالية للمشروع (*NPV*)، وعلى أساسها يتم اتخاذ القرار بالقبول أو الرفض ويسمح كذلك باستخراج مؤشر الربحية للمشروعات للمفاضلة بينها؛

2- استخدام معدل العائد المطلوب كقاعدة قرار عند استخدام معدل العائد الداخلي (*IRR*) للمشروع كمعيار لقياس العائد المتوقع عنه.

بالنسبة لمصرف المشاركة فإن العائد المطلوب من قبله يتم حسابه من خلال مؤشر معدل عائد المشاركة (عائد للمشروع محسوبا بمعدل العائد الخاص به مضروبا في معدل المشاركة) أي بالمطابقة مع نموذج *CAPM* فإن:($R_i = P_i . r_i$) يمثل العائد المتوقع الذي يقارن بمعدل العائد المطلوب المستخرج من النموذج.

وهذا يعني أنه في اقتصاد إسلامي لا يعني سعر فائدة صفري عدم وجود عائد لرأس المال، بل يرتبط العائد بتكلفة الفرصة البديلة المتغيرة لرأس المال الحقيقي في الاقتصاد معبرا عنها بالعائد المتوقع، المرتبطة بالمخاطر[1].

3- ويمكن مقابلة خط CML بكونه هيكل مخاطرة للمشاريع الاستثمارية يقابل الهيكل الزمني للفائدة في الاقتصاد الوضعي، ويؤكد كون الفائدة ما هي إلا مفهوم التفضيل الزمني للنقود، في حين العائد مقابل للمخاطرة والعملية الإنتاجية الحقيقية الذي يتمتع به مؤشر الاقتصاد الإسلامي.

الفرع الثالث: عائد ومخاطرة المحفظة: على مستوى المحفظة ككل:

أولا: عائد المحفظة: يقاس عائدها الكلي أو الإجمالي من خلال ترجيح عائد كل مشروع بالوزن الخاص به داخل المحفظة.

حيث:[2] wi: وزن المشروع i داخل المحفظة و $[r = \sum_{i=1}^{n}(W_i.R_i)]$ وبحيث: $\sum Wi = 1$

r: العائد المرجح للمحفظة؛ و Ri :عائد المشروع i.

ثانيا: مخاطرة المحفظة: وبالطريقة نفسها فإن مخاطرة المحفظة ككل ما هي إلا مخاطر كل مشروع (β_i) مرجحة بأوزان كل مشروع:[3] $[\beta_p = \sum_{i=1}^{n}(W_i.\beta_i)]$

حيث: (β_p): درجة المخاطرة المرجحة أو درجة مخاطرة المحفظة ككل.

β_i: درجة المخاطرة للمشروع أو السهم (i) في المحفظة.

ويلاحظ أهمية المحفظة وتنوع الاستثمارات بها في تقليص درجة الخطأ في قياس ß (*Standard error of Bêta*)، وهذا إضافة إلى أثر التنويع ذاته في إلغاء المخاطر غير النظامية.

ثالثا: إدارة المحفظة وتغير خصائصها: يمكن للمستثمر التغيير في معدل العائد الخاص بالمحفظة ودرجة المخاطرة من خلال تغيير النسب (Wi) للأصول أو المشروعات المستثمر بها، أو تغيير تشكيلتها بما يسمح بتعظيم العوائد وتخفيض المخاطر، وهو ما تعنى به نظرية إدارة المحفظة الاستثمارية، ويمكن أن تستفيد منه المصارف كذلك في إدارة ومنح الائتمان والإقراض في إطار المبالغ والشروط الواجب الأخذ بها في تقدير ثنائية (العائد-المخاطرة)[4].

الفرع الرابع: تقييم لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية: منذ ظهوره لأول مرة كانت هناك عدة دراسات لتقييم النموذج، والتي أكدت في مجملها وجود علاقة خطية موجبة بين المخاطر النظامية مقاسة بمعامل ß والمردودية المتوسطة للمحافظ الاستثمارية لفترات زمنية طويلة نسبيا[5]، وقد طرأت عدة تغييرات وتحسينات في نموذج تسعير الأصول المالية.

أولا: انتقادات النموذج من فرضياته: وكذلك وجهت له انتقادات كثيرة أهمها:

1- عدم وجود أصول أو استثمارات عديمة المخاطر، فحتى أذونات الخزينة تحوي نسبة من المخاطر، لكنها تبقى منخفضة نسبيا، ويمكن حل هذا الإشكال في اعتبار أحسن المشاريع أو الأصول من حيث درجة المخاطرة كمرجع ؛

2- عدم وجود محفظة سوق مثلى بشكل كامل، والأخذ بمؤشرات السوق أو المؤشرات الصناعية والاقتصادية يبقى نسبيا باعتبار عائدها كمرجع لعائد السوق الإجمالي؛ ويرتبط ترتيب الأسهم والمشاريع بالمحفظة المرجعية (*Benchmark*)[6] ، ولدى

---

[1]- يوسف كمال محمّد، **مرجع سابق**.ص78.

[2] - Frank reily, Keith Brown:**OpCit**.P261.

[3]- نور الدين خبابة، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية، بيروت1997.ص440.

[4]- عبد الغفار حنفي، **مرجع سابق**: ص387.

5 - Robert Goffin : **Op.cit**.P103.

6 - Blaise Allaz: **gestion de portefeuille et de performance** ; l'art de la finance ; **Op.Cit**.p241.

فيمكن أن تتعدد β الخاصة بكل مشروع أو استثمار، كما لا يستقر هذا المعامل عبر الزمن، وهو الأمر الذي يجب أن يؤخذ بالاعتبار عند تقدير عائد الأصل والمحفظة ككل ودرجة مخاطرتها.

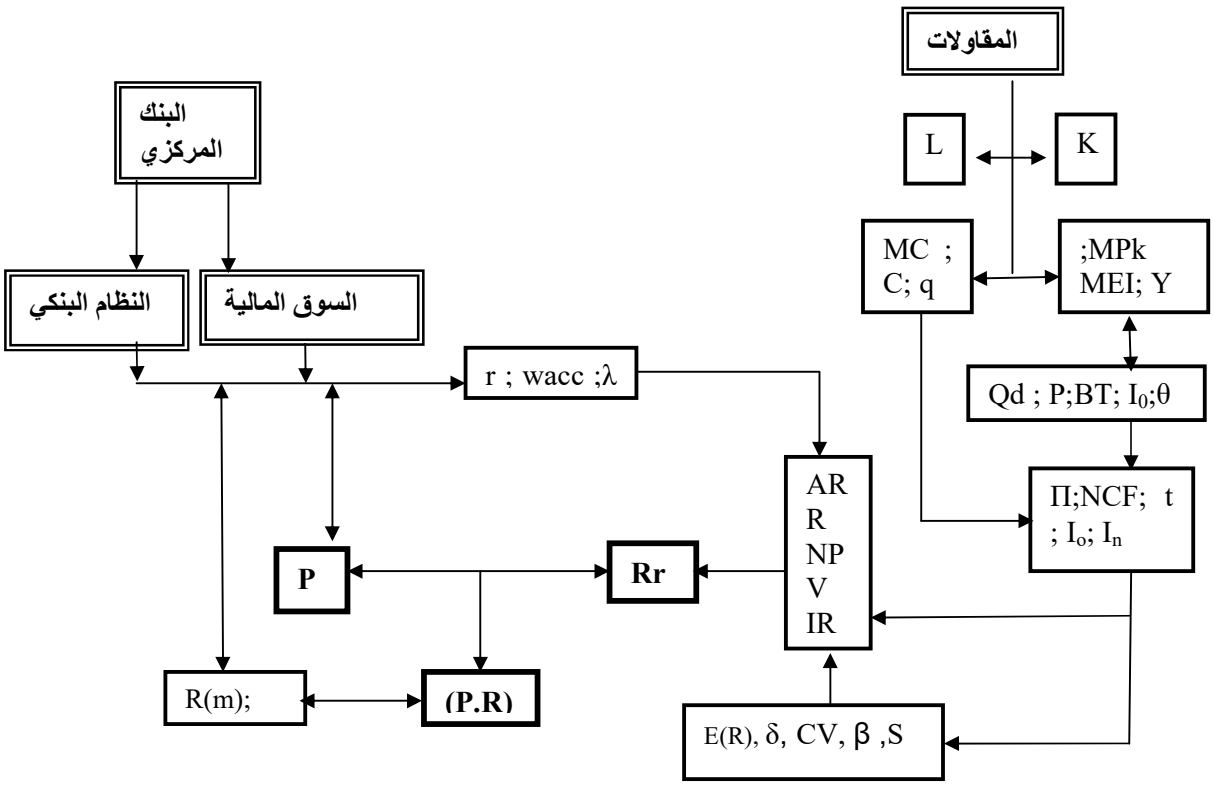
3- الاعتماد على تغيرات عوائد السوق بشكل كلي في تفسير تغيرات عائد الاستثمار، وهو الأمر الذي يعتبره الواقع العملي غير كاف إذ تفسر تغيرات السوق حوالي *55%* من تغيرات عائد الاستثمار[1]، في حين تعود النسبة الأخرى *45%* لعوامل مثل حجم الاستثمار والمؤسسة القائمة به، والعائد التاريخي.

ثانيا: نماذج بديلة: وجدت عدة نماذج بديلة لتقييم الاستثمارات وتحديد تكلفة رأس المال المعدلة بعامل المخاطرة أهمها: نموذج **تقييم الأصول بالمراجحة** *arbitrage pricing theory (APT)*، الذي يلغي الحاجة إلى محفظة مرجعية، ولكنه يتطلب تحديد العوامل المؤثرة بعائد الأصل وحساسيته تجاه مختلف العناصر.

ورغم هذه الانتقادات يبقى نموذج تقييم الأصول الرأسمالية الأكثر استخداما في تقييم المؤسسات والمشاريع، ويبقى مفيدا وإن لم يكن كاملا[2].

الفرع الخامس: تكوين معدل عائد المشاركة وعلاقته بالمتغيرات الإقتصادية والأعوان الإقتصاديين: من خلال ما سبق وباختصار كل المتغيرات المرتبطة بمعدل عائد المشاركة كمؤشر لنموذج اقتصاد المشاركة، يمكن إعداد المخطط التالي:

الشكل(*19*): نموذج بناء مؤشر التمويل في الاقتصاد الاسلامي (معدل عائد المشاركة)



المرجع: من إعداد الطالب بناء على ما سبق

[1] -Massoud Mussavian: **évaluation de risque: L'Alternative du modèle (APT) ; l'art de la finance** : **Op. Cit**. p 20.
[2] - Jacky koehl **: Op.cit**.P60.

حيث:

K ; L: الكميات من العمل ورأس المال على التوالي (قيمة المدخلات) ، **MPk**: الإنتاجية الحدية لرأس المال (بالتركيز على عنصر رأس المال)؛

MC ; C: التكلفة الكلية والتكلفة الحدية على التوالي؛

q: نسبة q لتوبن (Tobin's q) نسبة قيمة رأس المال إلى القيمة الاستبدالية له المرجع فيها هو q=1 ؛

Qd ; P;BT; I_0;θ: اهتلاك رأس المال، الاستثمار المبدئي، رقم الأعمال، سعر المخرجات، الكمية المطلوبة على التوالي؛

Π;NCF; t ; I_o; I_n: قيمة الاستثمار نهاية الفترة، قيمة الاستثمار بداية الفترة، الزمن، صافي التدفق النقدي Net cash flow، الربح، على التوالي؛

ARR و NPV و IRR: معدل الربح المحاسبي، صافي القيمة الحالية ، معدل العائد الداخلي على التوالي (وهي معايير التقييم في حالة التأكد) ؛

E(R)و δ و CV و β و S : التوقع الرياضي، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل β لمخاطر السوق، معامل الحساسية، على التوالي (مقاييس المخاطرة تؤخذ بالاعتبار في معايير التقييم).

والمتغيرات السابقة تتحدد من خلال القطاع الحقيقي وتفاعلها للوصول لمعدل العائد **Rr** وتمثل جانب الاستثمار.

Rr: معدل العائد Rate of return (هو نفسه الكفاءة الحدية لرأس المال وأفضل مؤشر له هو معدل العائد الداخلي مع اعتبار المخاطرة) وهو المكون الحقيقي لمؤشر اقتصاد المشاركة البديل للفائدة؛

α. λ; r ; wacc: علاوة المخاطرة، معامل الرفع المالي ، التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (weighted average cost of capital)، معدل العائد الأدنى المطلوب من البنك الاسلامي (تكلفة الفرصة البديلة –في اقتصاد مختلط ممكن أن تكون الفائدة مع معامل الخطر وفي اقتصاد سلامي كامل هي العائد من محفظة السوق المعدل بالمخاطرة)؛

Pr: معدل المشاركة في الربح (المكون النقدي لمؤشر اقتصاد المشاركة البديل للفائدةللأخذ بالإعتبار وجهات نظر الممول والمقاول)؛

(PR): معدل عائد المشاركة بتفاعل معدلي العائد Rr والمشاركة Pr وهو المؤشر البديل للفائدة؛

R(m) ; Rf: معدل العائد الخالي من الخطر ومعدل عائد السوق (محفظة السوق) كمرجع (benchmark) لمؤشر معدل عائد المشاركة.

المتغيرات السابقة تتحدد في النظام المالي عموما وبتفاعلها يتحدد حجم الادخار ومكوناته النسبية وتساهم في تشكيل معدل المشاركة **Pr** .

ومن خلال تحديد معدل عائد المشاركة يمكن تحديد موقف (العائد والتكلفة) كل الأعوان الإقتصاديين في نموذج اقتصاد المشاركة، أما التوازن والآليات الكلية بالنموذج فهي موضوع الفصل الثالث.

خلاصة الفصل الثاني

من القرارات المتعلقة بمهمة توفير الأموال تحديد مصدر التمويل في ظل ندرة هذه الأموال، وتفاوت درجة تكلفتها وكذلك تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل.

وتحديد نسبة التمويل من كل مصدر، حيث أن عملية حساب تكلفة الأموال تكتسي أهمية كبيرة على مستوى الإدارة المالية في المؤسسة ومجموع التكاليف النسبية أو التكلفة الوسطية المرجحة، فهي تهدف أساسا إلى مقارنة تكلفة مصدر التمويل والعائد المتوقع من هذا المصدر، وبالتالي فإنه قبل عملية اختيار أي اقتراح استثماري فلابد من حساب تكلفة هذا العنصر والمفاضلة بينه وبين الاقتراحات الأخرى وكذلك المصادر الأخرى من مصادر التمويل.

إن الاستعاضة بنظام وآلية الربح المتوقع في الأرباح بدلاً عن نظام الفائدة يمنح أصحاب الودائع الادخارية والاستثمارية حقاً في الحصول على حصة محددة من أرباح استثمارات المصرف بدلاً من أن يتعهد لهم المصرف بعائد ثابت في صورة فائدة، كذلك بالنسبة للمستلفون فإنهم سوف يتعهدون للمصرف بحصة من الأرباح التي يحققونها وهذا يجعل من البنك الإسلامي في وضع الشريك بالنسبة للعميل وليس فقط وسيطاً مقرضاً له.

ومن خلال التمويل التشاركي في حالة التمويل الإسلامي توجد عدة مداخل من أجل حساب التكلفة المرجحة للأموال، ولكل منها إيجابيات وسلبيات، ويبقى على كل مؤسسة اختيار أحسن طريقة والتي تناسب وضعية نشاطها وذلك على مستوى القطاع الذي تنشط فيه كل مؤسسة.

هذا يعني أن توجيه الاستثمارات وفقاً لنظام المشاركة لا يتم على أساس قدرة المقترض وإنما على أساس سلامة المشروع وقدرة الشريك في تنظيم العمل والإهتمام بتمويل زيادة عائدات الاستثمار وتحقيق أفضل مستويات الأرباح، وليس فقط برد رأس المال وفائدته، وهذا بدوره يؤدي للمزيد من الاهتمام والحرص وكسب الخبرة لتعظيم الإنتاجية كما يؤدي لتنظيم مصلحة الطرفين.

الفصل الثالث: التوازن الكلي
بين النموذج الاقتصادي
الرأسمالي واقتصاد المشاركة

تمهيد الفصل الثالث

إن العائق الأكبر في سبيل تحقيق الاستقرار ونمو الاستثمارات وزيادة مستوى التشغيل والتوظف في الاقتصاد هو وجود سعر الفائدة والاعتماد عليه كمحدد للاستثمارات وكأداء للسياسات الاقتصادية في معالجة الإختلالات الاقتصادية، وتحقيق هذا التوازن بإزالة سعر الفائدة ووضع بديل آخر له هو الأرباح الحقيقية الصافية كمتغير اقتصادي كلي.

التوازن الكلي في اقتصاد المشاركة يسهم على المستوى النظري في تعميق دراسة الاقتصاد الكلي الإسلامي، وعلى المستوى التطبيقي تحديد المدى الذي يمكن من خلاله الاعتماد على آلية اقتصاد السوق في تحقيق التوازن الكلي، والحاجة للسياسات النقدية والمالية، وآلية التوازن الكلي تمثل الأساس في التحليل الاقتصادي الكلي، ويهدف البحث إلى تحديد عوامل الحركة التوازنية في الاقتصاد الكلي في ظل ضوابط ومبادئ اقتصاد المشاركة، انطلاقا من فرضية أن الاقتصاد الإسلامي ينطوي على آليات تتسم بالفعالية الكافية لدفع حركة المؤشرات الاقتصادية الكلية باتجاه التوازن الكلي للدائرتين الحقيقية والنقدية.

الإضافة هي بناء نظرية لمعدل العائد في اقتصاد إسلامي، يتم فيها تحليل العلاقات السلوكية لقطاع الادخار والاستثمار والقطاع النقدي، وبناء نموذج كلي يتحدد فيه معدل العائد في الاقتصاد الإسلامي بناء على السلوك الادخاري والاستثماري ومبادلة الخطر بالعائد للوحدات الجزئية في الاقتصاد والتوازن للعائد الحقيقي والنقدي القصير والطويل الأجل، كما يتم فيه تحليل كيفية توازن هذا العائد، ضمن نموذج مالي إسلامي له أدواته وعلاقاته السلوكية التي يتم بموجبها تحديد معدل العائد الذي يكون بديلا للفائدة ويمارس وظائفها.

من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: النموذج الاقتصادي الكلي الرأسمالي القائم على الفائدة

المبحث الثاني: خصوصيات النظام الاقتصادي الإسلامي الكلي وأثرها على الأسواق الكلية

المبحث الثالث: تقييم فاعلية نموذج معدل عائد المشاركة في التوازن الكلي والسياسات النقدية والمالية

المبحث الأول: النموذج الاقتصادي الكلي الرأسمالي القائم على الفائدة

يمثل معدل الفائدة مؤشرا محوريا في النظرية الرأسمالية، رغم أن دوره محل نقاش في سبيل تحقيق الاستقرار ونمو الاستثمارات وزيادة مستوى التشغيل والتوظف في الاقتصاد، والاعتماد عليه كمحدد للاستثمارات وكأداة للسياسات الاقتصادية في معالجة الإختلالات الاقتصادية، وهو ما سيتم تناوله ونقده من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: النموذج الاقتصادي التقليدي (الكلاسيكي)

المطلب الثاني: نموذج التوازن العام في الفكر الكينزي

المطلب الثالث: نموذج هيكس- هانسن *IS-LM* للتوازن الكلي

المطلب الخامس: أثر التضخم والانكماش المتوقع للأسعار على سعر الفائدة والدخل

المطلب الأول: النموذج الاقتصادي التقليدي (الكلاسيكي): يعتبر الفكر التقليدي هو الرائد في تحليل العلاقة بين المتغيرات الإقتصادية، كما وضع الملامح الأولى لنموذج متكامل للتوازن الإقتصادي.

الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية في الإنتاج والنقود: الفكر الكلاسيكي يقوم على الفصل بين نظرية القيمة والنظرية النقدية، حيث تتعلق الأولى بالأسعار النسبية في حين تتعلق الثانية بالمستوى العام للأسعار أو بقيمة النقود نفسها.

أولا: فرضيات التحليل التقليدي: بالنسبة لهذا التحليل فإن الأسعار النسبية تحددها عوامل الطلب والعرض الحقيقية بالنسبة لكل سلعة من السلع، في حين أن المستوى العام للأسعار تحدده كمية النقود وسرعة تداولها، إن هاتين الخاصيتين للفكر الكلاسيكي قامتا على أساس مجموعة من الفروض الاقتصادية التي افترضها الكلاسيك في تحليلهم الاقتصادي في الاقتصاد، وهي:[1]

1- توافر شروط المنافسة الكاملة في أسواق السلع النهائية والخدمات ويترتب علي ذلك عدم قدرة بائعي هذه السلع والخدمات على السيطرة على أسعارها، بل أن التفاعلات في الأسواق هي التي تحدد الأسعار والأجور؛

2- مرونة الأسعار والأجور التي تؤدي دائما بالاقتصاد إلى التوازن التلقائي عند مستوى التوظيف الكامل؛

3 - استحالة حدوث حالة عامة من العجز في الطلب أو فائض في الإنتاج، لأن العرض دائما يوجد الطلب عليه، وهو ما يعرف بقانون المنافذ لساي في الأسواق.

4- أن حجم الإنتاج يتحدد بعوامل حقيقية تتمثل في المقدار المتوفر من وسائل الإنتاج الحقيقية طبيعية كانت أو بشرية، وأن حجم الإنتاج هذا يكون عند مستوى التشغيل الكامل، ومن ثم ليس له تأثير على الادخار والاستثمار.

ثانيا: الإنتاج وحيادية النقود: والتقليديون يرون أن حجم الإنتاج يتحدد وفقا لعوامل حقيقية، هي وسائل الإنتاج الحقيقية سواء كانت بشرية أو موارد طبيعية أخرى، ولا أثر للنقود في تحديد حجم الإنتاج والاستخدام ونسب التبادل بين السلع والخدمات في السوق في التحليل التقليدي طالما أن كل ذلك يتحدد بعوامل حقيقية، وتؤثر النقود فقط في المستوى العام للأسعار،[2] فهي تسهل عملية التبادل بين السلع الحقيقية والخدمات في السوق، وهذا معنى القول أن النقود مجرد حجاب

[1] - هند عبد الله حسن، **التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي**، دكتوراه في الإقتصاد، غير منشورة، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، 2008: ص26.

[2] - صالح تومي، **مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي: مع تمارين ومسائل محلولة**، دار أسامة، الجزائر، 2004، ص93.

لعمليات تبادل حقيقية أو عينية أو أنها عربة لنقل القيمة، فالنقود عبارة عن وسيلة مبادلة ومقياس للقيمة وليس لها أي وظيفة أخرى في الاقتصاد.

وأهمل التقليديون وظيفة النقود كمخزن للقيمة أي كقوة شرائية عامة يمكن الاحتفاظ بها لمدة من الزمن قصرت أو طالت، مما يؤدي إلى نتائج بالغة الأهمية بالنسبة لمستوى الاستخدام والإنتاج ، فقد أهملوا دور النقود كمستودع للقيم وإمكانية أن يحتفظ الأفراد بجزء منها لمواجهة احتمالا ت غير متوقعة مستقبلا، ولفهم المنظور الكلاسيكي للنقود فإن هناك مدخل مهم وهو مدخل معادلة المبادلات أو نظرية كمية النقود لفيشر:[1] $[MV = PT]$

حيث: M : كمية عرض النقد ؛ V : سرعة دوران النقود؛

P : الرقم القياسي لأسعار السلع التي يتم التعامل بها ؛ T: هي حجم المعاملات

ومعادلة التبادل إنما هي حقيقة بديهية وهي تحدد المستوى العام للأسعار ومستوى الناتج الحقيقي، واستخلص التقليديون من هذه المعادلة مجموعة نتائج؛ وهي أن الأسعار تعتمد علي كمية النقود وأن التغير في السعر يكون بنفس نسبة التغير في كمية النقود، ويتحقق التوازن في سوق النقود عندما يتساوى الطلب على النقود مع عرض النقود.

الفرع الثاني: النظرية الكلاسيكية في التوظيف والأجور: يعتبر التقليديون الإنتاج دالة في قوة العمل والموارد الطبيعية، فلو فرض أن الإنتاج دالة في قوة العمل وأن بقية العوامل الأخرى ثابتة فيمكن القول أن الإنتاج سيزداد في البداية مع زيادة عنصر العمل، ولكن هذه الزيادة ستكون بمعدل متناقص(ظهور قانون تناقص الغلة) إلى أن تصل إلى حد معين تتوقف بعده الزيادة، وقد يأخذ الإنتاج بعدها في الانخفاض، حيث تظهر دالة الإنتاج الكلية في منحنى مقعر مشيرا إلى تزايد ثم ثبات ثم تناقص الناتج الحدي للعمل.

أولا: سوق العمل: إن عرض العمل يعتمد على مستوى الأجر الحقيقي، لهذا فإن التوسع في زيادة عدد العمال لابد أن يصاحبه زيادة في الأجر الحقيقي لإغراء العمال بزيادة عرض العمل والعكس صحيح.

ويتوقف الطلب على العمل على الإنتاجية الحدية للعامل، فلو وجدت المنشأة أن زيادة العمال ستؤدي إلى زيادة الإنتاج وبالتالي زيادة الإيراد الكلي زيادة أكبر من الأجور المدفوعة فسيكون من المربح زيادة الطلب على العمالة في مرحلة زيادة الغلة، ولكن مع زيادة الاستخدام وظهور ظاهرة تناقص الغلة ؛ فإن ذلك يؤدي إلى تناقص الإنتاجية الحدية للعامل وعندما يصل حجم العمالة في المنشأة إلى النقطة التي يتساوي فيها الإنتاج الحدي للعامل مع الأجر الحقيقي المدفوع له تتوقف المنشأة عندها عن توظيف المزيد من العمالة.

ثانيا: الأجر الحقيقي ومستوى التوظيف: وعند أي مستوى من الأجر الحقيقي ستجد المنشأة أن مستوى التوظيف الذي تعظم فيه الأرباح هو ذلك المستوى الذي يتحقق عنده التعادل بين الإنتاجية الحدية للعامل والأجر الحقيقي، ولما كانت الإنتاجية الحدية تتجه نحو التناقص مع زيادة وحدات العمل فإن الكمية المطلوبة من العمل ستتجه إلى التزايد مع الانخفاض في معدل الأجر الحقيقي وسيتحقق التوازن في سوق العمل عندما تتساوى الكمية المطلوبة مع المعروضة.[2]

والطلب على العمل يرتبط بالإنتاجية الحدية عند المستويات المختلفة في التوظيف، أما عرض العمل ففي علاقة طردية بالأجر الحقيقي، ويتحقق التوازن في سوق العمل عند النقطة حيث مستوى التوظيف الكامل ومستوى أجر حقيقي معين

[1]- Keith Bain and Peter Howells, **Monetary economics, policy and its theoretical basis,** palgrave McMillan, Hampshire, UK, 2003. P97.

[2] – صالح تومي، **مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سابق**: ص117.

ولأن النظرية الكلاسيكية تفترض المنافسة الكاملة؛ فإن ارتفاع معدلات الأجور عن w/p وما يترتب عليه من حدوث فائض عرض في سوق العمل المسألة تؤدي إلى تنافس العمال فيما بينهم في سوق العمل مما يؤدي إلى تخفيض الأجور[1].

الفرع الثالث: التوازن في النموذج الكلاسيكي وسوق رأس المال: لتوضيح كيف يتحدد المستوى الفعلي للناتج وسوق رأس المال (ومثلها سوق العمل التوظيف والأجور الحقيقية) والمستوى العام للأسعار أي لتحديد التوازن العام في الفكر الكلاسيكي.

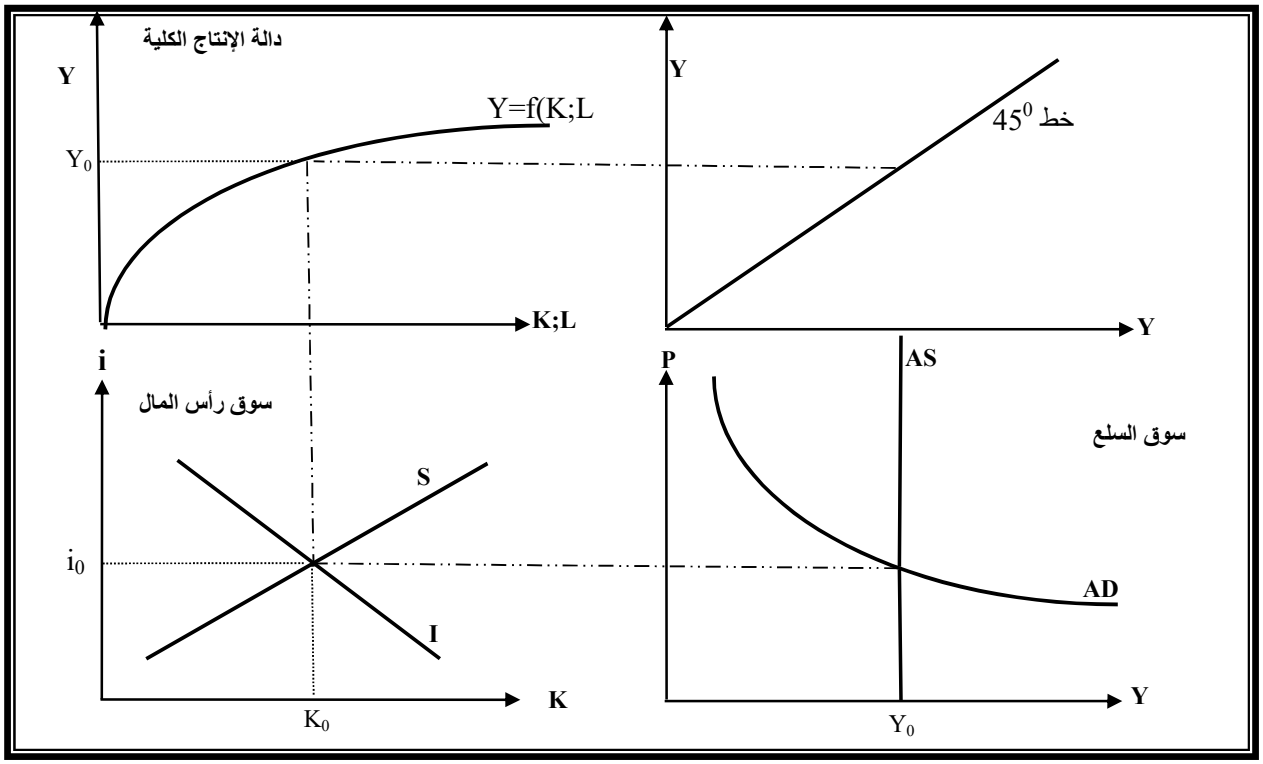
أولا: إجمالي توازن المتغيرات في النموذج الكلاسيكي: يجمع التوازن العام بين بين مفاهيم التوازن في سوق رأس المال والتوازن في سوق العمل مع سوق السلع والخدمات (الإنتاج) وعليه فإن النموذج التقليدي يتضمن كل من معادلة الإنتاج الكلية ومعادلتي عرض والطلب على رأس المال أو عنصر العمل (سوقي العمل ورأس المال) ومعادلتي عرض الإنتاج الكلية والطلب الكلي، فيما يخص الناتج وسوق رأس المال يمكن توضيحه من خلال المعادلات التالية: $y = f(K,L)$

$$S_K = S_K(i), D_K = D_K(i)$$
$$[DK = SK]$$

المعادلة الأخيرة تشير إلى أن سوق رأس المال يكون في حالة توازن دائم وأن هذا التوازن يتحقق عند مستوى الإدخار والإستثمار المحدد.

يمكن توضيح التوازن العام بين دالة الإنتاج وسوق السلع والخدمات (العرض والطلب الكلي)، وسوق رأس المال من خلال الشكل التالي:

الشكل (20): التوازن العام في الفكر التقليدي



المرجع: هند عبد الله حسن، **التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي:** دكتوراه في الإقتصاد، غير منشورة، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، *2008*، ص*53*.

[1] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق:** ص50.

يوضح الشكل كيف يتحقق التوازن في النموذج التقليدي، الجزء العلوي الأيسر من الشكل هو عبارة عن دالة الإنتاج الكلية(دالة في عوامل الإنتاج: العمل ورأس المال)، وفي سوق رأس المال يتحدد التوازن بين الإدخار والإستثمار من خلال معدل الفائدة، (في سوق العمل حيث يتحدد الأجر الحقيقي).[1]

وبتحويل مستوى ناتج التوازن Y على المحور العمودي إلى المحور الأفقي في الجزء السفلي الأيمن في الشكل تبعا للخط المتقطع المار بخط 45 درجة ؛ فإنه يستنتج منحنى العرض الكلي والطلب الكلي من الشكل بالخط العمودي AS (مستوى التشغيل الكامل) وعند مستوى ناتج yo، وعندها كذلك التوازن في سزق رأس المال (الجزء السفلي الأيسر) حيث الإدخار والإستثمار من خلال معدل الفائدة.

ويكتمل النموذج بالنظرية النقدية للطلب الكلي(الجزء السفلي الأيمن) التي يمكن بواسطتها استنتاج علاقة بين المستوى العام للأسعار وبين الناتج الدخل الحقيقي AD وهذا المنحنى يوضح توليفات من المستوى العام للأسعار ومن الناتج التي تحقق التوازن في سوق النقود، فعلى طول هذا المنحنى فإنه عند جميع توليفات المستوى العام للأسعار والناتج التي يوضحها هذا المنحنى، فإن طلب النقود يكون مساويا لعرض النقود (حيادية النقود وتأثيرها فقط على المستوى العام للأسعار).

وعند النقطة التي يقطع عندها الطلب الكلي الذي يمثل التوازن في سوق النقود منحنى العرض الكلي الذي يمثل التوازن في سوق السلع والخدمات يتحدد المستوى العام للأسعار الذي تكون عنده جميع الأسواق في حالة توازن في نفس الوقت.

وعند المستوى العام للأسعار الموافق فإن الاقتصاد يكون على منحنى AD وهي تعني أن سوق النقود في حالة توازن، كما أن الاقتصاد الوطني يكون على منحنى AS وهذا يعني أن سوق العمل كذلك في حالة توازن.[2]

ثانيا: نتائج التحليل الكلاسيكي: يمكن أن يخلص إلى النتائج أو المسلمات التي توصل إليها الفكر التقليدي في تحليلهم للتوازن الكلي أو العام في الاقتصاد وذلك في النقاط التالية:

1- خلص التقليديون إلى أن العرض الكلي لابد أن يساوي الطلب الكلي دائما، وعند أي مستوى من مستوياته حيث أن العرض يخلق الطلب المساوي، له وهو ما يعني توافر شرط التوازن الكلي للاقتصاد وعدم تصور إمكانية حدوث أزمة اقتصادية عامة سواء كانت ناتجة عن زيادة العرض الكلي عن الطلب الكلي (أزمة إفراط إنتاج) أو كانت ناتجة عن زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي (أزمة نقص إنتاج) ؛

2- أن العرض يتجه بالاقتصاد ناحية التشغيل الكامل وهذه نتيجة منطقية للأولى فما دام الإنتاج يجد المنافذ له فإنه لن توجد عوائق أمام المنتجين في زيادة حجم الإنتاج في كافة المجالات، وهو ما يجعلهم يوسعون في الطاقة الإنتاجية باستمرار حتى يتم تشغيل كافة الموارد الاقتصادية المتاحة.

المطلب الثاني: نموذج التوازن العام في الفكر الكينزي: عموما فإن التحليل الكينزي يشكل أحد أعمدة النظرية الاقتصادية الكلية إذ جاء كينز ليطرق أبوابا جديدة في مجال التحليل الاقتصادي ويستخدم في تحليله أفكارا جديدة في المجتمع كالناتج الوطني والدخل الوطني والإنفاق الكلي وارتباطها بالمتغيرات الاقتصادية الأخرى كالاستهلاك والادخار والاستثمار.

الفرع الأول: المعالم الأساسية للنظرية الكينزية في الدخل والتوظيف: تتميز نظرية كينز بكونها نظرية عامة تبحث في كيفية تحديد مستوى الدخل والإنتاج والاستخدام في اقتصاد نقدي.

---

[1] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**: ص52.

[2] – هند عبد الله حسن، **المرجع نفسه**، ص54.

أولا: الأفكار الأساسية لكينز: إن أهم ما استهدفه كينز مسألتان هما:

1 - توضيح نقاط الضعف والقصور في النظرية التقليدية من خلال كشف التناقضات الكامنة فيها؛

2- وضع نظرية بديلة تفسر الكيفية التي يتحدد بها مستوى الاستخدام حيث بين كينز في نظريته أنه إذا كانت النظرية الكلاسيكية في الاستخدام لا تنطبق إلا في حالة الاستخدام التام فقد استطاع أن يضع نظرية في الاستخدام تنطبق على جميع الحالات سواء حالة الاستخدام التام أو عدم الاستخدام الشامل.

يؤكد كينز على الاستهلاك والاستثمار والادخار وعلى العوامل النقدية وأهمها سعر الفائدة (يتحدد في سوق النقود)، وعلى التوقعات كعوامل إستراتيجية هامة في تحديد مستوى الدخل، وتأتي عمومية نظرية كينز في بحثها لجميع مستويات الاستخدام بما فيها مستوى الاستخدام التام الذي يرى أنه حالة تقليدية خاصة فقط وكذلك في اعتبارها التوازن التقليدي في مستوى الاستخدام، كما تأتي عمومية النظرية من أنها تبحث متغيرات كمية كلية متمثلة بحجم الاستخدام والدخل والإنتاج في الاقتصاد ككل.

ثانيا: الإفتراضات الأساسية لكينز: فالفرضيات الأساسية التي استندت عليها النظرية الكينزية في مجال الاستخدام والدخل ما هي إلا بمثابة انتقادات للأسس التي استندت عليها النظرية الكلاسيكية، وتلك الفرضيات يمكن إجمالها بما يلي:[1]

– إنطلق كينز في نظرية الاستخدام من القول أن الحالة التي تسود الاقتصاد دائما وأبدا والتي تمثل الوضع الطبيعي في جميع الاقتصاديات هي حالة عدم الاستخدام الشامل وهذا هو ما يعني بأن كينز اعترف بإمكانية ظهور حالة البطالة القسرية في الاقتصاد؛

– إعتقد كينز أن القوى العاملة ليست هي المحدد الأساسي للإنتاج في المجتمع بل قد يؤدي رأس المال أو العامل التقني دورا فعالا في هذا المجال خاصة، في المدى الطويل كما أوضح أن الأجور ليست هي المحدد الأساسي للاستخدام إنما هنالك عوامل أخرى نفسية واجتماعية كما أوضح أن الأجور ليست على درجة من المرونة التي افترضها التقليديون بحيث تعتبر أداة يمكن تحريكها لإعادة التوازن بين عرض العمل والطلب عليه ؛

– أكد كينز رفضه الكامل لقانون (ساي) في الأسواق الذي ينص على أن العرض يخلق الطلب عليه وأن الأساس في النشاط الإقتصادي هو ما أسماه بالطلب الكلي الفعال ويعني بذلك قيمة الطلب الكلي على السلع والخدمات عند تعادله مع قيمة العرض الكلي للسلع والخدمات، ومن خلال هذا المفهوم للطلب الفعال فإنه يعبر عن الإنفاق الكلي على السلع والخدمات من جانب عمليات الشراء وعن عملية مبيعات السلع أو قيمة الناتج والدخل الوطني من جانب عمليات البيع، ومن ثم فإن التوظيف دالة في الدخل يزيد بزيادته وينقص بنقصانه؛

– أوضح كينز أن الادخار لا يساوي الاستثمار دائما وفي كل وقت لاعتقاده أن الجماعات التي تقوم بالادخار ليست هي بالضرورة التي تقوم بالاستثمار، كما أوضح أن المدخرات لا تتحول إلى استثمارات مباشرة وإنما قد يكون هناك فاصل زمني بينهما، فما يحصل عليه الأفراد من مداخيل مقابل ملكيتهم لعناصر الإنتاج ليس من الضروري أن يتم إنفاقه في نفس الفترة بل قد يدخر جزءا منها وقد يؤدي ذلك إلى حدوث إختلالات في النشاط الاقتصادي؛

– أعتبر كينز أن حالة المنافسة الكاملة التي استند إليها التقليديون في بناء نظريتهم في مجال الإستخدام ليس لها وجود في الحياة العملية وإنما تمثل حالة نظرية ليس إلا؛

[1] - صالح تومي، **التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سابق**:ص ص180-183.

– اعتقد كينز أن الدولة تستطيع أن تصل إلى مستويات مرتفعة من العمالة عن طريق زيادة إنفاقها القومي الاستهلاكي والاستثماري، لذلك فقد دعى إلى ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، فالتدخل أصبح ضرورة ملحة في الوقت الحاضر نتيجة للتقلبات العنيفة والحادة التي تمر بها معظم اقتصاديات العالم؛

– يعرف كينز سعر الفائدة بأنه العائد نظير التخلي عن السيولة، حيث أن سعر الفائدة في حد ذاته هو النسبة المئوية بين مبلغ من النقود وبين ما يمكن الحصول عليه بسبب التخلي عن حيازة النقود واستبدالها لفترة زمنية معينة، ومن هنا فإن سعر الفائدة عند كينز هو جزاء أو مكافأة عن التخلي عن السيولة لفترة زمنية معينة، وهو ثمن التفضيل النقدي على غيره من الموجودات الأخرى، ولهذا السبب فهو يلعب دورا مهما في تحديد مستوى الإنتاج والاستخدام، وهو لا يتحدد نتيجة تفاعل قوى الاستثمار والادخار وإنما للطلب على النقود وعرض النقود؛[1]

– لم يقبل كينز اعتبار النقود بأنها وسيط للمبادلة فقط، فقد أكد أن للنقود وظيفة أخرى مهمة غير كونها وسيطا للمبادلة، وهي كونها مخزن للقيمة وبهذا فقد جعل النقود محركا مهما في التغير في مستويات الدخل والإنتاج والاستخدام.

ثالثا: ركائز التحليل الكينزي: من التحليل السابق فإن نظرية كينز تركز على النقاط الثلاث التالية:

1 - تحلل الدخل والاستخدام عن طريق الطلب الفعال، ويعرف أن هذا الطلب قد لا يكون كافيا لتصفية السوق من الإنتاج الكلي وأن مستوى التوازن للاستخدام قد يكون دون المستوى الكامل؛

2– تقلل من أهمية سياسة مرونة الأجور والأسعار كعوامل مهمة في توجيه النشاط الاقتصادي؛

3– أهمية السوق النقدية والدائرة النقدية تتحدد من خلال العرض والطلب على النقود وفيها يتحدد معدل الفائدة التوازني، من خلال الطلب لغرض المضاربة؛

4– تبرهن على أن الاقتصاد لا ينظم نفسه تلقائيا، وأن التدخل الحكومي يصبح ضرورة في ظل هذه الظروف لإعادة الاقتصاد إلى وضعه الصحيح ، وللنقود دور مهم في تحقيق ذلك.

الفرع الثاني: مفهوم ومكونات الطلب الفعال *effective demand* عند كينز : إن توازن الاقتصاد يعتمد على تحقيق التعادل بين الطلب الكلي والعرض الكلي.

ويتحقق هذا التعادل عندما يتساوى مجموع الطلب الاستهلاكي، والاستثماري، والحكومي، وصافي التعامل الخارجي مع قيمة الناتج الوطني، وحتى يتم تفسير الأسباب التي تحدد توازن النظام الاقتصادي عند مستوى معين للناتج الوطني؛ فمن الضروري دراسة المكونات المختلفة للطلب الكلي، لمعرفة العوامل المختلفة التي تحدد مستوى كل من ها:

أولا: مكونات الطلب الكلي: في إطار التحليل الكينزي يتكون الطلب الكلي من الإنفاق على السلع والخدمات والإنفاق الاستثماري، وعندما يدمج القطاع الحكومي والتجارة الخارجية في التحليل؛ فإن الطلب الكلي يصبح له أربع مكونات هي: الاستهلاك، الاستثمار، الإنفاق الحكومي، صافي المعاملات الخارجية.

ومفهوم الطلب الكلي المخطط هو مفتاح التحليل في النظرية الاقتصادية الكينزية، فقد أوضح كينز أن المنتجين سوف ينتجون كميات السلع التي تكفي فقط لمواجهة الطلب المخطط من قبل المستهلكين والمستثمرين والحكومة والأجانب، وعلى ذلك فإن الطلب الكلي المخطط هو إجمالي الإنفاق المتوقع على الاستهلاك والاستثمار والحكومة، وصافي الصادرات

[1] - Paul Wachtel, **Macroeconomics**, society of actuaries, USA. 4th edition.1997.P43.

ويحدد مستوى الناتج والعمالة، كما يتأثر تغير الطلب الكلي بكل من الميل الحدي للإستهلاك والميلين الحديين للاستثمار والإدخار.[1]

ثانيا: مبدأ الطلب الفعال: منحنى الطلب الكلي ما هو إلا منحنى استنباطي لا يمثل رقماً محدداً للطلب بل يمثل الطلب الذي سوف ينشأ إذا ما توافرت ظروف معينة، وعلى هذا الأساس يمكن القول أن منحنى الطلب الكلي يمثل أحد الأدوات التحليلية التي يتم اعتمادها في تحديد المستوى النظري للدخل والاستخدام والإنتاج، وهو منحنى يوضح العلاقة بين المبالغ التي تقوم وحدات الإنفاق الرئيسة الموجودة في المجتمع الاقتصادي بإنفاقها عند كل مستوى من مستويات الدخل والإنتاج،[2] أي أنه منحنى يوضح العلاقة بين كل مستوى من مستويات الإنتاج وما يقابله من إنفاق، إذا أخذ بالاعتبار أن كل إنتاج لابد أن يولد دخلاً مساويا له في القيمة، وأن ذلك الدخل لابد أن ينفق لشراء ذلك الإنتاج لهذا يمكن أن ينظر إلى الدخل بوصفه دفقا من الإنتاج أو بوضعه دفقاً من الإنفاق.[3]

الفرع الثالث: النموذج الكينزي في التوازن الاقتصادي العام *Equilibrium in the Keynesian mode* :بعد التعرف على معالم نظرية كينز في الدخل والتوظيف وعلى مفهوم الطلب الكلي مكوناته ومحدداته في الاقتصاد باستخدام هذه المكونات.

إن نموذج كينز البسيط قائم على فرض أساسي بأن مستوى التوازن يتوقف على الدخل، وهو يتوقف على الإنفاق الكلي للاقتصاد على الناتج فإذا لم يكن الإنفاق الكلي على الناتج كافيا لامتصاص مستوى الناتج الذي يتطلب توظيف كل القوة العاملة فإن البطالة تحدث ويصبح إنتاج السلع والخدمات أقل من الممكن ***potential***، ولتبسيط التحليل فإنه يفترض أنه لا توجد مبادلات خارجية ولا قطاع عام أي ينعدم فيه الإنفاق والإيراد الحكومي.

ويقتصر الإنفاق الكلي على إجمالي الاستهلاك والاستثمار، ويقوم التحليل الكينزي لتوازن الدخل الوطني على مجموعة من الافتراضات المبسطة تتمثل في الآتي:

- ثبات المستوى العام للأسعار؛
- الاقتصاد عند مستوى أقل من مستوى التوظيف الكامل؛
- ثبات العرض الكلي لعوامل الإنتاج؛
- سياسة المخزون الأمثل.

فالطلب الفعال هو مجموع الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري المتوقع من قبل قطاع الأعمال عند مستوى التوظيف السائد، والتوازن طبقا لكينز هو حالة تتحقق فيها توقعات قطاع الأعمال، وعندما يكون اقتصاد ما في حالة توازن فإن هذا يعني وجود قوى متوازنة بشكل يجعل المستوى القائم للإنتاج يستمر عبر المستقبل، وهذا يعني عدم وجود ميل لهذا الإنتاج للزيادة أو الانخفاض.

الفرع الرابع: التوازن في القطاع الحقيقي عند كينز: يتحقق التوازن في القطاع الحقيقي (توازن الناتج الدخل) بتعادل الادخار والاستثمار أو بتساوي الطلب الكلي مع العرض الكلي إذا أخذنا بنظر الاعتبار أن العرض الكلي ما هو في

[1] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**:ص65.

[2] - Paul Wachtel,**OpCit,** P75.

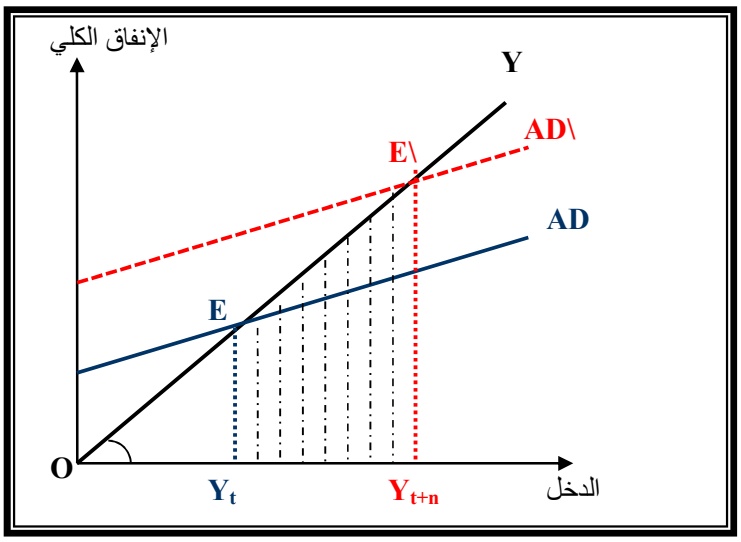
[3] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**:ص64.

الحقيقة إلا الناتج القومي من السلع والخدمات، وإذا ما تحقق التعادل بين ما ينتجه مجتمع معين من السلع والخدمات وبين طلب ذلك المجتمع على تلك السلع والخدمات فإن الاقتصاد ومتغيراته من دخل واستخدام تكون في حالة توازن، ويكون شرط توازن الدخل القومي في هذا النموذج هو: الدخل الكلي= الطلب الكلي؛ أي أن: $Y = C + I$.[1]

أولا: دالة الطلب الكلي: عبارة عن التجميع الرأسي لدالتي الاستهلاك والاستثمار التلقائي، ولذلك يتم تمثيلها بخط مستقيم موازي لدالة الاستهلاك ويبعد عنها بمقدار ثابت يعادل الاستثمار التلقائي حيث ميل دالة الطلب الكلي يساوي ميل دالة الاستهلاك، وتبدأ دالة الاستهلاك من مقدار موجب على المحور الرأسي يساوي الاستثمار التلقائي مضافا إليه الاستهلاك التلقائي.

والشكل التالي يوضح توازن الطلب الكلي (الإنفاق الكلي) والدخل في النموذج الكينزي.

الشكل (21): التوازن الكلي بين الطلب الكلي والدخل لدى كينز



Source; Paul Samuelson, William Nordhaus; **Macroeconomics;** 19th ed, Mc Graw Hill series economics, Quebec, Canada, 2010.P142.

حيث يمثل الطلب الكلي بمجموع طلب الأعوان الاقتصاديين ومنهم الحكومة، أما الدخل فيمثل بخط 45 درجة.

ثانيا: نموذج التدفق الدائري للدخل في اقتصاد من قطاعين بمدخرات $Y=C+S$: يعتبر ادخار القطاع العائلي تسربا في حلقة تدفق الدخل، ويؤدي هذا التسرب إلى اختلال شرط التوازن، إذ يقل الإنفاق الكلي عن الإنتاج الكلي، مما يدفع قطاع الأعمال إلى تعديل خططه وتخفيض الإنتاج ومن ثم انخفاض الدخل النقدي والإنفاق الكلي، ومن ثم وجب إعادة حقن هذا التسرب في تيار الإنفاق مرة أخرى عن طريق إقراضه لقطاع الأعمال لتمويل الإنفاق الاستثماري.

وهذه العلاقة المتوازنة والمترابطة بين الادخار والاستثمار تستلزم قيامهما وتأثرهما بالعوامل نفسها التي تحكمهما وهو ما لا يتحقق حسب النظريات الاقتصادية من خلال معدل الفائدة التي تتحدد وتتأثر بعوامل نقدية خاصة، ويؤدي للتسرب في تيار الإنفاق، ويكون الإنفاق الكلي شاملا لإنفاق القطاع العائلي على الاستهلاك وإنفاق قطاع الأعمال على الاستثمار[2] $Y=C+I$.

---

[1] - منصور الحريب، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، منشورات جامعة الإمام مُحَّد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2011، ص ص: 44-45.

[2] - عبد الباري مُحَّد مشعل، **آلية التوازن الكلي في الاقتصاد الإسلامي**: دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة الإمام مُحَّد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2002 ص278. متوفرة على الرابط:

http://iefpedia.com/arab/ رسالة-دكتوراة-آليات-التوازن-الكلي-في-ا-27621

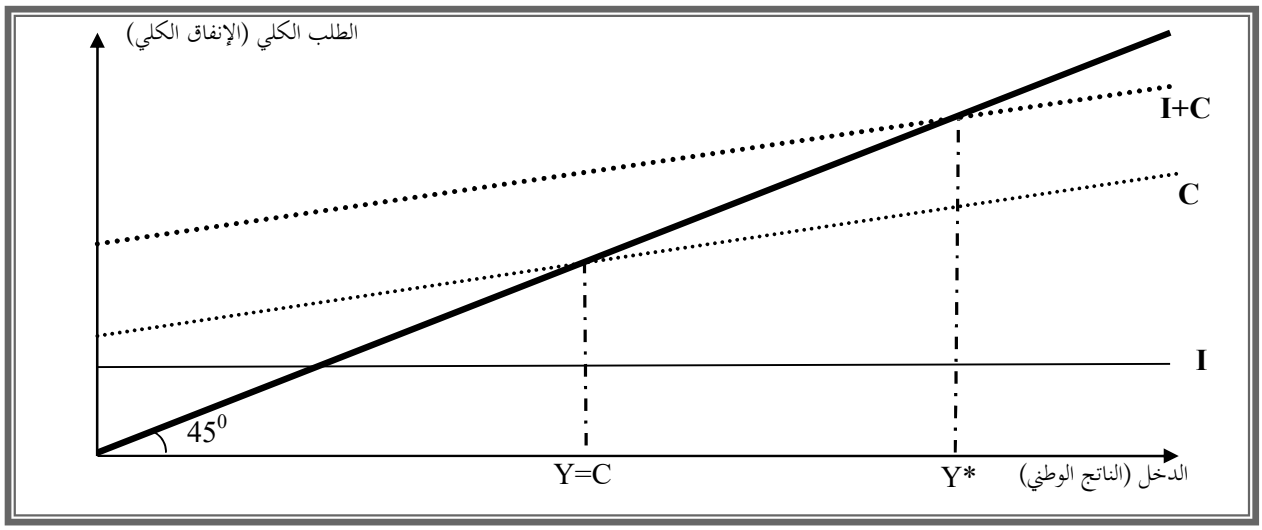
ثالثا: دالة العرض الكلي: يتم تمثيلها بخط *(45)* حيث يعبر العرض الكلي عن قيمة الناتج القومي أو الدخل القومي عند كل مستوى من مستويات الإنفاق الكلي، وحيث أن الناتج الوطني = الإنفاق الكلي = الدخل الوطني، فإن منحنى العرض الكلي يمكن تمثيله بخط مستقيم نابع من نقطه الأصل بميل يساوي الواحد الصحيح أي ينطبق على خط *45* ْ ولذلك يعتبر هو خط العرض الكلي.

يتحقق توازن الدخل عند نقطة تقاطع دالة الطلب الكلي مع دالة العرض الكلي والدخل الكلي خط *45* درجة، وتتحدد عند النقطة حيث يكون مستوى الدخل توازنيا.

وشرط التوازن في هذا الاقتصاد هو تعادل الإنفاق المخطط $C+I$ (=الطلب الكلي) مع الدخل النقدي $C+S$ (=عوائد عناصر الإنتاج =قيمة الناتج الكلي)، وباستخدام مفهوم التسرب والحقن يتحقق التوازن بتساوي الادخار المخطط والاستثمار المخطط، وهذا يعني استثمار قطاع الأعمال قدرا مساويا لمدخرات القطاع العائلي.

والذي يضمن تحقيق التعادل أو التوازن بينهما حسب مفهوم التوازن لدى كينز هو تحقق توقعات قطاع لأعمال، ومن ثم عدم وجود ما يستدعي تعديل التوقعات أو تعديل مستوى الإنتاج أو التوظيف، يمكن توضيح ذلك في الشكل الموالي:

الشكل (*22*): التوازن الكلي عند كينز



المرجع: سلام سميسم، **التوازن الاقتصادي العام في النظام الاقتصادي الوضعي والنظام الاقتصادي الإسلامي**، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2011،ص87.

رابعا: أثر إدخال القطاع الحكومي بالنموذج: إن ما ينتاب آليات الاقتصاد من ضعف في ذاتها أو بسبب البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها يستدعي دعم السياسات الاقتصادية النقدية والمالية لها، ومن هنا الحاجة لتوسيع النموذج ليشمل القطاع الحكومي للنظر في آلية تأثيره على نموذج القطاع الخاص.

حيث بوجود القطاع العام تظهر أنواع جديدة من التسربات من تيار الدخل؛ مثل الضرائب Tx على قطاعي الأعمال والعائلات التي تعتبر تسربا من التيار الدائري للدخل ما لم تعد حقن تيار الدخل في صورة استهلاك حكومي G وتحويلات Tr وهو لب السياسة المالية.

ويتحقق التوازن في هذا الاقتصاد بتساوي مجموع (الإنفاق المخطط=$C+I+G$=الطلب الكلي) مع (الدخل النقدي المخطط= قيمة الناتج الكلي= $C+S+Tx$)، وبمفهوم التسرب والحقن يتحقق التوازن الكلي بتعادل مجموع الإضافات مع مجموع التسربات من تيار الدخل $(S+Tx=I+G)$، وفي حالة ارتكاز التوازن الكلي على التساوي بين الإنفاق الحكومي

وصافي الضرائب مع بقاء الأشياء الأخرى ثابتة فهي حالة توازن الميزانية، وحالة العجز في حالة زيادة الإنفاق الحكومي على صافي الضرائب مع اللجوء لتغطية العجز من خلال الاقتراض وهو ما يحبذه كينز،[1] والعكس في حالة انخفاض الإنفاق الحكومي عن صافي الضرائب بوجود حالة فائض الميزانية.

في هذا الاقتصاد إذا كان الاستثمار متغيرا خارجيا والاستهلاك دالة في الدخل المتاح، حيث تستخدم مضاعفات الإنفاق الحكومي والضرائب في إطار السياسة المالية لتقدير التغير المرغوب في كل منهما، لزيادة الدخل تتوافق مع مستوى التوظيف الكامل،[2] وتكون المضاعفات الموافقة كما يأتي:

الجدول(*15*): دوال المتغيرات والمضاعفات والتوازن في نموذج من ثلاث قطاعات

دوال: الاستثمار، الاستهلاك	$I=I_0 \ ; C=C_0+b.Yd$
الدخل المتاح	$Yd=Y-Tx+Tr$
الإنفاق الحكومي، الضرائب، التحويلات	$G=G_0 \ ; Tx=Tx_0 \ ; Tr=Tr_0$
شرط التوازن	$Y=C+I+G$
مضاعف الإنفاق الحكومي	$dY/dG = 1/ (1-b)$
مضاعف الضرائب	$dY/dTx = -b/ (1-b)$
مضاعف التحويلات	$dY/dTr = b/ (1-b)$
مضاعف الميزانية المتوازنة	$dG=dTx=(1-b) / (1-b)$

المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على:

- أحمد الأشقر، **الإقتصاد الكلي**، الدار العلمية، عمان، 2002، ص 245-250.

وبافتراض ارتباط الضرائب بالدخل يكون هناك تسرب مستحث يعمل على تقليل اثر التغيرات المستقلة على الدخل من خلال أثره على تقليل قيمة المضاعفات الخاصة بالإنفاق الحكومي وصافي الضرائب، ويعني أن الضرائب المرتبطة بالدخل تقلل من أثر المضاعفات على المستوى التوازني للدخل.

والجدول التالي يوضح دوال المتغيرات والمضاعفات والتوازن في نموذج من ثلاث قطاعات:

الجدول(*16*): دوال المتغيرات والمضاعفات والتوازن في نموذج من ثلاث قطاعات مع وجود ضريبة

الضرائب	$Tx=Tx_0+tY$
مضاعف الإنفاق الحكومي	$dY/dG = 1/ (1-b+bt)$
مضاعف الضرائب	$dY/dTx = -b/ (1-b+bt)$

المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على:

- أحمد الأشقر، **الإقتصاد الكلي**، الدار العلمية، عمان، 2002، ص 245-250.

خامسا: أثر إدخال القطاع الخارجي: بإضافة القطاع الخارجي يكون الإقتصاد مفتوحا وتظهر الواردات M كنوع من التسرب من تيار الدخل كما تظهر الصادرات X كنوع من الحقن أو إضافة إلى تيار الدخل، ويتحقق التوازن في هذه الحالة بالتعادل بين الإنفاق المخطط أو الطلب الكلي وبين الناتج الكلي أو العرض الكلي، وبمفهوم التسرب والحقن يتحقق التوازن

[1] - صالح تومي: **مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي**، **مرجع سابق**، ص ص207-208.

[2] - عبد الباري محمد مشعل، **مرجع سابق**، ص ص: 283-284.

بتعادل إجمالي الحقن أو الإضافة مع إجمالي التسرب $(I+G+X=S+Tx+M)$، وفي حالة تساوي الصادرات والواردات مع بقاء الأشياء الأخرى ثابتة يتحقق التوازن في الميزان التجاري.

في هذا الاقتصاد دون قطاع حكومي المضاعفات ذات العلاقة على النحو الذي يوضحه الجدول التالي:

الجدول(17): دوال المتغيرات والمضاعفات والتوازن في نموذج اقتصادي مفتوح من دون الحكومة

دالة الواردات	$M=M_0+mY$
دالة الصادرات	$X=X_0$
مضاعفات التغيرات المستقلة: الاستهلاك، الاستثمار، الصادرات	$1/(1-b+m)$
مضاعف التغيرات المستقلة للواردات	$-1/(1-b+m)$

المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على: موسى آدم عيسى، **التوازن النقدي والحقيقي في الإقتصاد الإسلامي: دراسة نظرية مقارنة بالإقتصاد الرأسمالي**، رسالة دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1990.

ويلاحظ أثر المضاعفات المرتبطة بإضافة المتغيرات المستقلة تدريجيا لدالة الدخل، وأثرها على التوازن العام.

الفرع الخامس: التوازن النقدي في الفكر الكينزي: قرر كينز في نظريته النقدية الحديثة أن التوازن النقدي يتحقق بالتعادل بين الطلب على النقود وعرض النقود، وأن سعر الفائدة يتحدد بهذا التعادل وليس بتعادل الإدخار والاستثمار، ويعني كينز بالطلب على النقود الرغبة في الاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة تفضيلا لها على سائر أنواع الثروة، ويسميه كينز تفضيل السيولة ويتحقق التوازن النقدي في الفكر الكينزي عندما يتحقق التعادل بين الطلب على النقود، كما يحددها حالة التفضيل النقدي وبين الكمية المعروضة من النقود، وتتوقف الكمية المعروضة من النقود على السياسة التي يتبعها البنك المركزي في إصدار النقود، وعندما يتحقق هذا التوازن النقدي يتحدد سعر الفائدة وبمعنى آخر أن تحديد سعر الفائدة هو على أساس تفاعل قوى عرض النقود وقوى الطلب على النقود.[1]

الفرع السادس: تشابك القطاعين النقدي والحقيقي لتحقيق التوازن الكلي: في معظم الإقتصادات تعتبر النقود هي الأساس في تبادل السلع والخدمات، ومن ثم يمكن القول أن القدرة على الإنفاق محدودة بكمية النقود التي بحوزة أعوان الإنفاق، ومخزون النقود M^* هو وسيلة الحصول على الناتج.

أولا: توازن سوق النقود: التحليل المعاصر لمعادلة التبادل $[M*V=Y]$ حيث V عدد مرات استخدام مخزون النقود لشراء السلع والخدمات، و Y الدخل النقدي، ووفقا لصياغة مدرسة كامبردج لمعادلة التبادل فإن 1/v تمثل نسبة من الدخل النقدي المحتفظ بها في شكل نقود، وباستخدام هذه الصياغة يمكن بناء نظرية للطلب على النقود بإعادة كتابة المعادلة كما يلي:[2]

$[M^*=1/V.Y]$ أي : $[M^*=k.Y]$ وحيث $[M^*=M/P]$، وتمثل k نسبة الاحتفاظ بالسيولة وهي مقلوب v الذي يمثل مضاعف النقود، وبمعلومية k وعرض نقود خارجي يمكن تحديد مستوى الدخل النقدي الذي يتحقق عنده التوازن في سوق النقود.

[1] - هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**:ص84.

[2] - موسى آدم عيسى، **التوازن النقدي والحقيقي في الإقتصاد الإسلامي: دراسة نظرية مقارنة بالإقتصاد الرأسمالي**، رسالة دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1990، ص: 33.

الجدول(18): متغيرات والتوازن في سوق النقود

عرض النقود	$Ms=M_0$	دالة الطلب على النقود	$Md=k.Y$
التوازن النقدي	$Ms=Md$	مستوى الدخل التوازني	$Y=M_0/k$
قياس أثر التغير في العرض النقدي:			$dY=d\ (Ms/k)$

المرجع: من إعداد الطالب، واعتمادا على:

- أحمد الأشقر، **الإقتصاد الكلي**، الدار العلمية، عمان، 2002، ص 246.
- عبد القادر خليل، **مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني: إضاءات حول الجهاز المصرفي والسيسات النقدية في تحاليل نظرية ومقاربات كمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص156.

ثانيا: التوازن الكلي في اقتصاد مفتوح: عند التوازن الكلي يجب أن يتحقق التوازن في القطاع الحقيقي في الاقتصاد وفي القطاع النقدي عند المستوى نفسه للدخل النقدي، وهذا هو شرط التوازن الكلي كما يتضح من النموذج الآتي:[1]

الجدول(19): التوازن الكلي في نموذج كينزي في اقتصاد مفتوح

النموذج النقدي		$Y=M_0/k$
نموذج كينز الحقيقي		$Y=Ke(C_0+I_0+G_0-bTx_0+X_0-IM_0)$
	حيث	$Y=C_0+b(Y-Tx_0)\ ;\ Tx=Tx_0\ ;\ I=I_0$
		$G=G_0\ ;\ X=X_0\ ;\ M=M_0\ ;\quad Ke=1/1-b$
التوازن الكلي		$M_0/K=Ke(C_0+I_0+G_0-bTx_0+X_0-IM_0)$

المرجع: من إعداد الطالب، اعتمادا على: أحمد الأشقر، **الإقتصاد الكلي**، الدار العلمية، عمان، 2002، ص ص:154-159.

- موسى آدم عيسى، **التوازن النقدي والحقيقي في الإقتصاد الإسلامي: دراسة نظرية مقارنة بالإقتصاد الرأسمالي**، رسالة دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1990، ص: 286.

يزيد عرض النقود إذا قام البنك المركزي بإصدار نقدي أو خلق نقود ودائع من طرف القطاع المصرفي، غير أن زيادة العرض النقدي لا تحدث تغيرا في مستوى الدخل النقدي إذا قام القطاع العائلي بالإحتفاظ بها إنفاقها في استهلاك المنتجات أو عدم إقراضها لقطاع الأعمال.

ثالثا: التدخل الحكومي وتنظيم سوق النقود: تنظم الحكومة من خلال البنك المركزي خلق الودائع تحت الطلب $\mathcal{D}$ بواسطة النظام المصرفي التجاري عن طريق ضبط متطلبات احتياطي البنوك التجارية r وحجم الاحتياطات $\mathcal{R}$ المملوكة للنظام المصرفي التجاري (الودائع الأولية)، ومن ثم فإن النهاية العظمى للتغير في حجم الودائع تحت الطلب الناجم عن التغير في حجم الاحتياطي تقدر بالمعادلة التالية: $[\Delta D = \Delta R/r]$، ويعرف مقلوب النسبة r بمضاعف الإئتمان $[m = 1/r]$ ، ويمكن للبنك المركزي أن يؤثر في حجم الاحتياطي من خلال أداة السوق المفتوحة.

ومنه فالنموذج الكينزي قائم على المحاور الأربعة التالية:[2]

- يعتمد الناتج الحدي على حجم الاستثمار وامتداداته، فأي مستوى للناتج يتطلب مستوى محدد للاستثمار؛
- الزيادة في الناتج الوطني تتطلب زيادة في كمية النقود؛

[1] - عبد الباري محمد مشعل، **مرجع سابق**، ص285.

[2]- سلام سميسم، **التوازن الاقتصادي العام في النظام الاقتصادي الوضعي والنظام الاقتصادي الإسلامي**، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2011، ص ص: 173-174.

- العلاقة العكسية بين كمية النقود ومعدل الفائدة؛
- العلاقة العكسية بين معدل الفائدة والاستثمار، عن طريق اترابط العلاقة بين معدل الفائدة والكفاءةالحدية لرأس المال، أي كل مستوى للاستثمار يقابل مستوى معين للكفاءة الحدية للاستثمار ويقابلها معدل فائدة معين.

المطلب الثالث: نموذج هيكس هانسن *Hicks – Hansen model*: يقسم النشاط الاقتصادي إلى عدة أقسام لكل منها سوق خاص بها يتحقق لها التوازن بتساوي العرض الكلي والطلب الكلي الخاص بها، هذه الأسواق هي سوق السلع والخدمات النهائية وسوق النقد، وسوق العمل.

الفرع الأول: الاستنتاج الجبري لمعادلة IS: التوازن العام للاقتصاد يتحقق إذا تحقق التوازن لجميع الأسواق في الاقتصاد، فالتوازن العام تبعاً للنظرية الكينزية يتطلب التوازن في الأسواق الثلاث فالإستقرار الاقتصادي الذي يمكن أن يؤمن تلافي التقلبات العنيفة في مستوى الدخل لابد أن ينطوي على تحقيق التوازن النقدي وتوازن الدخل في آن واحد.

إلا أن كينز لم يقدم في تحليله نموذجا واحدا للتوازن يجمع التوازنات الجزئية معاً بحيث يمكن معه معرفة التأثير المتداخل بينها، وقد تم وضع هذا النموذج من قبل (هيكس وهانسن) اللذان لهما الفضل في شيوع فكرة هذه المنحنيات واستخدامها كمؤشرات بيانية لمفهوم جديد لمعنى الاستقرار الاقتصادي.

لاشتقاق منحنى IS ولتبسيط التحليل نفترض أن المجتمع مغلق وبه قطاعين، يتحقق توازن الدخل والناتج عندما يتساوى الطلب الكلي مع العرض الكلي أو الادخار مع الاستثمار، وبافتراض أن دالة الاستهلاك هي دالة خطية في الدخل المتاح وأنها لا تتأثر بسعر الفائدة، فإن هذه الدالة تعطى بالصيغة التالية:[1] $[C = C_a + cY_d \; ; Y = Y_d]$

أما دالة الاستثمار: $[I = I_a - g.i \; ; g > 0]$

إن معادلة IS هي علاقة بين سعر الفائدة والدخل يكون عندهما سوق السلع والخدمات في وضع توازني وعليه سوف ننطلق من توازن السوق الحقيقي لإيجاد هذه العلاقة، فإما نستخدم متطابقة الدخل- الإنفاق أو متطابقة التسرب- الحقن، فلو استخدمنا المتطابقة الأولى نحصل على ما يلي:

$$[Y = C + I = C_a + c.Y + I_a - g.i]$$

$$=> \left[\boldsymbol{Y = \frac{C_a + I_a}{1 - c} - \frac{g}{1 - c}.i}\right] \ldots\ldots (\boldsymbol{IS})$$

الفرع الثاني: الاستنتاج الجبري لمعادلة LM : إن منحنى LM هو المنحنى الذي يحوي التوفيقات من الدخلY وسعر الفائدة i التي يتساوى عندها عرض النقود مع الطلب على النقود: $\left[\frac{M_o}{P} = \frac{M_d}{P}\right]$

إن الدالة الكلية للطلب على النقود (الدالة الكلية لتفضيل السيولة) هي عبارة عن مجموع الدالتين:

دالة الطلب على النقود من أجل المعاملات ودالة الطلب على النقود من أجل المضاربة وعليه فإن دالة الطلب على النقود الكلية تتوقف على كل من الدخل وسعر الفائدة وتكون كالتالي:[2]

$$\frac{M_d}{P} = f(Y, i) = \left[\frac{M_t}{P} + \frac{M_{sp}}{P}\right] = [k.Y + L_0 - m.i]$$

إن انحدار دالة الطلب على النقود يتأثر بحساسية الطلب على النقود من أجل المضاربة لسعر الفائدة، فكلما كانت هذه الحساسية كبيرة كلما كان منحنى الطلب أقرب إلى الاستواء وفي حالة العكس يكون شبه عمودي، أما مقدار الدخل

[1] – البشير عبد الكريم، **معدل الربح كبديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية والاقتصادية –دراسة نظرية وقياسية–**، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، 20-21 أكتوبر 2009 ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس –سطيف- ص4.

[2] - **المرجع نفسه:** ص5.

فيؤثر على وضعية هذا المنحنى، فكلما تغير هذا المقدار فإن المنحنى ينتقل يمينا في حالة الزيادة وشمالا في حالة النقصان .إن الطلب على النقود من أجل المعاملات والاحتياط يكون مستقرا في المدى القصير حسب كينز وبالتالي فإن دالة الطلب على النقود تتأثر بالدرجة الأولى بسعر الفائدة وتكون دالة متناقصة في هذا السعر.

إن التوازن في سوق النقود يتحقق عندما يتساوي مقدار الطلب على النقود مع العرض[1]:

$$\left[\frac{M_d}{P}=\frac{M_o}{P}\right] => \left[\frac{M_o}{P}=\frac{M_t}{P}+\frac{M_{sp}}{P}\right] => \left[\frac{M_o}{P}=k.Y+L_0-m.i\right]$$

$$=> \left[\boldsymbol{Y=\frac{\frac{M_s}{P}-L_0}{k}+\frac{m}{k}.i}\right] \dots\dots (\boldsymbol{LM})$$

الفرع الثالث: التوازن الشامل: يمكن التوصل إلى الحل الآني لتحديد كل من مستوى الدخل ومعدل الفائدة اللذان يتوازن عندهما السوق الحقيقي والنقدي بواسطة ما يعرف بنموذج" هيكس- هانسن " أو ما يعرف كذلك بنموذج ($IS-\mathcal{LM}$) ويعتمد هذا النموذج على كل من النموذج الكلاسيكي –سوق السلع– والنموذج الكينزي –سوق النقود– للتوصل إلى التوازن العام، يتم إيجاد التوازن لاقتصاد يتكون من قطاعين فقط، والشيء نفسه ينطبق على اقتصاد يتكون من ثلاث قطاعات أو اقتصاد مفتوح.

أولا: شرط التوازن: $\left[\frac{C_a+I_a}{1-c}-\frac{g}{1-c}.i\right]=\left[\frac{M-L_0}{k}+\frac{m}{k}.i\right]$

إن الحل الجبري للمعادلتين السابقتين يعطينا قيمة الدخل وسعر الفائدة اللذان يحققان التوازن الآني للسوقين: سوق السلع والخدمات وسوق النقود، يتم التعبير عن i بدلالة Y في معادلة LM ثم يتم بتعويضها في معادلةIS:

$$(LM) => i=\left[\frac{k}{m}.Y+\frac{L_o-M_o}{m}\right] => Y=\left[\frac{C_a+I_a}{1-c}-\frac{g}{1-c}\left(\frac{k}{m}.Y+\frac{L_o-M_o}{m}\right)\right]$$

بعد النشر والاختصار يتم الوصول إلى:

$$\left[Y=\frac{m}{(1-c)m+g.k}(C_a+I_a)+\frac{g}{(1-c)m+g.k}(M_o-L_o)\right]$$

إن العلاقة أعلاه تبين أن هناك عاملان يؤديان إلى توسع الدخل:

1 - مضاعف الاستثمار (مضاعف الإنفاق المستقل) $\left[\frac{\partial Y}{\partial I}\right]$ الذي يدفع الدخل للتوسع عند زيادة أحد مكونات الإنفاق المستقل كالاستثمار المستقل أو النفقات العامة، إن قيمة هذا المضاعف تساوي:

$$K_G=\left[\frac{m}{(1-c)m+g.k}\right]=\left[\frac{1}{(1-c)+g.\frac{k}{m}}\right]$$

ثانيا: الإضافة في نموذج هيكس–هانسن: لو تمت مقارنة هذا المضاعف مع المضاعف الكينزي البسيط $\left(\frac{1}{1-c}\right)$ فإن دمج النقود في النموذج الكينزي قلصت من قيمة المضاعف، إذ أن تراجع قيمته يتناسب طرديا مع g وk وعكسيا مع m.

إن مفعول الكابح النقدي يكون معدوما في حالة ما تكون حساسية الاستثمار لمعدل الفائدة g معدومة او حساسية الطلب على النقود من أجل المضاربة m كبيرا جدا، ويصل إلى نهايته العظمى إذا كان g كبيرا جدا أو m معدومة.

المضاعف النقدي أو القوة الدافعة النقدية تدعم مضاعف الإنفاق المستقل والذي يساوي:

$$k_m=\left[\frac{g}{(1-c).m+g.k}\right]=\left[\frac{1}{k+(1-c)\frac{m}{g}}\right]$$

[1] - Rossana Robert; **Macroeconomics,**Routledge, Oxon, UK,2011.PP364-365.

ثالثا: متغيرات مضاعف النموذج: إن هذا المضاعف يتناسب طرديا مع c وg وعكسيا مع m وk[1]، والأمر نفسه بالنسبة لمضاعف الانفاق الحكومي والضريبة.

بالنسبة للضرائب والمدفوعات التحويلية (الإعانات) فهي تتغير مع الدخل وينظر إليها على أنها عوامل إستقرار ذاتية، لأنها تقلل من التقلبات في الدخل دون أن يقوم صانعو السياسة بعمل ما، فإذا تغير الدخل تتغير الضرائب والمدفوعات التحويلية آليًا دون الحاجة إلى إجراء تشريعي، ومع تغير الضرائب والمدفوعات التحويلية مع الدخل ينخفض حجم المضاعف المالي والمضاعف النقدي بفعل إنخفاض الميل الحدي للإستهلاك من الدخل الناتج عن فرض ضريبة الدخل، الأمر الذي يعني أن تقلبات الدخل الناشئة عن تقلبات الإستثمار ثم يكون الإنفاق أصغر.

وبعبارة أخرى: يؤدي الإنخفاض في قيمة المضاعف إلى تخفيض حساسية الإقتصاد القومي للتغيرات التي تحدث في الطلب الكلى والذي ينتج عنه عجز في الميزانية بصورة تلقائية عندما يتجه الدخل القومي للإنخفاض، والعكس صحيح، أن الضرائب والمدفوعات التحويلية في هذه الحالة والتي تتغير مع الدخل تمارس أثرًا اسقراريًا على الإقتصاد، ولهذه العوامل الذاتية للاستقرار عدة مزايا فهي تعمل على تخفيف حدة التقلبات في النشاط الإقتصادي ذلك أن انخفاض الإنتاج والتوظف يخفض الضرائب آليًا ويرفع من المدفوعات التحويلية الحكومية، وهذه التغيرات تمنع الدخل الممكن التصرف فيه والإستهلاك من الإنخفاض بنفس الدرجة التي ينخفضان بها عند غياب هذه العوامل.

إن نموذج IS-$\mathcal{LM}$ يوضح من خلال المضاعفين السابقين أن السياسة النقدية يمكن أن تكون بديلة للسياسة المالية في دعم الإنعاش الاقتصادي، كما تكون مدعمة ومقوية لها، كما أن المضاعف الكلي أي مضاعف الإنفاق زائد مضاعف النقود يصل إلى أعلى قيمة له إذا كانت كل من حساسية الاستثمار لسعر الفائدة وحساسية النقود لسعر الفائدة معدومة وهذا يكافئ انعدام سعر الفائدة، إذن يصل الدخل إلى أعلى مستوياته عندما تكون مكونات الطلب غير مرتبطة بسعر الفائدة، كما تطلب النقود للمعاملات فقط وليس للمضاربة ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا كان سعر الفائدة يساوي الصفر.

المطلب الرابع: كيفية عمل النموذج وآليات الإنتقال في منحنيي IS-$\mathcal{LM}$: تنبني فكرة هذه المنحنيات على التمييز بين قطاعين رئيسين داخل النظام الاقتصادي القطاع النقدي الذي ينطوي على العمليات النقدية المتعلقة بعرض النقود والطلب عليها وسعر الفائدة، والقطاع الحقيقي الذي ينطوي على العمليات الحقيقية المتعلقة بالادخار والاستثمار والدخل.

الفرع الأول: مبدأ نموذج IS-$\mathcal{LM}$ وانتقال المحنيين: يتم تناول مبدأ النموذج والعوامل المؤثرة في المنحنيين IS الذي يمثل القطاع الحقيقي و $\mathcal{LM}$ الذي يمثل الدائرة النقدية.

أولا: مبدأ بناء النموذج: إن العلاقة بين القطاعين النقدي والحقيقي من خلال سعر الفائدة هي التي أوحت إلى هيكس وهانسن بإدخال منحنى الإدخار والإستثمار أي المنحنى *(IS curve)* في تحليل التوازن في القطاع الحقيقي، وإدخال منحنى تفضيل السيولة والنقود منحنى *($\mathcal{LM}$ curve)* في تحليل التوازن في القطاع النقدي، ومن ثم فإن نقطة تقاطع المنحنيين هي النقطة التي تعبر عن كل من التوازن في القطاع النقدي والقطاع الحقيقي في آن واحد ، بعبارة أخرى فإن نقطة التقاطع هذه تعبر بيانياً عن تعادل الطلب على النقود أو تفضيل السيولة مع عرض النقود وأيضا وفي نفس الوقت عن تعادل الإدخار مع الإستثمار أي تعادل الطلب الكلي مع العرض الكلي مما يعني أن التوازن النقدي وتوازن الدخل محقق عند نقطة تقاطع المنحنين.[2]

[1] – البشير عبد الكريم، **مرجع سابق**، ص: 06.

[2] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**: ص94.

ثانيا: الإنتقال في منحنى *IS*: تؤدي التغيرات الذاتية في الإنفاق إلى انتقال مواز للمنحنى *IS* وحيث أنه هو منحنى دخل توازني فإن حجم الانتقال الأفقي يحكمه التغير الذاتي للإنفاق (الاستثمار، الاستهلاك، الإنفاق الحكومي والصادرات) وقيمة المضاعف، والذي ينقله ناحية اليمين، في حين تنقل التغيرات الذاتية في التسربات (الضرائب والواردات والإدخار) المنحنى إلى اليسار، وفي كلتا الحالتين يحدد كل من حجم التغير الذاتي والمضاعف حجم الانتقال، وتجدر الإشارة أن تغير الميل الحدي للإستهلاك يؤدي إلى انتقال غير مواز في المنحنى.

ثالثا: الانتقال في المنحنى *LM*: تؤدي التغيرات في عرض النقود والطلب على النقود للمعاملات إلى انتقال منحنى *LM* وبصفة عامة ينتقل المنحنى غلى اليمين إذا كانت هناك زيادة في كمية النقود أو انخفاض في الطلب على النقود، وينتقل يسارا في حالة التغيرات المعاكسة، ويكون الانتقال الأفقي بمقدار مضاعف النقود $\left[\frac{1}{k}\right]$ مضروبا في مقدار التغير في عرض النقود أو التغير الذاتي في الطلب على النقود، أما تغير معامل الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط فإنه ينقل المنحنى مع تغيير ميله.

الفرع الثاني: أثر انتقال منحنيي *IS*و*LM* على المستوى التوازني للدخل: في ظل نموذج التوازن العام الذي يجمع بين سوقي النقود والقطاع الحقيقي لا يتحقق الأثر الكامل للمضاعف بسبب مرونة الاستثمار بالنسبة للفائدة.

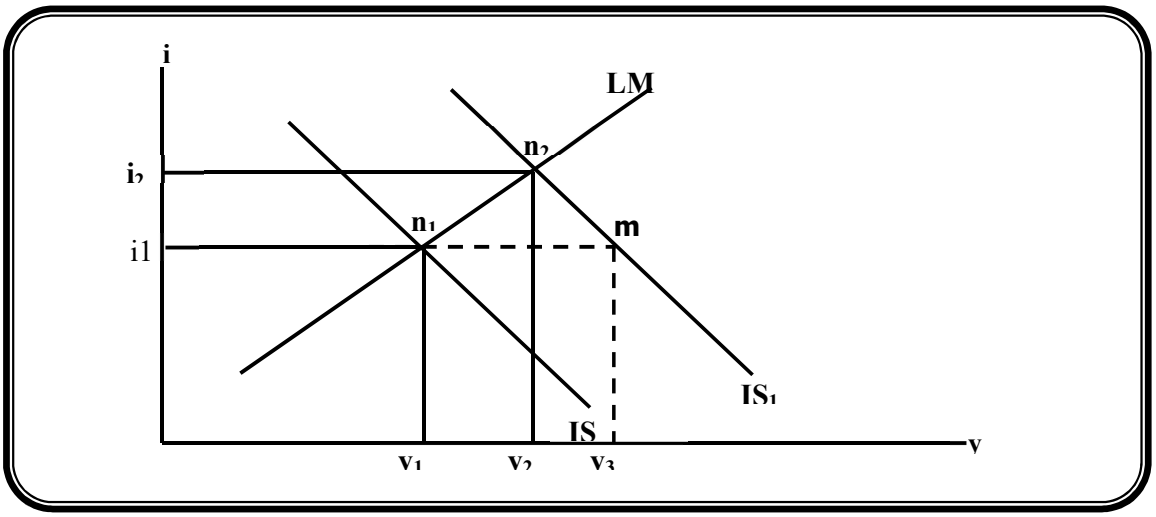
أولا: المتغيرات المؤثرة بمنحنى *IS* وأثره على التوازن الكلي: ففي حالة زيادة الاستثمار التلقائي (أو الإنفاق الحكومي) أو تخفيض الضرائب فإن الأثر المباشر هو انتقال منحنى *IS* بقدر التغير في الإنفاق الذاتي مضروبا في المضاعف غير أن الأثر على الدخل سيكون أقل من هذا المقدار بسبب أن زيادة الإنفاق تعمل على زيادة الدخل وهذا من شأنه أن يرفع الطلب على النقود للمعاملات، وعند مستوى عرض نقود ثابت تقل كمية النقود المتوفرة لأغراض المضاربة ما يرفع معدلات الفائدة وينخفض الاستثمار مضيعا جزءا من الأثر المنشط للإنفاق الذاتي (ظاهرة الانحسار)، فيكون الأثر النهائي على الدخل أقل من الأثر الذي يحدده المضاعف.

كما أنه في حالة تخفيض ذاتي للاستثمار أو الإنفاق الحكومي أو زيادة الضرائب فإن منحنى *IS* ينتقل إلى اليسار بمقدار التغير مضروبا بقيمة المضاعف، غير أن الأثر النهائي على انخفاض الدخل لن يكون بالمقدار نفسه لأن هذا التغير يعمل على تخفيض الدخل ومن ثم ينخفض الطلب على النقود لغرض المعاملات تاركا قدرا أكبر من النقود –في ظل عرض نقود ثابت– للمضاربة الأمر الذي يتطلب انخفاض معدل الفائدة ومن ثم زيادة الاستثمار معوضا قدرا من الانخفاض الذاتي للاستثمار أو الإنفاق الحكومي، وتوضح كما يلي:[1]

1 – **زيادة الاستثمار وتغيرات التوازن الكلي**: زيادة الاستثمار في المجتمع تؤدى إلى انتقال المنحنى *IS* إلى اليمين ليصبح IS_1 ليقطع المنحنى *LM* في نقطة جديدة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**، ص301.

الشكل (23): تغير حجم الاستثمار وأثره على الدخل وأثر المضاعف



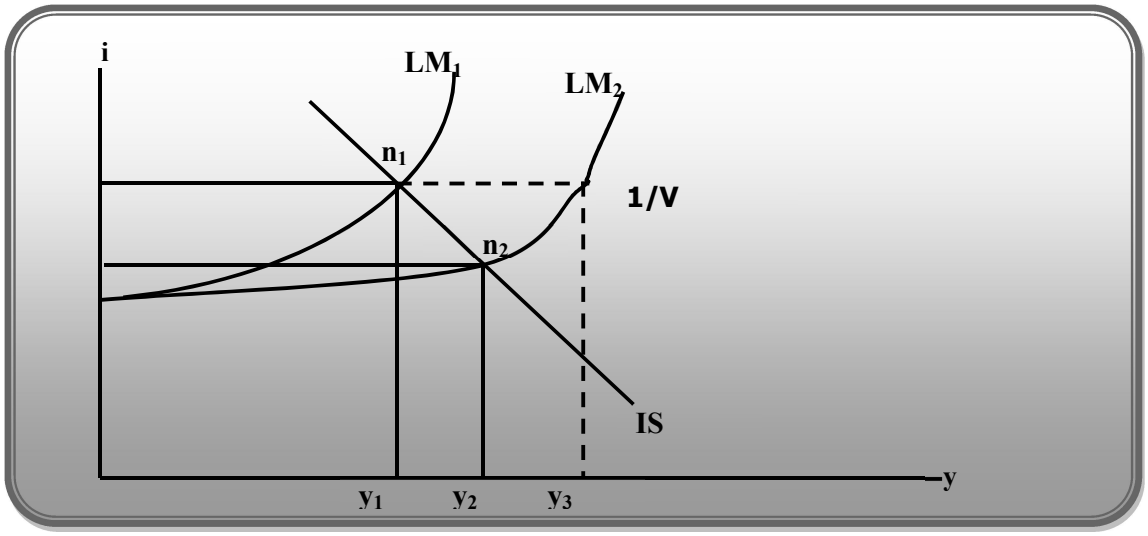
Source; Robert Rossana; **Macroeconomics,** Routledge, Oxon, UK, 2011, P356.

التوازن الأولي يتحقق مقابل دخل y_1 وسعر فائدة i_1 ؛ انتقال المنحنى IS إلى IS_1 يؤدى إلى مستوى دخل y_2 وسعر فائدة i_2 ، أما في حالة عدم زيادة سعر الفائدة يرتفع الدخل إلى y_3 .

2- زيادة الدخل في هذه الحالة = حاصل ضرب المضاعف × التغير الذي حدث في الاستثمار ($m.\Delta I$) ؛ إلا أن هذه الزيادة في الدخل لا تتحقق لأن زيادة الإنفاق الاستثماري تؤدى إلى زيادة الدخل الذي يؤدى بدوره إلى ارتفاع سعر الفائدة، مما يحد من تزايد الاستثمار في الاقتصاد القومي.

ثانيا: المتغيرات المؤثرة بمنحنى LM وأثره على التوازن الكلي: التغير في كمية النقد (زيادة عرض النقود أو انخفاض الطلب على النقود) تؤدي إلى انتقال المنحنى LM إلى اليمين، فإذا افترض عدم حدوث تغير في دالة الطلب على النقود بغرض المضاربة ، مع عدم حدوث تغير في الطلب على النقود لأغراض المعاملات، فالزيادة في كمية النقود قد نقلت المنحنى LM_1 إلى LM_2، وهذا الانتقال يتبعه ارتفاع في الدخل يستوعب هذه الزيادة النقدية لأغراض المعاملات،[1] وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل(24): زيادة عرض النقود وأثره على الفائدة والدخل



Source; Robert Rossana; **Macroeconomics,** Routledge, Oxon, UK, 2011, P354.

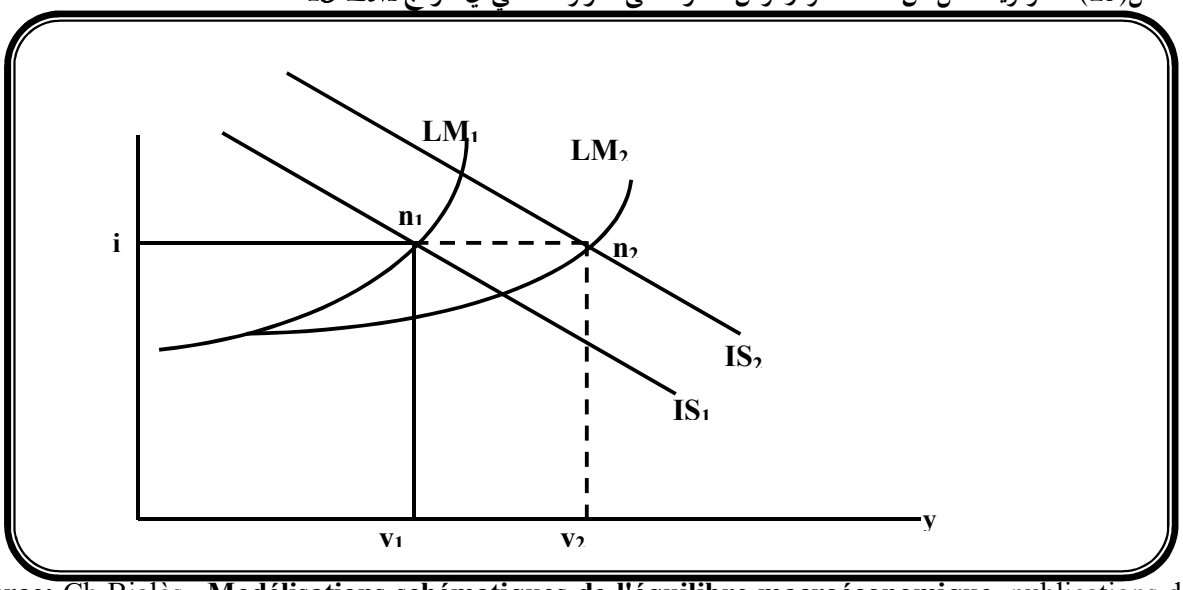
[1] - Robert Rossana; **Macroeconomics,** Routledge, Oxon, UK, 2011, PP351-352.

- التوازن الأولي يتحقق مقابل مستوى دخل y_1 ، وسعر فائدة i_1 .

- التوازن الجديد يتحقق مقابل مستوى دخل أعلى y_2 ومستوى فائدة أقل i_2، وبالتالي فإن السياسة النقدية قادرة على التأثير على مستوى الدخل القومي.

ثالثا: التغيرات المتزامنة في العوامل المؤثرة على المنحنيين: كما أنه إذا حدثت زيادة في كل من الاستثمار والمعروض النقدي في آن واحد، حيث ينتقل منحنى الاستثمار من $IS_1 \leftarrow IS_2$، مع زيادة عرض النقود حيث ينتقل منحنى $LM_1 \leftarrow LM_2$ كما في الشكل التالي:

الشكل(25) : أثر زيادة كل من الاستثمار وعرض النقود على التوازن الكلي في نموذج *IS-LM*



Source; Ch Bialès , **Modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique**, publications de l'universite de Lyon, Paris 2005. P44. available on website; www.christian-biales.net/documents/modelschema.pdf

ونتيجة لما سبق ينتقل وضع التوازن من $n_1 \leftarrow n_2$ مع زيادة الدخل من $y_1 \leftarrow y_2$ مع عدم تغير سعر الفائدة.

- إن زيادة الاستثمار مع عدم زيادة عرض النقود تؤدى إلى زيادة الدخل .

- أما إذا زاد عرض النقود بالمقدار اللازم لمنع ارتفاع سعر الفائدة، فإن الأثر التوسعي الكامل لزيادة الاستثمار يتم دون إعاقة من سعر الفائدة.

وعند زيادة عرض النقود أو انخفاض الطلب على النقود ينتقل منحنى LM إلى اليمين بمقدار مضاعف النقود $\left[\frac{1}{k}\right]$ غير أن الأثر النهائي على الدخل لن يكون بالمقدار نفسه بسبب أن زيادة عرض النقود تخفض معدل الفائدة ويترتب عن ذلك أثران: [1]

- الأول: زيادة الاستثمار ومن ثم زيادة الدخل بمقدار مضاعف فيزداد الطلب على النقود للمعاملات (بمعنى أن كمية النقود تؤثر في مستوى الدخل من خلال معدل الفائدة المؤثر على الاستثمار).

– الثاني: زيادة الطلب على النقود لغرض المضاربة ومن ثم زيادة الدخل بمقدار التغير في عرض النقود مضروبا في قيمة مضاعف النقود، وبهذا يتضح عدم إمكان التنبؤ بأثر التغيرات المستقلة في الإنفاق دون معرفة مسبقة بأثر هذه التغيرات على معدل الفائدة (التي تؤثر بعلاقة سلبية على مؤشرات الاستثمار والدخل)، كما لا بد من أخذ سوق النقود بالاعتبار.

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**، ص302.

الفرع الثالث: أثر التضخم والانكماش المتوقع للأسعار على سعر الفائدة والدخل: إن انخفاض الأسعار له عدة آثار إيجابية على الدخل.

أولا: آلية تأثير الأسعار على متغيرات النموذج: منها أثره على منحنى LM الذي ينتقل إلى اليمين ويؤدي ذلك إلى ارتفاع الدخل، كما أن انخفاض الأسعار ينتج عنها ما يسمى بأثر بيجو *(Arthur Pigou)* والذي فسره هذا الاقتصادي بقوله أن الأرصدة النقدية هي جزء من ثروة الأفراد وبالتالي فإن انخفاض السعر يؤدي إلى ارتفاع الأرصدة الحقيقية ويترتب على ذلك ارتفاع الاستهلاك لأن المستهلكين يشعرون أنهم أغنى من ذي قبل ولذلك فهم ينفقون أكثر .

إن ارتفاع الاستهلاك يؤدي إلى انتقال منحنى IS إلى اليمين ويترتب على ذلك ارتفاع الدخل التوازني، فلو كان لانخفاض الأسعار هذه الآثار، فإن للاقتصاد قدرة على التسوية الذاتية أي الوصول لدخل التشغيل الكامل أوتوماتيكيا، فإن الاستثمار يتأثر بسعر الفائدة الحقيقي القبلي وليس البعدي لأن هذا الأخير غير معروف عند الشروع في عملية الاستثمار

وبالتالي يصبح نموذج IS-LM على الشكل التالي:[1] $\begin{cases} Y = [C(Y - Tx) + I(i - f_a) + G_0]_1 \\ \frac{M_o}{P} = L(i, Y) \end{cases}$

f_a : التضخم المتوقع

إن التفسير الاقتصادي للآليات السابقة هو التالي: إن توقع حدوث انكماش الأسعار في المستقبل من طرف المنتجين يثبط هؤلاء على الاقتراض من أجل الاستثمار لأنهم يتوقعون أن يسددوا المبالغ المقترضة بقيمة أكبر من قيمتها الأصلية وبالتالي فإن مستوى الاستثمار يتقلص ويؤثر سلبا على الطلب الكلي ومن ثم الدخل الكلي، وبعد ذلك يتقلص الطلب على النقود بدوره ويؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، حيث أن هذا الانخفاض يكون أقل من التضخم المتوقع وعليه يرتفع سعر الفائدة الحقيقي.

وبما أن سعر الفائدة الاسمي يتحدد قبليا على أساس التضخم المتوقع فإن معادلة LM تصبح على الشكل:

$$\left[\frac{\boldsymbol{M_o}}{\boldsymbol{P}} = \boldsymbol{L(i + \pi_a, Y)}\right]$$

ثانيا: تفاعل السياسة النقدية بالفائدة: إن توقع ارتفاع الأسعار يرفع سعر الفائدة الاسمي ويترتب على ذلك انخفاض الطلب على النقود، فلو بقي المعروض النقدي على ما هو عليه فإن الأسعار ترتفع ثم يرتفع سعر الفائدة مرة أخرى وهكذا دواليك، أما حجم الاستثمار فلا يتأثر لأن سعر الفائدة الحقيقي لا يتغير كثيرا نظرا لزيادة التضخم وسعر الفائدة الإسمي في آن واحد.

ومنه وفي ظل وجود سعر الفائدة، فإن توقع انكماش الأسعار يؤدي إلى انخفاض الدخل، أما توقع ارتفاع الأسعار يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة الاسمي وتضخم الأسعار فعلا والذي يكون له تأثير سلبي على الطلب الكلي ومن ثم على الدخل، ومن ثم في ظل نظام مبني على سعر الفائدة، تساهم السياسة النقدية سواء كانت توسعية أو انكماشية في تأزم الوضع الاقتصادي، إن التحليل الذي ينطبق على الاقتصاد المفتوح هو نفس التحليل الذي ينطبق على الاقتصاد المغلق.

المطلب الخامس: مرونة كل من المنحنى IS والمنحنى LM: بالتعادل بين الادخار والاستثمار، يتحقق ضمنا تعادل الطلب الكلي مع العرض الكلي، ويتحدد مستوى الدخل في وضع التوازن، بل وإذا لم يتحقق التعادل بين الادخار

[1] - **المرجع نفسه**، ص308.

المقصود والاستثمار المقصود فإن تغير الدخل كما يؤكد كينز كفيل بإعادة التوازن بين الإدخار المحقق والإستثمار المحقق، ويكون معدل الفائدة هو الرابط بين القطاعين النقدي والحقيقي.

الفرع الأول: محددات الفاعلية في النموذج: فعالية النموذج ترتبط أساسا بعلاقة معدل الفائدة بباقي المتغيرات باعتباره محور التوازن الكلي بين الدائرتين الحقيقية والنقدية.

أولا: ميل المنحنى *IS*: المنحنى *IS* سالب الميل بسبب أن الدخل يتوقف على الاستثمار، والاستثمار يرتبط عكسيا بسعر الفائدة ومن ثم تنشأ علاقة عكسية بين الدخل والفائدة، ويعتبر الاستثمار ذو الحساسية لسعر الفائدة شرطا ضروريا للميل السالب للمنحنى.

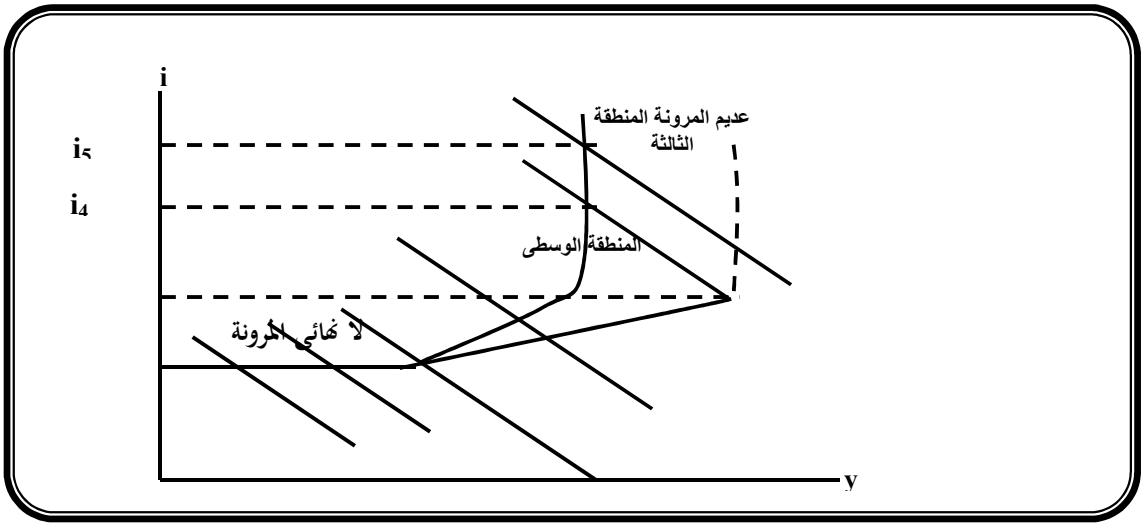
تعتمد مرونة هذا المنحنى على مدى استجابة الإنفاق الاستثماري للتغير في سعر الفائدة وقيمة المضاعف، ففي حالة منحنى عديم المرونة، مما يعني أن الإنفاق الاستثماري غير حساس تماماً لسعر الفائدة، فإن المنحنى *IS* سيكون عديم المرونة بغض النظر عن قيمة المضاعف، بينما يكون مرنا كلما انخفض الميل الحدي للادخار، فكلما انخفض هذا الميل كلما زادت قيمة المضاعف، مع زيادة التغير في الدخل نتيجة لأي زيادة في الاستثمار مدعمة بانخفاض في سعر الفائدة، كما أنه:[1]

1- من المتوقع أن يصبح المنحنى *IS* مرنا مرونة كاملة في طرف وفي الطرف الأخر قد يكون منعدم المرونة، مع مدى متغير من المرونات بين هذين الطرفين ؛

2- بصفة عامة يمكن القول أنه " كلما ارتفع سعر الفائدة كلما قلت مرونة النقطة المناظرة على المنحنى *IS* أفقياً (ميل صفري).

إذا كان الطلب على النقود للمضاربة مرناً مرونة كاملة لسعر الفائدة، ويكون المنحنى رأسياً (لا نهائي) عندها لا يوجد طلب على النقود للمضاربة، وهذه المناطق الثلاث السابقة يصورها الشكل التالي:

الشكل(26): فعالية السياسات المالية والنقدية بمختلف مستويات نموذج *IS-LM*



Source; Ch Bialès , Modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique, publications de l'universite de Lyon, Paris 2005. P35. available on website ; www.christian-biales.net/documents/modelschema.pdf

[1]- Ch Bialès, **Modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique, publications de l'université de Lyon**, Paris 2005. P44. Valable on website ; www.christian-biales.net/documents/modelschema.pdf

في حين تتوقف درجة ميل المنحنى على:[1]

أ– مرونة الاستثمار لمعدل الفائدة: حيث يقل ميل المنحنى مع زيادة مرونة الاستثمار لسعر الفائدة، ويكون ميل المنحنى أكبر ما يمكن عندما يكون الاستثمار أقل استجابة لتغيرات الفائدة.

ب– قيمة الميل الحدي للاستهلاك: يترك الميل الحدي للاستهلاك أثره على قيمة المضاعف، فالمضاعف يزيد بزيادته، ويكون ميل المنحنى IS أقل مع زيادة قيمة المضاعف، وإذا كان الميل الحدي للاستهلاك يساوي الواحد الصحيح فإن ميل المنحنى يكون صفرا (يكون أفقيا) شرط ألا يكون الاستثمار عديم المرونة للفائدة، وإذا كان الميل الحدي للاستهلاك صغيرا فإن المضاعف سيكون صغيرا وميل المنحنى يكون كبيرا.

ولمرونة الطلب الاستثماري بالنسبة لمعدل الفائدة الدور الأساسي وهي شرط ضروري في تفسير ميل منحنى IS، وعند توسيع النموذج ليشمل أربع قطاعات فإن ميل المنحنى يعتمد على مرونة الإنفاق (الاستثماري والحكومي) لسعر الفائدة والميول الحدية للإنفاق والادخار.

ثانيا: ميل المنحنى $\mathcal{LM}$: المنحنى موجب الميل، وهناك ثلاث حالات للطلب على النقود للمضاربة في علاقته بالفائدة: وهي حالة طلب لا نهائي المرونة عند المستويات المنخفضة لمعدل الفائدة، وطلب عديم المرونة عند المستويات المرتفعة لها، وطلب مرن بين هذين المستويين، وكل هذه الحالات انعكست في شكل المنحنى، فيكون أفقيا عند المستويات المنخفضة للفائدة وعموديا عند المستويات المرتفعة منه وبين الحدين يكون موجبا، وتتوقف درجة الميل على:[2]

عندما تقل مرونة أو حساسية الطلب على النقود للمضاربة لمعدل الفائدة يزيد ميل المنحنى، ويكون المنحنى عموديا (ميل لا نهائي) عندما يكون الطلب على النقود للمضاربة عديم المرونة للفائدة، وعندما تزيد حساسية الطلب على النقود لمعدل الفائدة يقل ميل المنحنى حتى يكون أفقيا (ميله يساوي الصفر) عندما يكون الطلب على النقود لا نهائي المرونة للفائدة.

الفرع الثاني: العلاقة بين معدل الفائدة ومستوى الدخل من خلال فعالية السياستين المالية والنقدية: بصفة عامة يتطلب الميل الموجب للمنحنى $\mathcal{LM}$ أن يرتبط الطلب على النقود للمضاربة سلبا بالفائدة (وعند الأخذ بنظرية فريدمان للطلب على النقود وصياغة جيمس توبن للطلب على النقود للمضاربة أنها للأصول المالية والنقدية فإن الميل الموجب لمنحنى $\mathcal{LM}$ ناتج عن الاتجاه السالب للأصول مع الفائدة.[3]

أولا: فعالية السياستين النقدية والمالية: يقصد بفاعلية السياسات النقدية والمالية مدى نجاح الإجراءات المتبعة في توليد تغيرات مرغوبة في المستوى التوازني للدخل، ويحدد ميلا منحيي ISو$\mathcal{LM}$ مدى فعالية هذه الإجراءات.

يعبر كل من المنحنين IS و$\mathcal{LM}$ عن مدى فعالية استخدام أداة مالية معينة في تغيير مستوى الدخل الوطني، والقاعدة هي: كلما كبر ميل المنحنى IS أو صغر ميل المنحنى $\mathcal{LM}$، كانت السياسة المالية أكثر فعالية.

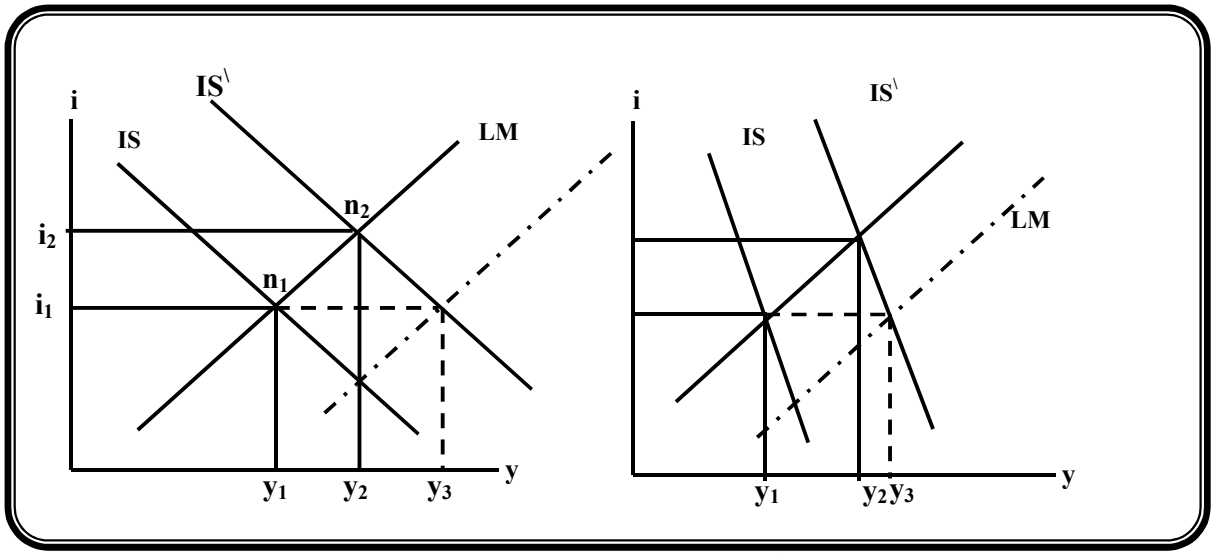
---

[1] - عبد الرحمن تومي، **الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والآفاق**، دار الخلدونية، الجزائر، 2011، ص ص: 244-246.

[2] - خليل عبد القادر، **مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني: إضاءات حول الجهاز المصرفي والسيسات النقدية في تحاليل نظرية ومقاربات كمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص201.

[3] - عبد الباري محمد مشعل، **مرجع سابق**، ص ص303-304.

الشكل(27): ميل منحنيي *IS-LM* وفعالية السياستين النقدية والمالية



Source; Paul Wachtel, **Macroeconomics**, society of actuaries, USA. 4th edition. 1997.PP70-71.

1*- السياسة المالية: أ) من ميل المنحنى *IS: إن انتقال المنحنى *IS* إلى $\dot{I}S$ (الجزء أ -الأيمن) أدى إلى زيادة في الدخل y_1 y_2 ، ويلاحظ أن هذه الزيادة أكبر من الزيادة المماثلة (في الجزء ب- الأيسر)، بالنسبة للإنتقال في المنحنى نلاحظ أن ميل المنحنى *IS* أكبر من الحالة الأولى، والقاعدة هنا تقول بفرض وجود منحنى *LM*، فكلما اقترب المنحنى *IS* من الوضع الرأسي اقترب التغيير في الدخل من حاصل ضرب المضاعف (*m*) في التغير في قيمة الإنفاق *G* المعبر عنها بمستوى الدخل *Y3*.[1]

ب) **من ميل المنحنى *LM***: وتعتمد فعالية السياسة المالية أيضاً على ميل المنحنى *LM*، فيلاحظ أن التغير في الدخل من y_1 ← y_2 نتيجة لزيادة الإنفاق العام (*G*) مثلاً أكبر (بالنسبة للانتقال في المنحنى *IS* كلما قل ميل المنحنى *LM*) كما يوضحه الجزء (أ) مقارنة بالجزء (ب).

ومما سبق فإن التغير في أداة من أدوات السياسة المالية (الإنفاق العام) قد تؤدي إلى زيادة في الدخل بمقدار ΔY بالمسافة $y_3 - y_1$ فقط إذا كان المنحنى *LM* أفقياً (الميل = صفر) أو إذا كان المنحنى *IS* رأسياً (ميل = ∞)، أما إذا كان ميل المنحنى *LM* > صفر ، وكان المنحنى *IS* ذو ميل محدود، فإن زيادة الإنفاق العام تؤدى إلى زيادة الدخل بقدر أقل من $\Delta M.D$ أي بمقدار أقل من $y_1 - y_3$، بينما لن يكون هناك أثر على مستوى الدخل نتيجة لزيادة معينة في الإنفاق العام إذا كان المنحنى *LM* رأسياً أو كان المنحنى *IS* أفقياً.

***2*- السياسة النقدية**: أما بالنسبة للسياسة النقدية فإن فعاليتها تتوقف أيضاً على ميل المنحنيين *IS-LM*، حيث أن القاعدة تتمثل في أنه كلما صغر ميل المنحنى *IS* أو كبر ميل المنحنى *LM* كلما زادت فعالية السياسة النقدية، وهذا ما يوضحه الشكلان: حيث يوضح الشكل أنه في حالة افتراض زيادة في المعروض النقدي مما يؤدى إلى نقل المنحنى *LM* يميناً إلى LM'، وبالتالي فإن الزيادة في الدخل $y_2 - y_1$ > في الجزء (ب) وذلك لأن المنحنى*IS* ذو ميل أقل من المنحنى في الجزء (أ).

[1] - خليل عبد القادر، **مرجع سابق**، ص196.

السياسة النقدية فيما يخص عرض النقود، تكون فعالة إذا كان المنحنى IS أفقياً (ميل = صفر) أو أن يكون المنحنى LM رأسياً (ميل = ∞)، وإذا كان ميل المنحنى IS > صفر ، وكان المنحنى LM ذو ميل محدود، فإن زيادة عرض النقود ← تغير مستوى الدخل بمقدار أقل (من $y_1 \leftarrow y_2$)، أما إذا كان المنحنى IS رأسياً والمنحنى LM أفقياً، فإن زيادة المعروض النقدي لن يكون له تأثير على مستوى الدخل.[1]

3- مقارنة فعالية السياستين: يمكن تلخيص فعالية السياستين النقدية والمالية حسب درجة انحدار منحنيي LM و IS في الجدول التالي:

الجدول(*20*): فعالية السياستين النقدية والمالية حسب درجة انحدار منحنيي LM و IS

	السياسة النقدية		السياسة المالية	
	فعالة	غير فعالة	فعالة	غير فعالة
منحنى LM	شديد الإنحدار	مستو (انحدار صغير)	مستو (انحدار صغير)	شديد الإنحدار
منحنى IS	مستو (انحدار صغير)	شديد الإنحدار	شديد الإنحدار	مستو (انحدار صغير)

المرجع: عبد القادر خليل ، **مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني: إضاءات حول الجهاز المصرفي والسيسات النقدية في تحاليل نظرية ومقاربات كمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص207.

يلاحظ أنه وبصفة عامة كلما كان التغير في المستوى التوازني للدخل أكبر بالنسبة إلى تغير معين في عرض النقود كانت السياسة النقدية أكثر فعالية، وكلما كان هذا التغير ناتجا عن تغير الإنفاق الحكومي أو السياسة الضريبية كانت السياسة المالية أكثر فعالية، وتكون أكثر فعالية في الحالات التالية:[2]

أ- إذا كان ميل صغير لمنحنى LM بمعنى زيادة مرونة الطلب لغرض المضاربة وانخفاض مرونة الطلب على النقود بالنسبة للدخل؛

ب- إذا انخفضت مرونة الاستثمار للفائدة (ميل أكبر للمنحنى IS)؛

ج- إذا ارتفعت قيمة المضاعف (ميل صغير لمنحنى IS)

ويلاحظ أن الحالتين الأولى والثانية تؤديان إلى تقليل ظاهرة الانحسار، وتؤثر الحالة الأخيرة في ميل منحنى IS وعلى حجم الانتقال فيه.

كما تعتبر السياسة النقدية أكثر فعالية في الحالات الآتية:

أ- إذا كان ميل مطلق صغير للمنحنى IS بمعنى زيادة حساسية الاستثمار لمعدل الفائدة و/أو كبر المضاعف؛

ب- إذا انخفضت مرونة الطلب على النقود لغرض المضاربة لسعر الفائدة (ميل أكبر لمنحنى LM)؛

ج- إذا انخفضت درجة استجابة الطلب على النقود بالنسبة للدخل.

ويلاحظ أن الحالات الثلاث تعمل على تخفيض حجم الطلب على النقود، كما تعمل الحالة الخيرة على زيادة سرعة تداول النقود، مما يعني في المحصلة النهائية أن معظم النقود قيد التداول.

ثانيا: مرونة الإستثمار للفائدة وقيم المضاعف: عموما كلما قلت مرونة الاستثمار وحساسيته لمعدل الفائدة كانت السياسة النقدية أقل فاعلية وتنعدم فعاليتها عندما يكون عديم الحساسية لها (شكل عمودي لمنحنى IS)، كما تكون السياسة المالية

[1] - صالح تومي، **مرجع سابق**، ص ص :273-274.

[2] - **المرجع نفسه**، ص ص: 276-280.

أعظم أثرا عندما يكون الطلب على النقود لا نهائي المرونة بالنسبة للفائدة ويتحقق الأثر الكامل للإنفاق مضروبا في قيمة المضاعف في حين ان زيادة النقود يتم الاحتفاظ بها ولا تؤثر على معدل الفائدة.[1]

***1*- فعالية المضاعف ومستوى الإستخدام:** ويلاحظ أن المضاعف يفترض ثبات كل من دالة الاستهلاك ودالة الاستثمار، حيث يتم حساب المضاعف من خلال الميل الحدي للاستهلاك وهو محدد سلفًا ويستخدم في كل الدورات المتتابعة عند حساب الزيادة في الدخل، كما يتوقف عمل المضاعف على مرونة الجهاز الإنتاجي في صناعات السلع الاستهلاكية، أي يتوقف على درجة تشغيل الجهاز الإنتاجي، إذ لابد من وجود موارد اقتصادية عاطلة قبل أن يعمل المضاعف على زيادة الدخل الحقيقي، فمن الضروري أن يفرق بين اقتصاد دولة ما لديها قدر من الموارد العاطلة والبطالة من القوى العاملة والآلات، ودولة أخرى لا توجد لديها مثل هذه الموارد.

مع وجود الموارد العاطلة فإن المضاعف سوف يعمل على زيادة الإنتاج ومن ثم زيادة التشغيل والتوظيف في كل دورة من دورات الإنفاق الإضافي، وإذا لم توجد هذه الموارد العاطلة فإن زيادة الدخل سوف تؤدي إلى التضخم من خلال ارتفاع الأسعار، وهذا يعني أن أي زيادة في الإنفاق سوف تؤدي إلى ارتفاع في الأسعار وليس زيادة في الإنتاج الحقيقي أو قد يؤدي إلى تسرب جزء من الدخل إلى الخارج عن طريق زيادة الواردات.

***2*- المضاعف ودرجة التطور الإقتصادي:** وهذا يوضح الفارق الهام بين أثر المضاعف في البلاد المتقدمة وأثره في البلاد النامية، إذ بالرغم من ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك في الدول المتخلفة إلا أن قيمة المضاعف منخفضة، ويرجع ذلك إلى عدم مرونة الجهاز الإنتاجي وهو يعني عدم مرونة العرض الكلي لسلع الاستهلاك، أي أن دورة الدخل لا تأخذ مجراها كما يجب، وهذا قد يؤدي إلى خطورة كبيرة نظرا لارتفاع الأثمان لعدم استجابة الجهاز الإنتاجي للإنفاق الإضافي مما يعمل على تحويل جزء من عوامل الإنتاج من الصناعات الرأسمالية إلى الصناعات الاستهلاكية وهذا يؤثر على الهيكل الاقتصادي في الدول النامية أو المتخلفة:[2]

حسب تحليل كينز أنه في الدول المتخلفة الجزء المخصص من الدخل للإنفاق الاستهلاكي يزداد حجمه ويقل الجزء المخصص للادخار، وهذا ينعكس على قيمة المضاعف فتكون كبيرة، وبالتالي تكون التغيرات التي تحدث في الدخل بسبب تغير طفيف في الاستثمار عالية وهذا يعرض هذه الدول النامية لعدم الاستقرار، ويرجع ذلك إلى أن كينز لم يفرق بين آثار الميل الحدي للاستهلاك والميل المتوسط للاستهلاك فبالرغم من أن زيادة الميل الحدي يؤدي إلى زيادة المضاعف وبالتالي يزداد الدخل ومستوى التوظيف والتشغيل إلا أنه الآثار الكلية مع ارتفاع الميل المتوسط في الدول الفقيرة تحد من تأثير الميل الحدي وبالتالي قيمة المضاعف نظرا لانخفاض الميل المتوسط للادخار.

في الدول الغنية بالرغم من انخفاض الميل الحدي للاستهلاك إلا أن الاستثمارات تمثل في هذه الدول نسبة كبيرة من الدخل أكثر منها في الدول الفقيرة وبالتالي يساعد ذلك على استقرار الأوضاع الاقتصادية نسبيا ولكنها تكون أكثر في عدم الاستقرار من الدول الفقيرة في حالة انخفاض كبير في مستوى الاستثمار وهذا ما يحدث في أزمات الكساد، يقلل من حدوث الاستقرار الاقتصادي في الدول الفقيرة الانخفاض النسبي في حجم الاستثمار بالرغم من ارتفاع مضاعف الاستثمار.

كما أن التسرب في الدخل في الدول الفقيرة يكون أكبر منه بكثير في الدول الغنية، حيث عدم وجود جهاز إنتاجي مرن.

---

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**، ص306.

[2] – دون مؤلف، **الاستثمار والنشاط الاقتصادي**، مذكرة تخرج جامعة بنها، مصر، ص ص: 123-124 . متوفرة على الرابط :
www.olc.bu.edu.eg/olc/images/7th-3%20(2).pdf

الفرع الثالث: عوامل نجاح السياسة النقدية وظاهرة الإزاحة: تتفاعل السياسة النقدية مع عدة عوامل وحالات الإقتصاد كما تتأثر باستخدام السياسة المالية من خلال ظاهرة الإزاحة.

أولا: نجاح السياسة النقدية: حسب التحليل الكينزي لا تنجح السياسة النقدية بسبب حالتين:[1]

1- الحالة الأولى: إذا كان الطلب على النقود مرنا مرونة كبيرة بالنسبة لمعدل الفائدة وهذا يكون فقط وقت الكساد؛

2- الحالة الثانية: إذا كان الاستثمار ضعيف المرونة للفائدة، وقد أثبتت الدراسات التطبيقية صحة فرض عدم مرونة الاستثمار لتغيرات الفائدة، ويرجع ذلك إلى:

- اعتماد الاستثمارات بشكل كبير على التمويل الذاتي والأموال الخاصة، واعتماد الاستثمار على العائد المتوقع؛
- في الدول النامية خاصة، وجود سوق موازية للاقتراض بمعدلات فائدة مرتفعة تمتص جزءا مهما من الفائض النقدي، وتجعل التمويل البنكي غير حساس لتغيرات الفائدة؛
- في حالة الانتعاش وتوقع أرباح مرتفعة لا يكون للفائدة أي معنى بالنسبة للاستثمار، والرفع في معدل الفائدة بنسبة كبيرة يؤدي لانخفاض كبير في أسعار الأوراق المالية ويؤثر سلبا على ثقة المستثمرين ويؤدي لنتائج عكسية؛
- وفي حالة الانكماش تقل مرونة حساسية الاستثمار للفائدة بسبب تشاؤم التوقعات، ومهما انخفضت الفائدة لن تزيد الدافع للاستثمار.

أما بالنسبة للنقدويين فإن انتقال أثر السياسة النقدية مرتبط بالثروة وأثر الإحلال، فأثر الثروة يعني ومع زيادة عرض النقود يزيد الإنفاق على الأصول الحقيقية والمالية، وأما أثر الإحلال فينتج من أن زيادة عرض النقود تؤدي لانخفاض في المنفعة الحدية للنقود بالنسبة للأصول الأخرى، وتحدث عملية إعادة توزيع الثروة لصالح الأصول الأخرى (حقيقية ومالية)، مما يعني أن أثر الإحلال المولد من زيادة عرض النقود يدعم أثر الثروة في زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات والأصول المالية.[2]

ثانيا: عمليات التعديل والإزاحة: عند نقطة التوازن المقابلة لمستوى الفائدة i_1 ومستوى الدخل y_1 وفيه افترضنا عدم وجود أي تغير في القطاع النقدي، حيث ظل المنحنى LM، بينما انتقل المنحنى IS_1 إلى IS_2 بسبب زيادة الاستثمار (على سبيل المثال) ، وفائض الطلب الناجم عن ذلك في القطاع الحقيقي سوف يحفز المشروعات إلى زيادة الإنتاج، مما يؤدى إلى زيادة الطلب على النقود الذي يؤدى بدوره إلى ارتفاع سعر الفائدة، ومن ثم تنشأ حركة تصاعدية على المنحنى LM مقابلة لزيادة كل من الإنتاج وسعر الفائدة حتى يتم الوصول إلى توازن جديد مقابل الوضع الجديد (y_2 ، i_2) ، وفي كل حالة فإن مدى الإزاحة يكون أكبر كلما كان الارتفاع في سعر الفائدة (نتيجة لزيادة الإنفاق) أكثر.[3]

***1*- الإزاحة لا تحدث إذا كان الاقتصاد واقعاً في مصيدة السيولة:** يلاحظ أنه في حالة المنحنى LM الأفقي، فإن انتقال المنحنى IS_1 إلى IS_2 نتيجة لزيادة الأنفاق الحكومي قد أدى إلى توسع في الدخل وانتقال المستوى التوازني للدخل من y_2 ← y_1 أي بكامل قيمة المضاعف، وبالتالي ليس هناك إعاقة لهذا التوسع ولا توجد أي إزاحة، لأنه لم يحدث أي تعديل أو ارتفاع في سعر الفائدة الذي هو ثابت عند r_1.

***2*- الإزاحة الكاملة في حال المنحنى LM رأسياً:** حالة كون المنحنى LM في وضع رأسي، حيث يؤدي انتقال المنحنى IS من IS_1 إلى IS_2 نتيجة لزيادة الإنفاق الحكومي عن تعديل أو ارتفاع كامل في سعر الفائدة.

---

[1]- Ch Bialès ; **OpCit.**P54.

[2] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**، ص308.

[3] - صالح تومي، **مرجع سابق**، ص ص: 283-285.

3- عوامل أخرى مؤثرة في الإزاحة: نوضحها من خلال تأثير مستوى التوظيف والإدخار:

أ- مستوى التوظيف والإزاحة: في مجتمع يعمل بعيداً عن مستوى التوظف الكامل، الزيادة في الطلب الكلى تنصرف كلها إلى زيادة في الإنتاج فقط دون حدوث أي ارتفاع في المستوى العام للأسعار، في مثل هذه الحالة فإن زيادة الإنفاق الحكومي التي تؤدي إلى زيادة في الطلب الكل، فإن استثمار قطاع الأعمال محفزاً بزيادة الطلب الكلي يمكنها التوسع في الإنتاج من خلال تشغيل المزيد من العمال، ومن ثم قد يكون احتمال الإزاحة ضعيفاً، أما في حالة اقتصاد يعمل في ظروف التوظف الكامل فإن الإزاحة يكون احتمالها أكبر، لأن المشروعات يصعب عليها التوسع في الإنتاج، وهنا فإن الزيادة في الطلب الكلى الناشئ عن زيادة الإنفاق الحكومي ستؤدى إلى زيادة في المستوى العام للأسعار أكثر من تأثيرها في زيادة الإنتاج .

ب- الادخار والإزاحة: السياسة المالية التوسعية من شأنها زيادة سعر الفائدة بجانب زيادة الدخل، فزيادة الطلب الكلى التي يعبر عنها انتقال المنحنى IS يؤدى إلى زيادة الدخل ، ومن ثم زيادة الادخار ، الذي يساعد في تمويل عجز الموازنة بدرجة أكبر بدون إزاحة تامة لاستثمار قطاع الأعمال .

بالرجوع إلى معادلة الادخار حيث : $\left[S = I + (G-T) + (X-M)\right]$

في معادلات الادخار السابقة يلاحظ أن الحد (G–T) يمثل عجز الموازنة العامة، فمن هذه المعادلة زيادة العجز بافتراض ثبات الادخار من شأنها تخفيض الاستثمار، فعندما يزيد العجز تلجأ الحكومة إلى الاقتراض لتمويل هذا العجز (الإنفاق>الإيرادات)، ويستخدم في تمويل العجز جزءاً من مدخرات القطاع العائلي، وبالتالي خفض المتاح من هذه المدخرات لاستثمار قطاع الأعمال، ومن ثم يمكن أن تحدث إزاحة، أما إذا افترض زيادة الادخار مع زيادة الدخل الناشئة عن زيادة الإنفاق الحكومي، هنا لا توجد حاجة لظهور إزاحة تامة، فزيادة الإنفاق الحكومي تؤدى إلى زيادة الدخل، ومن ثم زيادة الادخار وقد لا يرتفع سعر الفائدة كثيراً بالقدر الذي يعيق الاستثمار الخاص بشكل تام .

ثالثا: التنسيق بين السياستين المالية والنقدية يمنع الإزاحة: يمكن التقليل من أثر الإزاحة من خلال التغيرات التالية:[1]

- الزيادة في الدخل ⟵ زيادة في الطلب على النقود ⟵ ارتفاع سعر الفائدة ؛
- إذا حققت السياسة النقدية زيادة العرض النقدي بالقدر الذي تتطلبه الزيادة في الطلب على النقود ⟵ انتقال المنحنى $LM_1 \rightarrow LM_2$ ، وبالتالي لن يرتفع سعر الفائدة ويبقى ثابتاً .

التنسيق بين السياستين المالية والنقدية من شأنه منع سعر الفائدة من الارتفاع ومن ثم عدم حدوث إزاحة، أما في حالة عدم التنسيق الكامل فإن سعر الفائدة سيرتفع مما يعيق عملية التوسع في الدخل، وبالتالي فإن هذا التنسيق أمر ضروري لتعظيم فعالية كل من السياستين المالية والنقدية.

الفرع الرابع: مضاعف التشغيل وأثره على النموذج: إن فكرة المضاعف يمكن تطبيقها ليس فقط على الزيادة في الإنفاق الاستثماري أو الزيادة في الإنفاق الكلي إنما أيضا يمكن تطبيقها على التشغيل، ويسمى المضاعف هنا بمضاعف العمالة أو التشغيل حيث أنه يوضح العلاقة بين التشغيل الكلي والتشغيل الأولي، ويبين مضاعف العمالة أو التشغيل مثله مثل مضاعف الاستثمار والإنفاق العلاقة بين عدد العمال الذين يضافون إلى التشغيل في مقابل كل عامل يشتغل مباشرة، أي يبين عدد العمال الذين يشتغلون بسبب تشغيل عدد معين من العمال مبدئيا.

[1] - Ch Bialès ; **OpCit.**P62.

يحدد مقدار مضاعف التشغيل بقيمة الزيادة الكلية في التشغيل على الزيادة الأولية، حيث إقامة المشروعات الاستثمارية سيخلق عمالة أولية للعمال المشتغلين في هذه المشروعات نفسها، ولكن سيترتب على إنفاق الأجور والأرباح المدفوعة في هذه المشروعات، زيادة في إنتاج المنتجات الاستهلاكية وبالتالي ستخلق عمالة ثانوية في المشروعات المنتجة لهذه المنتجات وسيحدث هذا الأثر نفسه مرة أخرى من خلال إنفاق الأجور والأرباح المدفوعة في هذه المشروعات الأخيرة على زيادة الطلب على العمالة... وهكذا.

بذلك يتجاوز أثر المشروعات الاستثمارية على العمالة ذلك القدر منها الذي خلق بصفة أولية في مثل هذه المشروعات نفسها ليشمل إلى جانب هذا ما يخلق منها بصفة ثانوية في المشروعات المنتجة لمنتجات استهلاكية ويعتبر معدل الزيادة في العمالة الكلية إلى الزيادة الأولية في العمالة هو مضاعف العمالة أي أن:[1]

(مضاعف العمالة = Δ في العمالة الكلية / العمالة الأولية)

ويرجع إدخال فكرة المضاعف لأول مرة في النظرية الاقتصادية عام *1931* وهو ما يسمى بمضاعف التشغيل أو العمالة وهو يقيس العلاقة بين الزيادة الكلية في التشغيل إلى الزيادة الأولية بسبب زيادة الاستثمار، فإذا زاد التشغيل بمقدار *100* عامل وأدى ذلك إلى زيادة التشغيل في صناعات الاستهلاك بمقدار *200* عامل فإن الزيادة الكلية في التشغيل تبلغ *300* عامل ويكون مضاعف التشغيل أو العمالة *(3)* أي أن:

3 = 300 /100 مضاعف العمالة ، إن الزيادة في التشغيل المخصصة للاستثمار تؤدي إلى التوسع في صناعات الاستهلاك وتؤدي بالتالي إلى زيادة التشغيل الكلي زيادة مضاعفة عن الزيادة الأولية في التشغيل.

ويرجع الفضل للعالم الاقتصادي ماينارد كينز في تحويل مضاعف العمالة إلى مضاعف الاستثمار، حيث بين كيف تؤدي الزيادة في الاستثمار وليست الزيادة في العمالة إلى زيادة مضاعفة في مستوى الدخل القومي وليست زيادة مضاعف في مستوى العمالة الكلية فقط.

الفرع الخامس: آلية الأجر الحقيقي والتوازن في سوق العمل والتوازن الكلي: بافتراض ثبات المستوى العام للأسعار فإن تغيرات القيمة النقدية للإنتاج تساوي تغيراتها الحقيقية.

تفترض النظرية الاقتصادية أن الطلب على العمل يعتمد على الإيراد الحدي للعمل $\mathcal{MP}_L$ والذي يرتبط سلبا مع كمية مدخلات العمل (قانون تناقص الغلة)، وبافتراض تعظيم الربح يستمر الطلب على العمل طالما أن إيراده الحدي $\mathcal{MR}_L$ تزيد عن تكلفته (الأجر) أما عرض العمل فيزداد مع زيادة الأجر الحقيقي ويعكس المنحنى ذا الميل الموجب.

التوازن في سوق العمل عند تعادل الكمية المعروضة مع الكمية المطلوبة منه، عند التقليديين فالتوازن يكون تلقائيا عند مستوى التوظيف الكامل، أما وفق كينز الطلب يخلق العرض المساوي له ومن ثم فإن التوازن بين العرض الكلي والطلب الكلي لا يستلزم بالضرورة التوازن في سوق العمل، ويمكن إزالة البطالة الإجبارية من خلال السياسات النقدية والمالية التوسعية ما دام ميل منحنيي $\mathcal{LM}$وIS أكبر من الصفر.

ينتقل منحنى عرض العمل يمينا مع زيادة الرغبة في العمل عند مستوى الأجر نفسه في الاقتصاد، أما منحنى الطلب فينتقل متأثرا بالإنتاجية الحدية للعمل والتي تتمثل في ميل دالة الإنتاج الكلي، ويعمل الأجر الحقيقي على تحقيق التوازن بين عرض وطلب العمل.[2]

---

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق** ، ص107.

[2] – موسى آدم عيسى، **مرجع سابق** ص359.

تؤثر تغيرات المستوى العام للأسعار على الأسواق الثلاثة: النقود والسلع والعمل، فعلى مستوى سوق النقود فإن عرض النقود بالقيمة الحقيقية يرتبط بعلاقة عكسية مع تغيرات المستوى العام للأسعار، فعند زيادة الأسعار ينخفض عرض النقود بقيمته الحقيقية وينتقل منحنى LM يسارا، وعند انخفاض الأسعار يزيد عرض النقود بقيمته الحقيقية وينتقل المنحنى يمينا لتحقيق التوازن في سوقي النقود والسلع الذي ينسجم مع التوازن في سوق العمل، وفي سوق السلع تؤثر تغيرات الأسعار بشكل عكسي على مجموع الأرصدة الحقيقية أو الثروة المالية وتؤدي هذه التغيرات إلى انتقال منحنيي ISوLM باتجاه تحقيق التوازن العام في الأسواق الثلاثة، وذلك يعتمد على ميل المنحنيين، غير أن كينز يحد من آلية الأسعار على المستوى النظري من خلال خداع النقود والحد الأدنى للأجر النقدي.

بدلا من استخدام منحنيي IS-LM يتم استخدام منحنيي AD-AS حيث الأسعار كمتغير داخلي، مع إنشاء علاقة بين الدخل الكلي والمستوى العام للأسعار من خلال منحنى الطلب الكلي، ومنحنى العرض الكلي من خلال نقاط التوازن في سوق العمل مع الأخذ بالاعتبار وجهتي نظر التقليديين وكينز، ويتم تصميم نموذج AD-AS بناء عليه.[1]

[1] – راجع: موسى آدم عيسى، **مرجع سابق** ، ص ص316-322.

المبحث الثاني: خصوصيات النظام الاقتصادي الإسلامي الكلي وأثرها على الأسواق الكلية

التحليل الاقتصادي الكلي ينظر إلى الآليات التي تؤثر في توازن الدخل دون تدخل الحكومة من خلال السياسات النقدية والمالية على أنها آليات تلقائية، وتتمثل هذه الآليات في المستوى العام للأسعار والأجور النقدية وتكلفة التمويل، وتشترك هذه الآليات من خلال الأسواق الكلية في تحقيق التوازن الكلي للاقتصاد الوطني عند المستويات المطلوبة للدخل الوطني والتوظيف، أما مهمة السياسات النقدية والمالية فهو دعم الآلية التلقائية والإسراع في حركتها، ومن ثم البحث بالنسبة للاقتصاد الإسلامي بالمشاركة، هو ما سيتم تناوله من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: إلغاء الفائدة وأثره على المتغيرات الاقتصادية الكلية في اقتصاد المشاركة

المطلب الثاني: البديل الإسلامي لسعر الفائدة كآلية للنشاط الاقتصادي

المطلب الثالث: التوازن في سوق السلع والخدمات (التوازن الحقيقي) في الاقتصاد الإسلامي

المطلب الرابع: التوازن النقدي في الاقتصاد الإسلامي

المطلب الخامس: التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي

المطلب الأول: إلغاء الفائدة وأثره على المتغيرات الاقتصادية الكلية في اقتصاد المشاركة: على أساس معرفة القدرات الكامنة في طبيعة النظام الاقتصادي بالمشاركة في أحواله الطبيعية وامتصاص الصدمات أو معالجة الأزمات، يأتي في هذا الإطار إلغاء الفائدة وقواعد تنظيم التبادل على فرض أنها قدرات ذاتية الدفع كامنة في طبيعة ومبادئ النظام الاقتصادي الإسلامي بالمشاركة وما تتركه من آثار على التحليل الكلي، **و**تتفاعل الزكاة[1] مع خصائص الاقتصاد الإسلامي الأخرى لإحداث آثار إيجابية على المتغيرات الكلية.

الفرع الأول: تقييم أهمية الفائدة في نظرية الاستثمار من وجهة نظر اقتصاد المشاركة: في حالة توازن المنافسة التامة في النظرية الاقتصادية يتم التفريق بين الأرباح العادية والأرباح غير العادية.

أولا: بين الربح والفائدة الكليين: ينظر الاقتصاديون إلى الأرباح العادية على أنها ظاهرة طويلة الأجل وتعتبر جزءا من التكلفة الإجمالية للمشروع، ويطلق على الأرباح العادية الربح الطبيعي وهذه الأرباح هي دخل المشروع في حالة التوازن، أما الأرباح غير العادية فهي ظاهرة قصيرة الأجل تتحقق للمشروعات الرائدة وقبل التوازن الحدي وتميل إلى الإختفاء في الأجل الطويل بفعل المنافسة ودخول منشآت جديدة، وفي ظل الاحتكار تستمر الأرباح غير العادية وتسمى الربح الاحتكاري.

والربح العادي المتحقق في المنافسة الكاملة وبافتراض سيادة التيقن التام والذي تم الخلط بينه وبين الفائدة في عبارات بعض الاقتصاديين الرأسماليين على هذا الأساس يجعله مساويا للصفر[2]، أي حتى في حال افتراض أنهما الشيء نفسه فإنه من المفترض أن يلغى من الاقتصاد وهذا ما لا تقبل به النظرية الرأسمالية الوضعية التي تعتبر الفائدة المؤشر المحور في التوازنات الكلية.

ثانيا: الربح وإنتاجية رأس المال: الفعالية الحدية لرأس المال هي معدل التحيين الذي إذا طبق على سلسلة التدفقات السنوية التي تشكلها العوائد المرتقبة من رأس المال يجعل القيمة الحالية لهذه التدفقات مساوية لثمن عرض رأس المال، فهي تتعلق بالدخل المتوقع من النقود حينما يتم توظيفها في رأس مال جديد، وحينما يتزايد الاستثمار في نوع من رأس المال

[1] - الزكاة لغة النماء والزيادة والبركة والطهارة والصلاح، وتطلق في الشرع على الحصة المقدرة من المال (2.5%) التي فرضها الله –سبحانه وتعالى–، ولا تجب الزكاة إلا على الأموال النامية حقيقة مثل الزروع والأنعام أو حكما كالنقود (دخلا أو إيرادا جديدا).

[2] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**،ص:78.

خلال فترة معينة تتناقص الفعالية الحدية لهذا النوع لرأس المال لسببين: الإيرادات المتوقعة تتناقص عندما يتزايد عرض رأس المال، والمنافسة على الموارد اللازمة لإنتاجه ترفع سعره.

ومع زيادة الاستثمار تنخفض الكفاءة الحدية على منحنى طلب رأس المال إلى مستوى سعر الفائدة في السوق، والخلاصة أن الحافز على الاستثمار يتوقف على منحنى طلب رأس المال ومعدل الفائدة، وإذا كان معدل الفائدة لا يسعه أن يكون سالبا وإنما لا يقل عن حد أدنى فإن تحديد الطلب على الاستثمار يتأثر بالكفاءة الحدية للاستثمار والفرق بين هذا الأخير والفائدة أو تغيراتهما النسبية هي السبب حسب كينز في الدورات الاقتصادية.[1]

الفرع الثاني: نقد وتقويم أهمية الفائدة في نظرية الاستثمار: أهمية معدل الفائدة نابعة فقط من كونها إحدى معطيات الواقع الرأسمالي فقرار الاستثمار تحكمه الربحية.

وإن كان لمعدل الفائدة دور فيه باعتباره تكلفة فعلية أو تكلفة الفرصة البديلة التي كان يمكن أن يجنيها المستثمر من إقراض أمواله، وربحية الاستثمار تدرس من خلال صافي القيمة الحالية للمشروع أو معدل عائده الداخلي (الكفاءة الحدية لرأس المال)، فمعدل الفائدة يمكن من تحديد الحد الأقصى الذي لا يتوقع أن يزيد عنه حجم الاستثمار في فترة معينة، ومن ثم فإنه ليس بالأهمية المذكورة في التحليل الكينزي فالربحية والتوقعات في هذه الحالة لها الدور الأكبر في اتخاذ قرار الإستثمار خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى.

ويعلق هيكس " إن سعر الفائدة أضعف من أن يكون له تأثير على المستقبل القريب، وعامل الخطر أقوى من أن يتيح لسعر الفائدة أن يؤثر على المستقبل البعيد".[2]

الفرع الثالث: إعادة تحليل نظرية الاستثمار بدلالة الربح كبديل عن الفائدة: تتم إعادة التحليل لنظرية الإستثمار على مستويين، الأول مستوى النظرية الاقتصادية والثاني الدراسات المالية مما يعزز التأكيد على درجة أهمية الفائدة في نظرية الاستثمار.

أولا: الربح مفسر عائد رأس المال: حسب النظرية المالية من خلال مؤشر الربح المتوقع باعتباره الحافز الرئيس والذي يرتبط بإيرادات المشروع وتكلفة الاستثمار، كما أن تخصيص الموارد من خلال الفائدة يكون للأموال المعدة للإقراض على أساس القدرة على السداد، أما تخصيص رأس المال الحقيقي والاستثمار بين استخداماته المختلفة فيقوم به معدل الربح المتوقع[3].

أبرزت النظرية التقليدية سعر الفائدة كعائد على رأس المال، وتعتبر سعرا لرأس المال النقدي *(Money Capital)* ورأس المال المادي *(Physical Capital)*، وهنا ظهر اللبس بين فائدة القرض ولإيجار الآلة أو بين القرض ورأس المال.

فرأس المال يمثل الكمية المجمعة من الأجهزة والمباني والآلات التي يملكها قطاع الأعمال في المجتمع بغرض إنتاج سلع وخدمات أخرى، فالنقود يجب استبدالها برأس المال أو العمل أو مواد الإنتاج كما تقتضيه نظرية الإنتاج، ولإزالة اللبس بين معدل الفائدة وإيجار الآلات الرأسمالية فالواجب عدم إدخال الفائدة كعائد لعوامل الإنتاج إلا إذا كان التمويل أو النقود عنصرا منفصلا من عناصر الإنتاج قادرا على خلق القيمة المضافة من نفسه، وهو ما لا يقبل به الاقتصاديون مهما كان انتماؤهم.[4]

---

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق** ،ص:88.

[2] - موسى آدم عيسى، **مرجع سابق**، ص91.

[3] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق** ،ص:121.

[4] - موسى آدم عيسى، **مرجع سابق**، ص135.

على صعيد تفسير رأس المال يشار ابتداء إلى أن دراسة عناصر الإنتاج في النظرية الاقتصادية تعطي الفائدة كعائد لعنصر رأس المال، وهذا التقسيم من مبادئ النظرية الاقتصادية ومسلمات النظام الرأسمالي، غير أن هذا التحليل يقوم على فرض غير واقعي هو فرض التيقن التام (يفسر نسبيا ثبات معدل الفائدة) وفي ظل هذا الفرض يتطابق معدل الفائدة التوازني مع الإنتاجية الحدية لرأس المال، أو يتساوى معدل الفائدة مع معدل الربح المتوقع تحقيقه حسب تعبير ساموبلسون وباتنكن، وعلى ذلك البحث في إلغاء الفائدة وإحلال حصة رأس المال من الربح كتكلفة له وكفرصة بديلة للعائد المتوقع للاستثمار الحقيقي.

ثانيا: أهمية المشاركة في العائد: الربح هو الذي يمثل الندرة الحقيقية لرأس المال، ويضمن الاستخدام الكفء للموارد المالية المتاحة في كافة الأنشطة الإنتاجية، وهو ما يدعو عمليا إلى تحري الكفاءة في استخدام رأس المال خلافا لواقع التمويل عن طريق القروض، ووفقا لمعيار الربح لن تتحيز البنوك للمشروعات الكبيرة على حساب المشروعات الصغيرة والمتوسطة وبالتالي سيسهم الربح في تمويل رأس المال المخاطر والحد من الإتجاهات الاحتكارية.

والكفاءة في تخصيص الاستثمار الخاص أو تساوي معدل العائد المتوقع على الاستثمار الإضافي في كل قطاع أو صناعة (حسب مثلوية باريتو) لا يرتبط بمعدل الفائدة، ولكنه ممكن التحقق في اقتصاد المشاركة، فعقود المشاركة في الربح تحقق الكفاءة الاقتصادية بمفهوم أمثلية باريتو أكثر من عقود العائد الثابت، لأن الأولى توزع المخاطر على نطاق واسع مما يشجع على تحمل المخاطرة الاقتصادية بصفة عامة، فللربح الدور الرئيس في الاستثمار فضلا عن دوره في استمرار المشروع وتوسعه، فهو مصدر التراكم الرأسمالي الضروري للتنمية كما هو محفز له وهو في علاقة طردية معه.

المطلب الثاني: البديل الإسلامي لسعر الفائدة كآلية للنشاط الاقتصادي: المستثمر في اقتصاد المشاركة يستمر في الاستثمار مهما انخفضت الكفاية الحدية لرأس المال، ذلك أن من مصلحته أن يستمر في الاستثمار حتى يدفع الزكاة من عائد الاستثمار أو من الأرباح الصافية المتوقعة ولا يضطر إلى دفعها من رأسماله النامي غير العامل.

الفرع الأول: الادخار والاكتناز في الاقتصاد الإسلامي: من المعلوم أن الدخل يساوي الناتج ويساوي الاستهلاك مضافاً إليه الادخار.

أولا: دوافع الإدخار: يأخذ الادخار سبيله إما إلى الاكتناز وإما إلى الاستثمار، فالادخار هو ما يتبقى من الدخل بعد الاستهلاك ويسمى في الفكر الإسلامي فائضاً أو فضلاً، وهنالك العديد من الدوافع التي تدفع الناس إلى إدخار جزء من مداخيلهم، وذلك بخلاف ما يعتقد من أن سعر الفائدة هو الحافز الوحيد على الادخار والاستثمار، وقد ثبت لدى الاقتصاديين أن معدلات الفائدة وتقلباتها ليس لها إلا أثر مهمل على الادخار والاستثمار.

وبما أن الدخل يساوي الاستهلاك مضافا إليه الادخار فإنه من الممكن زيادة الإدخار، إما عن طريق زيادة الدخل أو عن طريق تخفيض الاستهلاك، وأجمع علماء الاقتصاد على وجود علاقة ورابطة قوية بين الادخار والاستثمار، بحيث يعتبرهما أكثر علماء الاقتصاد المعاصر قطبي التنمية والتطور، كما يعتبر ضعفهما والفصل بينهما سببا في أكثر الأحيان في تخلف الاقتصاد وعدم الاستقرار.

ولكي يعتبر الادخار مشروعاً من المنظور الإسلامي فلا بد من تحول كل ادخار إلى استثمار لأن أية عملية ادخارية لا يتبعها استثمار فهي ليست ادخارا من المنظور الإسلامي وإنما هو اكتناز، فالادخار والاستثمار متكاملان ومتداخلان فلا تمام للادخار إذا لم يتبعه استثمار.[1]

ثانيا: تقليب الأموال وعدم الإكتناز: إن تطبيق مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر وذلك في المشروعات الاستثمارية سيدفع المشروعات ناحية تحقيق أعلى مستويات الأرباح بسبب تضامن رجال الأعمال والممولين معا في المسئولية مما يحقق ترشيد أفضل لاستخدام رؤوس الأموال، ويحقق العدل والتوازن بين ملاك عوامل الإنتاج والعاملين عليها، مع توفير الضمانات الكافية والحوافر اللازمة للمستثمرين التي تؤثر إيجابا على قرارات الاستثمار وتؤدي إلي الاتجاه الصعودي في النشاط الاقتصادي، كما أن هذه الضمانات تحث على إتباع أفضل أساليب الإنتاج وتطبيق المخترعات والابتكارات الجديدة التي تزيد من الإنتاج وتقلل من التكاليف، حيث يرتبط تطبيقها بمخاطر كثيرة قد تمثل حجر عثرة في سبيل استخدامها على نطاق واسع.

الفرع الثاني: نظرية الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي: يمكن تصور حدود للاستثمار في الاقتصاد الإسلامي بأخذ بديل آخر كمحدد للاستثمار وهو المعدل الصافي للأرباح المتوقعة والربح المتوقع من الاستثمار[2].

بينما يقف الطلب على الاستثمار في الاقتصاديات الرأسمالية قبل أن يصل معدل الربح الصافي المتوقع إلى الصفر، حيث أن هذا المعدل يجب أن يكون على الأقل مساويا لسعر الفائدة فإن هذا الطلب على الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي يستمر حتى ولو أنخفض هذا المعدل إلى حد سالب، طالما أن هذا الحد يقل عن نسبة الزكاة المفروضة علي الأموال القابلة للنماء والمحتفظ بها في صورة عاطلة.

إن التعرض لضوابط ومعايير الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي يشمل تحديد مفهوم الادخار والاكتناز ومن ثم محاولة بناء نموذج للاستثمار في الاقتصاد الإسلامي مبنية على علاقات ودوال لمتغيرات أخرى غير تلك التي تقوم عليها في الاقتصاد الوضعي.

الفرع الثالث: مزايا الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي والقطاع الحقيقي: تؤدي القواعد السابقة لتنظيم الاستثمار وتشجيع التكوين الرأسمالي في المجتمع وإلغاء الفائدة على رأس المال وتكييف نمط الاستثمار وتقليل الفاقد الاقتصادي في المجتمع مع انخفاض التكاليف الإنتاجية في المتوسط عنها في المجتمعات الأخرى.

أولا: مزايا الإستثمار في إطار المشاركة: فمن المزايا التي تتحقق في الاستثمار نتيجة إلغاء الفائدة وتطبيق نظام المشاركة الإسلامية:

1 - ترشيد استخدام رؤوس الأموال المتاحة، إذ أن مشاركة المصارف والمؤسسات التمويلية الأخرى للمستثمرين والمنظمين في أرباح مشروعاتهم لقاء مساهمتهم في رؤوس أموال هذه المشروعات يؤدي إلى أن تساهم هذه المصارف والمؤسسات في دراسة وتقويم المشروعات على أسس اقتصادية سليمة تضمن لها أن أموالها ستستخدم في أفضل سبل الاستثمار بما يعود عليها بأكبر عائد ممكن، كما أن ذلك يؤدي إلي توجيه رؤوس أموال المجتمع ككل إلى أفضل سبل الاستثمار الممكنة، وفي هذا فائدة للمجتمع وترشيد لاستخدام موارده؛

[1] - هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**: ص270.

[2] - صديق ناصر عثمان، **المعدل الصافي للأرباح الحقيقية كآلية للنشاط الاقتصادي**، السودان، الجهاز المركزي للإحصاء، 1995، ص19.

2- تشجيع الادخار والاستثمار على أساس من العدل في توزيع العوائد والنفقات يدعوهم إلى عدم الاكتناز وتوجيه أموالهم إلى مجالات الاستثمار المختلفة، وبذا تتزايد عمليات التكوين الرأسمالية والتنمية الاقتصادية للمجتمع؛

3- التكييف والمواءمة المستمرة بين المصارف والمؤسسات التمويلية الأخرى والتغيرات الهيكلية في الاقتصاد وزيادة في قدرة هذه المؤسسات والمستثمرين علي مواجهة الأزمات والحد من أثارها فقرب الممولين والمنتجين يقصر من الفترة بين الحصول علي المعلومات واتخاذ القرارات؛

4- القضاء على التناقض بين مصالح المنتجين ومصالح رأس المال لأنه بإلغاء الفائدة على رأس المال تتحول المصادر المالية لمضاربين يساهمون في المشروعات الإنتاجية، وبهذا يصبح رأس المال في خدمة الإنتاج يلبي حاجته ويعمل علي تنميته مقابل العائد الذي يتحقق منه.

ثانيا: الإستثمار وسوق السلع والخدمات: الاستثمار يلعب دورا مهما في كل من جانبي الطلب والعرض الكلي ففي جانب الطلب الكلي فإن الإستثمار يحدد مستوى الدخل ويعتبر غير مستقر لارتباطه بتوقعات رجال الأعمال والتي تتأثر وتؤثر بمعدل الربح المتوقع والذي يتصف بعدم التأكد، هذه الطبيعة غير المستقرة للاستثمار تجعل منه مصدرا لتوليد التقلبات في الدخل والناتج الوطني، ولذلك فإن تحديد العوامل المحددة للاستثمار يعتبر بالغ الأهمية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والتوظيف الكامل.

تؤدي قاعدة إلغاء الفائدة علي رأس المال في الاقتصاد الإسلامي إلى إلغاء أي مكافأة ممكنة لرأس المال المدخر غير المستثمر، إلغاء الفائدة وفرض الزكاة يعملان معا علي زيادة حجم الاستثمار في اقتصاد المشاركة عنه في الاقتصاد الوضعي، كما أن قرار الادخار في اقتصاد المشاركة مرتبط بقرار الاستثمار.

الفرع الرابع: تكلفة وتعظيم العائد من الادخار والاستثمار في اقتصاد المشاركة: دالة الإنتاج متزايدة بالنسبة للعمل ورأس المال بمعدل متناقص وهي بديهة اقتصادية عامة أما دالة التكاليف في الاقتصاد الإسلامي فإنها تختلف نسبة لاختلاف وسائل التمويل الشرعية في الاقتصاد كالمضاربة والمشاركة والمرابحة فالعامل يحصل على أجر ثابت.

أولا: تكلفة وعائد رأس المال: تكلفة رأس المال تتكون من جزأين هما بافتراض عدم وجود التضخم، تتأثر بإهلاك رأس المال وعائد الممول، *1*- الجزء الأول هو عائد الممول الذي يتحدد بالعلاقة بين الممول والمنظم (المضاربة) وهو يساوي نصيب الممول في ربح المنشأة وهذا المعدل يتحدد في سوق المضاربة بتفاعل قوى عرض وطلب العمل.[1]

أما الجزء الثاني وهو إهلاك رأس المال فإنه يساوي معدل إهلاك رأس المال مضروبا في قيمة رأس المال:

$$\left[MP_k = \frac{(\theta+\delta)q}{p}\right].....(1)$$

θ: معدل عائد الممول ؛ δ: معدل اهتلاك رأس المال ؛ q: سعر وحدة رأس المال ؛ $\mathcal{P}$: سعر الوحدة المنتجة.

بارتفاع الجانب الأيسر من المعادلة $(\mathcal{MP}_k)$ والذي يمثل الإنتاجية الحدية لرأس المال يحدث عدم توازن في المعادلة وللوصول إلى التوازن لابد أن يرتفع الجانب الأيمن من المعادلة ويتم ذلك إما بارتفاع δ أو q أو θ أو انخفاض $\mathcal{P}$ أو مزيج من ذلك ولكن بما أنه لا يتوقع تغيير δ لأنها تعبر عن معدل إهلاك رأس المال والذي لا يتصور تأثره كثيرا بزيادة الإنتاجية، أما θ و qفيتوقع زيادة كليهما نتيجة زيادة الطلب على الأرصدة وعلى الأدوات والأجهزة الرأسمالية بافتراض ثبات العرض ويمكن أن

[1] - معبد الجارحي، **نحو نظام نقدي وإسلامي: الهيكل والتطبيق**، مرجع سابق، ص29.

يلعب انخفاض المستوى العام للأسعار $\mathcal{P}$ دورا جزئيا أو كليا في تحقيق التوازن فزيادة الإنتاجية لجميع المنتجات والمنشآت تؤدي إلى زيادة العرض الكلي وبالتالي انخفاض الأسعار بفرض ثبات منحنيات العرض.[1]

ثانيا: القيمة المثلى لرأس المال: تتضمن المعادلة على القيمة المثلى لرأس المال $(\mathcal{K}^*)$، ويمكن تعيين هذه القيمة المثلى بتحديد دالة الإنتاج بدالة كوب – دوجلاس للإنتاج y كما يلي: $[Y = AL^{\propto}K^{1-\propto}]$

ومن المعادلة يمكن اشتقاق قيمة $\mathcal{MPk}$:

$$\left[MP_k = \frac{\partial Y}{\partial K} = [AL^{\propto}K^{-\propto}(1-\propto)] = \left[\frac{1-\propto}{K}\right].Y\right].....(2)$$

وبمساواة المعادلة (1) مع (2) :

$$\left[\frac{1-\propto}{K}\right]Y = \left[\frac{\theta+\delta}{P}\right]q \Rightarrow K^* = \left[\frac{(1-\propto)Yp}{(\theta+\delta)q}\right]$$

وبمفاضلة الدالة (2) بالنسبة للزمن يتم الحصول على دالة الاستثمار(باعتبار الاستثمار هو التغير في رصيد رأس المال K)، وللقيام بذلك يفترض ثبات مرونة العمل α ومعدل عائد الممول θ ومعدل إهتلاك رأس المال δ والتي يستبعد تغيرها في الأجل القصير ويتبقي المتغيرات q ، $\mathcal{P}$ ، y والتي تمثل الأسعار والإنتاج التي تتغير عادة في الأجل القصير.

وهذه هي معادلة دالة الاستثمار للمنشأة في الاقتصاد الإسلامي باستخدام دالة كوب– دوجلاس، ويتضح من هذه المعادلة أن الاستثمار يتأثر إيجابا كما هو متوقع بالدخل y ومستوى الأسعار $\mathcal{P}$ بينما يتأثر سلبا بتغير تكلفة رأس المال(q) ويؤثر مستوى الإنتاج **Y** إيجابا على الاستثمار.[2]

المطلب الثالث: التوازن في سوق السلع والخدمات (القطاع الحقيقي) في الاقتصاد الإسلامي

الفرع الأول: معالجة مشكلة الفصل بين الادخار والاستثمار في اقتصاد المشاركة: يقع الاختلال في اقتصاد بقطاعين عندما تعجز الآلية التلقائية عن دفع المدخرات المتراكمة إلى الاستثمار، وقد نشأت هذه المشكلة في الاقتصاد الرأسمالي بسبب الفصل بين الادخار والاستثمار، ويطلق عليها كذلك معضلة الفصل بين استخدام الدخل وتوزيعه بين الادخار والاستهلاك وبين الاستثمار، ومن وجهة أخرى هي مشكلة الفصل بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية، ومن هذا المنطلق يعالج اقتصاد المشاركة المشكلة من خلال مواجهة سبب نشوئها، عن طريق فاعلية آليات الدفع الذاتي والتوازن الكلي في استمرار الحلقة الدائرية للدخل، بالإضافة إلى فاعلية مفهوم العوائد النسبية (عائد رأس المال جزء أو نسبة من العائد الإجمالي للاستثمار)، كما يلي:

أولا: الإدخار، الإستهلاك والإستثمار: الادخار والاستهلاك عمليتان اقتصاديتان إيجابيتان يمارسهما صاحب الدخل النقدي ويمثل مستوى الدخل النقدي أهم محدد لمستواهما، في حين تعتبر توقعات رجال الأعمال بشأن الربح المتوقع أهم محدد للاستثمار.

والتعادل بين الادخار والاستثمار المخططين ليس أمرا حتميا لأن الأعوان الذين يقومون بالادخار ليسوا بالضرورة هم الذين يقومون بالاستثمار، كما أنه لا توجد قوى تلقائية تعمل على تحقيق التوازن بينهما فهناك مجال لقوى خارجية أن تزاول أثرها على سوقي النقود ورأس المال بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بينهما عند المستوى الملائم للدخل والإنتاج،

[1] - هند عبد الله حسن: **مرجع سابق**: ص294.

[2] – **المرجع نفسه**: ص296.

وذلك من خلال السياستين النقدية والمالية لتشجيع الإنفاق الاستثماري عن طريق التأثير على عرض النقود وشروط الإئتمان.

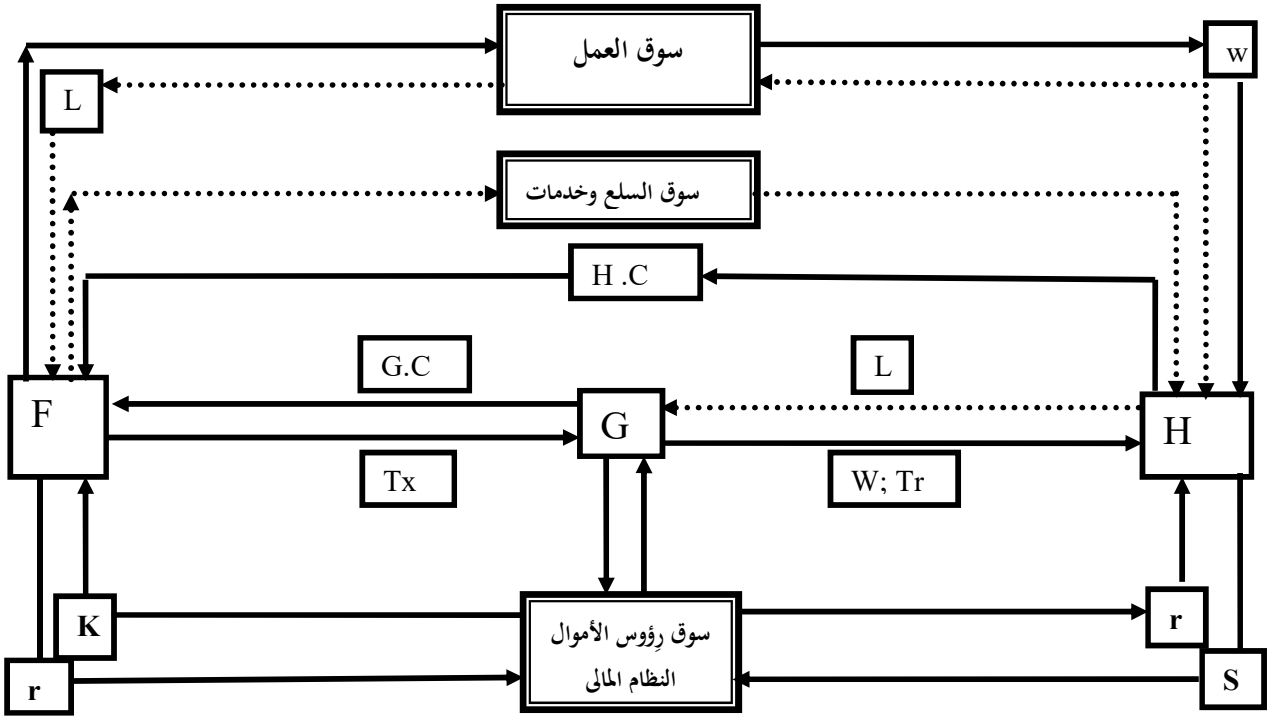
وهكذا يظهر الفصل بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الرأسمالي، فالمدخرات ما لم تدخل سوق رأس المال أو النظام المصرفي تسمى اكتنازا، وهذا الفصل هو سبب اختلال النموذج الكلي الرأسمالي وعامل عدم الاستقرار والأزمات المالية والاقتصادية، ورغم ما يوفره النظام المالي من فرص للمدخرين للحصول على عوائد على شكل فوائد، غير أنه لا ضمان لاستثمار هذه المدخرات إذا كانت توقعات رجال الأعمال مختلفة والمرتبطة أساس بالعائد المتوقع للاستثمار.

ومن هنا قيل: إن أهم عناصر عمل النظام المصرفي الرأسمالي قدرته على خلق النقود الإئتمانية لتمويل النمو للإقتصادات الرأسمالية والتوسع في المبادلات، فكل وديعة جديدة مشتقة لا تنشأ إلا بمناسبة عملية إقراض، وآلية اشتقاق الودائع تربط بينهما، وإن كانت يجب أن تكون تحت سلطة البنك المركزي ورقابته على عمليات الإقراض وخلق الإئتمان.[1]

ثانيا: التدفق الدائري للدخل: يضمن اقتصاد المشاركة استمرار التدفق الدائري للدخل، وذلك من خلال: دافع زيادة الثروة والربح وربط الثروة الفردية بثروة المجتمع والارتباط الوثيق بين عائد كل من الادخار والاستثمار ومن ثم الدائرتين النقدية والحقيقة، وآثار الزكاة والتدخل الحكومي، وتضمن آليات الدفع الذاتي لجانبي العرض والطلب استمرار التدفق الدائري للدخل على نحو يمثل علاقة مستمرة بين التدفق النقدي والتدفق الحقيقي، وتحدث التغيرات النقدية تأثيرها على التغيرات النقدية تأثيرها على المتغيرات الحقيقية مباشرة من خلال الاستهلاك والادخار-الاستثمار ومن ثم الإنتاج.[2]

والشكل التالي يوضح التدفق الدائري المتوقع بين الأعوان الإقتصاديين في نموذج المشاركة وفي الأسواق المختلفة:

الشكل (*28*): نموذج تدفق الدخل وعناصر التبادل الكلي لاقتصاد من ثلاث قطاعات في نموذج المشاركة



المرجع: من إعداد الطالب بتصرف عن: صالح تومي، **مبادئ التحليل الإقتصادي الكلي**، دار أسامة، الجزائر 2004، ص40.

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**، ص289.

[2] - **المرجع نفسه**، ص:367.

حيث: **H, F,G**: الحكومة (الدولة)، المنشآت، العائلات.

HC,GC: الاستهلاك الحكومي، استهلاك العائلات؛

W: الأجور ، **L**: قوة العمل .

S: الإدخار ، **K,I**: الاستثمار ورأس المال ، **Y** : الدخل ، **r**: معدل عائد المشاركة.

Tx , Tr : التحويلات ، الضرائب.

حيث تلاحظ العلاقة بين الأعوان الإقتصاديين من خلال تدفقات السلع والخدمات أو عوامل الإنتاج وعوائدها في تعاملات حقيقية ومرتبطة بالقطاع الحقيقي بالدرجة الأولى، والتي تقود الدائرة النقدية والنظام المالي التي بدورها تقدم الأداة (النقود ورؤوس الأموال) لإدارة النشاط الكلي، وتسمح بتدفق دائري سلس ومرن ومراقب للدخل الكلي.

الفرع الثاني: تقييم الوساطة المالية الإسلامية بالمشاركة: نظرا لأن العائد على خصوم المصارف في ظل أي اقتصاد هو دالة مباشرة للعائد على حوافظ أصولها، ونظرا لأن الأصول تنشأ استجابة لغرض الاستثمار في القطاع الحقيقي لدى المصارف الإسلامية، فإن العائد المعطى لذوي الفائض يحذف من جانب التكلفة في قائمة الدخل، ويصبح الأمر بذلك تخصيصا للربح، وبذلك يسمح للعائد بالنسبة للتمويل بأن يتحدد بناء على الإنتاجية في القطاع الحقيقي.

انطلاقا من هذه الميزة للنظام المصرفي الإسلامي فيتوقع أن يكون النظام المصرفي الإسلامي أكثر قدرة من النظام التقليدي المبني على الفائدة في التكيف مع الصدمات التي يمكن أن تؤدي إلى أزمات مصرفية، بسبب أن النظام القائم على حصص الملكية يستوعب الصدمات المؤثرة في أوضاع الأصول فورا عن طريق تغيرات القيم الإسمية للودائع التي يحوزها الجمهور في البنك، وبذلك فإن القيم الحقيقية للأصول والخصوم بالبنك ستكون متساوية في كل الأوقات،[1] ولكن حدوث مثل هذه الصدمات في ظل النظام المصرفي التقليدي قد تؤدي إلى تفاوت بين الأصول حقيقية والخصوم الحقيقية، حيث أن القيمة الإسمية للودائع مضمونة.

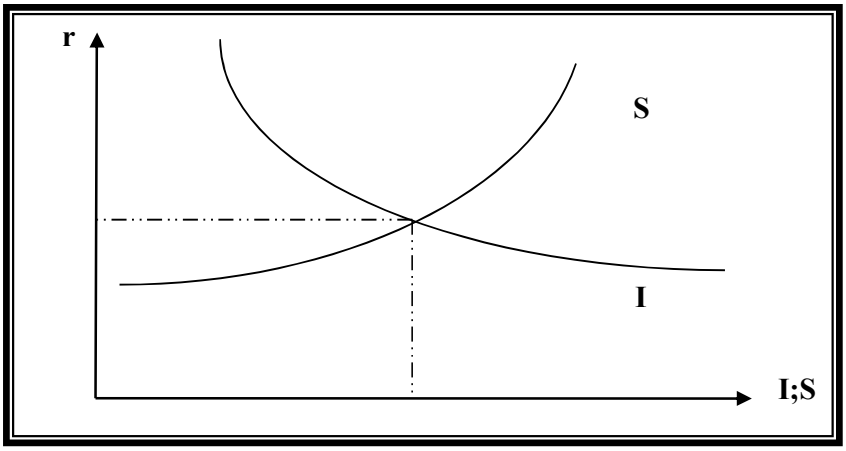
ومن المتوقع أن يؤدي التمويل على أساس الربحية المتوقعة إلى وجود المزيد من مشروعات الاستثمار المتنوعة والمتعددة التي تتطلب السعي للحصول على تمويل لها، وتؤدي أيضا إلى أن يتم الإختيار بحرص وانتقائية أكبر كفاءة من جانب مقدم الأموال لربط أفضل بين المدخرين والمستثمرين وتحسين أداء الوساطة المالية الإسلامية.

وكما في الشكل الآتي يمكن تحديد نسبة الربح التوازنية في النظام الاقتصادي الإسلامي بتقاطع دالة الادخار والتي تمثل مقدار الأموال التي يرغب الأفراد ادخارها وعرضها بنسبة ربح معينة، مع دالة الاستثمار والتي تمثل مقدار الأموال التي يرغب المستثمرون في طلبها لتمويل الاستثمارات بنسبة ربح معينة، أي أن الادخار يمكن أن يساوي الاستثمار حتى في الجانب المسبق*(Ex-ant)* وليس في الجانب اللاحق فقط *(Ex-post)* كما يقول (كينز) في معرض انتقاده للفكر الكلاسيكي.[2]

[1] - موسى آدم عيسى، **مرجع سابق**، ص231.

[2] - عمار مجيد كاظم الوداي: **آليات تطبيق نظام نقدي إسلامي، في دول إسلامية مختارة**، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية ،الجامعة المستنصرية، بغداد، 2009، ص110.

الشكل(29): تحديد نقطة التوازن بين دالة الادخار ودالة الاستثمار على أساس معدل العائد على المدى الطويل



Source;- Abbas Mirakhor: **Equilibrium in a non interest open economy**, Islamic economic review, Jeddah; Saudi Arabia; volume5; 1993.p09.

- Samuelson Paul, Nordhaus William; **Macroeconomics;** 19th ed, Mc Graw Hill series economics, Quebec, Canada, 2010.P162.

حيث يمثل معدل العائد طويل المدى بتكلفة الاستخدام لرأس المال *user cost of Capital* ، والتي يمكن تحديدها من خلال مساواة تكلفة الاستثمار (المبدئيP_k والتكاليف الحدية المرتبطة بزيادة وتثبيت الاستثمارات $MC(\Delta K)$ والتي تساوي الايراد الحدي $(MR_k=P_k.MP_k)$بالقيمة الحالية (بمعدل r)، حيث:[1]

$$P_k + MC(\Delta K) = \left[\frac{(P.MP_k)_{t1}}{(1+r)} + \frac{(P.MP_k)_{t1}}{(1+r)^2} + \cdots \ldots\right]$$

وعند التوازن لا تكون هناك إضافة صافية للاستثمار (يكون فقط استثمار إحلالي)، ومع ثبات أسعار المخرجات وإنتاجية رأس المال بالزمن، العلاقة السابقة كما يلي:

$$P_k = \left[\frac{P.MP_k}{(1+r)} + \frac{P.MP_k}{(1+r)^2} + \cdots \ldots => P_k = P.MP_k\left(\frac{1}{(1+r)} + \frac{1}{(1+r)^2} + \cdots\right)\right]$$

والصيغة بين قوسين متتالية هندسية يمكن تبسيطها، وتصبح العلاقة السابقة كمايلي: $\left[P_k = \frac{P.MP_k}{r} => r = \frac{P.MP_k}{P_k}\right]$

يتناول توازن الطلب الكلي بالأسعار الثابتة في الاقتصاد الإسلامي ، في ظل عدم وجود فائدة على رأس المال وعدم وجود دافع للاحتفاظ بالنقود بغرض المضاربة في سوق الأوراق المالية، وبفرض وجود ضريبة على الاكتناز في الاقتصاد الإسلامي، وتشمل الأسعار الثابتة متوسط أسعار السلع والخدمات أو متوسط سعر رأس المال ويلحق بهذه الأسعار الثابتة معدل عائد الممول ومعدل الربح المتوقع وهما أسعار كل من خدمات رأس المال والتنظيم في الاقتصاد الإسلامي.

حجم الاستثمارات أو الطلب الاستثماري دالة في نسبة الربح والكفاءة الحدية لرأس المال، وبالتالي يمكن الحصول على منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال في الاقتصاد الإسلامي.

كما أن الادخار في النظام الإسلامي فضلا عن كونه دالة في نسبة الربح فهو أيضا دالة في الدخل كعامل أساسي، حيث هناك علاقة وظيفية بين حجم الدخل وبين مقدار الاستهلاك والادخار، أي أن الدخل هو العامل الأساس الذي يحدد مقدار الاستهلاك والادخار، ويتأثر حجم الادخار بتغير الاستهلاك أو بتغير الدخل فإذا ازداد دخل الفرد ولم يزدد إنفاقه الاستهلاكي.

[1] - Robert Rossana; **Macroeconomics,**Routledge, Oxon, UK,2011.PP139-141.

وبالتالي يمكن استنتاج حالة التوازن الكلي في سوق السلع والخدمات للنظام الاقتصادي الذي يتساوى فيه الادخار مع الاستثمار على كل نقطة من منحنى IS الإسلامي أي اشتقاق منحنى من نقاطه، فالاختلاف الأساس بين اقتصاد نقدي ربوي واقتصاد نقدي إسلامي هو في سعر الفائدة الذي يستبدل بنسبة الربح، أي باستبدال دالة الاستثمار في سعر الفائدة إلى دالة الاستثمار في نسبة الربح.

الفرع الثالث: التوازن الكلي الحقيقي: ويقصد بالتوازن الكلي الحقيقي للطلب الكلي أن يتساوى مجموع مكونات الطلب الكلي الحقيقي مع إجمالي الإنتاج أو(الدخل) أو العرض الكلي الحقيقي، ويقوم التوازن في سوق السلع والخدمات على تساوي كل من الادخار والاستثمار المخططين، والادخار يتحدد بمستوى الدخل أما الاستثمار فيتحدد بكل من عائد المشاركة المتوقع في الاستثمار والدافع للاستثمار لتحقيق منافع للمجتمع (تأثير الزكاة).

ويفترض مرونة العرض الكلي واستجابته الكاملة للتغيير في الطلب الكلي، يعبر عنها في التحليل البياني للتوازن بخط مستقيم تنصف به الزاوية القائمة بين محور الصادرات ومحور السينات وبذلك يسمى منحنى العرض الكلي خط الدخل($45°$) ويعني ذلك أن تغيير الطلب بوحدة نقدية واحدة يؤدي إلى تغير العرض الكلي بنفس الاتجاه بوحدة نقدية واحدة أيضا.

وإذا كان معدل الربح π يؤثر في القرارات الاستهلاكية إلى جانب الدخل فيتطلب ذلك جعله متغيرا مستقلا في دالة الاستهلاك، كما أنه مطلوب لغرض إيجاد تجانس بين مكونات الطلب الكلي المراد تجميعه، ولكن وحيث أن الجزء من الربح المؤثر على الاستهلاك هو نسبة المشاركة في الربح π والتي ينالها المستهلك من تشغيل مدخراته مع رجال الأعمال يصبح $\beta\pi$ هو المتغير الأكثر علاقة بالاستهلاك فتصبح المعادلة كما يلي[1]: $[C = a + b_1Y + b_2\pi]$

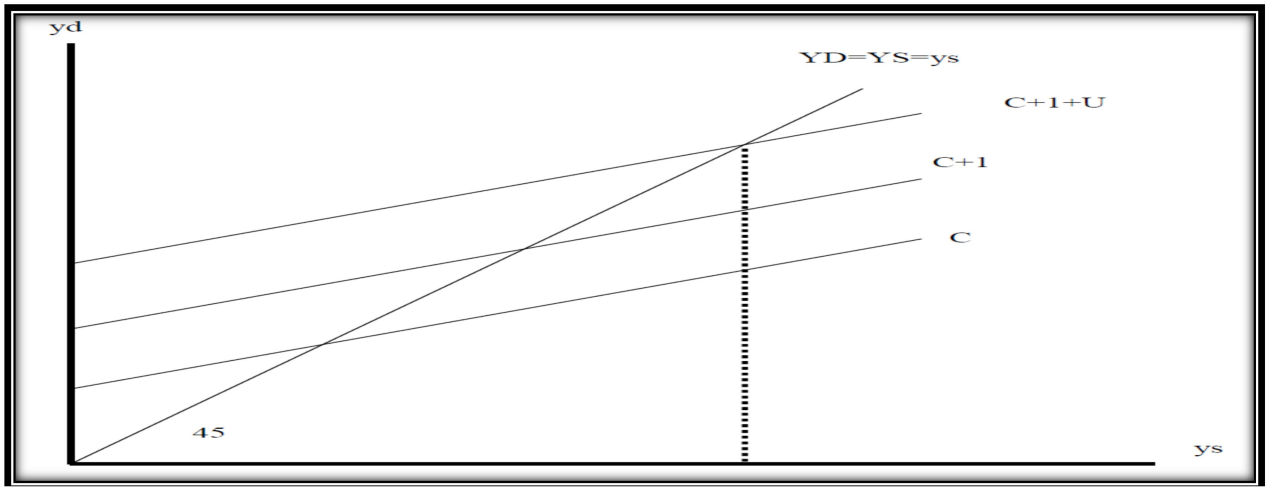
أما عن دالة الاستثمار فهي كما يلي:

وحيث أن الاستثمار يتأثر بكل من q, β, p من حيث تأثيرها على معدل الربح: $I = f(\pi, p, Y, q, \beta)$

وللتبسيط فإن معادلة الاستثمار كما يلي: $[I = d_0 + d.\pi]$

وتمثل هذه المتطابقة تساوي الطلب الكلي المحقق yd مع العرض الكلي المحقق ys في أي لحظة زمنية وتتمثل هذه القيم على كل نقطة على خط45 درجة حيث: $[Yd = Ys]$

الشكل(30): التوازن سوق الإنتاج (القطاع الحقيقي) في الإقتصاد الإسلامي



المصدر: يوسف بن عبد الله الزامل، بوعلام بن جيلالي: **النظرية الاقتصادية الإسلامية: اتجاه تحليلي**، الرياض، دار عالم الكتب للطباعة والنشر، *1996*، ص؛ *139*.

[1] - هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**: ص322.

وشرط التوازن هو أن يتساوى الطلب مع العرض المخطط $Yd = Ys$ والذي لابد أن يساوي الطلب المحقق Yd والعرض المحقق Ys يحدث ذلك في الشكل البياني عند $Y0$ وبافتراض Yd يمثل فترة معينة فإن أي دخل يمين أو يسار $Y0$ سيحقق فائضا أو عجزا في العرض وسيتجه الاقتصاد نحو الانكماش أو التوسع حتى يعود التوازن إلى $Y0$.

الفرع الرابع : اشتقاق وميل المنحنى IS في اقتصاد المشاركة: يمثل المنحنى IS التوازن في سوق السلع بعلاقة عكسية بين الاستثمار والدخل من جهة ومعدل العائد الأدنى المطلوب من جهة، حيث أن مزيدا من الاستثمار يتحقق عند انخفاضه ومزيد من الاستثمار يتطلب مزيدا من الادخار وهو ما يتحقق عند مستوى دخل أعلى، وتعتمد درجة ميل المنحنى على مرونة الاستثمار لـ Rr وعلى الميل الحدي للاستهلاك، وحيث يتم ترجيح أن الاستثمار مرن لهذا المعدل (وهو المتوقع بشكل أكبر مقارنة بمعدل الفائدة الذي تحدده عوامل أخرى متعددة وغير مرتبطة بالإستثمار)، فمن المتوقع أن يكون منحنى IS مرنا أيضا ويستبعد أن يكون عموديا، غير أنه يتوقع أن يكون أكثر انبساطا عند المستويات المنخفضة لـ Rr، وحيث أن من المرجح كذلك ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك في الاقتصاد الإسلامي بفعل الزكاة فمن المتوقع زيادة قيمة المضاعف، ومن ثم يكون المنحنى أقل ميلا أو أكثر مرونة.[1]

الفرع الخامس: التوازن في سوق العمل في الاقتصاد الإسلامي: يرتبط عرض العمل في الإسلام بالأجر الحقيقي وليس النقدي وأما الطلب على العمل فإنه يرتبط بالكفاءة والإنتاجية ويتحقق التوازن في سوق العمل في الاقتصاد الإسلامي بتساوي الطلب مع عرضه من خلال تفاعل قوى عرض العمل مع الطلب عليه وتتميز سوق العمل في الاقتصاد الإسلامي بأنها سوق المنافسة الحرة فهي سوق مرنة لا تخضع لتحكم نقابات العمال في فرض الأجور بما يحقق مصالح العمال دون مصالح أرباب العمل.[2]

المطلب الرابع: التوازن النقدي في الاقتصاد الإسلامي: يقسم النشاط الاقتصادي في أي مجتمع إلى عدة أقسام لكل منها سوق خاص بها وهذه الأسواق هي سوق السلع والخدمات النهائية وسوق النقد وسوق العمل وسوق الأوراق المالية، ويتحقق التوازن العام للاقتصاد بتحقق التوازن في كل هذه الأسواق معاً ، ويشكل سعر الفائدة عاملاً هاماً في تحقيق التوازن في هذه الأسواق في الفكر الوضعي، وسوف يتم تحديد كيفية أو آلية تحقيق التوازن في هذه الأسواق في اقتصاد إسلامي يمنع العمل بسعر الفائدة.

الفرع الأول: أهمية ووظائف النقود: ترتبط أهمية النقود في الاقتصاد باستخدامها كوسيلة للسياسة الاقتصادية وأداة للتدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي بصوره المختلفة فالتغيرات النقدية تؤثر تأثيراً مباشرا وواضحاً على منحنى ونمط الاستهلاك والإنتاج وعلى النشاط الاقتصادي بصورة عامة نتيجة للفائض أو النقص في كمية النقود بالنسبة للكمية اللازمة منها للمحافظة على مستوى النشاط الاقتصادي.

وفي الاقتصاد الإسلامي تتمثل وظائف النقود في التبادل ومقياس للقيم كوظيفتين أساسيتين وكمستودع للثروة وأداة للمدفوعات الآجلة كوظائف جانبية وهناك في المنظور الإسلامي جملة عوامل تعرقل أداء النقود لوظائفها على رأسها الاكتناز وسعر الفائدة كما تلعب الدولة دوراً في هذا المجال عندما تلجأ أحياناً إلى طبع مزيد من النقود دون أن يقابلها زيادة في الإنتاج وذلك بغية تمويل الإنفاق العام ولهذا السبب فإن المنهج الإسلامي يحرم الإصدار النقدي لأية مبررات غير اقتصادية

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**، ص:352.

[2] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**:ص329.

كما يحول دون تدهور قيمة وحدة النقود وتذبذب الأسعار وسوء توزيع الثروات وسوف تتم دراسة كل من عرض النقود والطلب عليها وكيفية حدوث توازن سوق النقد في اقتصاد إسلامي.

الفرع الثاني: عرض النقود في النظام النقدي الإسلامي: إن عرض النقود في النظام الاقتصادي الإسلامي يتطلب تناول المؤسسات المالية المختلفة والتي تتحكم في عرضها وذلك من حيث وظيفة كل منها في النظام النقدي.

أولا: مكونات المعروض النقدي: إن عرض النقود في النظام الإسلامي يتشابه مع نظيره التقليدي وعلى وجه الخصوص يشمل العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي $\mathcal{M}$ على مستوى عرض النقد بمعناه الضيق فهو يشمل عرض النقد بمعناه $\mathcal{M}$ زائدا الودائع الجارية أما عرض النقد بالمفهوم الواسع الضيق زائدا شبه النقود، والعوامل المحددة لعرض النقد من حيث سلوك الأفراد، وسلوك المصارف الإسلامية، وسلوك البنك المركزي.[1]

ثانيا: ضوابط التوسع في عرض النقود: إن توسيع الكتلة النقدية وزيادة عرض النقود في الاقتصاد الإسلامي محكوم بعدة ضوابط شرعية ، وذلك لما لهذا العرض من أثر على تغير القدرة الشرائية للنقود وما يؤدي إليه ذلك من تغير القيم والأسعار وتغير الدخول أيضاً فالسلطات النقدية في المجتمع ممثلة في سلطة البنك المركزي على كافة البنوك التجارية تحكمه سياسة الدولة في عدم إصدار النقود إلا بأسباب اقتصادية فعلية لا تؤدي إلى الإضرار بالقيم أو مكاسب للبعض على حساب البعض الأخر.

مما سبق يتضح أن عرض النقود في المجتمع لا يتم إلا بأسباب اقتصادية وهو يتم من قبل البنك المركزي في الدولة، كما أن مجال خلق نقود الودائع من قبل البنوك التجارية محكوم بسياسة الدولة التي تشرف عليها حتى يكون خلق النقود في الحدود التي تسمح بها الظروف الاقتصادية، ولذا فإن كمية النقود في المجتمع تتغير مع الاحتياجات الفعلية ولا يكون هناك توسع نقدي يفوق متطلبات التوسع في الاقتصاد.

ويتكون عرض النقود في الاقتصاد الإسلامي من عنصرين رئيسين هما القاعدة النقدية والمضاعف النقدي فتصاغ معادلة عرض النقود بالشكل التالي:[2] $[M = m_1.B]$

حيث أن:

$M1$= عرض النقود ؛ m= المضاعف النقدي ؛ $\mathcal{B}$: القاعدة النقدية

وتتكون القاعدة النقدية $\mathcal{B} = \mathcal{R} + C$ من C:العملة في التداول؛ $\mathcal{R}$: الاحتياطات

ثالثا: المضاعف النقدي : m فيعبر عن مدى قدرة النظام المصرفي على مضاعفة استغلال القاعدة النقدية عن طريق مختلف وسائل التبادل والمعاملات المالية في الاقتصاد فكلما زاد تبادل الأرصدة والحسابات كلما اتسعت دائرة النقود، وفي حين أن التوسع أو التبادل النقدي في الاقتصاديات الرأسمالية يتم عن طريق الإقراض والاقتراض بسعر الفائدة، فإنه في الاقتصاد الإسلامي يمكن البيع بهامش الربح أو التقسيط أو بواسطة المضاربة أو المشاركة وهي عمليات للتمويل تستغل الاحتياطي النقدي الإضافي في عمليات الاستثمار فيصبح المحدد لعرض النقود في الاقتصاد الإسلامي هو معدل الربح المتوقع،[3]وكما

---

[1] - علي عبد الله شاهين، **العوامل المؤثرة في توليد النقود المصرفية من منظور نظام نقدي إسلامي (دراسة فكرية تحليلية)**، مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، جوان 2007، ص ص: 617-622.

[2] – مُحَمَّد عبد المنعم عفر، **التوازن في سوق النقود في الاقتصاد الإسلامي**، جدة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي،1981 .ص20.

[3] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**:ص ص: 301-302.

دلت الدراسات على أن العلاقة بين عرض النقود وسعر الفائدة في الاقتصاد الوضعي هي علاقة طردية موجبة ولو كانت ضعيفة وحيث أن معدل الربح الصافي المتوقع يلعب دوراً في الاقتصاد الإسلامي مماثلاً لدور سعر الفائدة في الاقتصاد الوضعي فيمكن أن يقرر أن العلاقة بين عرض النقود ومعدل الربح المتوقع هي علاقة طردية أيضا.

فحتى إذا كانت المصارف الإسلامية تعمل على التوسع في المعروض النقدي، رغم اختلاف وسائلها في العمل عن المصارف التقليدية، فإن نسبته لديها منخفضة عن نسبته لدى هذه الأخيرة، لانخفاض حجم الودائع تحت الطلب لديها، ولأن توظيفاتها متعلقة بالإنتاج الفعلي، وهو عكس ما تعرفه توظيفات المصارف التقليدية، التي تقرض ولا تهتم بالإنتاج، كنتيجة فعلية للتمويلات التي تقدمها عن طريق القروض.

الفرع الثالث: الطلب على النقود في الاقتصاد الإسلامي: ينقسم الطلب على النقود في الاقتصاد الإسلامي كما هو الحال في بقية المجتمعات إلى ثلاث أقسام إلا أنه في الاقتصاد الإسلامي محكوم باعتبارات مختلفة تجعل العنصر النقدي في الاقتصاد الإسلامي أضيق نطاقاً مما هو عليه في المجتمعات الأخرى.

كما من المتوقع أن يكون الطلب على النقود بصفة عامة مرنا لمعدل العائد المتوقع المطلوب في الأحوال العادية وعند الرواج مع تعدد الأصول البديلة للاستثمار، مع هامش يحتفظ به للمعاملات والاحتياط ما يمنع وجود جزء عمودي لدالة الطلب على النقود، وفي أحوال الكساد يتوقع أن ينخفض هذا المعدل كمؤشر على انخفاض كافة العوائد المتوقعة على الأصول الأخرى، وليس بالضرورة أن يكون أفقيا عند مستواه الأدنى لوجود الزكاة التي تحفز على استثمار الأموال حتى عند العوائد المتدنية جدا.[1]

أولا: الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط: الطلب على النقود لغرض المعاملات مرتبط بحجم الدخل، أما الطلب بدافع الاحتياط فهو مرتبط بالدخل من جهة وبمقدار النصاب المفروض شرعا للزكاة، ومن ثم فهو أقل حجما من طلب المعاملات، وبالتالي يعد دافعي المعاملات والاحتياط دالة طردية للدخل القومي ولا إشكال فيهما في الاقتصاد الإسلامي ويقر بدافع المعاملات والاحتياط ، فكلما زاد دخل الفرد كلما زاد دافعه للاحتفاظ بها للمعاملات والاحتياط، أي أن: $Md1(y)=Mdt+Mdp$

حيث: $Md1$ الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط.[2]

Mdt: الطلب على النقود لغرض معاملات شراء السلع الاستهلاكية والخدمات وله علاقة طردية بالدخل وعلاقة عكسية بمعدل الربح المتوقع، فالطلب على النقود للمعاملات قائم في المجتمع لتمويل الأعمال المختلفة تبعاً لحجم الدخل والتركيب السلعي للناتج الوطني وحجم المبيعات وعادات الدفع، إلا أنه لا يتأثر بسعر الفائدة وإنما يتأثر بعائد المشاركة في الربح للمال المشارك في الاستثمار.

Mdp: الطلب على النقود بغرض الاحتياط ويمثل هذا الطلب النسبة من النقود المحتفظ بها لمقابلة الحالات الطارئة، وله علاقة إيجابية بالدخل وسلبية بمعدل الربح المتوقع وهو طلب قائم إلا أنه محدود بحد أعلى لكل فرد ومقدار نصاب الزكاة.

ثانيا: الطلب على النقود لغرض المضاربة أو الاستثمار *(Speculative motive)*: الطلب على النقود لغرض معاملات الاستثمارMds يعتمد حجمه على معدل الربح والدخل وله علاقة طردية مع كل منهما،[3] ويقوم الطلب على النقود

---

[1] - عبد الباري محمد المشعل، **مرجع سابق**، ص: 355.

[2] - هند عبد الله حسن، **المرجع نفسه**، 301.

[3] - ضياء مجيد: **الفكر الاقتصادي الإسلامي في وظائف النقد**، مؤسسة شباب الجامعة-الإسكندرية، 1997.ص 52.

لغرض الاستثمار أو المضاربة على ميل المنشآت والأفراد لتحقيق عوائد على أموالهم بانتهاز فرص الاستثمار المربح لتوظيف الأموال فيها وبالمضاربة في سوق الأوراق المالية بقصد تحقيق أرباح بشرائها في أوقات انخفاض أثمانها وإعادة بيعها في أوقات ارتفاع أسعارها وهذا الطلب مرتبط بانتظار فرص الاستثمار المربح، وهذا أمر مقبول إسلاميا ولكنه محكوم بعاملين:

- نسبة معدل الأرباح السائدة في الأنشطة الاستثمارية المتاحة إلى المعدل المتوقع لهذه الأرباح في المستقبل حيث يزداد الاحتفاظ بالأموال لهذا الغرض كلما كانت التوقعات للمستقبل متفائلة وكلما كانت النسبة المذكورة أقل من الواحد ؛[1]

- نسبة الزكاة المفترضة على الأموال المدخرة غير المستثمرة، حيث تمثل نفقة على الاحتفاظ بالأموال دون توظيف في الوقت الذي لا تؤخذ فيه هذه الزكاة من الأموال المستثمرة إلا من عائد الاستثمار.

يمكن صياغة معادلة الطلب على النقود في الاقتصاد الإسلامي على النحو التالي: $[M_D = f(y, \pi)]$

وتعتمد العلاقة بين معدل الربح المتوقع والطلب الكلي المخطط علي النقود على الفرق بين حجم تأثير معدل الربح علي المكونات الثلاثة الأولي للطلب علي النقود والتي قرر أنها علاقة سالبة وبين حجم تأثير معدل الربح علي المكون الرابع وهو الطلب علي النقود بغرض الاستثمار ذو العلاقة الموجبة مع معدل الربح:

$$\frac{\partial M_D}{\partial \pi} = \left[\frac{\partial M_t}{\partial \pi} + \frac{\partial M_p}{\partial \pi} + \frac{\partial M_s}{\partial \pi}\right]$$

الإقراض والإقتراض بغرض الاستثمار يترتب على ذلك ارتفاع حجم الطلب على النقود لغرض الاستثمار بقيمة أكبر من الطلب على النقود للأغراض الأخرى.

في اقتصاد المشاركة استخدامات النقود ترتكز على وظيفة الاستثمار وليس على وظيفة الإقراض التي تقوم عليها استخدامات النقود في النظام النقدي التقليدي، هذا ما أوجد ما يعرف بكلفة الفرصة الضائعة أو البديلة للسيولة النقدية القائمة على معدل الفائدة التوازني في سوق المال، الذي يجعل لعمليات الإقراض تأثير على عمليات توجيه الاستثمار فتكلفة الفرصة البديلة هي التي تحدد العائد الذي يمكن الحصول عليه متى وظفت الأموال في أكثر الأصول المالية سيولة مثل السندات الحكومية، بعكس النظرة الإسلامية، حيث أن توظيف الأموال الجامدة بأي عائد ربحي سوف يمكن قبوله إذا غطى معدل الزكاة في حالة عدم الاستثمار.

أما بالنسبة للطلب على النقود لغرض المضاربة أو الاستثمار في سوق الأوراق المالية فالطلب عليها محكوم باعتبار: نوع الأوراق المتعامل فيها في السوق ومعدل الأرباح السائدة وهو مرتبط أيضا بنسبة معدل الأرباح السائدة في الأنشطة الاستثمارية المتاحة إلى المعدل المتوقع لهذه الأرباح في المستقبل، وأيضا مع الأخذ في الاعتبار مخاطر الاستثمار واحتمال انخفاض القيمة الحقيقية للنقود، فالعلاقة إذن تكون موجبة بين الاستثمار المالي ومعدل الربح المتوقع، أي أن: [2]

$$Md2 = f(r)$$

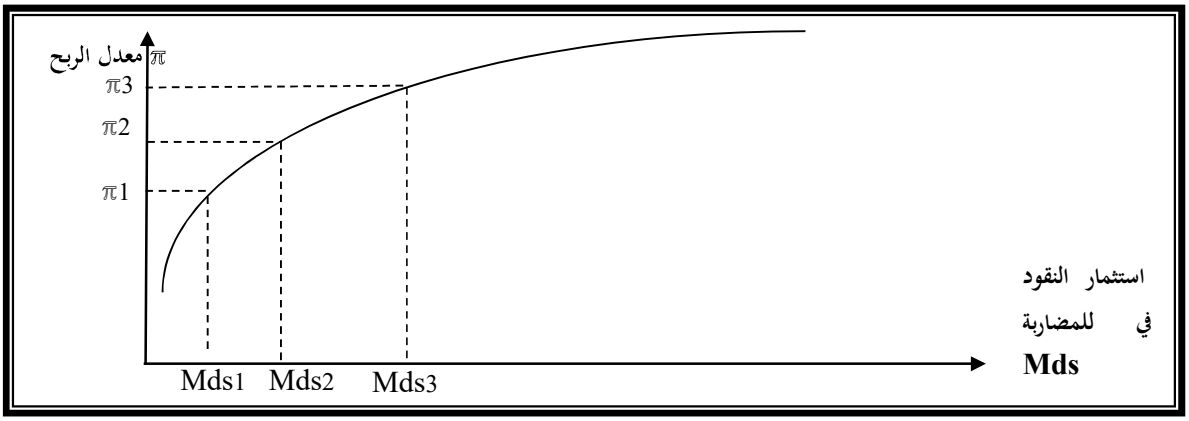
حيث: $L2$ الطلب على النقود لغرض المضاربة

والشكل البياني الآتي، يوضح الطلب على النقود لغرض المضاربة أو الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية:

[1] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**: ص306.

[2] - عمار مجيد كاظم الوداي، **آليات تطبيق نظام نقدي إسلامي –في دول إسلامية مختارة** – أطروحة دكتوراه غير منشورة في الاقتصاد، الجامعة المستنصرية العراق، 2009، ص111.

الشكل(*31*): منحنى الطلب على النقود لغرض المضاربة أو الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي



المرجع: عمار مجيد كاظم الوداي، **آليات تطبيق نظام نقدي إسلامي –في دول إسلامية مختارة**– أطروحة دكتوراه غير منشورة في الاقتصاد، الجامعة المستنصرية العراق، *2009*، ص*111*. (بتصرف)

وفي حالة استخدام المصرف الإسلامي لنظام المضاربة أو المشاركة، فلا يوجد سعر فائدة أي سعر خصم، وقام المصرف بإقراض المستثمر مضاربة ويقوم المستثمر في النظام الإسلامي بالاستثمار، بتقدير معدل ربح الاستثمار المتوقع الحصول عليه لتقدير حجم الأرباح المتوقعة من الاستثمار عن طريق دراسات الجدوى الاقتصادية الخاصة بطرق التمويل الإسلامية.

وكما في الشكل يحصل على منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال في الاقتصاد الإسلامي، وهو ذو ميل موجب وبمعدل استثمار متوقع بشكل متناقص مع معدل الربح أو العائد المتوقع، كما أن الطلب الاستثماري يزداد كلما كانت نسبة الربح التي يقتطعها المصرف الإسلامي مضاربة أو مشاركة أو مرابحة(تكلفة الاستثمار) منخفضة والعكس صحيح ، أي أن هناك علاقة عكسية ما بين حجم الاستثمارات، وبين الكفاءة الحدية لرأس المال ونسبة الربح في النظام الإسلامي.

ثالثا: دالة الطلب الكلي على النقود: يمكن تطبيق نفس تحليل النظرية النقدية في المذهب الاقتصادي الإسلامي مع عدم وجود معدل الفائدة في نموذج الربح، وبالتالي بافتراض أن الطلب على النقود في النظام الإسلامي يعتمد على الدخل الحقيقي ونسبة الربح، وهذه العلاقة غير ثابتة ومستقرة في الأجل القصير وحيث أن دالة الطلب غير مستقرة في الأجل القصير، فإن عدم الاستقرار يعزى لافتراض عدم ثبات سرعة دوران النقود في الأجل القصير في ظل مستوى معين للدخل الحقيقي.

$$[V = y / f(r, y)]$$

حيث: (r) نسبة الربح السوقي؛

رابعا: سياسة البنك المركزي في النظام النقدي بالمشاركة: من خلال سياسة البنك المركزي في النظام النقدي الإسلامي يمكن تحريك أو تثبيت نسبة الربح في جميع المصارف الإسلامية (و/أوأسواق الأسهم المالية)، لتنظيم العرض والطلب على التمويل بدلا من سياسة سعر إعادة الخصم في النظام التقليدي، وبالتالي تنظيم وحتى تثبيت سرعة دوران النقود وبالتالي إمكانية تعيين وتحديد عرض النقد والطلب عليه في النظام النقدي الإسلامي.[1]

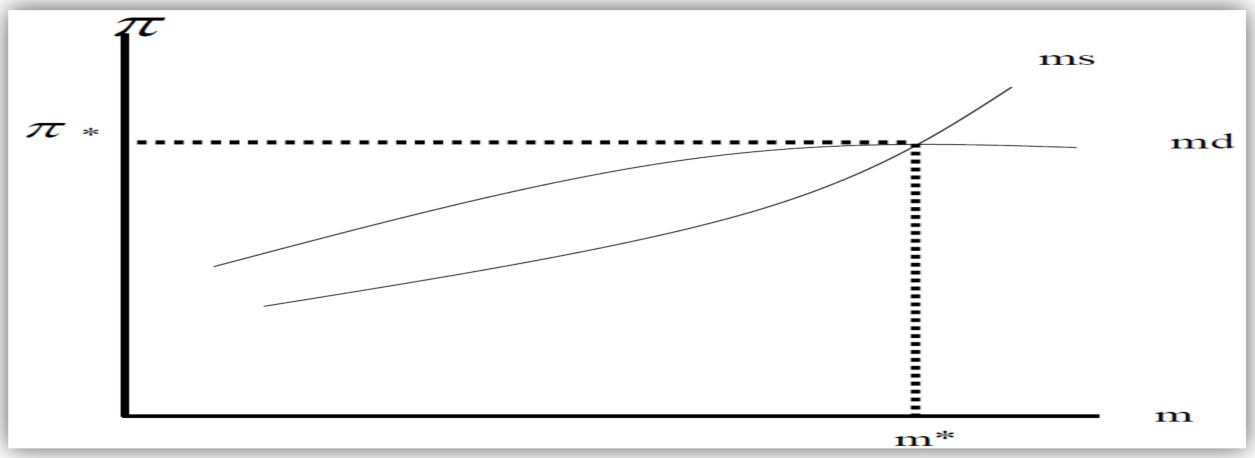
الفرع الرابع التوازن في سوق النقود في الاقتصاد الإسلامي: يتحقق التوازن في سوق النقود عندما يتعادل الطلب على النقود مع عرض النقود، مما سبق فإن الطلب بدافع المعاملات هو أهم قسم من أقسام الطلب على النقود في المجتمع الإسلامي، والطلب علي النقود بغرض الاحتياط فهو محدد بكل من الدخل ومقدار الزكاة لذا فهو يشكل نسبة صغيرة من

[1] - عمار مجيد كاظم الوداي، **مرجع سابق**: ص111.

الطلب للمعاملات وأما الطلب بدافع المضاربة فإنه يعتمد على معدلات المشاركة في الربح ، بالنسبة لعرض النقود فهو يعتمد على حجم الدخل الوطني فشرط التوازن في سوق النقود هو[1] : $[MS = Md]$

وبالتالي يمكن أن يمثل توازن سوق النقود بيانيا بالشكل التالي:

الشكل(32) : التوازن النقدي في الإقتصاد الإسلامي

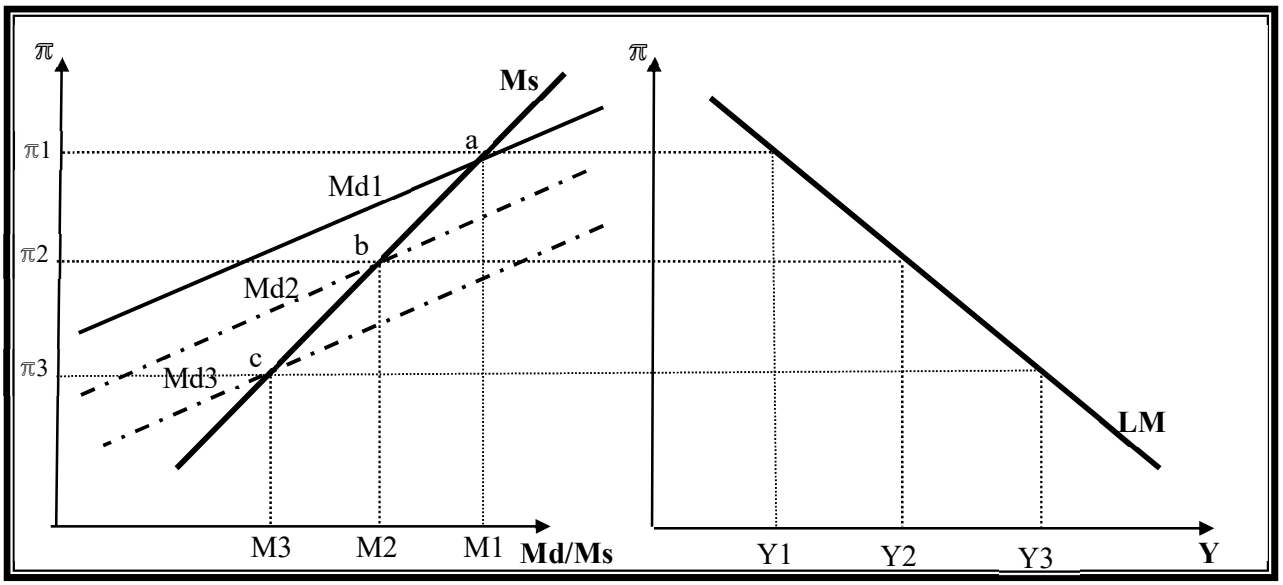


المرجع: مُحَمَّد عبد المنعم عفر، **التوازن في سوق النقود في الاقتصاد الإسلامي**، جدة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، ، *1981*ص *21*.

ويتضح من الشكل أن ميل منحنى عرض النقود متزايد بمعدل متزايد بالنسبة للأرباح المتوقعة، أما ميل منحنى الطلب على النقود فهو متزايد بمعدل متناقص وعند دخل معين$y0$ فإن π هي التي تحقق التعادل بين عرض النقود وطلب النقود وبالتالي التوازن في سوق النقود.

الفرع الخامس: اشتقاق منحنى LM من توازن سوق النقود: ويمكن الآن توضيح الاستخراج البياني لمنحنى LM أو مختلف مستويات الدخل التي تحقق توازن سوق النقود عند مستويات M، π كالتالي:

الشكل(33): إستخراج منحنى LM في الإقتصاد الإسلامي بيانيا



المرجع: بتصرف عن: هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**، ص316.

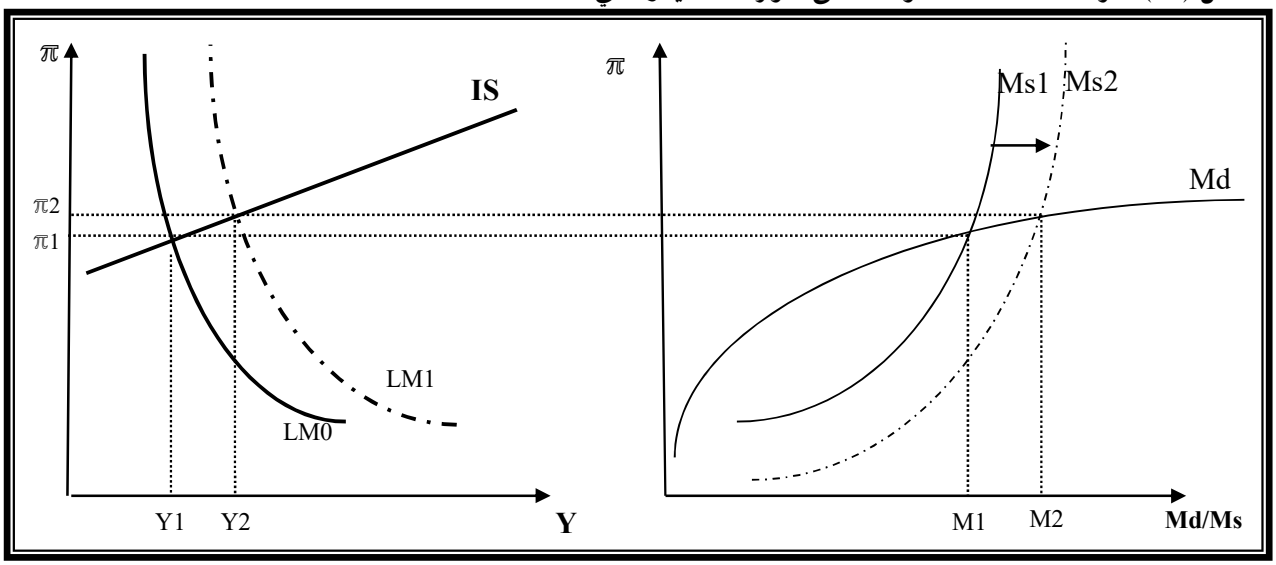
[1] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**: ص ص: 309-311.

وبافتراض أن عرض النقود Ms ثابت بالنسبة إلى تغير الدخل y وأن طلب النقود يزداد بنسبة ثابتة مع كل زيادة في الدخل فسوف ينتقل التوازن من a إلىb إلى c ليعبر عن مستويات أرباح أقل مع كل زيادة في الطلب على النقود لا يصاحبها زيادة في عرض النقود فتنخفض π من π_1 إلى π_2 إلى π_3 وتنخفض أيضا كمية التوازن من M_1 إلى M_3، فمثلا إذا تغير الدخل من y_1 إلى $y2$ فيتحول M_{d1} إلى M_{d2} معبرا عن زيادة الطلب على النقود، ذلك أنه عند المستوى $\pi 1$ و$y1$ وهو مستوى مرتفع من الربح ومنخفض من حيث مستوى الدخل كانت كمية النقود M موزعة إلى الاستعمالات الثلاثة للنقود، وبزيادة الدخل إلى المستوى $y2$ فإن الطلب على النقود إجمالا سيزداد.

لكن ومع ثبات عرض النقود يواجه الأفراد صعوبة في الحصول على النقود لتغطية هذه الدوافع مع رغبتهم في توجيه جزء أكبر منها للاستثمار، وينعكس ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معدلات الأرباح المتوقعة، ويؤدي انخفاض الأرباح المتوقعة إلى انخفاض الاستثمار المخطط من ناحية وإلى زيادة الإنفاق على الدوافع الأخرى، وانخفاض الطلب على الاستهلاك مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي للنقود ويستمر هذا الأثر حتى الوصول إلى النقطة b من النقطة a على الشكل البياني، وعند النقطة b يكون توازن سوق النقود عندπ_2 والكمية $M2$ من النقود والكمية $M_1>M2$ وذلك نتيجة لانخفاض الكمية المعروضة من النقود مع انخفاض معدل الربح المتوقع.

إن افتراض ثبات عرض النقود هو فرض غير واقعي كليا إذ أن منحنى عرض النقود سيتغير مع تغير الدخل إما تلقائيا أو بفعل سياسة نقدية حكومية، فلو فرض أن منحنى Ms قد انتقل إلى اليمين نتيجة لسياسة نقدية توسعية فإنه ومع ثبات مستوى الدخل y يرتفع مستوى الربح من $\pi 1$ إلى $\pi 2$، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (34): أثر السياسة النقدية التوسعية على التوازن النقدي والكلي



المصدر: بتصرف عن: هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**، ص318.

وبالتالي ينتقل منحنى $M1$ إلى$M2$ ويرجع ارتفاع مستوى الربح إلى الانتعاش الاقتصادي الذي حدث في الفترة الأولى اللاحقة لزيادة عرض النقود والتي تم فيها إنفاق كبير لتوقع رجال الأعمال دخولا ومعدلات أرباح أعلى.[1]

الفرع السادس: ميل منحنى LM في اقتصاد المشاركة: يمثل المنحنى LM التوازن في سوق النقود كما هو في النظرية الاقتصادية الرأسمالية موجب الميل بدلالة العلاقة العكسية لدالة الطلب على النقود للمضاربة ومعدل العائد المتوقع، والعلاقة

[1] - هند عبد الله حسن: **مرجع سابق**: ص319.

الطردية بين الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط مع الدخل، وتعتمد درجة ميل المنحنى على مرونة الطلب على النقود للمضاربة مع $\mathcal{R}r$ والعلاقة بين الطلب على النقود للمعاملات والدخل

وحيث من المرجح أن الطلب على النقود بصفة عامة مرن تجاه معدل العائد المتوقع فمن المتوقع أن يكون المنحنى مرنا ولا يكون عموديا لوجود طلب على النقود كأصل سائل، ويكون أكثر مرونة عند المستويات المنخفضة له لكنه لن يكون أفقيا بسبب الزكاة، ومن ثم ميل صغير لمنحنى $\mathcal{LM}$ وأكثر حساسية لمعدل العائد المتوقع.

وتعود فاعلية آلية العائد الإسلامي إلى قواعد تنظيم السوق، وعناصر الفاعلية المكتسبة من الأصول المالية المتنوعة وكفاءة التوظيف من حيث المخاطرة والسيولة والربحية والتداول.

المطلب الخامس: التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي: يتحقق التوازن العام للاقتصاد بتساوي العرض الكلي وما يعنيه ذلك من تساوي الادخار مع الاستثمار المخطط (والطلب على العمل مع عرضه وعرض النقود مع الطلب عليها)، فالتوازن العام يشترط تحقق التوازن في كل الأسواق معا، وبعد أن قمنا بدراسة العوامل والمتغيرات المسؤولية عن تحقيق هذا التوازن (مكونات الطلب والعرض الكلي في الاقتصاد) بمختلف العوامل المؤثرة عليه من ضوابط وأحكام تحكم الاستهلاك والاستثمار وتؤدي إلى صياغة مختلفة ومميزة لدوال الاستهلاك والاستثمار، وبعد دراسة كيفية تحقيق التوازن في كل سوق على حدة النقود، السلع والخدمات العمل، وسيتم في هذا المطلب بدراسة كيفية تحقيق التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي وذلك بجمع التوازنات في الأسواق كلها معا.

الفرع الأول: التوازن العام *IS-LM* رياضيا: إن التوازن في سوق السلع والخدمات منحنى *(IS)* يحدد المستويات التوازنية المختلفة للدخل عند مختلف معدلات الأرباح، والتوازن في سوق النقود *(LM)* يحدد المستويات التوازنية للنقود عند معدلات الأرباح المختلفة.

أولا: معادلة منحنى *(IS)*: يمثل التوليفات من معدلات الربحية المتوقعة π والدخل y والتي تمثل التوازن في سوق السلع والخدمات بين الطلب الكلي الحقيقي والعرض الكلي الحقيقي ويمثل المنحنى *(LM)* التي تحقق التوازن في سوق النقود والمنحنى التوليفات من π وy التي يتحقق عندها التوازن في سوق النقود، أما التوازن العام فمهمته تحديد مستوى الدخل ومعدل الأرباح الذي يتحقق عنده التوازن في سوق النقود وسوق السلع والخدمات في آن واحد.

وباعتبار الدخل الحقيقي $\mathcal{Y}r$ كمؤشر كلي هو مجموع القيم المضافة في الاقتصاد والناجمة عن نشاط المؤسسات والمنشآت في الاقتصاد، يعتمد التوازن الكلي المبدئي على العلاقة: $(dI = dS + d\acute{M}s)$.

وفي حال عدم وجود زيادة في عرض النقود فإن: $\left(I = f(Y;r) => dI = \frac{\partial I}{\partial Y}.dY + \frac{\partial I}{\partial r}.dr\right)$.

في اقتصاد المشاركة وعند التوازن الكلي فإن:[1] $\left[\frac{\partial I}{\partial r} = \frac{\partial S}{\partial r}\right.$ و $\left.\frac{\partial I}{\partial Y} = \frac{\partial S}{\partial Y}\right]$

وحتى يتم ذلك فإنه يفترض أن الدوال في سوق السلع والخدمات والدوال في سوق النقود هي دوال خطية وذلك بغرض التبسيط، فكما سبق فإن دوال سوق السلع والخدمات هي:[2]

الاستهلاك $[C = b_0 + b_1 Y]$ ، الاستثمار $[I = a_0 + a_1 \pi]$

مجموع القطاعات: $(Y = C + I + G)$

حيث أن: $\left[a_1 = \frac{\Delta I}{\Delta \pi}\right]$; $\left[b_1 = \frac{\Delta C}{\Delta Y}\right]$.

[1] - Masudul Alam Choudhury & Uzir Abdul Aziz; **OpCit**.PP:114-115.

[2] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**: ص323.

في المعادلات السابقة يفترض ثبات القطاع الحكومي ويمكن اشتقاق معادلة في *(IS)*:

$$[Y = a_0 + a_1\pi + b_0 + b_1Y + G_0]$$

وبوضع: $[A_0 = a_0 + b_0 + G_0]$ تصبح المعادلة: $[Y = A_0 + a_1\pi + b_1Y]$

وبحل المعادلة بالنسبة لـ π المعادلة كالتالي:

$$\pi = -\frac{A_0}{a_1} + \left[\frac{1 - b_1}{a_1}\right]Y$$

وتمثل معادلة منحنى *(IS)* وهو ذو ميل موجب مقداره: $\left[\frac{(1-b_1)}{a_1}\right] = \frac{\partial\pi}{\partial Y}$

وبما أن $a_1 > 0\,;(1 - b_1) > 0$ فالعلاقة بين معدل الربحية والاستثمار علاقة طردية.

ثانيا: معادلة منحنى $\mathcal{LM}$: أما عن معادلات سوق النقود فهي كما يلي:

$$[M_d = [k_0 + k_1Y + k_2\pi]\ ;\ M_s = \left[\frac{M}{P}\right] \quad \text{ولدينا: } (M_s = M_d)$$

حيث تمثل المعادلة *(1)* معادلة عرض النقود والمعادلة(2) معادلة الطلب على النقود والمعادلة *(3)* معادلة شرط التوازن في سوق النقود، وحيث أن *k0, k2., k 1* ثوابت موجبة، تدل المعادلة *(2)* على أن العلاقة بين الطلب على النقود ومعدل الربحية موجب، أي كلما زادت الربحية كلما زاد الطلب على النقود مع ثبات المتغيرات الأخرى،بالتعويض يتم الحصول على معادلة منحنى *(LM)* كما يلي:

$$\frac{M}{P} = [k_0 + k_1Y + k_2\pi] => \ \pi = \left[\frac{k_0}{k_2} + \frac{M}{k_2p} - \frac{k_1}{k_2}Y\right]$$

وبافتراض عرض النقود $\left[\frac{M}{P}\right]$ ثابت فإن المقدار $\left[\frac{k_0}{k_2} + \frac{M}{k_2p}\right]$ ثابت وليكن $\mathcal{B}_0$، ومنه: $\pi = \left[B_0 - \frac{k_1}{k_2}Y\right]$

وهي معادلة منحنى $\mathcal{LM}$ وهي سالبة الميل[1]: $\frac{d\pi}{dY} = \left[-\frac{k_1}{k_2}\right]$

ثالثا: معادلة النموذج: ونموذج تحديد التوازن الكلي الحقيقي والنقدي يتكون من معادلتي IS و$\mathcal{LM}$ وبمساواتهما يتم الحصول على كل من الدخل ومعدل عائد المشاركة التوازنيين اللذان يحققان التوازن العام للاقتصاد كما يلي:

$$\frac{A_0}{a_1} + \left[\frac{1 - b_1}{a_1}\right]Y = B_0 - \frac{k_1}{k_2}Y => \left(\frac{1 - b_1}{a_1} + \frac{k_1}{k_2}\right)Y = B_0 + \frac{A_0}{a_1}$$

$$=> \left[\boldsymbol{Y^* = B_0 + \frac{A_0}{a_1} / \left(\frac{1 - b_1}{a_1} + \frac{k_1}{k_2}\right)}\right]$$

ويمكن التحقق أن كلا من القيم: $\left[\frac{A_0}{a_1}\right]$; $\left[\frac{1-b_1}{a_1} + \frac{k_1}{k_2}\right]$; B_0 موجبة، وبتعويض قيمة الدخل التوازني في إحدى معادلتي معدل عائد المشاركة يتم الحصول على: $\left[\boldsymbol{\pi = B_0 - \frac{k_1}{k_2}\left(B_0 + \frac{A_0}{a_1}\right) / \left(\frac{1-b_1}{a_1} + \frac{k_1}{k_2}\right)}\right]$

وبتقدير أو قياس كل من $(q; k_2;\ k_1; A_0; B_0; b_1; a_1)$ يمكن استنتاج قيمة حسابية لكل من k^*, π^* وذلك في التعويض في معادلتي التوازن في سوقي الإنتاج والنقود.[2]

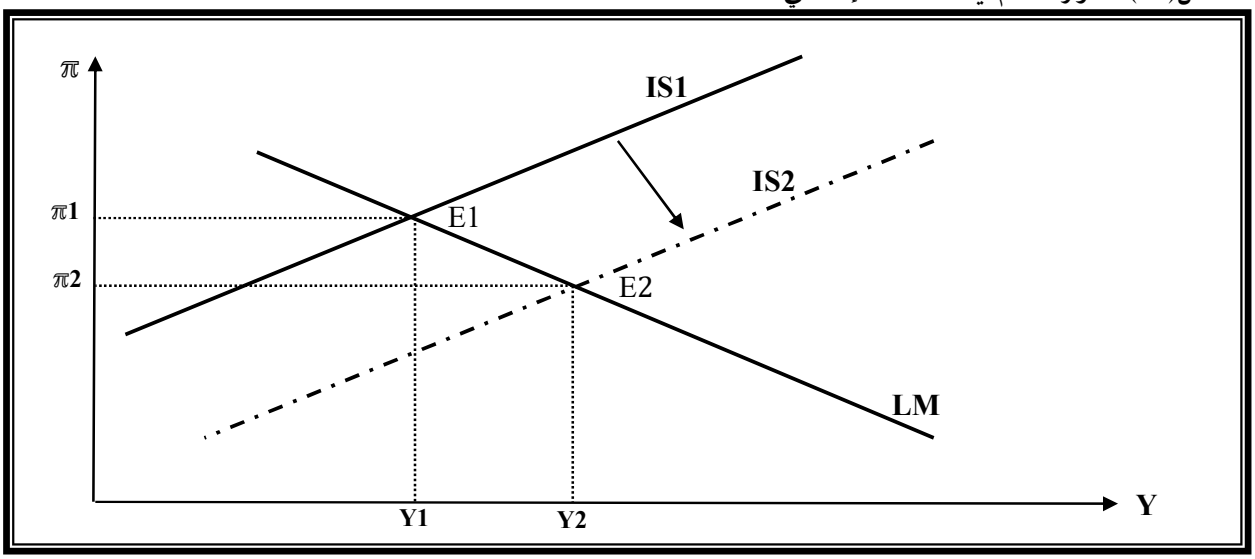
الفرع الثاني: التوازن العام *IS-LM* بيانيا في اقتصاد المشاركة: حيث يتبين التوازن البياني وآليته في القطاعين الحقيقي والنقدي.

أولا: التمثيل البياني للتوازن الكلي: كما سبق فإن ميل منحنى *(IS)* موجب وأما ميل المنحنى *(LM)* سالب فيمكن تحليل التوازن بيانيا بالشكل التالي:

[1] - هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**:ص ص:332-333.

[2] – هند عبد الله حسن، **مرجع سابق**:ص335.

الشكل(35): التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي



المصدر: بتصرف عن: هند عبد الله حسن: **مرجع سابق:** ص*336*.

-Mohammed Anwar; **Macro Economics Planing Models for Islamic Economics;** International seminar; Islam Abad.06-10 july.1986.

تطور هذه الدراسة نموذجا للاقتصاد الكلي على أساس عقد المضاربة، حيث يقوم معدل الربح في النموذج محل معدل الفائدة في الاقتصاد الرأسمالي، وعلى مستوى السياسة الاقتصادية يمكن أن يقوم معدل المشاركة في الأرباح (نسبة صاحب المال في الربح) بالدور الذي تقوم به الفائدة في تخصيص الموارد، فالأرباح في عقد المضاربة هي الفرق بين الإيرادات الكلية وتكاليف الإنتاج الكلية للمشروع، وهي بذلك تشبه الأرباح المحاسبية، وتعظيم أرباح المشروع يعظم تلقائيا نصيب صاحب المال.

ثانيا: آلية التوازن الحقيقي والنقدي: من الناحية الاقتصادية: المعدل العادي للأرباح في الاقتصاد: هو معدل الحسم أو الاستحداث الذي تخصم به عوائد وتكاليف الإنتاج، وهو يقابل الكفاءة الحدية للإستثمار والكفاءة الحدية لرأس المال، مع الأخذ بالإعتبار نصيب كل من المضارب ورب المال.

***1*- في القطاع الحقيقي:** المشروعات تقارن بين الكفاءة الحدية لرأس المال وبين تكاليف رأس المال والتي تتمثل في معدل التضخم واهتلاك رأس المال ونسبة رب المال، وتستثمر حيث تكون الكفاءة الحدية لرأس المال أعلى من هذه التكاليف، ومن ثم فإن الطلب على الاستثمار يعتمد على الفجوة بين العائد الحدي لرأس المال والتكاليف الرأسمالية، وتعتمد الفجوة على المعدل الحقيقي المتوقع للعائد.

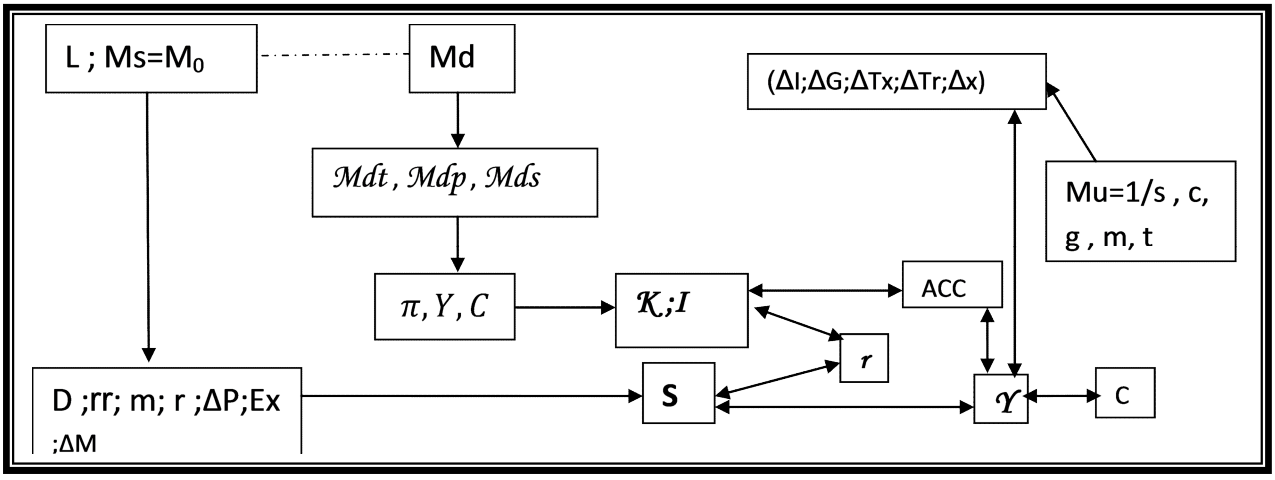
***2*- في القطاع النقدي:** تتوزع ثروة الأفراد بين نقود المضاربات والأسهم العادية وأدوات الاستثمار المالية، وحيث يمكن إحلال كل نوع للثروة مكان الآخر فإن العوائد الحقيقية والمعدلة بالمخاطر على كل منها تكون متساوية (مبدأ تساوي العوائد الإجمالية) فكمبدأ عام يؤخذ بالاعتبار أن الأعوان الاقتصاديين يكونون محافظهم بحيث يكون العائد الإجمالي (النقدي وغير النقدي) لكل أصل متساويا مع الأصول الأخرى مع الاعتبار لدرجة مخاطر كل أصل ، ويتمثل العائد الإسمي المتوقع على المضاربات في نسبة رب المال (معدل المشاركة في الأرباح).

الطلب على النقود دالة في المعدل الإسمي للعائد على المضاربات، والثروة الحقيقة والدخل الدائم، ويحدد تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقود، والتي تقاس بالفرق بين العائد الحقيقي على المضاربات والأدوات المالية وبين العائد الحقيقي

للنقود، ومع ارتفاع معدل الربح وأخذا ابالعتبار تأثير الزكاة ترتفع تكلفة الفرصة البديلة، ما يشجع الأفراد على الاحتفاظ بأقل قدر ممكن من النقود على شكل سائل.

والشكل التالي يوضح نموذج لعلاقة المتغيرات الحقيقية والنقدية الكلية ببعضها، وتفاعلها في النموذج الإسلامي من خلال معدل عائد المشاركة.

الشكل (*36*): التوازن بين سوق السلع والخدمات وسوق النقود ودور مؤشرات القطاعات الاقتصادية



المرجع: من إعداد الطالب

m, t, g, c,Mu=1/s: المضاعف (مقلوب الميل الحدي للادخار)، الميل الحدي للاستهلاك، الميل الحدي للاستثمار، الميل الحدي للضريبة، الميل الحدي للاستيراد على التوالي؛

Δx ;ΔTr; ΔTx; ΔG;ΔI: التغير في كل من الاستثمار ، الانفاق الحكومي، الضرائب والتحويلات وصافي الصادرات على التوالي؛

C؛ الاستهلاك الكلي ، **Y**: الدخل الكلي، **S**: الادخار الكلي ، **I;K**: رصيد رأس المال والاستثمار **r**: معدل عائد المشاركة؛

ACC: المعجل (Accelerator).

Md، **M_0 (Ms)**؛ **L**: الطلب على النقود، عرض النقود (كل المجمعات النقدية) ، السيولة (القاعدة النقدية) على التوالي؛

Mdt , Mdp , Mds: الطلب على النقود لأغراض المضاربة ، الاحتياط، المعاملات على التوالي؛

π, Y, C: الاستهلاك ،الدخل ، الربح، على التوالي؛

D; Ex;rr; m; r ;ΔP: التغير في الأسعار (التضخم) ، معدل عائد المشاركة، مضاعف النقود (القدرة على خلق النقود من الجهاز المصرفي)، معدل الاحتياطي المطلوب، سعر الصرف، حجم الودائع بكل أشكالها وتركيباتها على التوالي (من خلالها يمكن للبنك المركزي التحكم في الكتلة النقدية وتطبيق أدوات السياسة النقدية)؛

فمن خلال تغيرات وحاجة الإقتصاد للمعروض النقدي M_0(Ms) ;L وبتفاعلها مع الطلب على النقود (Mds و Mdt Mdp) تتحدد أهم المتغيرات النقدية D; Ex;rr; m; r ;ΔP ، والتي تؤثر على مؤشرات الإدخار والإستثمار ومن خلال مضاعف الإستثمار والمعجل يتغير الدخل الذي يعتبر إضافة لمعدل عائد المشاركة كمحورين للتوازن الكلي، الذي يمكن التأثير عليه من خلال السياسات النقدية والمالية المؤثرة من خلال قيم المضاعف ومؤشراتها Δx ;ΔTr; ΔTx; ΔG;ΔI .

المبحث الثالث: تقييم فاعلية نموذج معدل عائد المشاركة في التوازن الكلي والسياسات النقدية والمالية

يتم تناول فاعلية النموذج بعوامل المخاطرة والمديين القصير والطويل ووالسياسات المالية والنقدية المرافقة له من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: نموذج للتوازن الكلي على أساس العائد والتكلفة وبتأثير المخاطرة

المطلب الثاني: مرونة واتجاه المتغيرات في نموذج التوازن في اقتصاد المشاركة

المطلب الثالث: السياسة النقدية من منظور اقتصادي إسلامي

المطلب الأول: نموذج للتوازن الكلي على أساس العائد والتكلفة وبتأثير المخاطرة (نموذج معدل عائد المشاركة)

في النموذج المقترح يفترض أن المدخر يمكن أن يوظف مدخراته، وهو الجزء غير المستهلك من دخله، في محافظ يمكن من خلالها اختيار العائد المرغوب ومستوى المخاطر التي يمكنه تحملها.

الفرع الأول: متغيرات توازن القطاع الحقيقي: يقوم النموذج وبإدخال عنصر المخاطرة على سلوك الإدخار والاستثمار في حال المخاطرة:

أولا: السلوك الادخاري في ظل المخاطر: يرغب المدخر في العائد المتوقع الذي يكون احتماليا، يقاس بمجموع العوائد المتوقعة، مثقلة بالاحتمالات المصاحبة لكل منها، علما أن مجموع تلك الاحتمالات يجب أن تكون واحدا صحيحا ويكره المدخر المخاطر، بالتالي يحاول تعظيم عوائده وتقليل مخاطرة بتنويع مكونات محفظته، وتكون دالة الادخار بالنسبة للمخاطر دالة سالبة، وبالنسبة للعائد دالة موجبة، ومنسابة، ويتحدد معدل العائد الحقيقي بتوازن الادخار والاستثمار في القطاع الحقيقي، كما يتحدد العائد النقدي في الأجل الطويل بتوازن عرض وطلب الائتمان في الأجل الطويل في القطاع النقدي، عند مستوى مخاطر توازني، ومعدل عائد نقدي قد يختلف في الأجل القصير معدل العائد الحقيقي، إذ يمكن أن يتأثر بتغير طلب أو عرض الائتمان.

الادخار هو الجزء غير المنفق من الدخل، وعلاقته موجبة في الدخل، أي أن زيادة الدخل تؤدي إلى زيادة الادخار ويتأثر الادخار أيضا بالعائد الحقيقي المتوقع، ذلك أن المدخر يشارك المستثمر في الأرباح المتوقعة والتي يحدد معدل العائد الداخلي للاستثمار، وعلاقته موجبه، أي أن ارتفاع العائد الحقيقي المتوقع على الادخار يؤدي إلى تأجيل أو الاقتصاد في الإنفاق، لارتفاع قيمة الفرصة البديلة للإنفاق الذي يعني زيادة الادخار، أي أن العلاقة بين الادخار والعائد الحقيقي($\mathcal{R}r$) موجبة، ويعرف كل من الدخل الحقيقي والادخار الحقيقي والعائد الحقيقي، بأنها القيمة النقدية لهذه المتغيرات مقسوما على مستوى الأسعار لنفس الفترة. [1]

ثانيا: السلوك الاستثماري والعائد في ظل المخاطر: يهدف المستثمرون إلى تعظيم أرباحهم، لذلك يقوم المستثمر بترتيب خططه الاستثمارية التي تعظم القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية لجميع المشاريع الاستثمارية، أو يقوم بحساب معدلات العائد الداخلي وترتيبها تنازليا.

[1] - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد *21* العدد *2*، 2008، ص ص: 14-16.

ومعدل العائد الداخلي للاستثمار هو الذي يجعل صافي التدفقات النقدية للاستثمار يساوي صفرا، ويدخل في حساب صافي التدفقات في المشاريع الإسلامية تكلفة التمويل إذا كان بأسلوب البيوع الآجلة، بينما تطرح نسبة المشاركة من معدل العائد إذا كان التمويل بأسلوب المشاركة، ويقوم المستثمر بالاستثمار في المشاريع ذات المعدل العائد الداخلي الأعلى ثم الأقل فالأقل فإذا افترض تجانس دالة الاستثمار، فإن معدل العائد الداخلي يكون أقرب إلى معدل الكفاءة الحدية لرأس المال لدى كينز *(Marginal Efficiency of Investment)*، والدالة سوف يكون ميلها سالبا، لأن زيادة كمية الاستثمار تؤدي إلى تنفيذ مشاريع ذات قيمة أقل للتدفقات النقدية وبالتالي معدل داخلي أو كفاءة حدية لرأس المال، ويكون معدل العائد مستقلاً عن العائد السوقي، ويمثل علاقة فنية بين حجم الاستثمار والعائد المتوقع منه.

وتمثل دالة الاستثمار العلاقة بين الاستثمار*(I)* والعائد الحقيقي المتوقع *(Rr)*، ويقاس عائد الاستثمار في هذا النموذج بمعدل العائد الداخلي المعدل بالخطر*(Risk Adjusted Internal rate of Return)*، الذي يعرف بأنه معدل الخصم المعدل بمخاطر الاستثمار*(δ)* والتي تخصم به صافي التدفقات النقدية للمشروع لتصبح قيمتها الحالية تساوي الصفر، وحيث إن زيادة الاستثمار تؤدي إلى زيادة استعمال رأس المال، وبفرض ثبات العوامل الأخرى، وثبات أسعار رأس المال، فإن الإنتاجية الحدية للاستثمار سوف تنخفض بسبب تناقص العائد الداخلي للمشروعات، أي أن العلاقة بين الاستثمار ومعدل العائد علاقة سلبية، أي أن معدل الإحلال بين العائد وحجم الاستثمار*(MRS)* سالب، وهنا يكون المتغير المستقل هو الاستثمار وليس معدل العائد لأن زيادة الاستثمار يؤدي إلى انخفاض المعدل الداخلي للاستثمار.

الفرع الثاني: معدل العائد الحقيقي التوازني في الأجل الطويل: يتحدد معدل العائد الحقيقي *(Rr)* في الأجل الطويل بتساوى الادخار مع الاستثمار، فالدخل يحدد الادخار الكلي، وحيث أن الادخار يساوي الاستثمار، فإن حجم الاستثمار يحدد المعدل الداخلي للاستثمار، والذي يشترك المدخر والمستثمر فيه وحيث إن معدل العائد هو احتمالي، فإن مخاطر العائد تقاس بالانحراف المعياري للعائد(σ)، الذي يؤثر في حجم الادخار والاستثمار التوازني وبتساوي الادخار والاستثمار يتحدد معدل العائد الحقيقي التوازني.

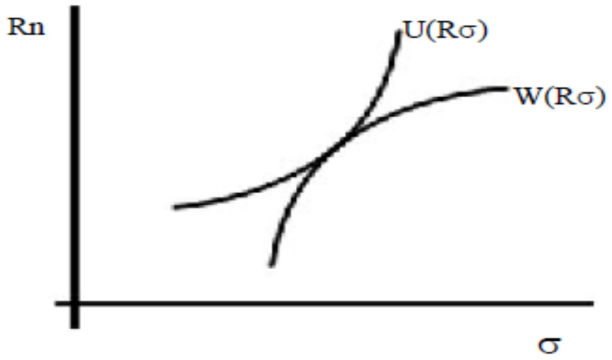
أولا: المخاطر المثلى لمعدل العائد: إن المشاركة في المخاطر أحد أساسيات الاستثمار الإسلامي، لذلك كان معالجة الخطر أحد المكونات الأساسية لنظرية العائد الإسلامي.

بافتراض أن المدخر المسلم يكره المخاطر التي تقاس بالانحراف المعياري (σ) لأصوله المالية، وحيث إنه لا يمكن فصل عوائد الأصول عن مخاطرها في الاستثمار الإسلامي، فإن المدخر يجب أن يعوض بمعدل متزايد من العائد حتى يقبل أصول ذات مخاطر مرتفعة، أي أن معدل الإحلال *(MRS)* بين العائد على أصوله **(محفظته)** والمخاطر هو موجب ومتزايد، ويمكن تمثيلها بمنحيات سواء موجبة، ومقعرة الشكل، كما في الشكل التالي، ويوظف المدخر ثروته*(W)* في محفظة مكونة من أنواع مختلفة من الأصول، ويكون العائد المتوقع هو مجموع العائد على مكونات محفظته مثقلة بالنسبة المئوية لكل أصل داخل المحفظة، ويقاس الخطر المصاحب لهذا العائد بالجذر التربيعي لمجموع تباينات *(variance)* عوائد الأصول في المحفظة، يضاف إليها التغاير*(covariance)* في تلك الأصول، فإذا كان التغاير سالبا، فإنه يمكن الحصول على العائد بمخاطر أقل.

يمكن الاستفادة من نموذج ماركويتز الذي يفيد بإمكانية الحصول على توليفات مثلى من الأصول، بحيث تؤدي إلى أقصى عائد لكل مستوى من المخاطر،[1] وبذلك يمكن رسم منحنى يمثل التوليفات المثلى للمخاطر والعوائد على التوظيفات المختلفة للمدخرات، والتي يمكن أن يسمى منحنى إمكانية الاستثمار.

يمكن توضيح منحنيات السواء لمنفعة وعائد الإستثمار في الشكل التالي:

الشكل(37): منحنيات السواء لمنفعة وعائد الاستثمار مع المخاطر (منحنى إمكانية الاستثمار)

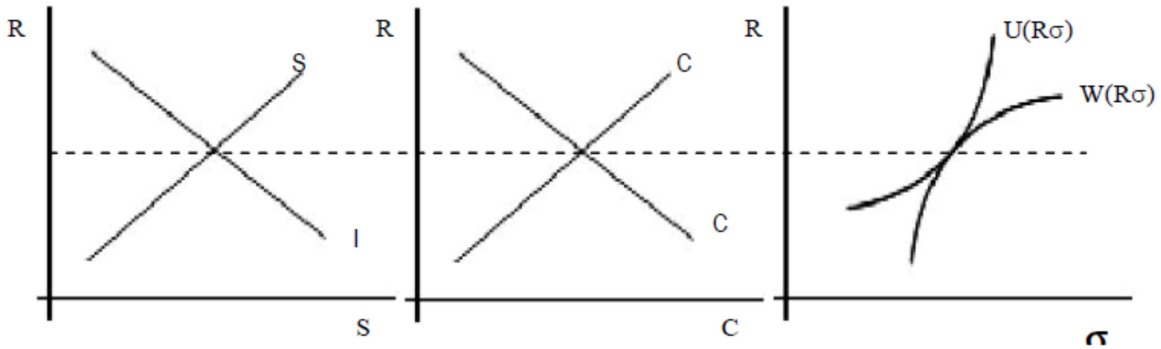


المرجع: عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد *21* العدد *2*، *2008*، ص*18*.

يمكن أن يختار منها المدخر ما يناسب تفضيلاته من توليفات العائد والمخاطر وحسب درجة المجازفة، ويتحقق توازن المدخر حين يكون منحنى السواء له بين المخاطر والعائد ملامسا لمنحنى إمكانية الاستثمار في الأوراق المالية.

ثانيا: معدل العائد التوازني: في الأجل الطويل يتحدد معدل العائد الحقيقي*(Rr)* التوازني حين تتساوى الكمية المطلوبة من الاستثمار*(I)* مع الكمية المعروضة من الادخار *(S)*، ويتحدد معدل العائد النقدي *(Rn)* بتساوي الكمية المطلوبة من الائتمان*(cd)* مع الكمية المعروضة *(CS)*، ويتساوى معدل العائد الحقيقي*(Rr)* مع معدل العائد النقدي *(Rn)* عند مستوى المخاطر لهذا المعدل الذي يتحدد بتلامس منحنى سواء العائد والمخاطر للمدخر مع منحنى إمكانية الاستثمار للمدخر كما هو موضح الشكل:

شكل (38): تساوي كل من معدل العائد الحقيقي والعائد النقدي والمستوى التوازني من الخطر



المرجع: عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد *21* العدد *2*، *2008*، ص*19*.

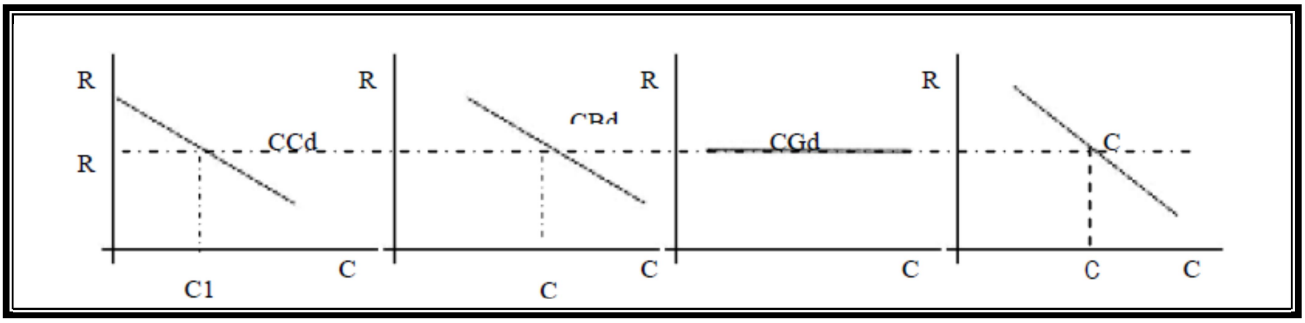
[1] - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **المرجع نفسه**، ص*17*.

ويحدد معدل العائد النقدي في الأجل القصير(*Rns*) في قطاع الائتمان بتوازن الطلب على الائتمان في الأجل القصير (*Cds*) مع عرض الائتمان(*Css*) .

الفرع الثالث: الطلب على الائتمان ومخاطر التمويل في الأجل القصير: والتي تجمع بين ثنائية العائد والمخاطرة في التمويل بالمشاركة.

أولا :الطلب على الائتمان قصير الأجل: يتكون الطلب على الائتمان من طلب قطاع الأعمال للائتمان (*CBd*) ويمثل عرض القطاع للمنتجات المالية، ويكون دالة متناقصة في معدل العائد النقدي(*Rn*) الذي يتمثل في تكلفة التمويل سواء كان بأسلوب البيوع أو بأسلوب المشاركات، حيث يقارن بمعدل العائد الداخلي المرجح بخطر المشروع لاتخاذ قرار طلب التمويل، بالإضافة إلى طلب القطاع الاستهلاكي للائتمان(*CCd*) الذي يكون دالة متناقصة في العائد(*Rn*) ويمثل تكلفة التمويل، والمكون الثالث لطلب الائتمان هو طلب قطاع الحكومة(*CGd*) ويحدده عجز الموازنة العامة للدولة، وهي لا تتأثر بالعائد النقدي، وبالتالي يكون الطلب الكلي للائتمان دالة متناقصة في العائد النقدي حيث الطلب الكلي للائتمان (*C*) يساوي مجموع طلب قطاع الأعمال للائتمان*C2* وطلب القطاع الاستهلاكي*C1* .

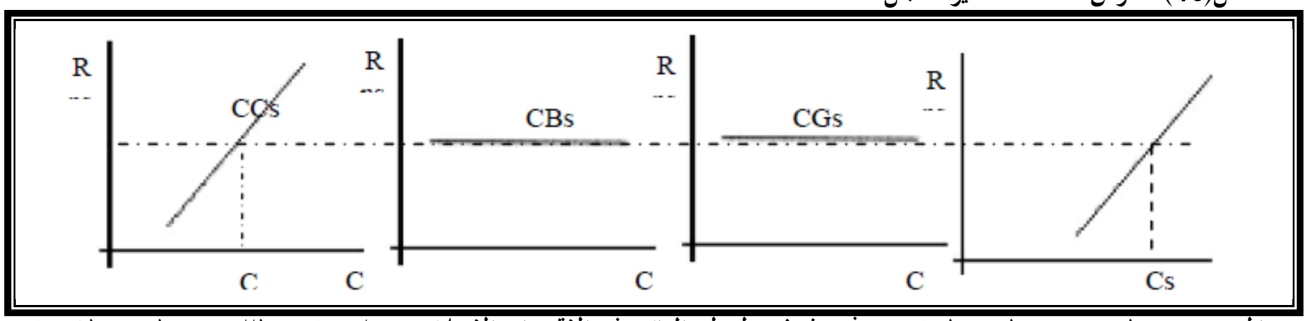
شكل(*39*): الطلب على الائتمان قصير الأجل



المرجع: عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد *21* العدد *2*، *2008*، ص*21*.

ثانيا: عرض الائتمان: يتكون عرض الائتمان من مجموع عرض مدخرات القطاع العائلي (*CCs*) وهو طلبهم للمنتجات المالية، ويكون دالة متزايدة في العائد النقدي القصير الأجل (*Rns*)، ومتناقصة في المخاطر(σ) وعرض مدخرات قطاع الأعمال (*CBs*)، بالإضافة إلى زيادة عرض النقود(*Mo*) الذي يأخذ شكل زيادة في الائتمان من قبل المصارف أو زيادة في كمية النقود من قبل البنك المركزي، ويكون عرض الائتمان الكلي في الأجل القصير(*Cs*)، دالة في العائد النقدي القصير الأجل، والذي يتحدد بتساوي طلب الائتمان الكلي مع عرض الائتمان الكلي القصير الأجل.

شكل(*40*): عرض الائتمان قصير الأجل



المرجع: عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد *21* العدد *2*، *2008*، ص*22*.

ثالثا: مخاطر التمويل قصير الأجل: يتم التمويل الإسلامي قصير الأجل، إما بأسلوب المشاركات أو بأسلوب البيوع الآجلة المختلفة، ويمكن أن يتعرض التمويل الإسلامي للمخاطر التالية:

1 – مخاطر الأعمال: هي المخاطر الناتجة عن تقلب الأسواق الناتج عن تغير الطلب أو أسعار المدخلات، وبالتالي تؤثر على العائد من النشاط؛

2 – مخاطر الائتمان: هي الناتجة عن عدم قدرة الحاصل على التمويل على دفع التزاماته المالية أو عدم دفعها في الوقت المحدد لها؛

3 -مخاطر السوق الناتجة عن تغير أسعار الصرف أو تغير معدلات العائد في البيوع الآجلة وغيرها.

يمكن أن تقاس تلك المخاطر بواسطة علاوة المخاطر في معدلات تكلفة التمويل، وتكون العلاقة موجبة بين العائد على التمويل وبين المخاطر التي تقاس بقيمة (β) المقدرة.

الفرع الرابع: علاقة معدل العائد النقدي قصير الأجل مع طويل الأجل: لا يشترط أن يتساوى معدل العائد طويل الأجل مع معدل العائد قصير الأجل، فمعدل العائد طويل الأجل يتحدد بتقاطع دالة الاستثمار الذي تؤثر فيها إنتاجية رأس المال الذي تحددها التكنولوجيا المستخدمة، ودالة الادخار تحكمها العادات الادخارية للمستهلك والعائد المتوقع، وهذه العوامل لا تتغير في الأجل القصير، ولكن العائد قصير الأجل يمكن أن يتأثر في هذا النموذج بالأرباح غير الموزعة للشركات، وبعجز أو فائض الموازنة العامة، وبالتغير في عرض النقود.

أولا: العائد والمخاطرة بين الأجلين القصير والطويل: يمكن القول أن هناك علاقة بين العائد النقدي قصير الأجل($\mathcal{R}ns$) والعائد النقدي طويل الأجل($\mathcal{R}n$) في النظام الاقتصادي الإسلامي، ويمكن أن تمثل هذه العلاقة في المعادلة التالية:

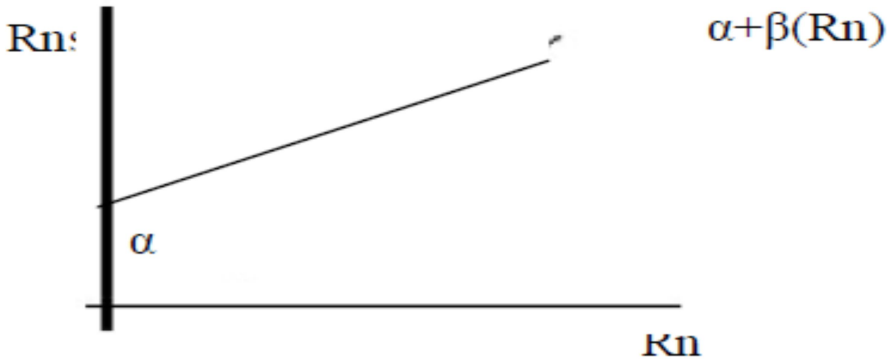
$$[Rns = \alpha + \beta\,(R_n) + \varepsilon,\ \Sigma\varepsilon = 0]$$

حيث(α) تمثل العوامل غير السوقية التي يمكن أن تؤثر على العائد قصير الأجل، مثل توقع تغير الأسعار وغيرها، أما(β) فتساوي التغاير *(Covariance)* بين العائد طويل الأجل والعائد قصير الأجل مقسوما على تباين *Variance* العائد طويل الأجل، وتمثل العلاقة بين التغير في معدل العائد طويل الأجل ومعدل العائد قصير الأجل، أو تمثل النسبة من مخاطر العائد قصير الأجل الذي يكون سببها مخاطر العائد طويل الأجل، أما(ε) فهو متغير عشوائي يمثل العوامل الأخرى غير معدل العائد طويل الأجل الذي يؤدي إلى تغير معدل العائد قصير الأجل وقيمته المتوقعة يجب أن تكون صفرا وتباينه ثابتًا.[1]

يمكن توضيح العلاقة بين العائد النقدي قصير الأجل وطويل الأجل من خلال الشكل التالي:

[1] - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **المرجع نفسه**: ص ص:*22-23*.

شكل(41): العلاقة بين العائد النقدي قصير الأجل وطويل الأجل



ثانيا: نموذج توازن العائد–المخاطرة قصير الأجل: يتكون نموذج توازن العائد في الأجل القصير في النظام المالي الإسلامي من ثلاث مجموعات من المعادلات هي كالتالي:

***1*– الطلب على الائتمان:**

$$[CCd = ccd\,(Rns),\ \ ccd'\ (Rns) < 0\ (1)]$$
$$CBd = cbd\,(Rn\ \ ,\ cbd'\ (Rns) < 0\ (2)$$
$$CGd = Go\ (3)$$
$$Cd = CCd + CBd + CGd\ (4)$$
$$Cd = cd\,(Rns), cd'\ (Rns)\quad 0\ (5)$$

معادلات الطلب على الائتمان، وتتكون من دالة طلب المستهلكين للائتمان(*1*) وهي دالة متناقصة في العائد قصير الأجل، الذي يمثل تكلفة للائتمان، والدالة *(2)* تمثل دالة طلب قطاع الأعمال للتمويل، وهو دالة متناقصة في معدل العائد، والدالة *(3)* تمثل طلب القطاع الحكومي للائتمان، وتتوقف على حجم عجز الموازنة العامة وهي ليست دالة في معدل العائد، وبالتالي يكون الطلب على الائتمان مجموع طلب المستهلكين والأعمال والحكومة، دالة *(4)* ، وهو دالة في معدل العائد النقدي قصير الأجل.

***2*– عرض الائتمان**

$$CCs = ccs\,(Rns, \sigma), ccs'\,(Rns) > 0, f'(\sigma) < 0\ (6)$$
$$CBs = \pi\ (7)$$
$$CGs = Mo\ (8)$$
$$Cs = CCs + CBs + CGs, (9)$$
$$Cs = cs\,(Rns, \sigma), cs'\,(Rns) > 0, f'\,(\sigma) < 0\ (10)$$

والمجموعة الثانية تمثل عرض الائتمان، وهو يتكون من عرض القطاع العائلي، *(6)* وهو دالة متزايدة في العائد النقدي قصير الأجل ومتناقصة في معدل المخاطر، والدالة *(7)* تمثل عرض قطاع الأعمال للادخار، وهو يعتمد على الأرباح غير الموزعة في الشركة وليس على معدل العائد، أما الدالة *(8)* فتمثل عرض الحكومة للائتمان.

يتوقف عرض النقود الذي يعتمد على السياسة النقدية للدولة، وليس على معدل العائد، بل هو أحد أدوات السياسة النقدية التي يمكن بها التأثير على معدل العائد النقدي، والمعادلة *(9)* هي لإجمالي عرض الائتمان الذي يتكون من عرض القطاع العائلي وعرض قطاع الأعمال وعرض النقود وعرض الائتمان يكون دالة متزايدة في معدل العائد النقدي ومتناقصة في معدل المخاطر.

***3* – توازن الائتمان في الأجل القصير**

$$Cd = Cs \ldots\ldots\ldots (11)$$

المعادلة *(11)* فتمثل توازن سوق الائتمان، حيث يتساوى عرض الائتمان مع الطلب عليه ويتحدد فيه معدل العائد التوازني والكمية التوازنية للائتمان.

4 – مخاطر الائتمان في الأجل القصير

$$Rns = \alpha + \beta\,(Rn) + \varepsilon, \qquad \Sigma\varepsilon = 0, \beta > 0 \;(12)$$

المعادلة *(12)* تمثل العلاقة بين العائد النقدي في الأجل القصير والعائد النقدي في الأجل الطويل، ومعامل(β) يكون موجبا.[1]

ثالثا: نموذج توازن العائد–المخاطرة في الأجل الطويل: يتكون النموذج من مجموعة من الدوال تمثل كلا من توازن الإدخار والإستثمار، سوق الإئتمان، والعائد والمخاطرة.

1– توازن الاستثمار والادخار:

$$Rr = r\,(I), \qquad r'(I) < 0 \;(1)$$
$$S = s\,(Rr), \qquad s'(Rr) > 0 \;(2)$$
$$I = S \;(3)$$

المجموعة الأولى تمثل القطاع الحقيقي الدالة *(1)*، دالة العائد الحقيقي المتوقع *(Rn)* التي تكون متناقصة في الاستثمار، أي أن زيادة الاستثمار تخفض من العوائد المتوقعة منه والدالة *2*، دالة الادخار*(S)* التي تكون متزايدة في العائد الحقيقي المتوقع، والدالة*(3)* حالة توازن الاستثمار والادخار.

2– توازن سوق الائتمان:

$$Cd = cd\,(Rn), \qquad cd'\,(Rn) < 0 \;(4)$$
$$Cs = cs(Rn), \qquad cs'\,(Rn) > 0 \;(5)$$
$$Cd = Cs \;(6)$$

والمجموعة الثانية تمثل قطاع التمويل، الدالة *(4)* الطلب على التمويل *(Cd)* التي تكون متناقصة في العائد النقدي المتوقع، الدالة *(5)* عرض التمويل*(Cs)* ، التي تكون متزايدة في العائد النقدي والدالة *(6)*حالة توازن عرض وطلب التمويل وحيث إن الاستثمار يأخذ شكل طلب على التمويل، والادخار يأخذ شكل عرض للتمويل، فإن العائد الحقيقي المتوقع يجب أن يتساوى مع العائد النقدي المتوقع، وتمثل هذه الحالة الدالة *(7)*.

$$Rr = Rn \;(7)$$

3– معدل العائد والمخاطر التوازني:

$$U = u\,(Rn, \sigma), \qquad u'\,Rn > 0\; f' < 0 \ldots (8)$$
$$W = w\,(Rn, \sigma), \qquad w'\,Rn > 0\; f' < 0 \;(9)$$

المجموعة الثالثة تمثل حالة توازن العائد المتوقع مع مستوى المخاطر، الدالة *(8)* تمثل دالة منفعة المدخر ومنحنى السواء بين العائد والمخاطر، الدالة *9* تمثل ثروة المدخر W التي تتأثر بالعائد المتوقع والمخاطر ونقطة تلامس منحنى السواء مع منحنى إمكانية الاستثمار للمدخر تحدد الخطر الأمثل للعائد النقدي التوازني المتوقع من الادخار والذي يحدد حجم الادخار عند مستوى الخطر.

[1] - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **المرجع نفسه**: ص ص:*24-25*.

المطلب الثاني: مرونة واتجاه المتغيرات في نموذج التوازن في اقتصاد المشاركة: طبقا للنظرية الكينزية تضيف المنشأة إلى رصيدها من رأس المال طالما أن كل إضافة تزيد مستوى الأرباح أو طالما أن العائد المتوقع من المشروع يفوق تكلفة الأرصدة المطلوبة لتمويله.

الفرع الأول: تكلفة ومرونة الاستثمار لمعدل العائد في اقتصاد المشاركة: إذا علم أن الكفاءة الحدية للاستثمار تنخفض مع زيادة حجم الاستثمار (قانون تناقص الغلة) بسبب ارتفاع تكاليف عرض رأس المال الإضافي، والاستثمار يعتمد على المقارنة بين الكفاءة الحدية للاستثمار وتكلفة التمويل، فلا يتم تمويل مشروع يعد بربح أقل من تكلفة تمويله، ومنه ومع انخفاض تكلفة التمويل يمكن زيادة حجم الاستثمار.

أولا: معدل عائد المشاركة كمعدل للعائد المطلوب: وفي الاقتصاد الإسلامي يمكن اعتماد معدل عائد على الأصول الأقل مخاطرة باعتباره المعدل القائد يشار إليه بـ $\mathcal{R}$ كتكلفة للتمويل والاستثمار دالة عكسية في هذا المعدل (هو الحد الأدنى المطلوب للعائد على التمويل) ويمثل تكلفة الفرصة البديلة وبه يقارن معدل العائد الداخلي للمشروع (الكفاءة الحدية للاستثمار) وهو مستوى الربح المتوقع، غير أن الحصول على التمويل يتطلب تخطي معدل الربح المتوقع الأدنى المطلوب، وهما مرتبطان بشكل وثيق في تغيراتهما عكس التمويل بفائدة الذي يخضع لمؤثرات أخرى غير مرتبطة بالعملية الإنتاجية.

ثانيا: معدل عائد المشاركة وتحفيز الإستثمار في حال الكساد: هذا المعدل وفي ظروف الكساد وفي الأجل القصير قد ينخفض إلى الحد الذي يعوض معدل الزكاة على الأموال العاطلة إضافة لتكلفة اهتلاك الأصل الإنتاجي، وفي هذه الحالة يزيد المستثمرون الذين يرغبون التمويل بالمشاركة باعتباره لا يتطلب الإلتزام بدفع تكلفة ثابتة وهو الأمر الذي يزيد الضغط على هذا المعدل للانخفاض بشكل طبيعي، وهي ميزة يتمتع بها اقتصاد المشاركة، حيث لا يمثل هذا المعدل قيدا على الاستثمار في ظروف الكساد بفعل الزكاة، بل إن منحنى الطلب على الاستثمار يكون أكثر مرونة وحساسية عند المستويات المنخفضة للمعدل الأدنى المطلوب، وتعمل عوامل الطلب الكلي وآلية الزكاة ومحيطها الاقتصادي والتدخل الحكومي كمصدر لحقن دائم للطلب الكلي وتعجيل الخروج من حالة الكساد.[1]

الفرع الثاني: منحنى الطلب والعرض الكليين *AD-AS*: يعمل مستوى الأسعار كما في النظرية الاقتصادية على نقل منحنيي التوازن النقدي والتوازن السلعي بفعل تأثيره على عرض النقود والثروة بقيمتهما الحقيقية.

وانتقال المنحنيين بسبب الأسعار يوجد علاقة بين مستوى الأسعار والدخل وهو منحنى الطلب الكلي، أما منحنى العرض فيرتبط بتوازنات الإنتاج عند مختلف مستويات الأسعار التي ترتبط بشكل خاص بالعملية الإنتاجية مع عدم وجود الفائدة كتكلفة للإنتاج.[2]

يتم عرض نموذج اقتصادي كلي شامل لنموذج تحديد الدخل في اقتصاد إسلامي يغطي جانبي الطلب في سوق السلع وسوق النقود، وجانب العرض الذي يوضح الشروط المثلى للمزج بين عنصري العمل ورأس المال في سوق عوامل الإنتاج المعنية.

[1] - عبد الباري محمد مشعل، **مرجع سابق**، ص:351.

[2] - المرجع نفسه،ص:356.

أولا: جانب العرض: يقدر العرض الإجمالي بدلالة الدخل Yوالعائد rوالمستمدة من دالة الإنتاج المجمعة للاقتصاد وحسب التوازن طويل الأجل للمشروعات حسب شروط السوق التي تكون فيها عوامل الإنتاج العمل ورأس المال، وكنتيجة النموذج الموضح في الدراسة يعتمد الأجل الطويل أكثر منه قصير الأجل، في التوازن بين الاستثمار والادخار في منحنى IS وتؤخذ التغيرات في الاستثمار في أكثر النماذج التي تعتبر ثابتة أو ثابتة مقارنة والتي تستخدم في النماذج الحركية.[1]

معدل العائد الحقيقي أو معدل الربح الحقيقي r كسعر وعامل مؤثر في الاستثمار ويستخدم في دالة الطلب على الاستثمار كبديل عن الفائدة، بعبارة أخرى يمثل معدل الربح الحقيقي يستخدم كتكلفة لجلب مبالغ الاستثمار في اقتصاد المشاركة، هذه المقاربة المستخدمة تعتمد معدل الربح للوحدة النقدية المستثمرة $\left[\mathrm{r} = \lambda(\frac{\pi^*}{I^*})\right]$ حيث:

I^* تمثل مستوى الاستثمار الأمثل للمؤسسة،π^* الربح الأمثل المرتبط بمستوى الاستثمار، وλ معدل المشاركة، والخلاصة هي في وجود شروط التنافسية والتأكد البعدية والطلب على الاستثمار مرتبط بمستوى الربح الحقيقي في اقتصاد خال من الفائدة الذي يعتبر مفهوما قبليا.

ثانيا: جانب الطلب: في سوق النقود المعادلة التالية تمثل منحنى LM :

$$\left(\frac{M}{P} = m = [L(r) + k(Y)];\ L' < 0\ , k' > 0\right)$$

حيث: M العرض الخارجي للنقود وP المستوى العام للأسعار m العرض الحقيقي للنقودY الدخل و معدل العائد r الذي يمثل معدل الربح الحقيقي عن الاستثمار عن صيغ المضاربة والمشاركة وتمثل تكلفة الفرصة البديلة عن الاكتناز، هذا الأخير يمثل كابحا للاستثمار ودالة الطلب، والدخل يمثل المؤثر على الطلب لغرض المعاملات، واشتقاق دالة الطلب على النقود يؤدي إلى:

$[0 = L'dr + k'dY]$ تفاضل عرض النقود يساوي الصفر باعتباره متغيرا خارجيا وثابتا:[2]

$\left[\frac{dr}{dY_{LM}} = -\frac{k'}{L'}\right]$ وبما أن $[L' < 0\ , k' > 0]$ ومنه $\left[\frac{dr}{dY_{LM}} > 0\right]$

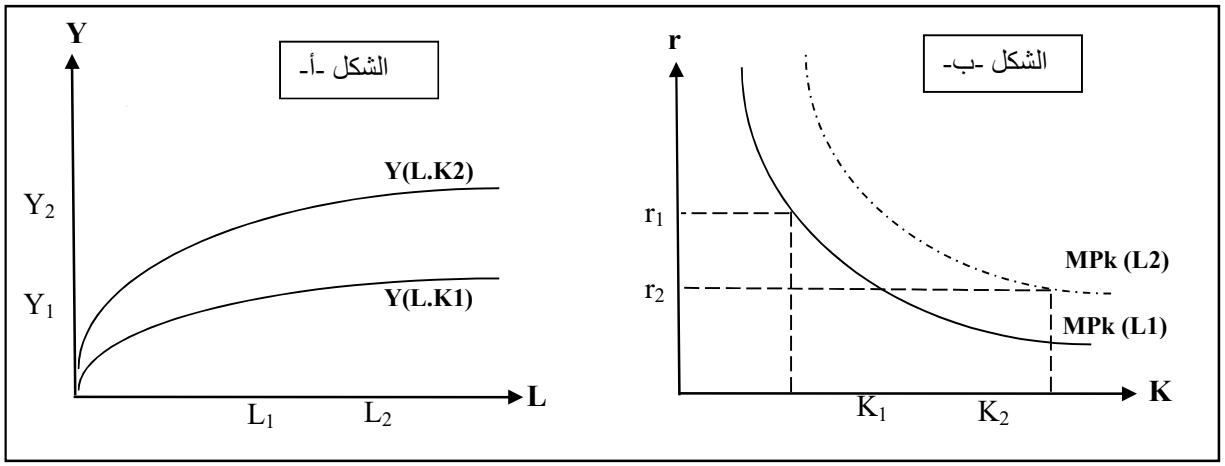
الفرع الثالث: جانب العرض من النموذج ومنحنى YQ: التوازن طويل الأجل يعبر عنه بمنحنىYQ باستخدام العمل ورأس المال كعوامل إنتاج، والمنحنى يمثل جانب العرض التجميعي للاقتصاد في أكثر صوره واقعية.

أولا: التأثير على الدخل من خلال رأس المال وإنتاجيته: مقاربة $Beck$ لمنحنىYQ باستخدام دالة كوب– دوغلاس المجمعة، حيث التوازن في سوق العمل بين دالة الطلب على العمل التي ترتبط بالإنتاجية الحدية للعمل ودالة عرض العمل الشيء نفسه بالنسبة لسوق رأس المال، وهما عاملين مرتبطين فيما يخص كميتهما وإنتاجيتهما الحدية بشكل عكسي (انخفاض الإنتاجية الحدية للعمل مع زيادة كميته وفي الوقت نفسه زيادة الإنتاجية الحدية لرأس المال والعكس)، حيث عائد العمل هو الأجر الحقيقي وعائد رأس المال هو معدل الربح الحقيقي ويمثل تكلفة تمويل الاستثمار في اقتصاد المشاركة، يمثل المنحنىYQ من خلال النموذجين بالشكل التالي:

[1]Muhammed hussain: **-A Comprehensive Macroeconomic Model for An Islamic Economy** –The pakistan development -review 33-4 part 2;P1301

[2] - Muhammed hussain: **Ibid** ;P P1304-1306.

الشكل(42): زيادة الدخل من خلال كمية وكفاءة رأس المال



Source; Muhammed hussain**: A comprehensive macroeconomic model for an islamic Economy —** The pakistan development review 33-4 part 2;P1307.

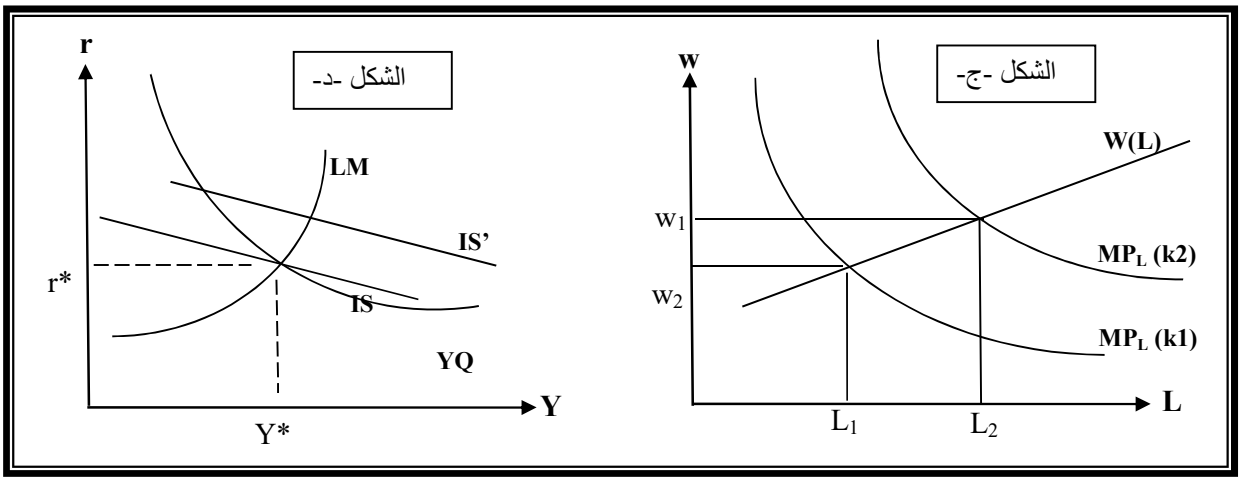
يتم زيادة الدخل والإنتاج من خلال إما:

1- زيادة كمية رأس المال والتي ترفع دالة الإنتاج من المستوى *Y1* إلى *Y2* مع معلومية حجم العمالة المستخدمة (كما هو موضح في الجزء –أ– من الشكل)؛

2- زيادة عنصر العمالة والتي تؤدي إلى زيادة الإنتاجية الحدية النسبية لرأس المال مع الاستغلال الأمثل له (كما هو موضح في الجزء –ب– من الشكل).

ثانيا: زيادة رأس المال وأثره على التوازن العام: أما الشكل التالي فيوضح كلا من التوازنات الفرعية في سوقي العمل مع تغيرات الأجر ومستوى التشغيل، متزامنا مع التوازن في سوق السلع والخدمات (الإنتاج الحقيقي) وعائد التمويل والدخل.

الشكل(43): أثر زيادة رأس المال على سوق العمل وعائد التمويل والدخل



Source; Muhammed hussain**: A comprehensive macroeconomic model for an islamic Economy ,**The pakistan development review 33-4 part 2;P1307.

حيث الشكلان (ج ود) يمثلان عرض الإنتاجية الحدية لرأس المال مع ارتفاع مستوى استخدام العمل من *L1* لـ*L2* ، مع *r1* و *L1* التوازن في سوق رأس المال هو *K1* ، وعند *r2* و*L2* التوازن في سوق رأس المال هو*K2*، في الشكل(ج) التوازن في سوق العمل الموافق لمستويات رأس المال المختلفة، وفي الشكل (د) دالة الانتاج الكلي أو مستوى الدخل الموافق لمستوى استخدام العمالة *L1*و*L2* ، كما يبين مستويي المخرجات *Y* و *r* الموافقة.

والتقاطع بين منحيي *IS-LM* يمثل الطلب المجمع على المخرجات عند مستويات *Y* و *r* .

ثالثا: اشتقاق منحنى YQ: المنحنى YQ ينحدر للأسفل كلما كان منحنى عرض العمل رأسيا أو صاعدا للأعلى، ويكون منحنى YQ أفقيا إذا كان منحنى عرض العمل مرنا بشكل تام (إنعدام مرونة الأجر لعنصر العمل)، فالمنحنى يعبر عن نتيجة زيادة عنصر العمل أو إنتاجية رأس المال وأثره على الإنتاج الكلي.

في الشكل (د) تم إضافة منحنيات IS وLM للمنحنى YQ حيث تتقاطع المنحنيات الثلاث في النقطة نفسها، والتي تمثل التوازن بين الطلب المجمع والعرض المجمع عند مستويات أسعار معطاة.

وفي الآتي المعادلة الرياضية لدالة منحنى YQ وانحدارها:

من دالة كوب دوغلاس المعطاة كدالة انتاج فإن معادلة منحنى YQ يمكن استخلاصها من خلال مساعدة شروط التوازن لعوامل الإنتاج: العمل ورأس المال، شرط التوازن في حالة ما إذا كان عامل الانتاج المتغير هو رأس المال وهو تساوي الإنتاجية الحدية لرأس المال ومعدل الربح الحقيقي r باعتباره يمثل تكلفة الحصول على أموال الاستثمار في اقتصاد المشاركة: $\frac{\partial Y}{\partial K} = \left[\frac{(1-\alpha)Y}{K}\right] = r$

وبافترض الاتجاه المتصاعد لمنحنى عرض العمل والعمال لا يخضعون لخداع النقود التوازن في سوق العمل يعني أن الانتاجية الحدية للعمل تكون مساوية لدالة عرض العمل في الأجر الحقيقي، ويكون: $\left[\frac{\partial Y}{\partial L} = \frac{\alpha Y}{L} = w(L)\right]\ ;\ w' > 0$

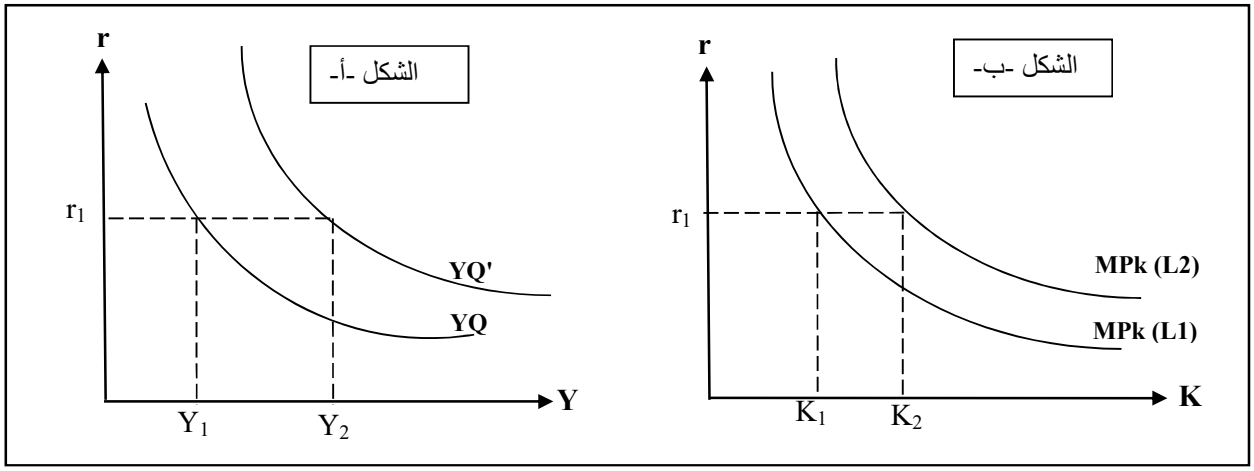
ومن شروط التوازن ومعادلة الانتاج لكوب دوغلاس يتم الحصول على معادلات قاعدية للنموذج[1] وتقدير قيم $Y;\ K;L\ ;P;r$ كما يلي: $K = \left[\frac{(1-\alpha)Y}{r}\right]$

ويكون ميل منحنى YQ سالبا باعتبار الميل الإيجابي لدالة عرض العمل ويقترب من القيمة $\left[\frac{-\alpha.r}{(1-\alpha)Y}\right]$ وفي حال كان منحنى العرض مرنا بشكل كامل فيكون المنحنى YQ أفقيا.

الفرع الرابع: أثر المضاعفات على تغيرات مكونات منحنيات الطلب الكلي: يستخدم الاقتصاديون عادة المضاعف في تغيرات منحنى IS وهذه المضاعفات تؤثر بشكل عام على سوق الانتاج، وتتغير قيمتها مع تغيرات سوق النقد وتتغير مع إضافة منحنى YQ لنموذج IS-LM

يرتفع منحنى IS أو ينتقل يمينا مع ارتفاع الاستثمار أو الانفاق الحكومي أو تخفيض معدل الضريبة، ما يؤثر إيجابا على الإنتاجية ومنحنى YQ ، ومن ثم على سوق العمل كما يوضحه الشكلان المواليان:

الشكل(44): الانتقال في منحنى الإنتاج–الدخل YQ الناجم عن تغيرات الإنتاجية الحدية لرأس المال

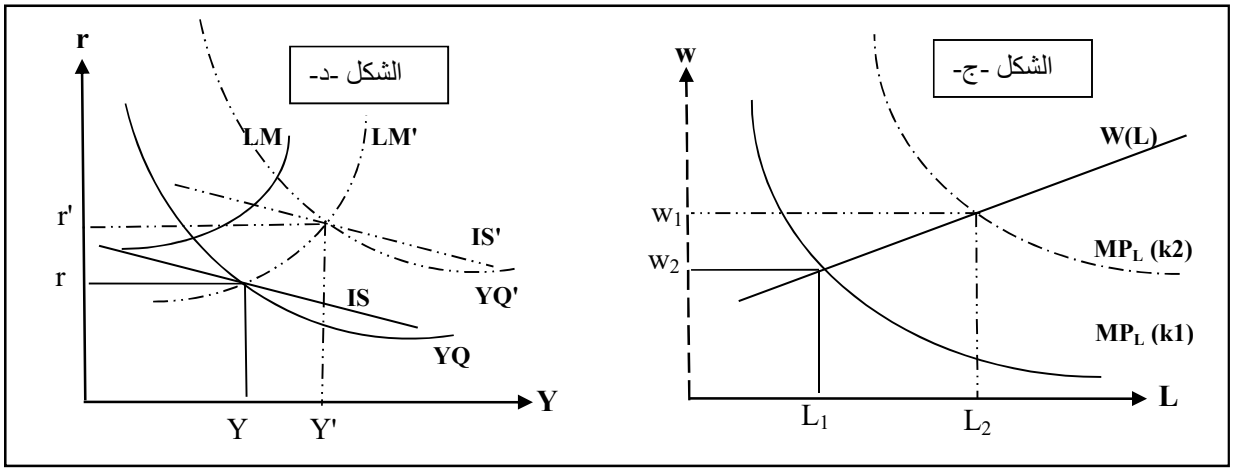


[1] - Muhammed hussain**: Ibid**;PP, 1307-1308.

Source; Muhammed hussain**: A comprehensive macroeconomic model for an islamic Economy -** The pakistan development review 33-4 part 2;P1311.

أما الشكل التالي فهو للانتقال في منحنيي *IS-LM* وأثره على سوق العمل:

الشكل(45): الانتقال في منحنيي *IS-LM* وأثره على سوق العمل



Source; Muhammed hussain**: A comprehensive macroeconomic model for an islamic Economy-** The pakistan development review 33-4 part 2;P1312.

تغيرات وانتقال المنحنى *IS* الناجمة عن زيادة الانفاق الحكومي أو تخفيض الضريبة من خلال الشكل –د–، في حال زيادة الاستثمار أو ارتفاع الانتاجية الحدية لرأس المال مع مستوى محدد للعمل أثره بالشكل –ج–، وفي الشكل –أ– دالة الانتاج الكلية مع تغير العمل وثبات رأس المال، و–ج– مع تغير الانتاجية الحدية لعنصر العمل، وحول الإنتاجية الحدية لرأس المال مع تغير مستويات استخدام عنصر العمل، والشكل –د– حول منحنى *YQ* وارتفاعه، وفي جانب الطلب تغيرات في المنحنى *IS* الناجمة عن ارتفاع مستوى الاستثمار أو الانفاق الحكومي أو تخفيض الضريبة، وأثر المضاعف من خلال الانتقال من مستو الدخل من *Y1* إلى *Y3* وفي حال تغير فقط منحنى الطلب يكون الانتقال من *Y1* إلى *Y2* .

في حالة زيادة عرض النقد ينخفض مستوى الربح الحقيقي في اقتصاد المشاركة (نتيجة ارتفاع مستوى الأسعار وانخفاض معدل المشاركة في الربح) وهو ما يشجع زيادة تكوين رأس المال في جانب العرض، أثر هذه التغيرات يمكن توضيحه من خلال الأشكال والتي تبدو من خلال الإنتقال في منحنى *LM*، في هذه الحالة الأثر المبدئي لزيادة عرض النقود موضح من حيث الانتاجية الحدية لرأس المال عند مستوى معطى للعمالة تنتقل ارتفاعا نتيجة انخفاض معدل الربح الحقيقي.[1].

المطلب الثالث: السياسة النقدية من منظور اقتصادي إسلامي

يهدف البنك المركزي الإسلامي من خلال إدارة وتوجيه السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف الاقتصاد الإسلامي, من خلال مجموعة من الأدوات، وتحل قاعدة المشاركة كبديل لسعر الفائدة بين مجموعتين من الأدوات، المجموعة الأولى وهي أدوات السياسة النقدية المحايدة بمعنى أنها لا تتعارض مع قاعدة المشاركة، ويمكن استخدامها أو تطبيقها في الاقتصاد الإسلامي دون حرج، والمجموعة الثانية، عبارة عن أدوات قائمة على أساس سعر الفائدة بحاجة إلى تطوير بما يتلاءم وقاعدة المشاركة .

[1] - Muhammed hussain; **Ibid**;P1310.

الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية المحايدة والتي لا تتعارض مع قاعدة المشاركة: ضمن المجموعة الأولى من أدوات السياسة النقدية المحايدة والتي لا تتعارض مع قاعدة المشاركة يمكن التمييز بين أدوات كمية وكيفية وأخرى مساعدة والتي تعتبر معاونة للأدوات الأخرى.

أولا: أدوات كمية وكيفية محايدة: تهدف الأدوات الكمية إلى التأثير على كمية أو حجم الائتمان في مجموعه بغض النظر عن وجوه الاستعمال الموجهة إليه، أما الأدوات الكيفية فغرضها التأثير على كيفية استخدام الموارد التي تحصل عليها البنوك التجارية من البنك المركزي، وتهدف إلى توجيه الائتمان إلى أوجه الاستعمال المرغوب فيها.

ثانيا: الأدوات الكيفية المحايدة: تتمثل الأدوات الكيفية المحايدة للسياسة النقدية والتي لا تتعارض مع قاعدة المشاركة في تحديد أنواع ونسب الاحتياطات النقدية المقبولة لدى المصرف المركزي وإلزام المصارف بموانع وحدود للتوظيف في قطاعات معينة.

ثالثا: أدوات وأساليب التدخل المباشر المحايدة: يلجأ البنك المركزي إلى هذا النوع من الأدوات عندما تعجز الأدوات الأخرى غير المباشرة عن تحقيق الأهداف المرجوة وذلك عن طريق: الإقناع الأدبي، التعليمات المباشرة والأوامر الملزمة، الرقابة المباشرة وأخيرا الإجراءات الزجرية.

الفرع الثاني: تطوير أدوات السياسة النقدية القائمة على أساس سعر الفائدة: ليست كل أدوات السياسة النقدية، ممكنة الاستخدام في الاقتصاد الإسلامي بما أنها محايدة بمعنى أنها لا تتعارض مع قاعدة المشاركة أو تتوافق معها، بل هناك مجموعة أخرى من الأدوات الكمية والكيفية قائمة على أساس الربا، وبحاجة إلى تطوير أو إصلاح حتى يمكن استخدامها وبالتالي تحقيق أهداف السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي .

أولا: استبدال الأدوات الكمية القائمة على أساس سعر الفائدة: من بين الأدوات الكمية للسياسة النقدية القائمة على أساس سعر الفائدة، والتي هي بحاجة إلى تطوير بما يتلاءم أو حتى لا تتعارض مع نظام المشاركة، سعر إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة، الودائع المركزية.

***1*- نسبة التشارك في الربح والخسارة كبديل لسعر إعادة الخصم:** يعرف سعر إعادة الخصم على أنه سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية لخصمها والاقتراض منه، باعتباره الملاذ الأخير للإقراض[1].

وفي النموذج الإسلامي المقترح يهيمن المصرف المركزي على أغلبية الودائع الاستثمارية، ومن هنا يستطيع أن يعدل من نسبة التشارك بالشكل الذي يراه مناسبا لسير النشاط الاقتصادي.

***2*- أسهم المشاركة كبديل لعمليات السوق المفتوحة في إطار نظام المشاركة:** عمليات السوق المفتوحة وسيلة مباشرة تؤثر على حجم الائتمان بالتوسع والانكماش، وقد تتأثر هذه العمليات بسعر الفائدة السائدة في السوق، وهي تؤثر فيه خاصة في الأجل الطويل.

وفي مقابل عمليات السوق المفتوحة في النظام الربوي، تستخدم في ظل نظام المشاركة وسائل متعددة ضمن عمليات السوق، تجعله أكثر تنوعا وشمولا مما يسهل من مهمة البنك المركزي في التأثير على حجم الائتمان وكمية النقود حسبا لمتطلبات الوضع الاقتصادي.

[1] - عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية –دراسة تحليلية تقييمية**، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، *2003*، ص *87*.

***3*- الوسائل والأدوات المالية القائمة على الملكية:** هناك أدوات متنوعة قائمة على الملكية تمكن من تداول وثائق أو مستندات التملك – ممثلة في الأسهم والسندات- التي هي في الواقع ملكية أعيان محددة ومعينة، وهي تخضع لقوى السوق في تحديد أسعارها، وبالتالي فإنه يمكن بيعها بسعر السوق الذي قد يختلف عن ثمن شرائها أو إصدارها الأول، وأما العائد الذي ينشأ عنها، فهو ما ينشأ عن التغيرات السوقية في أسعار الأعيان، وهو ما يسمي بالعائد الرأسمالي، ومن هذه الأدوات : صكوك الإجارة، وأسهم المشاركة، وأسهم المضاربة، وأسهم الإنتاج. وتتميز الأدوات القائمة على الملكية بقابليتها للتداول "بأسعار تحددها قوى السوق"، دون التقيد بالقيمة الاسمية لها، وهذا مما يمكن من قيام سوق ثانوية لها .

كما أنها لا تعتبر عبئا على الحكومة، لأنها لا تشكل مديونية فهي من أنواع التمويل المنساب من خارج الميزانية العمومية، وجميع تلك الأدوات ترتبط بمشروع حقيقي واستثمار مادي وليس استثمار رمزي صوري، كما أن هذه الأدوات تتميز بأنها نوعا من الخوصصة في الملكية دون القرار الاستثماري.

***4*- الوسائل والأدوات المالية القائمة على المديونية:** ترتكز هذه الأدوات على المديونية التي قد تنشأ عن القرض أو عن البيوع وأهمها: سندات البيع، وسندات الاستصناع، وسندات السلم، وسندات الإجارة، وتتميز هذه الأدوات بارتباطها بالإنتاج المادي للسلع والخدمات، ويمكن أن تقدم الضمانات اللازمة والرهون المناسبة لحامل هذه السندات.

إن هذا التنوع يبين بأنه يمكن ترتيب إصدار الأدوات الاستثمارية الإسلامية للمشاريع المبتدئة، كذلك يمكن ترتيب هذا الإصدار لبعض المشاريع القائمة، وخاصة في الحالات التي تحتاج فيها الدولة لتمويل عجز الميزانية، حيث يمكن إصدار سندات خزينة، متفقة مع الشريعة الإسلامية بدلا من طرح سندات القروض العامة، التي تأكل فوائدها المدفوعة النسبة العالية من زيادة الإيرادات العامة.

ثانيا: تطوير الأدوات الكيفية القائمة على أساس الفائدة: يهدف البنك المركزي من استخدام الوسائل والأدوات الكيفية في إطار نظام المشاركة إلى التحكم في حجم الائتمان، وتحريكه عبر الوسائل الاستثمارية الكثيرة والمتنوعة كالمشاركات، المضاربات، والمرابحات ...الخ، لتغطية المجالات الاستثمارية بمختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، حسبا للأوضاع الاقتصادية السائدة، وتوزيعا على الفترات الزمنية المناسبة لكل أداة ووسيلة استثمارية، ومن بين الأدوات الكيفية القائمة على أساس سعر الفائدة والتي هي بحاجة إلى تطوير حتى لا تتعارض مع نظام المشاركة، التمييز في سعر إعادة الخصم، وطبيعة الأصول ممكنة الخصم.

***1*- الاستعمال التفضيلي لنسب المشاركة:**[1] يتخذ المصرف المركزي من سعر الخصم وسعر الفائدة وسيلة يغري من خلالها المصارف التجارية التقليدية، ويجعلها ترغب بتقديم الائتمان في مجال معين وتحجم عن تقديمه في مجال آخر، وهذا الأمر يتم على ضوء الأولويات التي تحددها السياسة النقدية، وعليه يتم تخفيض سعر الفائدة على الائتمان المخصص للأنشطة ذات الأولوية ويرفع نسبيا على الائتمان الممنوح للأنشطة الأقل أولوية، ونفس الشيء بالنسبة لأسعار الخصم للأوراق التجارية حيث يمكن تغييرها لتشجيع النشاط المتولد عنه.

هذه الوسيلة لا يمكن تطبيقها على المصارف الإسلامية كما هي، لأنها لا تنسجم مع آليات المصرفية الإسلامية. لكنها تصبح مقبولة إذا ما تم تحديد نسب المشاركة في الربح والخسارة، أو على الأقل وضع حد أدنى وحد أعلى في مختلف ميادين النشاط الاقتصادي حسبا لأهميتها، مما يجعل الائتمان يتجه إلى المجالات المراد تنميتها، وذلك على مستويين:

[1] - صالح صالحي: **المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي**، دار الفجر، القاهرة، 2006، ص492.

أ– المستوى الأول: تحديد نسبة مشاركة المصرف المركزي في التمويل الذي يقدمه للمصارف عند إعادة تمويلها، فتنخفض هذه النسبة، إذا كان التمويل موجها إلى المجالات المطلوبة، وترتفع تدريجيا كلما قلت أهمية النشاط الممول، فيلاحظ بأنه في هذه الحالة يرتفع هامش الربح عند تخفيض هذه النسبة مما يشجع المصارف على توجيه الجهود التمويلية إلى تلك الأنشطة، والعكس إذا ارتفعت النسبة ضمن هذا النشاط المراد تمويله، مما يؤدي إلى انخفاض هامش ربح المصرف، فتحجم عن التوسع في الالتجاء إلى المصرف المركزي لتمويل هذا النوع ويلتجأ إلى الأنواع الأخرى التي تعظم مصلحته.

ب– المستوى الثاني: تغيير الحد الأدنى والأعلى لنسب المشاركة في ربح المصارف الأخرى حسب أهمية النشاط الاقتصادي، على أن يكون المدى بين الحد الأدنى والحد الأعلى ليس عريضا، فهذا سيؤثر على الهوامش الربحية لمن يستخدمون أموال المصارف، الأمر الذي يجعل الطلب عليها يتحرك تدريجيا إلى الفروع والأنشطة المراد تنميتها والتي يرتفع فيها هامش الربح، وبالتالي يمكن القول بأن : التمييز بين المشاركة في الربح حسب الأنواع المختلفة لأوجه النشاط الاقتصادي، يؤدي – فضلا عن ذلك– إلى التأثير على تخفيض الموارد بما يتماشى مع أهداف السياسة الوطنية .

2– تحديد حصص الاستثمار في كل نشاط: إن وضع ضوابط وحدود لتحريك الائتمان عبر مختلف الوسائل الاستثمارية المتاحة يعتبر مهمة ضرورية للمصرف المركزي في ظل نظام المشاركة، حتى لا تتجه الأموال وتنساب عبر بعض الوسائل الاستثمارية كالمرابحات للأنشطة التجارية قصيرة المدى[1].

الفرع الثالث: فعالية أدوات السياسة النقدية في اقتصاد المشاركة: تتميز السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي بفعالية أكبر من مثيلتها في الاقتصاديات القائمة على أساس سعر الفائدة.

1– الفعالية الاقتصادية لأدوات السياسة النقدية المحايدة؛

2– الفعالية الاقتصادية لأدوات السياسة النقدية المطورة.

تؤدي أدوات السياسة النقدية المطورة والقائمة سابقا على أساس سعر الفائدة دورا فعالا في تحقيق أهدافها في اقتصاد إسلامي، سواء كانت الكمية منها أو الكيفية .

أولا: الفعالية الاقتصادية للأدوات الكمية المطورة: يمكن عرض فعالية الأدوات الكمية المطورة من خلال عرض فعالية كل أداة بشكل مستقل.

1– الفعالية الاقتصادية لتعديل لأداة السوق المفتوحة ونسبة التشارك في الربح والخسارة كبديل لسعر إعادة الخصم: وتتوقف فعالية تعديل نسبة التشارك على حجم الأموال العاطلة لدى القطاع الخاص.

أ– حالة ميل الاقتصاد نحو الكساد: يتدخل المصرف المركزي بشراء الأسهم الحكومية ويضخ مقابلها نقودا تعمل في اتجاهين: زيادة في القوة الشرائية لدى أفراد المجتمع، ومن جهة أخرى فإن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى انخفاض في نسبة التشارك، فيتشجع رجال الأعمال على إنشاء استثمارات جديدة، ويزيد التوظيف والطلب على السلع وينتعش الاقتصاد ثانية.

ب– ميل الاقتصاد نحو الركود: عندما يميل الاقتصاد نحو الركود يحتاج إلى الإنعاش، وفي هذه الحالة يقوم المصرف المركزي بتخفيض نسبة التشارك على ودائعه لدى المصارف التجارية، فينخفض معدل التشارك السوقي، لأنه إذا كان الممولون الآخرون في القطاع الخاص لا يريدون أن يتنازلوا عن النقود التي في حوزتهم، فإن المصارف التجارية وسعيا منها لتوفير المال لرجال الأعمال، تلجأ إلى المصرف المركزي لتوفير هذا التمويل بالمعدل المخفض، فيقل الطلب على أموال القطاع الخاص، فيضطر إلى القبول

[1] - فادي محمد الرفاعي، **المصارف الإسلامية**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص 174.

بالنسبة التي قررها المصرف المركزي، وإلا فإن الزكاة ستأخذ جزءا من هذا المال، وهكذا سيصبح المعدل الذي قرره المصرف المركزي هو المعدل السوقي.

ولا يمكن القول أن التوقعات التشاؤمية لرجال الأعمال قد تحد من فعالية هذه الأداة، ففي النظام الرأسمالي إذا لم ينجح المشروع، فإن صاحبه سيخسر جهده ويبقى مطالبا بالقروض التي اقترضها، أما في النظام الإسلامي فقد لا يخسر شيئا غير جهده، كما هو الحال في المضاربة إذا لم يثبت تعديه، أو لا يخسر إلا بمقدار نسبة التشارك في رأس المال.

ج- ميل الاقتصاد نحو التضخم: يعني ميل الاقتصاد نحو التضخم وجود كتلة نقدية فائضة، وبالتالي يستطيع المصرف المركزي أن يرفع من نسبة التشارك على ودائعه، فيقل الطلب على رؤوس الأموال لاستثمارها، ومادام هو كذلك فيعتبر من جهة أخرى طالبا للأموال من خلال شهادات الاستثمار الحكومية، فيقلل طلبه كذلك على الأموال لاستثمارها بتقليل عرضه لشهادات الاستثمار الحكومية، وحتى لو عرض القطاع الخاص أمواله بنسب تشارك قليلة، فإنه لا يستطيع أن يلبي كافة طلبات رجال الأعمال، ومن ثم لابد أن ترتفع نسبة التشارك في القطاع الخاص ومن ثم في السوق .

2- الفعالية الاقتصادية لأداة الودائع المركزية: تكتسب أداة الودائع المركزية فعاليتها من كونها تشكل النسبة الغالبة في الودائع الاستثمارية التي تتعامل بها المصارف التجارية، ومع نمو الطلبات المقدمة من رجال الأعمال، وموافقة المصرف المركزي بعد دراسة الطلب من حيث أهميته للاقتصاد الوطني ثم الربحية المتوقعة، وإذا كانت الودائع المركزية تشكل نسبة كبيرة من الودائع الاستثمارية ، فإن تغييرها يؤدي إلى تغيير نسبة التشارك في السوق، ومن ثم يتغير حجم الاستثمارات التي ينوي أصحابها القيام بها.[1]

ومع بقاء الطلب على الأموال على ما هو عليه، فإن نسبة التشارك في سوق رأس المال سترتفع، نظرا لانخفاض حجم المعروض من النقود ويقل بالتالي الطلب على النقود لاستثمارها، والعكس في حال الإنكماش، مع الإعتبار أن التفضيل النقدي يعتمد على الرصيد النقدي وليس على سعر الفائدة، فلا توجد أرصدة كبيرة في شكل نقود حاضرة للمضاربة في شراء الأسهم، لأن نسبة الزكاة تقف حائلا دون ذلك فتبقى الأرصدة المحتفظ بها بسيطة لا تتعدى نصاب الزكاة.

ثانيا: الفعالية الاقتصادية للأدوات الكيفية المطورة: يمكن التعرف على فعالية الأدوات النوعية المطورة في تحقيق أهداف السياسة النقدية من خلال التعرف على فعالية كل أداة على حدة:

1- الفعالية الاقتصادية للاستعمال التفضيلي لنسب المشاركة: الكفاءة المرجوة لهذه الأداة تزداد بمقدار تعدد النسب بموضوعية وتقارب حد المدى، أي الهامش بين الحد الأدنى والحد الأعلى، فضلا على أن هذه الأداة ليست الوحيدة بل تتكامل مع أدوات عديدة،[2] فلا يتوقع ضبط حركية الائتمان من هذه الأداة وحدها.

2- الفعالية الاقتصادية لأداة تحديد حصص الاستثمار في كل نشاط: تنبع فعالية هذه الأداة من سببين اثنين هما:

أ- السبب الأول: هو كون أغلب ودائع المصارف التجارية هي ودائع مركزية، فمن خلال هذه الودائع يستطيع المصرف المركزي أن يوجه حصص الاستثمار في كل نشاط، وذلك بقيامه بتحديد الجهة التي يستثمر فيها وديعته، أو من خلال قبول أو رفض طلبات التمويل التي تتقدم بها المصارف التجارية وفق السياسة التي يريدها.

ب- السبب الثاني: يتمثل في العلاقة الوثيقة بين المصرف المركزي والمصارف الأعضاء، فلو كانت هناك مشاريع تتطلب المزيد من التمويل زيادة على حصتها، فإن المصارف التجارية ترفض تمويلها حتى تحافظ على العلاقة بينها وبين المصرف المركزي.

---

[1] - عمار مجيد كاظم الوداي، **مرجع سابق**، ص ص: 136-138.

[2] - سليمان ناصر، **علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل المتغيرات الدولية الحديثة**، مكتبة الريام، الجزائر، 2006، ص: 223.

خلاصة الفصل الثالث

وتمت مناقشة التوازن الرأسمالي القائم على الفائدة وأهم نماذجه، وتكوين نموذج لنظرية معدل العائد في اقتصاد إسلامي، بشرح دالة الادخار ودالة الاستثمار والمتغيرات التي يمكن أن تؤثر فيهما وشرط توازنهما.

من خلال بناء نموذج للعائد في اقتصاد إسلامي يتحدد العائد الحقيقي في الاقتصاد بتساوي الادخار، والذي هو دالة في الدخل، والاستثمار الذي يمثل العلاقة بين حجم الاستثمارات والعائد الداخلي المثقل بالخطر للاستثمار، ويتحدد معدل العائد النقدي بتساوي الطلب على الائتمان والذي يكون مصدره قطاع الأعمال والقطاع العائلي والقطاع الحكومي، مع عرض الائتمان والذي أهم محدداته البنك المركزي وسلوك عمليات الدفع لدى القطاع العائلي وقطاع الأعمال. إن لتقدير أو قياس متغير العائد المتوقع أهمية قصوى والذي يعتمد عليه النموذج المقترح لقياس مستوى الدخل التوازني في الاقتصاد وتقدير حجم الائتمان والاستثمار، ويطبق النموذج في حسابات الدخل والإنتاج الوطني، إذ أن إلغاء الفائدة في الاقتصاد الإسلامي وإحلال معدل عائد المشاركة يحقق الفاعلية على مستوى عمليات التمويل والوساطة المالية ودعم حركة العناصر الاقتصادية على مستوى قطاعي الأعمال والعائلات، ومع إلغاء الفائدة يحل مكانها عائد يقوم في الأصل على الربط بين التمويل النقدي والإنتاج الحقيقي، فتترك آثارها على المتغيرات الاقتصادية كالإستثمار وعلاقته بالإدخار.

إن قيام اقتصاد المشاركة على قواعد السوق الحر، واحترام القوانين الاقتصادية العامة، وتشجيع العمل والإنتاج، وثراءه من حيث صيغ الوساطة واعتبار السيولة والربحية وأثرها على تدفق التمويل، ويدعم ذلك:

- المرونة المقبولة وحساسية معدل عائد المشاركة بشكل أفضل لمتغيرات الادخار والاستثمار واعتبارات المخاطرة والإنتاجية الخاصة بالعمل ورأس المال؛
- التلاحم بين الإدخار والإستثمار وتحفيز المدخرات للتحول للإستثمار، وتحديد معدل العائد بناء على الإنتاجية في القطاع الحقيقي، ومن ثم قدرة النظام المصرفي الإسلامي على التكيف مع الصدمات، وعدم وجود سلبيات التضخم بل يمكن اعتباره داعما للعائد الحقيقي؛
- وتمثل الدولة إضافة لمستوى الدخل ومصدر اطمئنان للعناصر الإنتاجية الكلية من خلال الإنفاق الحكومي وديمومته، كما أن تأثير الدولة لضمان الاستقرار ودعم النمو من خلال السياسات النقدية والمالية والتي يمكن استخدامها بفعالية في إطار الآلية التي يتيحها الإقتصاد ذو الأصول المتنوعة.

الفصل الرابع: تقدير دوال الاستثمار، الإنتاج والإنتاجية حالتي الجزائر وماليزيا

تمهيد الفصل الرابع

أخذت الدولة الجزائرية على عاتقها صنع القرار الاستثماري في إطار الخطة العامة؛ بعيدا عن مبادئ المردودية والفعالية التي يتطلبها السوق؛ معتمدة على عائداتها من المحروقات التي عرفت تدهورا كبيرا ما أدى إلى استفحال المرض الهولندي في الاقتصاد الجزائري مولدا بذلك خيبات كبيرة في اعتماد إستراتجية الاستثمارات العمومية كقاطرة للتنمية الاقتصادية، رغم محاولات إعادة الهيكلة والتطهير المالي وسياسات الإصلاح الهيكلي التي عرفها القطاع الاقتصادي العمومي، خلال عقد التسعينات من القرن الماضي.

وتبرز ضرورة تحليل واقع وتطور مؤشر الاستثمار وبيئته في حالتي الجزائر وماليزيا، مع تنظيماته وإطاره التشريعي والمؤسسي، هذا إضافة إلى الاستثمارات المنجزة ومقارنتها بالاستثمارات بأنواعها وتقسيماتها وأحجامها المصرح بها في إطار برنامج الإنعاش الإقتصادي، مع الملاحظات الجوهرية على مخططات البرامج الإستثمارية العامة والطاقة الإستيعابية لها، وتأثير البرنامج الإستثمارية العامة على النمو الإقتصادي وتطور الإنتاج الصناعي مع الإندماج والترابط القطاعي.

كما يتم تحليل دالة الإنتاج وإتاجية الاستثمارات وربط عواملها بمصادر النمو الاقتصادي، من خلال تقدير معالم دالتي الإنتاج والاستثمار الكليتين وتقييمهما، وربط إنتاجية رأس المال بكل من معدلات الفائدة ومردودية رأس المال، مع تطور تراكم عوامل الإنتاج وإنتاجيتها الكلية، ونتائج تحليل دالة الانتاج، وتحليل خصائص القطاع الإنتاجي والاقتصاد الحقيقي الجزائري.

كما سيتم تتبع تطور وتوزيع الاستثمارات الحقيقية وتمويلها في تجربة ماليزيا التنموية، مع التحفيزات الاستثمارية المتخذة لتحسين الأداء الاقتصادي الحقيقي في ضوء التجربة الماليزية والكفاءة الإنتاجية للعمل ورأس المال، وتحليل دالة الإنتاج وإنتاجية الاستثمارات وربط عواملها بمصادر النمو الاقتصادي .

من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: المناخ الاستثماري في الجزائر

المبحث الثاني: تحليل دالة الإنتاج وانتاجية الاستثمارات وربط عواملها بمصادر النمو الاقتصادي

المبحث الثالث: تطور وتوزيع الاستثمارات الحقيقية وتحليل دالة الإنتاج ومصادر النمو في تجربة ماليزيا التنموية

المبحث الأول: المناخ الاستثماري في الجزائر

حسب خبراء البنك الدولي في تقديرهم لمناخ الأعمال في الجزائر، فإن يشكل أهم العقبات للمشاريع الاستثمارية، وأن مناخ الأعمال متعلق بالهياكل القاعدية والعقار الصناعي مع وفرة الموارد الطبيعية ووسائل تكوين رأس المال، وكذلك متعلق بالسياسة النقدية والمالية في مجال الاستثمار، والوضوح والاستقرار في الإطار التشريعي، وتنظيم المبادلات، والاقتصاد الموازي، وسوق العمل.

والجزائر شرعت في تقديم تسهيلات، ومزايا لاستقطاب المستثمرين الأجانب، من بينها الحصول على العقارات الصناعية، وتخفيض الضرائب والفوائد، وتقليص مهلة الحصول على الاستثمار، يتم تناولها في المطالب التالية:

المطلب الأول: سياسة الاستثمار في الجزائر

المطلب الثاني: أهم العقبات التي تعترض نمو الاستثمار الوطني

المطلب الثالث: الاستثمارات المنجزة مقارنتها بالاستثمارات المصرح بها

المطلب الرابع: حجم البرامج الإستثمارية العامة ومجالاتها القطاعية وتوزيعاتها الفرعية للفترة *2000-2014*

المطلب الخامس: أثر مخططات الانعاش الاقتصادي على المؤشرات الكلية للاقتصاد الوطني

المطلب الأول: سياسة الاستثمار في الجزائر:

الفرع الأول: السياسة العامة للاستثمار: بعدما كان التشريع الخاص بالاستثمارات يأخذ أساسا بعين الاعتبار قيمة رؤوس الأموال المستثمرة عند منحه التسهيلات للمستثمرين، حيث كان الغرض هو تشجيع المبادرات أو جلب رؤوس الأموال التي كانت منعدمة في بداية الأمر، فرضت تدابير جديدة نفسها لتوجيه الاستثمارات وفقا لثلاث محاور أساسية:[1]

أ- نحو المشاريع الخالقة لمناصب الشغل، ثم نحو القطاعات الخالقة لمواطن الشغل بتكاليف معتدلة (الصناعات المتوسطة والصغيرة) ثم نحو أنشطة الصناعات التقليدية والحرفية والمهن الصغرى التي تخلق عادة أقل من عشر مواطن شغل (مشاريع وكالة تشغيل الشباب) ؛

ب- من ناحية أخرى وتفاديا لتكريس حالة عدم التوازن الإقليمي الحاد اتخذت ترتيبات للحث على اللامركزية بإقرار تحفيزات هامة للمناطق المراد ترقيتها ؛

ج- أخيرا ونظرا للاحتياجات المتعلقة بالموارد الخارجية فإن الأنشطة التصديرية وهي المصدر الأساسي للعملة الصعبة الخارجية لاقت تشجيعا كبيرا في كل قوانين المالية السنوية وفي قوانين الاستثمار المتعاقبة.

أولا:تطور الأطر التشريعية للاستثمار في الجزائر قبل إصلاحات الفترة الليبرالية:[2]

يعد الاستثمار أساس نمو وتطور جميع الاقتصاديات، ولذا حاولت الجزائر تطوير وتنظيم استثماراتها منذ الوهلة التي حصلت فيها على استقلالها السياسي، وذلك بإصدار العديد من الأطر التشريعية خلال المراحل الاقتصادية التي مر بها الاقتصاد الوطني.

---

[1]- منصوري الزين، **آلية تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر 2006، ص313.

[2]- غراب رزيقة، **آثار البرامج الاستثمارية على نمو وتطور المؤسسات المصغرة والصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014،المنعقد في 11-12 مارس 2013 جامعة سطيف*1*،ص ص:4-6.

1- المرحلة الأولى 1962-1982: يهدف قانون الاستثمار بالأساس إلى تجميع وتوحيد ضمانات وحوافز الاستثمار الموجودة في قوانين عديدة في قانون واحد وتوحيد تعامل المستثمرين مع جهة واحدة وذلك لتحرير الاستثمار من القيود والمعوقات الإدارية والإجرائية، بعد الاستقلال عرفت الجزائر مجموعة من التعديلات في مجال تشريع القوانين المتعلقة بالاستثمار، وهي:

قانون رقم *277-63* الصادر في *26* جويلية *1963*م ،الذي تنص مادته الثالثة على: أن حرية الاستثمار معترف بها للأشخاص الطبيعيين والمعنويين الأجانب وذلك حسب إجراءات النظام العام، وجاء ذلك لتميز هذه المرحلة بسيطرة الأجانب على حصة معتبرة من وسائل الإنتاج.

قانون الاستثمار لسنة *1966*، الذي يعتبر بيانا واضحا أكثر نضجا لترقية مساهمة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، حيث أظهر مدى أهمية الاستثمار في تطوير الاقتصاد الوطني.

ورغم انتهاج الدولة الجزائرية لنظام الاقتصادي الاشتراكي، واحتكارها للقطاعات الاقتصادية الحيوية وإلزام اعتماد المشاريع من طرف اللجنة الوطنية للاستثمارات، نصت المادة الرابعة من هذا القانون على: أن الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الجزائريين أو الأجانب يمكنهم إنشاء مؤسسات صناعية أو سياحية، من شأنها المساهمة في تقوية الجهاز الإنتاجي للدفع بعجلة التنمية الاقتصادية، تضمنت التدابير المتخذة وفق القانون جوانب ايجابية لجلب المستثمرين.

ويمكن القول أنه خلال المرحلة الأولى لم تكن هناك سياسة واضحة خاصة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، بل كانت تعتبر مكملة للقطاع العام الذي حظي بالدور الأساسي في السياسة الاقتصادية وعلى حساب القطاع الخاص.

2- المرحلة الثانية :1982-1989: تميزت هذه المرحلة بإحداث إصلاحات هيكلية جديدة للتخفيف من حدة الأزمات المتنامية، وقد كان المخططان الخماسيان الأول (*1980-1984*م) والثاني *1985-1989* يجسدان مرحلة الإصلاحات في ظل استمرار الخيار الاشتراكي، وإعادة الاعتبار نسبيا إلى القطاع الخاص نتيجة التراجع عن سياسات الصناعات المصنعة، فصدرت عدة قوانين من أهمها:

قانون رقم *82-11* المؤرخ في *21* أوت *1982*، هدف هذا القانون إلى تحديد الأدوار المنوطة بالاستثمارات الاقتصادية للقطاع الخاص الوطني وقد أورد هذا القانون بعض الإجراءات التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولا سيما:

الحق في شراء التجهيزات وبعض المواد الأوليةو الاستفادة ولو بشكل محدود من الرخص الإجمالية للاستيراد وذلك بهدف:

المساهمة في توسيع القدرات الإنتاجية الوطنية وتحقيق التكامل مع القطاع الاشتراكي من خلال المساهمة في أنشطة المرحلة الأخيرة من التحويل الصناعي والمقاولة.

ابتداء من سنة *1988*م وأمام تفاقم الأزمة النفطية أصبحت مظاهر الجمود والضعف في التخطيط المركزي أكثر وضوحا عندما أدت الصدمة النفطية في سنة *1986*م إلى هبوط معدلات التبادل ودخل الصادرات الجزائرية بحوالي *50%*، وشرعت السلطات الجزائرية في تنفيذ العديد من تدابير تحقيق الاستقرار الكلي والإصلاحات الهيكلية، وتم إصدار العديد من التشريعات منها في ميدان الاستثمار تم إصدار: القانون رقم *25-88* المؤرخ في *12* جويلية *1988* وأهم ما جاء به هذا القانون هو إلغاء تحرير سقف الاستثمار الخاص وسمح للمستثمرين الخوض في مجالات عديدة ماعدا تلك التي تعتبرها الدولة قطاعات إستراتيجية.

ثانيا: المرحلة الليبرالية: ابتداء من سنة *1990*، ظهرت مجموعة من الإصلاحات، تجلت في إصدار جملة من القوانين التي هيأت الإطار العام لخوصصة المؤسسات العمومية وتحفيز القطاع الخاص والتقليص من التسيير الإداري للاقتصاد الوطني.

1- القانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض: الذي حدد الإطار التنظيمي للقطاع المصرفي، حيث أعطى بنك الجزائر مسؤولية السياسة النقدية والرقابة على الجهاز المصرفي وألغى التمويل المباشر من الخزينة العمومية لاستثمارات المؤسسات العمومية وتوحيد المعاملة بين المؤسسات العامة والخاصة فيما يخص الحصول على القروض،كما كرس هذا القانون في مادته 183 مبدأ حرية الاستثمار الأجنبي في كل القطاعات غير المخصصة للدولة، كما نص على حرية إنشاء البنوك الخاصة و لبنوك الأجنبية، وبهذا اعتبر هذا القانون حجر الأساس في تطبيق مبادئ اقتصاد السوق وتفعيل دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.

2- قانون ترقية الاستثمار سنة 1993: صدر هذا القانون طبقا للمرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 5أكتوبر 1993، وينص على: الحق في الاستثمار بحرية وعدم التمييز بين المستثمرين وطنيين كانوا أم أجانب حصر تدخل الدولة في تقديم تخفيضات جبائية وشبه جبائية تخلي قانون ترقية الاستثمار عن آلية الاعتماد المسبق واستبدالها بآلية التصريح المسبق وإنشاء وكالة ترقية ودعم الاستثمارات ومتابعتها عبر الشباك الموحد، و د حدد هذا القانون مجموعة من الحوافز للاستثمارات في الجزائر وذلك وفق ثلاث أنظمة هي: النظام العام، نظام المناطق الخاصة، نظام المناطق الحرة.

3- قانون الاستثمار الجديد لسنة 2001: بعد أن تبين عجز المرسوم التشريعي 93-12 عن تحريك عجلة الاستثمار، قررت السلطات الجزائرية إصدار قانون جديد يتمثل في الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 20 أوت2001 م، وقد كرس هذا القانون الحرية التامة للاستثمار حسب المادة الرابعة من هذا الأمر، وجاء هذا القانون لتقديم التصحيحات الضرورية وإعطاء نفس جديد لترقية الاستثمار وتحسين المحيط الإداري والقانوني كما نص على:

- إلغاء التمييز بين الاستثمارات العمومية والاستثمارات الخاصة، توسيع مفهوم الاستثمار ليشمل الاستثمارات المنجزة عن طريق الامتياز و/أو براءة الاختراع وأخذ حصص في المؤسسات حين تتوفر مساهمات عينية أو نقدية أو استئناف النشاطات في إطار الخوصصة.

- إلغاء منح المزايا بصفة آلية، وإنشاء المجلس الوطني للاستثمار الذي يخضع لوصاية رئيس الحكومة، وإنشاء الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار؛

واقتصر القانون الجديد بشأن أنظمة الاستثمار على نظامين أساسيين وذلك تفاديا لتعقيدات الأنظمة السابقة، والتي كانت تتشعب إلى أنظمة متباينة، وهما:

أ- النظام العام: في هذا النظام تم إلغاء آلية تقديم المزايا، إلغاء المزايا المتعلقة بعملية الإنتاج والإبقاء على المزايا المتعلقة بمرحلة الاستغلال لكن حسب توجيهات المجلس الوطني للاستثمار، تشجيع الاستثمارات التي تستخدم تكنولوجيا غير ملوثة.

ويحتوي هذا النظام على مجموعة من الحوافز هي: تخفيض نسبة الحقوق الجمركية للتجهيزات الاستثمارية المستوردة، الإعفاء من دفع رسم نقل الملكية، وضمان تحويل رأس المال المستثمر والعائدات الناتجة عنه.

ب- قانون خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ساهم هذا القانون المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على وضع سياسة تنموية جديدة تعتمد على معايير وآليات حديثة تهدف إلى دعم ومساعدة مختلف النشاطات الاقتصادية من أجل تحسين تنافسية هذا النوع من المؤسسات، حيث تم من خلال هذا القانون تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتحدد من خلاله الإطار القانوني والتنظيمي التي تنشط فيه هذه المؤسسات وكذا آليات دعمها وترقيتها، وكان هذا القانون يهدف إلى:

إنعاش النمو الاقتصادي، إدراج تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن حركية التطور والتكيف التكنولوجي، تشجيع بروز مؤسسات جديدة وتوسيع ميدان نشاطها، ترقية توزيع المعلومات ذات الطابع الصناعي والتجاري والاقتصادي والمهني والتكنولوجي المتعلقة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

4- مزايا وحوافز الإستثمار السارية:[1] يمكن أن تستفيد المشاريع الاستثمارية من الإعفاء والتخفيض من الضرائب وهذا حسب التموقع وأثر المشاريع على التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ثلاث أنظمة مزايا:

أ- **النظام العام: -. مرحلة الإنجاز:**

- الإعفاء من الحقوق الجمركية فيما يخص السلع غير المستثناة والمستوردة والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار ؛
- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات غير المستثناة المستوردة أو المقتناة محليا والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار ؛
- الإعفاء من دفع حق نقل الملكية بعوض عن كل المقتنيات العقارية التي تمت في إطار الاستثمار المعني ؛
- الإعفاء من حقوق التسجيل و مصاريف الإشهار العقاري ومبالغ الأملاك الوطنية المتضمنة حق الامتياز على الأملاك العقارية المبنية وغير المبنية الممنوحة الموجهة لإنجاز المشاريع الاستثمارية. تطبق هذه المزايا على المدة الدنيا لحق الإمتياز.

كما تستفيد من هذه الأحكام الإمتيازات الممنوحة للمستثمرين سابقا بموجب قرار مجلس الوزراء لفائدة المشاريع الإستثمارية.

- مرحلة الإستغلال: لمدة ثلاث (*3*) سنوات بالنسبة للإستثمارات المحدثة حتى مائة (*100*) منصب شغل وبعد معاينة الشروع في النشاط الذي تعده المصالح الجبائية بطلب من المستثمر:

- الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات (*IBS*) ؛
- الإعفاء من الرسم على النشاط المهني (*TAP*).

وتمدد هذه المدة إلى خمس (*5*) سنوات، بالنسبة للإستثمارات التي تحدث مائة وواحد (*101*) منصب شغل أو أكثر عند إنطلاق النشاط، و/أو الإستثمارات في القطاعات الإستراتيجية التي يحدد المجلس الوطني للإستثمار قائمتها.

ب- المناطق التي تستدعي تنميتها مساهمة خاصة من الدولة : مرحلة الإنجاز: لمدة ثلاث (*03*) سنوات

- الإعفاء من دفع حقوق نقل الملكية بعوض فيما يخص كل المقتنيات العقارية التي تتم في إطار الإستثمار
- تطبيق حق التسجيل بنسبة مخفضة قدرها اثنان في الألف (*2‰*) فيما يخص العقود التأسيسية للشركات والزيادات في رأس المال،
- تكفل الدولة جزئيا أو كليا بالمصاريف، بعد تقيمها من الوكالة، فيما يخص الأشغال المتعلقة بالمنشآت الأساسية الضرورية لإنجاز الإستثمار،
- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات غير المستثناة من المزايا والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار، سواء كانت مستوردة أو مقتناة من السوق المحلية.

[1] - الموقع الاكتروني الرسمي للوكالة الوطنية لترقية الإستثمار، http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement تاريخ الإطلاع:13 جانفي 2016.

- الإعفاء من الحقوق الجمركية فيما يخص السلع المستوردة وغير المستثناة من المزايا والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار.
- الإعفاء من حقوق التسجيل و مصاريف الإشهار العقاري ومبالغ الأملاك الوطنية المتضمنة حق الامتياز على الأملاك العقارية المبنية وغير المبنية الممنوحة الموجهة لإنجاز المشاريع الاستثمارية. تطبق هذه المزايا على المدة الدنيا لحق الإمتياز.

كما تستفيد من هذه الأحكام الإمتيازات الممنوحة للمستثمرين سابقا بموجب قرار مجلس الوزراء لفائدة المشاريع الإستثمارية.

– مرحلة الاستغلال: لمدة عشر (*10*) سنوات:

– إعفاء ممن الضريبة على أرباح الشركات ؛

– إعفاء من الرسم على النشاط المهني ؛

– الإعفاء لمدة عشر (*10*) سنوات إبتداء من تاريخ الإقتناء ، من الرسم العقاري على الملكيات العقارية التي تدخل في إطار الإستثمار ؛

– مزايا إضافية لتحسين و/أو تسهيل الاستثمار، مثل تأجيل العجز وفترات الإستهلاك.

ج– المشاريع ذات الأهمية بالنسبة للاقتصاد الوطني:

– مرحلة الإنجاز لمدة خمس (*5*) سنوات:

- إعفاء و/أو خلوص الحقوق والرسوم والضرائب وغيرها من الاقتطاعات الأخرى ذات الطابع الجبائي المطبقة على الاقتناءات سواء عن طريق الاستيراد أو من السوق المحلية، للسلع والخدمات الضرورية لإنجاز الاستثمار ؛
- إعفاء من حقوق التسجيل المتعلقة بنقل الملكيات العقارية المخصصة للإنتاج وكذا الإشهار القانوني الذي يجب أن يطبق عليها ؛
- إعفاء من حقوق التسجيل فيما يخص العقود التأسيسية للشركات والزيادات في رأس المال ؛
- إعفاء من الرسم العقاري فيما يخص الملكيات العقارية المخصصة للإنتاج ؛
- الإعفاء من حقوق التسجيل ومصاريف الإشهار العقاري ، وكذا مبالغ الأملاك الوطنية بالنسبة لعمليات التنازل المتضمنة الأصول العقارية الممنوحة بهدف إنجاز مشاريع استثمارية ؛

كما تستفيد من هذه الأحكام الإمتيازات الممنوحة للمستثمرين سابقا بموجب قرار مجلس الوزراء لفائدة المشاريع الإستثمارية.

– **مرحلة الإستغلال:** لمدة أقصاها عشر (*10*) سنوات ابتداء من تاريخ معاينة الشروع في الاستغلال التي تعدّها المصالح الجبائية بطلب من المستثمر:

- الضريبة على أرباح الشركات (*IBS*)،
- الرسم على النشاط المهني (*TAP*)،
- الإعفاءات أو التخفيضات في الحقوق أو الضرائب أو الرسوم بما فيها الرسم على القيمة المضافة التي تنقل أسعار السلع المنتجة عن طريق الإستثمار الذي يدخل في إطار النشاطات الصناعية الناشئة، بقرار من المجلس الوطني للإستثمار،

د– مزايا إضافية أخرى: بقرار من المجلس الوطني للإستثمار، مثل تلك المتعلقة بتكفل الدولة جزئيا أو كليا بالمصاريف، بعد تقيمها من الوكالة، فيما يخص الأشغال المتعلقة بالمنشآت الأساسية الضرورية لإنجاز الإستثمار، في صناعة الحديد والتعدين، اللدائن الهيدروليكية، الكهربائية والكهرومنزلية، الكيمياء الصناعية، الميكانيك وقطاع السيارات، المواد الصيدلانية، صناعة الطائرات، بناء السفن وإصلاحها، التكنولوجيا المتقدمة، صناعة الأغذية، النسيج والألبسة، الجلود والمواد المشتقة، الخشب وصناعة الأثاث، فتستفيد إلى جانب مزايا مرحلة الإنجاز مما يلي:

إعفاء مؤقت لمدة خمس (5) سنوات من الضريبة على أرباح الشركات أو الضريبة الدخل الإجمالي والرسم على النشاط المهني، مع منح تخفيض قدره *3%* من نسبة الفائدة المطبقة على القروض البنكية.

الفرع الثاني: الإطار المؤسسي للاستثمار في الجزائر: أصدرت الجزائر بالخصوص في فترة الإصلاحات مجموعة من النصوص القانونية تسعى كلها إلى تهيئة المناخ الملائم لتطوير الاستثمارات، ومن أهم ما جاءت به هذه القوانين إنشاء وكالات لترقية الاستثمارات وأجهزة أخرى يذكر منها:

أولا: وكالة ترقية و دعم الاستثمارات (*APSI*): تأسست الوكالة عام *1993* تعتبر هذه الوكالة المرجع الأساسي لكل ما يتعلق بالاستثمارات المحلية والأجنبية في الجزائر، لا سيما بعد إنشاء الشباك الوحيد وتتمثل مهامها أساسا في:

1- تدعيم ومساعدة المستثمرين في إطار المشاريع الاستثمارية وترقية الاستثمارات وتنفيذ كل التدابير التنظيمية ؛

2-تضع تحت تصرف المستثمرين كل المعلومات المتعلقة بغرض الاستثمار، وتساعد على الاستفادة من الإجراءات التحفيزية للاستثمار؛

3-تجري تقييم مشاريع الاستثمار وإحصائها وتشغيل كل الدراسات في مجال الاستثمار، ونشر القرارات المتعلقة بالاستثمارات التي استفادت من امتيازات ؛

4-الاعتماد على خبرات وأجهزة الشباك الوحيد وتشغيل أجهزة تنسيقية في تقييم ومتابعة إنجاز المشاريع.

وقد تحولت فيما بعد إلى مسمى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (*ANDI*).

ثانيا: لجنة دعم مواقع الاستثمارات المحلية وترقيتها (*CALPI*): لقد أولى المشرع الجزائري أهمية خاصة لمشكل العقار الصناعي، حيث أنه من ضمن العناصر الأساسية لإنجاز الاستثمار الاقتصادي الحصول على حصة عقارية متلائمة مع المشروع المرغوب في تكوينه، وفي إطار تدعيم وتحفيز الاستثمار من هذه الناحية فإن مسألة العقار أوكلت إلى اللجنة الولائية لدعم مواقع الاستثمارات المحلية وترقيتها المعروفة بـ (*CALPI*).

ثالثا: المجلس الوطني للاستثمار (*CNI*): هو جهاز استراتيجي لدعم وتطوير الاستثمار يرأسه رئيس الحكومة أو الوزير الأول، ويتولى المجلس بالخصوص المهام التالية:

1- يقترح استراتيجية تطوير الاستثمار وأولوياتها؛

2 - يقترح تدابير تحفيزية للاستثمار مسايرة للتطورات الملحوظة؛

3- يقترح على الحكومة كل القرارات والتدابير الضرورية لتنفيذ ترتيب دعم الاستثمار وتشجيعه، كما يحث ويشجع على استحداث مؤسسات وأدوات مالية ملائمة لتمويل الاستثمارات وتطويرها؛

وهذا المجلس كلف مباشرة بتطبيق التشريعات المتعلقة بالاستثمار مما جعله بعيدا نوعا ما عن الواقعية، بالإضافة إلى أن سلطاته لها أهمية بالغة بالنسبة للمستثمر خاصة ما يتعلق بالحوافز الممنوحة للمستثمرين، في حين الواقع هناك صعوبة كبيرة في تطبيق التشريعات وفي منح الحوافز للمستثمر.

رابعا: الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار(*ANDI*): (المواد من *06* إلى *08* والمواد من *21* إلى*22* من الأمر *01-03*)

تتولى الوكالة في ميدان الاستثمارات وبالإتصال مع الإدارات والهيئات المعنية على الخصوص بالمهام التالية:

1- ضمان ترقية الاستثمارات وتطويرها ومتابعتها، واستقبال المستثمرين المقيمين وغير المقيمين وإعلامهم ومساعدتهم ؛

2- تسهيل القيام بالإجراءات التأسيسية للمؤسسات وتجسيد المشاريع بواسطة خدمات الشبابيك الوحيدة اللامركزية ؛

3- تسير ومنح المزايا المرتبطة بالاستثمار في إطار الترتيب المعمول به ؛

4- تسيير صندوق دعم الاستثمار ؛

5- التأكد من احترام الالتزامات التي تعهد بها المستثمرون خلال مدة الإعفاء، والمشاركة في تطوير وترقية مجالات وأشكال جديدة للاستثمار ؛

6- تقدم كل الخدمات الإدارية والمعلومات المتعلقة بالاستثمار سواء للمقيمين أو غير المقيمين وتبلغهم بقرار القبول أو الرفض للاستثمار المرغوب والمزايا والحوافز المطلوبة.

ما يلاحظ على نشاط ومهام هذه الوكالة هو افتقارها إلى الوسائل والإمكانيات لتطوير وترقية الاستثمار (موقع الكتروني ديناميكي، دليل للمستثمر بإحصائيات دقيقة وفعلية...) كما لا تتوفر على الاستقلالية الكافية فيما يخص التوظيف، كما يتسم نشاطها بالتداخل مع مهام وصلاحيات هيئات ومؤسسات أخرى مثل الوزارة المنتدبة لدى رئيس الحكومة المكلفة بالمساهمة وترقية الاستثمار والصندوق الوطني للاستثمار.

الفرع الثالث: واقع بيئة أداء الأعمال في الجزائر: رغم كل الجهود والمساعي والإجراءات التي بذلتها الجزائر لاستقطاب الاستثمار وتشجيعه، إلا أنها ما زالت بحاجة إلى المزيد من الجهود الإضافية لتذليل العراقيل والمعوقات الإدارية والمؤسسية، وذلك لتحسين وضع بيئة الأعمال في الجزائر وجعلها أكثر جاذبية من غيرها، حيث تشير بيانات بيئة أداء الأعمال التي يعدها البنك الدولي لبيان مدى سهولة أو تعقيد الإجراءات الإدارية والمؤسسية لمختلف الدول المتعلقة ببيئة الأعمال أن الجزائر ملزمة ببذل المزيد من الجهود قصد تسهيل الإجراءات والتقليل من التكاليف والأعباء لأداء الأعمال، لتحسين بيئة الاستثمار بها، لأن كل البيانات المتعلقة ببيئة الاستثمار في الجزائر تشير إلى بعدها عن المعدلات العالمية والإقليمية.

أولا: نشوء القطاع العام في الجزائر وأسباب هيمنته وسيطرته: حول ظروف نشأة وتطور القطاع العام والأسباب التي استدعت حصول القطاع العام على موقع متميز في الاقتصاد الوطني فتتمثل فيما يلي:

1. تأمين الاستقلال الاقتصادي كأساس للاستقلال الوطني ؛
2. التوسع في البنية الإرتكازية والخدمات الأساسية، وبناء القاعدة الإنتاجية الأساسية ؛
3. استقطاب المدخرات المحلية وتوجيهها نحو التنمية ؛
4. المنهج المتبع في تخطيط التنمية، وتأخر القطاع الخاص عن المشاركة في الاستثمار المنتج.

ثانيا: استثمار القطاع الخاص الوطني من قطاع مهمش إلى قطاع فعال في الاقتصاد الوطني: أخذ القطاع الخاص مكانته النسبية منذ أن شرعت الجزائر في نهج الإصلاحات الاقتصادية وصدور القوانين التي تتيح حرية الاستثمار ومنح الحوافز دون

تمييز بين القطاع العام والقطاع الخاص الوطني أو الأجنبي، نتيجة للواقع الاقتصادي المميز لفترة التحولات الحذرة والبطيئة فإن هذا القطاع يتطور هو الآخر شيئا فشيئا وبقي محدودا في مجالات معينة ونشاطات محددة.

لذلك فإن الجزائر تحتاج في الوقت الراهن حسب الخبراء إلى ما بين *700* ألف و مليون مؤسسة صغيرة ومتوسطة، لكي يستطيع القطاع الخاص المساهمة بشكل ملموس في المساهمة في تحقيق الناتج الداخلي الخام، وهو الأمر الذي يبقى فيه عدد هذه المؤسسات دون المستوى المطلوب.

فيما يخص حالة الاقتصاد الجزائري فان الاستثمار الخاص ظل مهمشا بسبب السياسات الاقتصادية المنتهجة والتي كانت تكرس مبدأ الملكية العامة لوسائل الإنتاج وهيمنة القطاع العام للدولة على مجمل النشاطات الإنتاجية، التجارية والمالية حيث كانت عملية تشجيع النشاطات الخاصة خارج نطاق أهداف التنمية الاقتصادية إلى غاية الصدمة النفطية لسنة *1986* والتي عرف الاقتصاد الوطني على أثرها اختلالات هيكلية دفعت بالحكومة إلى التعجيل بالشروع في تطبيق إصلاحات اقتصادية شاملة واتخاذ إجراءات عديدة من ضمنها فتح المجال أمام المبادرة الخاصة وتشجيع إنشاء مؤسسات القطاع الخاص قصد تولي المساهمة في عملية التنمية، لكن وبالرغم من توسيع التحفيزات بغية هذا الهدف لاسيما ما جاء به قانونا الاستثمار لسنة *1993* و*2001* ظلت مساهمة هذا القطاع متواضعة ومقتصرة فقط على قطاعات محدودة على غرار قطاع البناء، الزراعة، النقل والخدمات إضافة إلى ارتباط نشاطه بمدى استمرار الإنفاق الحكومي لعملية التنمية الاقتصادية، والجزائر التي تعاني من مشكلة عدم تنوع صادرات البلاد التي يسيطر عليها قطاع المحروقات يجعل المداخيل الجزائرية الرئيسية مربوطة بتقلبات أسعار البترول في الأسواق الدولية.

كما تبقى مدخلات الصناعة لهذا القطاع تعتمد بدرجة كبيرة على الاستيراد مما يستدعي تأهيل مؤسسات هذا القطاع وتحسين وضعيتها حتى تقف وتستمر في الإنتاج والبقاء أمام المنافسة الأجنبية غير المتكافئة.

كما أن هناك توجها في سياسات الاستثمار قصدا أم عن غير قصد يوضح الخلل الهيكلي في توزيع الاستثمارات من حيث المصدر المؤسساتي والذي يبرز الدور الذي تؤديه الإدارات العمومية والجماعات المحلية في التحكم بالاستثمار ومن ثم التأثير على نتائجه، مع اختلاف الأهداف والوسائل العمومية عن الخاصة وهامشية ومحدودية تأثير القطاع الإنتاجي والخاص منه أساسا.

الجدول التالي يوضح التوزيع المؤسسي لمصادر الاستثمار للفترة *2000-2012* مقارنة بالفترات السابقة.

الجدول(*21*): التوزيع المؤسسي لمصادر الاستثمار لفترات مقارنة حالة الجزائر **الوحدة %**

البيان / الفترة	1974-79	1980-86	1987-94	1995-99	2000-12
معدل الاستثمار	40.6	33.2	26.8	25	26.9
المؤسسات	66	41.4	40.9	41.1	35.2
العائلات	6	5	20.1	20.4	13.2
الإدارات العمومية	28	53.6	39	38.5	51.6
متوسط النمو الاقتصادي السنوي	12	4.4	-4.2	2.3	6.7

Source; Hamid Temmar; L'economie de l'algerie, les stratégies de developpement ; Tome1, Office des publications universitaires, Alger. 2015.P295.

ويلاحظ أن معدل الاستثمار المتوسط للفترة *2000-2012* أقل من نظيره للفترات قبل التحول لنظام السوق الحرمع انخفاض واضح لمعدل استثمار المؤسسات التي كانت تسيطر عليها العمومية، ولكن القطاع الخاص بقي هامشيا ولم يحل

محلها، فقامت بهذا الدور الإدارات العمومية بارتفاع كبير من *28%* إلى *52%* تقريبا حيث تسيطر على كلا من حجمي الادخار والاستثمار، كما ارتفع بشكل طفيف استثمار العائلات ثم انحسر قليلا لصالح الإدارة وهو ما انعكس على مستوى متوسط النمو الاقتصادي السنوي بالانخفاض النسبي إما بتأثير الانتقال العشوائي وغير المنضبط للفترة *1990-1999* أو التسيير الإداري، وما يؤدي إلى سوء استغلال الفرص وضعف الفعالية والأداء العام.

والأمر نفسه في التقسيم المؤسسي لتوجيه الإستثمار حيث يطغى الاستثمار الموجه للإدارة العمومية وقطاع الطاقة، كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول(*22*): التوزيع المؤسسي لتوجيه الاستثمار لفترات مقارنة حالة الجزائر **الوحدة %**

البيان / الفترة	1989-94	1995-99	2000-12
- استثمار الشركات وأشباه الشركات (تشمل قطاع الطاقة)	41.7	43.8	35.2
- قطاع الطاقة	16	29	26.2
- خارج قطاع الطاقة	25.7	15	9
استثمار للعائلات والحرفيين والمقاولات الفردية	21	20	13.2
استثمار للادارات العمومية	37	36	51.4
استثمار للمؤسسات المالية	0.3	0.2	0.2

Source; Hamid Temmar; L'economie de l'algerie, les stratégies de developpement ; Tome1, Office des publications universitaires, Alger. 2015.P296.

ويلاحظ انخفاض نسبة الاستثمار للشركات وأشباه الشركات من فترة لأخرى وكان ذلم على حساب الشركات خارج قطاع الطاقة، إذ أن الاستثمار في قطاع الطاقة (مجمع سوناطراك وسونلغاز) إرتفع نسبيا، مع انخفاض لنسب تمويل العائلات والحرفيين والمقاولات الفردية وراتفاع كبير ليتجاوز نصف المخصصات للإدارات العمومية، أما استثمار النظام المالي فبقي هامشيا ودون تأثير.

ثالثا: سياسة جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة: إن لجوء الجزائر إلى تشجيع الاستثمارات الأجنبية يضيف وسيلة أخرى من وسائل تمويل الاقتصاد الوطني وتشجيع الاستثمار ودعم النمو.

غير أن انعدام الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي أثر على حجم الاستثمارات المحققة، إذ تعتبر الجزائر من أقل الدول المغاربية استقطابا للاستثمارات الأجنبية خارج مجال المحروقات، وقد صنفت ضمن الدول الطاردة للاستثمار الأجنبي.

إن الإستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر لم تصل بعد إلى المستوى المرغوب سواء من ناحية الحجم أو من ناحية توفير مناصب الشغل رغم التشريعات الجديدة والحوافز لتطوير وترقية الاستثمار.

والمشرع الجزائري لا يفرق بين الاستثمار الوطني والاستثمار الأجنبي في مزايا الاستثمار وخاصة التسهيلات البنكية والتنازل عن العقار الصناعي أو الفلاحي أو السياحي عدا ما ينص عليه صراحة في قانون المالية عندما يتعلق الأمر بتقييد الاستثمار، كما أن تساهل قانون الاستثمار الجزائري في مرحلة من المراحل مع تحويل الأرباح الى الخارج مكن الشركات الأجنبية العاملة في قطاع الطاقة والخدمات من تحويل مبالغ مهمة الى الخارج قبل أن تفرض الحكومة إعادة استثمار نسبة محددة في الداخل.

الاختلاف بين الجزائر والدول المجاورة والمشابهة يكمن فيما يلي:

– قاعدة الـ *51/49* بالمائة التي أعيد تأسيسها في قانون المالية التكميلي *2009* وهي القاعدة التي تحفظت عليها المفوضية الأوربية وعطلت المفاوضات بين الجزائر والاتحاد الأوربي فيما يتعلق بتعديل اتفاق الشراكة بين الطرفين.

– تفضيلات المستثمر الأجنبي التي تهتم في الحالة الجزائرية بقطاع الريع مثل المحروقات، الخدمات ومشاريع الدولة الكبرى: الطرق والسدود والبناء، وهذا بسبب قلة المخاطر في هذه القطاعات، بسبب الطابع الريعي للاقتصاد الوطني في نظر الشراكة الأجنبية.

المطلب الثاني: أهم العقبات التي تعترض نمو الاستثمار الوطني

هناك العديد من المشاكل والعراقيل والعقبات التي تعترض نمو القطاع الإنتاجي الوطني والتي أثيرت من طرف المستثمرين المعنيين، وتتمثل بالخصوص في:

الفرع الأول: مشكل الحاكمية والعائق القانوني والإداري: مع بطء تطبيق الإصلاحات الاقتصادية تتجلى ولحد اليوم سيطرة القطاع العام والاقتصاد الممركز والمخطط، كالبنوك العمومية والهياكل القاعدية وبعض الصناعات مازالت مسيطر عليها من طرف القطاع العام على الرغم من ضعفها، وهو ما يشكل عائقا أمام الاستثمار الخاص والأجنبي.

ب– على الرغم من جودة التشريعات الجزائرية في مجال الاستثمار وإلمامها بشتى العناصر القانونية والتشريعية التي تهم المستثمر الأجنبي لحماية أمواله وتحويلها.

إلا أن هذه التشريعات وكغيرها تفتقر إلى التجسيد والتطبيق، ومستوى التطبيق لا يصل إلى مستوى التشريع النظري، كما أن تنافسية التشريعات في مجال الاستثمار المعروضة في المنطقة من طرف البلدان الإقليمية بالخصوص تفرض على المشرع الجزائري أن يؤخذ هذا في الحسبان و ذلك بإضفاء نوع من المفاضلة للقانون الجزائري وإعطائه قوة تنافسية كبيرة حتى يلقى الإقبال اللازم .

الفرع الثاني: عرقلة البنوك للاستثمار والتقيد بقروض الاستغلال: تظل البنوك متحفظة لمصاحبة المشاريع الاستثمارية لاسيما في مجال قروض الاستغلال، مما يعرض المشاريع الاستثمارية لهاجس الاختناق المالي والموت البطيء، وبين فائض السيولة النقدية غير المستغلة المودعة لدى البنوك وتقديراتها المرتبطة بتقدير مخاطر الإقراض، تبقى المؤسسات والمشاريع معلقة.

فمشاريع التوسيع والاستغلال وتزويد الآلة الإنتاجية للمؤسسات والمشاريع الاستثمارية تواجه مشاكل عديدة تكبح تطور العديد من المشاريع وتؤدي إلى تعطيل المشاريع المنتجة، كما أن المستثمر في علاقته مع البنوك يواجه هاجس توقف النشاط في مرحلة الاستغلال وهي من بين أهم المراحل وأكثرها حساسية، على الرغم من أنه يحترم التزاماته، معتبرا أن مشاريع التوسيع بمبالغ تتراوح ما بين مليون و*10* مليون أورو تواجه صعوبة في التمويل البنكي.

وتتمثل مساوئ الأداء البنكي اتجاه المتعاملين الاقتصاديين فيما يلي:

– أن البنوك غالبا ما تبالغ في طلب الضمانات التي تفوق مرتين إلى ثلاث مرات المبلغ المقترض؛

– أن طول مدة الإجابة على طلب القرض تطول حيث تصل في بعض الحالات إلى سنة كاملة عوض المدة المتفق عليها وهي *35* يوما؛

– أن هناك معالجة تمييزية تواجهها ملفات القروض لا سيما في المناطق الداخلية ؛

– أن البنوك لا تلعب دورها الاقتصادي في تمويل المشاريع ، حيث أنها تحولت إلى مجرد شبابيك فقط ؛

– غياب العلاقة بينها وبين المتعاملين الاقتصاديين وخاصة المستثمرين فهي تتعامل بشكل أساسي مع المستوردين ؛

– غياب إطار موحد بين الطرفين لتحسين العلاقة بين المتعاملين الاقتصاديين والبنوك ؛

– مشكلة قروض الاستثمار وإن منحتها البنوك لا تتبعها قروض الاستغلال مما يجعل المتعاملين في حرج.

الفرع الثالث: مشكل العقار الصناعي المعرقل لنمو الاستثمار: العقار يشكل أحد أهم الصعوبات لإنشاء و تطوير القطاع الخاص لوطني و الأجنبي و جعله أكثر ديناميكية في الجزائر، والوصل إلى العقار الصناعي فهو جد معقد بسبب ندرة الأراضي المخصصة، وبسبب تكاليف وأعباء ومضاربة جد هامة .

مسألة العقار المحدد الرئيسي لموقع المؤسسة خلافا لما هو متعارف عليه، فالقرب من السوق، ووجود الهياكل الجيدة، وتوفر المادة الأولية واليد العاملة المؤهلة هي العوامل التي يجب أن تؤخذ في الحسبان قبل انطلاق أي مشروع، مما عقد الأمور أكثر اشتراط البنوك للرهن المضمون، وكل هذا جعل من مشكل العقار الصناعي أحد أهم معوقات الاستثمار في الجزائر على الرغم من شساعة البلد وتنوع ميزات المناطق.

وحقيقة الأمر لا يتعلق بانعدام الأراضي بل بمسألة التوزيع والاستخدام، فعلى الرغم من القوانين والتشريعات التي أصدرت لتسهيل الحصول عليه ولتهيئة المناطق الصناعية وتخصيص المساحات للمستثمرين، حيث أوكلت هذه المهمة في البداية للجنة دعم مواقع الاستثمارات المحلية وترقيتها (*CALPI*) الولائية، لتصبح على عاتق الشباك الوحيد اللامركزي، ومع ذلك يبقى عائق العقار الصناعي قائما.

فارتباط الاستثمار بالحصول على الأرض التي يتم عليها بناء المصنع أو القيام بأي نشاط يتطلب توفير تسهيلات كبيرة للحصول عليها، وهذا بتسهيل المعاملات الخاصة بامتلاكها أو إيجارها أو التنازل عليها، باعتبار عملية الاستثمار عملية طويلة الأجل كما أن ملكية الأصول بوثائق رسمية تسمح للمستثمر باستعمالها كضمان للحصول على قروض لتمويل مشاريعه بتكاليف مقبولة، كما أن وجود قوانين تحمي الملكية من المصادرة والتأميم أو نزعها بدون تعويض مقبول تجعل صاحب رأس المال مطمئنا على ممتلكاته.[1]

الفرع الرابع: هيمنة النشاط التجاري المتعلق بالاستيراد والاقتصاد الموازي: ما يلاحظ على الاقتصاد الجزائري هو أن النشاط التجاري المتعلق بالاستيراد هو الغالب، وهذا لما يحققه من مردودية مرتفعة مقارنة بالنشاط الاستثماري كما أن التسهيلات والتلاعبات في هذا المجال تشجع الخواص على مواصلة هذا النشاط بدل المغامرة في عملية الاستثمار.

إضافة إلى قطاع اقتصادي موازي معتبر وفساد إداري متزايد، إذ يشكل القطاع الموازي جزءا معتبرا في الاقتصاد الوطني كما أن الرشوة ونقص الشفافية والإجراءات الإدارية تشكل إشكالا كبيرا للمستثمرين.

الفرع الخامس: ضعف المناولة والمحيط الاستثماري: إضافة إلى هذا هناك العديد من العقبات الأخرى التي تعرقل نمو القطاع الخاص الوطني يذكر منها ما يلي:

– تعقيدات إدارة الضرائب، وضعف وبطء آلية تسوية المنازعات ؛

– عدم توافر خدمات الدعم أو ضعفها (مراكز تدريب، والمراكز التي تصدر شهادات الجودة وشهادات المنشأ...) ؛

[1]- منصوري الزين، **مرجع سابق**، ص128.

– ارتفاع تكلفة العمل بسبب انخفاض إنتاجيته وارتفاع تكلفة التأمينات الاجتماعية ؛

– صعوبة التصدير بسبب سعر الصرف المبالغ فيه والإجراءات المعقدة لأنظمة الرسوم الجمركية ؛

– عدم وجود قاعدة بيانات تفصيلية عن الأسواق الخارجية وحجم العرض على مستوى السوق الداخلية (المؤسسات المنافسة داخليا وحجم المنتوجات المنافسة المقرر استيرادها) ؛

– صعوبة الحصول على التمويل وارتفاع تكلفته ؛

– الافتقار إلى سياسات اقتصادية شفافة، والرشوة والفساد الإداري وتنامي المدفوعات غير الرسمية.

و هناك من العراقيل الأخرى التي تظهر بسبب بطء عمليات الإصلاح الاقتصادي والإداري وصعوبات ناجمة عن المنافسة الأجنبية غير العادلة نتيجة الانفتاح الاقتصادي وغيرها ...

الفرع السادس: انعدام الأداء الفعال لدراسة الجدوى الفنية للمشروع الاستثماري: تُعنى الدراسة الفنية للمشروع الاستثماري بكل ما هو مرتبط بإنشاء المشروع وتشييد أقسامه واختيار آلاته ومختلف تجهيزاته وتحديد كل احتياجاته من مستلزمات الإنتاج وتقدير تكاليفه الاستثمارية وتكاليف التشغيل، وتحديد نوع التكنولوجيا والتقنيات التي سيستخدمها المشروع في إنتاج منتجاته من سلع أو خدمات،[1] وهذا يتطلب دراسات مختلفة واختصاصات متنوعة ودقيقة يقوم بها فريق متخصص من خبراء في عدة مجالات، كالمهندسين والتقنيين الذين يعملون بالتنسيق مع فرق أخرى في اختصاصات اقتصادية مختلفة، من تسويق ومالية وغير ذلك، كل هذا بصورة متكاملة طوال فترة إعداد المشروع.

ولعل الأمر يزيد تعقيدا في الجزائر حينما تنعدم هذه الدراسات أساسا عند المستثمرين الخواص، مما يجعل مشاريعهم الاستثمارية تجد صعوبات وحواجز تحول دون مواصلة نشاطهم الاستثماري في غالب الأحوال، حيث وخلال تجربة الاستثمار في الجزائر غياب مثل هذه الدراسات وغياب الإشراف والتوجيه من الغرف الصناعية والتجارية، جعل العديد من المشاريع الاستثمارية كمثال تقتحم مجال الصناعات الغذائية مما خلق منافسة كبيرة بين هذه المشاريع وانعكس عليها بالسلب وأثر كثيرا على أرباحها ومداخيلها.[2]

وهذا يمثل مشكلة عامة بالنسبة للدول النامية، وهذه الوضعية تحول الاستشاري الأجنبي إلى ما يقارب دور المالك المتصرف، دون مراعاة كافية للمصلحة العامة، حيث لوحظ في الكثير من الأحيان، ميل هؤلاء المستشارين إلى تضخيم تكاليف المشروعات والمبالغة في حجم المعدات المطلوبة، كما توضع مواصفات بحيث يتعذر استيراد هذه المعدات إلا من مورد أو مصدر معين، بالإضافة لحرصهم على فرض تقنيات يمتلكونها أو يسيطرون عليها مما يجعل الحاجة لوجودهم في المشروع حاجة دائمة.

الفرع السابع: مشكل النظام القضائي غير الفعال ورفض التحكيم الدولي: على الرغم من الإصلاحات الحديثة والقوانين الهامة التي أدخلت على جهاز العدالة، فإن الإجراءات التنفيذية مازالت طويلة وغير فعالة، وتشكل البيروقراطية ونقص الثقة في جهاز العدالة وخاصة لتسوية النزاعات التجارية وغياب المحاكم التجارية وثقافة حقيقة للتحكيم، فعدم تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الجزائر إضافة إلى العوائق الرئيسة للاستثمار عموما يرجع إلى الاستمرار في رفض التحكيم الدولي ما

[1] محمود عبد العزيز سمير، **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات** ، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية 1997، ص130.

[2] - منصوري الزين، **مرجع سابق**، ص130.

يعطل العديد من مشاريع الشراكة، فضعف التحكيم باعتباره وسيلة ودية لفك النزاعات يشكل أحد العوائق أمام الشراكة الأجنبية، حيث أن الشريك الأجنبي يرفض الاحتكام للقضاء الجزائري بسبب ضعف هذه المؤسسة ويفضلون التحكيم للاستفادة من مزايا القوانين الأجنبية.

ويكمن المشكل الأساسي في عدم إطلاع المؤسسات الجزائرية على هذه الممارسة التي تعتبر حديثة في المحيط الاقتصادي الجزائري، بالإضافة إلى تكلفة التحكيم الذي جعل أرباب العمل مترددين، ومن الضروري حث المؤسسات الجزائرية على تبني هذه الطريقة المتعامل بها دوليا إذ غالبا ما تخسر المؤسسة الجزائرية القضايا بسبب عدم معرفة القوانين التي تسير التجارة الدولية والشراكة.

المطلب الثالث: الاستثمارات المنجزة مقارنتها بالاستثمارات المصرح بها

لتمييز أفضل لمستوى الإنتاج في المشاريع الاستثمارية لحالة الجزائر للمخططات التنموية المرتبطة ببرنامج الإنعاش الإقتصادي يتم فيما يلي إبراز ومقارنة بين المشاريع الاستثمارية المصرح بها والمنجزة فعلا حسب الفترات الزمنية المتاحة، وبعدة معايير للتقسيم وخصائص كل منها، ومن ثم تحليل مستوى النجاح أو التقدم في الإنجاز ووتيرة النشاط الاقتصادي، كما يلي:[1]

الفرع الأول: التقسيم السنوي للإستثمارات من حيث عددالمشاريع، قيمتها، ومناصب الشغل المرتبطة بها

أولا: التوزيع السنوي للاستثمارات المصرح بها: الجدول التالي يمثل توزيع الاستثمارات المصرح بها حسب السنوات وتشمل الاستثمارات العامة والخاصة، المحلية والأجنبية منها وتفيد في تتبع حجم ووتيرة الاستثمارات المخططة من سنة لأخرى من سنة لأخرى تغطي مجمل فترة المخططات التنموية في إطار برامج الإنعاش الاقتصادي في محاولة الاستفادة من وفرة الموارد المتاحة لأجل دعم النمو ورفع وتيرة الإنتاج مع توفير الأرضية للنمو المستدام والتراكم الرأسمالي الخلاق للثروة ورفاهية المجتمع وأثرها على المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية، كمل تفيد في مقارنتها بالمنجزات المحققة من خلال تتبعها بالأرقام الرسمية لتنفيذ المشاريع وتحليل واقعها ومدى كفاءتها واستيعابها وحركية الآلة الإنتاجية.

الجدول(*23*): التوزيع السنوي للإستثمارات المصرح بها من حيث: العدد، القيمة ومناصب الشغل المترتبة *2002-2015*

السنوات	عدد المشاريع	%	القيمة (مليون دج)	%	مناصب الشغل	%
2002	495	00.82	98566	00.85	29586	02.86
2003	1628	02.70	396209	03.42	34618	03.35
2004	876	01.45	241768	02.09	24892	02.41
2005	836	01.39	198839	01.72	32019	03.10
2006	2102	03.49	486035	04.20	47265	04.57
2007	4257	07,07	664782	05.74	86733	08.39

[1] - بيانات الاستثمارات المصرح بها للفترة 2002-2015 من الموقع الالكتروني للوكالة الوطنية لتنمية الاستثمار
- http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement
- بيانات الاستثمارات المنجزة للفترة 2002-2012 من الموقع الالكتروني للوكالة الطنية لتنمية الاستثمار:
- http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements
تحديث مارس 2016، الإطلاع سبتمبر 2016.

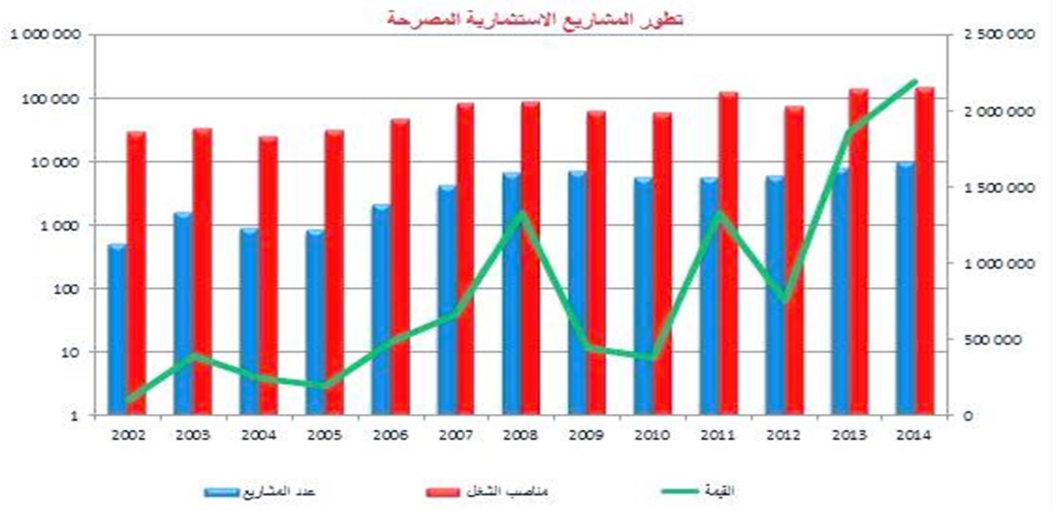
2008	6538	10.85	1327946	11.48	89594	08.66
2009	6932	11,51	439577	03.80	63488	06.14
2010	5564	09,24	379834	03.28	59134	05.72
2011	5688	09,44	1331711	11.51	124004	11.99
2012	6077	10,09	754025	06.52	76443	07.39
2013	7991	13,27	1861048	16.08	143446	13.87
2014	9904	16,44	2192530	18.95	150959	14.60
2015	1351	02,24	1199342	10.36	71835	06.95
المجموع	60239	100	11572213	100	1034016	100

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

حيث يلاحظ أن وتيرة الاستثمار وثقل المبالغ والمشاريع وأثرها على التوظيف يبدأ بالدرجة الأولى منذ سنة *2006* ويتزايد في الإتجاه العام نسبيا من سنة لأخرى، سواء بقيمتها بالعملة المحلية أو الدولار (أخذا بالاعتبار تغيرات الصرف من سنة لأخرى)، وبقيمتها الجارية أو الحقيقية (أخذا بالاعنبار التدني النسبي لمعدل التصخم في فترة الدراسة مقارنة مع معدل النمو السنوي للمتغيرات).

يمكن تمثيل التطورات في عدد وحجم المشاريع الاستثمارية وحجم مناصب الشغل المصرح بها من خلال الشكل البياني التوضيحي التالي:

الشكل (*46*): تطور عدد وقيمة المشاريع الاستثمارية ومناصب العمل المصرح بها حالة الجزائر للفترة *2002-2014*:



المرجع: مخرجات برنامج EXCEL اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

ويلاحظ التطور النسبي والاتجاه العام السائد المتزايد من سنة لأخرى في كل من عدد المشاريع ومناصب الشغل المنبثقة عنها (العمود الأيسر)، ومنحنى لقيمة وحجم المشاريع الاستثمارية المصرحة (العمود الأيمن) والتي عرفت تزايدا مع انحسار مؤقت *2008-2009* و*2012* ليعاود الارتفاع مع نهاية بين سنتي *2012-2014*.

ثانيا: توزيع المشاريع المنجزة ونسب التنفيذ للمشاريع للفترة الممتدة من *2002-2012*:

معطيات حول نتائج تنفيذ المشاريع: بمجموع (*59563*مشروع تغطي الفترة *2002-2015*) تنقسم كما يلي:

32 004 مشروع منجزا للفترة *2002-2012* وكنسبة من *40993* مشروعا مصرحا به تغطي الفترة نفسها أي نسبة *78* % من الكل، و*593* مشروع تم التخلي عنه.

معطيات حول المنجزات الإجمالية :

- *32 004* مشروع منجز أي بنسبة *78*% من الكل بقيمة تقارب *2547* مليار دج أي حوالي *31.8* مليار دولار أمريكي (متوسط سعر الصرف *80* دج للدولار الواحد).
- وتم خلق حوالي *300 000* منصب شغل.

إن نسبة الإنجاز المحسوبة تشمل المشاريع المنطلق بها وبنسب تنفيذ متفاوتة وليست تامة الإنجاز، وعلى هذا يتم حساب معدل الإنجاز من خلال القيم النقدية والقدرة على خلق مناصب الشغل الفعلية، والتي تبرز بشكل أفضل القدرة على استيعاب الاستثمارات ووتيرة التنفيذ والفعالية أو الكفاءة في إدارة الأعمال ومرونة الجهاز الإنتاجي، والجدول التالي يوضح التقسيم السنوي للاستثمارات المنجزة فعلا حسب المعلومات المتوفرة للفترة *2002- 2012*، كما يلي:

الجدول(*24*): التوزيع حسب السنوات للاستثمارات المنجزة من حيث العدد، القيمة ومناصب الشغل المستحدثة فعليا

السنوات	عدد المشاريع المنجزة	نسبة المشاريع المنجزة%	القيمة المالية مليون دينار	نسبة الإنجاز من القيمة المصرحة (الموافقة لكل سنة) %	عدد مناصب الشغل الفعلية	نسبة خلق مناصب الشغل%
2002	443	%89.5	67 839	%68.8	24092	%81.4
2003	1369	%84.1	235 944	%59.6	20533	%59.3
2004	767	%87.4	200 706	%83	16446	%66
2005	777	%92.9	115639	%58.2	17581	%54.9
2006	1990	%94.7	319513	%65.7	30463	%64.5
2007	4092	%96.1	351165	%52.8	51345	%59.2
2008	6375	%97.1	670528	%50.5	51812	%57.8
2009	7013	%101.2	229017	%52.1	30425	%47.9
2010	3 670	%66	122521	%32.3	23462	%39.7
2011	3628	%63.8	156729	%11.8	24806	%20
2012	1880	%30.4	77240	%10.2	8150	%5.7
المجموع أو المتوسط السنوي المرجح[1] %	**32004**	**%78.1**	**2 546 840**	**%40.3**	**299115**	**%44.8**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

إذا ومن ناحية الإنجاز ومستوى تنفيذ المشاريع الاستثمارية حسب توزيعها السنوي فإنه يلاحظ أنه ومع سريان البرامج الاستثمارية وزيادة عدد وحجم المشاريع انخفضت نسبة الإنجاز من سنة لأخرى، إذ وبعدما كان عدد المشاريع المنطلق بها

[1] – المتوسط السنوي بالنسبة المئوية محسوب على أساس المبلغ الإجمالي المنجز من المبلغ الإجمالي المصرح به للفترة 2002-2012، وهو يختلف عن متوسط النسب لكل سنة لاختلاف الوزن النسبي للقيم المحسوبة بين سنة وأخرى.

جيدا نسبيا في السنوات الأولى لفترة الدراسة وتجاوزت عددها سنة المصرح به سنة *2009* (يعود ربما للانطلاق بمشاريع مصرح بها في فترات سابقة)، إلى أن الملاحظ إنخفاضها بشكل كبير مع سريان المخطط التنموي الخماسي *2009-2014*، ما يعني محدودية القدرة على استغلال الموارد واستيعاب حجم الاستثمارات.

ويتأكد ذلك بالانتقال إلى معيار القيمة في تقييم معدلات الإنجاز، حيث يلاحظ البطء في إتمام المشاريع منذ بداية مرحلة الدراسة، وتنخفض بشكل حاد من سنة لأخرى حيث لا تتجاوز سنة *2012* نسبة *10.2%*، والأمر قد يكون أكبر في السنوات التالية، فالأمر لا يعدو الانطلاق في مشاريع والتي تظهر فيما بعد مشاكل وتعقيدات وتعثر في تنفيذها، ما انعكس سلبا على مستوى التنفيذ (وهي فقط مرحلة الإنجاز) والتي تنعكس حتما على مرحلة الإنتاج، كما انعكست على مستوى التوظيف ومناصب الشغل المستحدثة والتي تتناقص كذلك من سنة لأخرى.

وبالمتوسط لا تتجاوز نسبة عدد المشاريع قيد الإنجاز تقريبا *78* بالمائة، ومعدلات التقدم فيها متدنية إلى *40.3* بالمائة، ومعدل توظيف لا يتجاوز *44.8* بالمائة مما تم التصريح به قبل انطلاق تنفيذ الاستثمارات، أي قدرة استيعاب ضعيفة ومتناقصة عبر الزمن.

الفرع الثاني: بيانات الاستثمارات المصرح بها والمنجزة حسب مصدر رؤوس الأموال: كما يلي:

أولا: بيانات المشاريع المصرح بها من حيث معيار مصدر رؤوس الأموال: من ناحية مصدر رؤوس الأموال يوضح الجدول التالي، توزيع الاستثمارات المصرح بها بين الاستثمارات المحلية والأجنبية للفترة *2002-2015*.

الجدول (*25*): توزيع الاستثمارات حسب مصدر رؤوس الأموال للفترة *2002-2015*

المشاريع الإستثمارية	عدد المشاريع	%	القيمة (مليون دج)	%	مناصب الشغل	%
الإستثمار المحلي	59563	99%	9100521	79	904762	87
الإستثمار الأجنبي	676	1%	2471691	21	129254	3
المجموع	60239	100%	11572213	100	1034016	100

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

حيث يلاحظ من حيث عدد المشاريع أنها محلية تقريبا كلها، ولا تتعدى نسبة الأجنبية منها *1* بالمائة، في حين أن من حيث القيمة تمثل الأخيرة نسبة *23* بالمائة و*12* بالمائة من حيث خلق مناصب الشغل، حيث تبرز أن الاستثمارات الأجنبية تتركز في المشاريع الكبيرة نسبيا والموجهة للصناعة ومشاريع الطاقة بالتحديد، وهو ما يميز الاستثمارات الأجنبية المباشرة، خاصة مع الارتفاع الكبير لأسعار النفط منذ بداية وانطلاق المخططات التنموية.

ثانيا: بيانات التنفيذ ومستوى الإنجاز للمشاريع من حيث مصدر رؤوس الأموال: وبالمقارنة مع ما تم التصريح به، الجدول التالي يوضح نسب الإنجاز ومستوى التنفيذ من خلال معيار مصدر رأس المال، ومدى التزام المستثمرين المحليين والأجانب بتنفيذ المشاريع.

الجدول(26): نوزيع مستوى الإنجاز للمشاريع الاستثمارية حسب مصدر رؤوس الأموال لفترة 2002-2012

مصدر رؤوس الأموال	عدد المشاريع	نسبة المشاريع المنجزة %	القيمة المالية بالمليون دينار	نسبة الإنجاز من القيمة الكلية الموافقة لكل سنة %	عدد مناصب الشغل الفعلية	نسبة خلق مناصب الشغل%
الإستثمارات المحلية	31 594	٪78.1	1 743 783	٪35.6	256 156	٪43.8
الإستثمارات الأجنبية	410	٪72.7	803 057	٪56.5	42 959	٪54.7
المجموع	**32004**	**%78**	**2 546 840**	**%40.3**	**299115**	**%44.8**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

نسبة المشاريع المنجزة خاصة بالفترة *2002-2012* في حين المشاريع المصرح بها للفترة *2002-2015* حيث:

{*(7991-9904-1351-59563)/31594=78.1٪*}، من خلال استبعاد مشاريع *2013*و*2014*و*2015*)، ومع ذلك فالنسب المحسوبة تعطي نظرة عن مدى الإلتزام بالتنفيذ لكون المشاريع الأجنبية صغيرة العدد مقارنة بالمحلية، ويلاحظ أن نسبة كبيرة من المشاريع المحلية لم تنفذ مقارنة بالمصرح بها في حين نفذت نسبة لا بأس بها من الامشاريع الأجنبية عددا وقيمة (وإن كانت المشاريع الأجنبية صغيرة نسبيا).

نسبة القيمة المنجزة حسبت بطرح قيم الاستثمار لسنوات *2013* و*2014* *2015* مرجحة بأوزان (*0.73* للاستثمار المحلي و*0.27* للأجنبي وهي النسب نفسها للنسب المصرح بها) من الاستثمار الكلي المصرح به المحلي والأجنبي على التوالي.
بالنسبة لنسب مناصب الشغل الفعلية حسبت بطرح قيم الاستثمار لسنوات *2013* و*2014* مرجحة بأوزان (*0.88* للاستثمار المحلي و*0.12* للأجنبي وهي النسب نفسها للنسب المصرح بها).

ويلاحظ عدم الالتزام الكبير بتنفيذ المشاريع الاستثمارية خاصة من حيث القيمة وخلق مناصب العمل الفعلية، مع أفضلية نسبية وغير كبيرة للاستثمارات الأجنبية، لأنها تركز على جانب الربح والوقت، ومع ذلك فالنسبة تبقى متواضعة مع الزخم الذي رافق إطلاق هذه المشاريع وتراكمها المستمر، وهو ما يبرز الصعوبات في أداء الأعمال في المحيط الاقتصادي.
والجدول التالي يوضح من أجل نظرة أكبر المجالات الاستثمارية المنجزة التي تنشط بها الشركات الأجنبية :

الجدول(27): توزيع المشاريع الإستثمارية الأجنبية المنجزة

قطاع النشاط	عدد المشاريع	%	القيمة بالمليون دينار	%	عدد مناصب الشغل الفعلية	%
الصناعة	220	%56	599200	%74	23450	%57
الخدمات	97	%23	167118	%21	10363	%24
البناء، الأشغال العمومية والري	63	%15	12082	%1	6698	%14
النقل	16	%4	3991	%0	505	%1
الفلاحة	6	%1	887	%1	82	%2
الصحة	5	%1	6192	%0	737	%0
السياحة	3	%1	13587	%2	1124	%1
المجموع	**410**	**%100**	**803057**	**%100**	**42959**	**%100**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

حيث: *410* مشروع إستثماري أجنبي تم إنجازه، بقيمة *803* مليار دج أي حوالي ثلث الإستثمارات المنجزة إجمالا، في حين تشكل *23* بالمائة مما تم التصريح به ؛

42 959. منصب شغل تم استحداثها من الاستثمارات الأجنبية المباشرة أي بنسبة *14%*.

يأتي اختيار المستثمرين الأجانب عموما على القطاع الصناعي أولا (بنسبة *56%* حسب العدد، *74%* حسب قيمة التمويل و *57%* حسب مناصب الشغل المستحدثة) مقارنة مع مجموع قطاعات النشاط، والقطاعات الأقل تقييما أو الأقل استثمارا من طرف المستثمرين الأجانب هي قطاعات الفلاحة والصحة.

وهو ما يعكس نواح عديدة من التوجه العام للمستثمرين الأجانب الراغبين في العمل في المشاريع الصناعية، ذات القيمة المضافة والمربحة على المدى القصير على حساب المشاريع طويلة المدى في الزراعة، السياحة والصحة.

الفرع الثالث: بيانات الاستثمارات المصرح بها والمنجزة حسب قطاع النشاط: كما يلي:

أولا: بيانات الاستثمارات المصرح بها حسب قطاع النشاط: يبرز هذا المعيار توزيع وتقسيم الاستثمارات حسب قطاع النشاط والذي يبرز المجالات التي تركز عليها السياسة الاستثمارية لدفع عجلة النمو، كما يوضحها الجدول التالي.

الجدول(*28*): التقسيم القطاعي للاستثمارات المصرح بها للفترة *2002-2015*

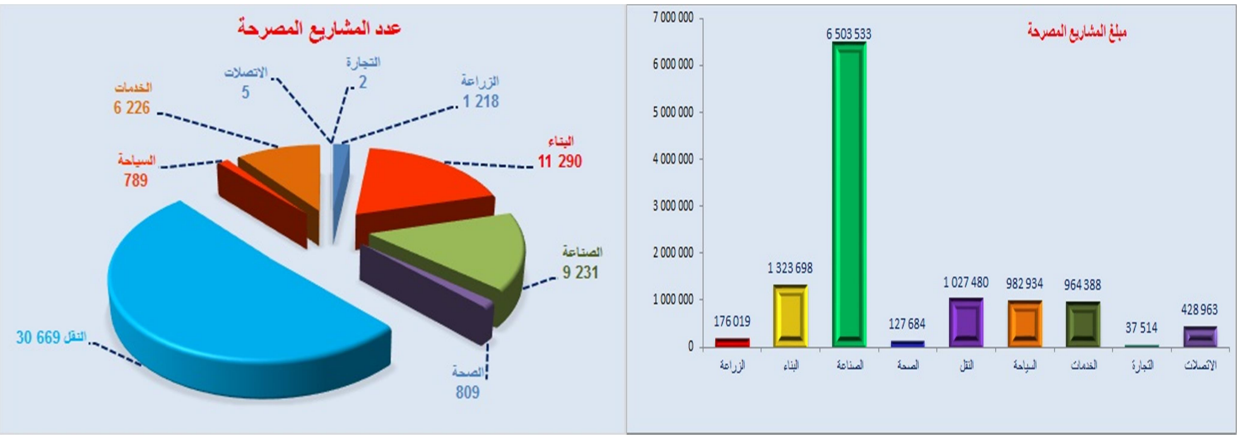
الفرع القطاعي	عدد المشاريع	%	القيمة (مليون دج)	%	مناصب الشغل	%
الزراعة	1218	2.02	176019	01.52	52366	05.06
البناء، الأشغال العمومية والري	11290	18.74	1323698	11.44	245911	23.78
الصناعة	9231	15.32	6503533	56.20	388219	37.54
الصحة	809	01.34	127684	01.10	19105	01.85
النقل	30669	50.91	1027480	08.88	158016	15.28
السياحة	789	01.31	982934	08.49	54862	05.31
الخدمات	6226	10.34	964388	08.33	107089	10.36
التجارة	2	0.00~	37514	00.32	4100	00.40
الإتصالات	5	0.01	428963	03.71	4348	00.42
المجموع	**60239**	**100**	**11572213**	**100**	**1034016**	**100**

المصدر: بيانات الاستثمارات المصرحة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار، تحديث مارس 2016 ، تاريخ الإطلاع سبتمبر 2016
http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2015

حيث يلاحظ من حيث العدد عدد كبير من مشاريع النقل لكونها مشاريع صغيرة الحجم نسبيا، ثم مشاريع البناء والأشغال العمومية، أما من حيث القيمة فرغم عددها الصغير نسبيا، تشكل المشاريع الصناعية المصرح بها قيمة تتجاوز نصف ما تم توفيره لمجمل الاستثمارات (تتجاوز *5735* مليار دج، أو أكثر من *71* مليار دولار)، ما يعطي المخططات التنموية طابعا صناعيا، وهو ما يشمل صناعات الطاقة والقواعد الهيكلية مع قطاع البناء والأشغال العمومية الذي يشكل كذلك نسبة ومبالغ معتبرة، في حين قطاعات الزراعة والصحة والتجارة، فلا تغطي إلا نسبة قليلة من مجمل المشاريع الاستثمارية.

والأشكال البيانية التوضيحية التالية تبرز بشكل أفضل التوزيع القطاعي للاستثمارات المصرح بها:

الأشكال (47) و (48): التوزيع القطاعي للمشاريع المصرحة من حيث: المبلغ والعدد



المصدر: مخرجات برنامج EXCEL اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

حيث يلاحظ الاختلاف بين القطاعات من حيث تمثيلها من حيث العدد والمبلغ والناجم عن الاختلافات النسبية لحجم المشاريع.

ثانيا: بيانات الاستثمارات المصرح بها حسب قطاع النشاط: تبقى المشاريع الاستثمارية المنجزة هي معيار التقييم للاستثمارات ومدى استيعاب الاقتصاد الوطني لها، باعتبارها الخطوة الأولى لدفع مسار النمو، والجدول التالي يوصح نسب الإنجاز من حيث العدد والقيمة ومناصب العمل المستحدثة حسب القطاعات.

الجدول(29): بيانات المشاريع المنجزة حسب قطاع النشاط للفترة 2002-2012:

قطاع النشاط	عدد المشاريع المنجزة	نسبة المشاريع المنجزة لـ 2012 %	القيمة المالية بالمليون دينار	نسبة الإنجاز من القيمة الكلية الموافقة لكل سنة %	عدد مناصب الشغل الفعلية	نسبة مناصب الشغل الفعلية %
النقل	18697	%59.6	233667	%27.2	46079	%29.3
البناء، الأشغال العمومية والري	5900	%52.4	226627	%16.6	100991	%41.6
الصناعة	3445	%42.7	1569597	%27.4	103660	%30.5
الخدمات	2844	%48.1	328947	%44	35147	%34.7
الفلاحة	491	%51.1	23657	%20.4	5139	%11
الصحة	430	%61.3	25711	%26.1	4582	%28.5
السياحة	31	%1	135595	%13.5	3517	%7
التجارة	2	%100	3040	%8.1	0	% 0
المجموع	**32004**	**%54.3**	**2546840**	**%24.6**	**299115**	**%31.1**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

بالنسبة لمتوسط نسبة الإنجاز *24.6%* فتختلف عن النسبة في حال التقسيم حسب السنوات أو مصدر رؤوس الأموال (محلية وأجنبية) *40.3%* لأن الأخيرتين تغطيان الفترة *2002-2014* أما الأولى فالفترة *2002-2012* فقط، وفي الحالتين فنسبة الإنجاز ضعيفة ولم تغط حتى نصف المشاريع المصرحة.[1]

إن تصنيف الإستثمارات المنجزة حسب القطاعات خلال هذه الفترة، يبرز النسب الضعيفة للإنجاز من حيث العدد أو القيمة في إحدى عشر سنة من بين ثلاث عشرة مع قدرة متواضعة في استيعاب مشاريع الاستثمار هذا بغض النظر عن الأغلفة المالية ومدى استهلاكها، مع ضعف موافق له للقدرة على خلق مناصب الشغل الفعلية مقارنة بالمصرح بها، وباعتبار قطاع الصناعة الأكبر حجما واستفادة من المشاريع الاستثمارية فنسبة الإنجاز لا تصل *27.5%* لفترة تغطي قيمة المشاريع فيها *62%* من مشاريع الفترة *2002-2014*، وبهذه الوتير فلن تصل نسبة الإنجاز *40%* في أحسن الأحوال، رغم تجنيد الموارد والاستعانة حتى بالشركات الأجنبية في تنفيذها دلالة على مدى استشراء عدم الكفاءة أو الفعالية في استغلال الموارد والوصول بالمخرجات للمستوى الأدنى المطلوب للنمو، والأمر نفسه يسري على جميع القطاعات وبنسب أقل للتنفيذ، أما بالنسبة للعدد المنفذ فنسبه أكبر من قيمتها دلالة على أن الإنطلاق في المشاريع لا يعني المتابعة والعمل على وتيرة النشاط، بل مجرد أرقام يتم استهلاكها بداية كل مخطط تنموي.

الفرع الرابع: بيانات المشاريع الاستثمارية حسب الطابع القانوني لها بين القطاعين العام والخاص: كما يلي:

أولا: الاستثمارات المصرح بها حسب الطابع القانوني: لمعرفة الطابع القانوني للمشاريع من حيث العدد والنسبة ومناصب العمل الممكن استحداثها، والذي يعطي نظرة كذلك ولو ضمنية وعامة عن المجالات التي يغطيها النشاط، والجدول التالي يبين توزيع المشاريع الاستثمارية بين القطاعين العام والخاص والمختلط بينهما.

الجدول(*30*): التوزيع حسب الطابع القانوني للمشاريع الاستثمارية المصرح بها للفترة *2002-2015*

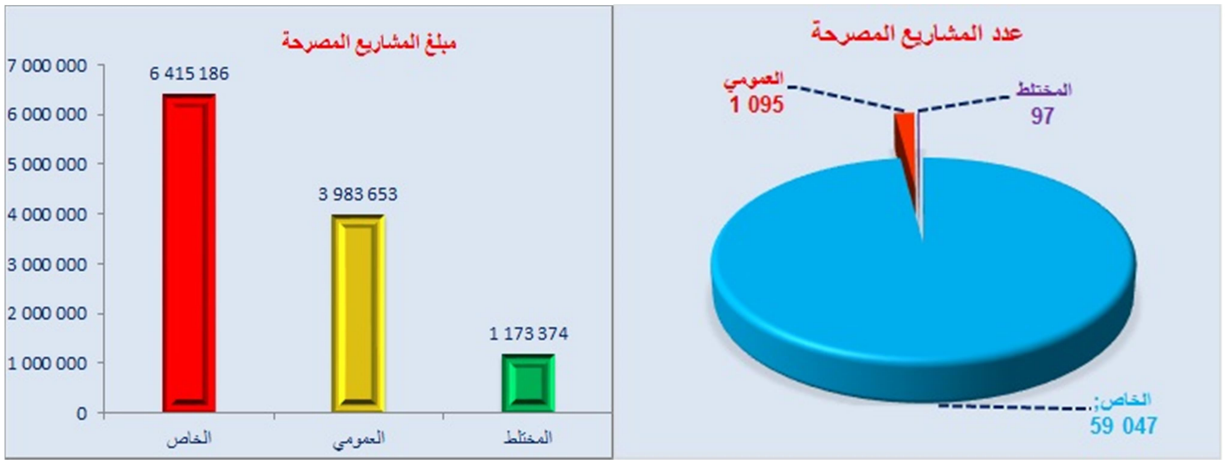
الطابع القانوني	عدد المشاريع	%	القيمة(مليون دج)	%	مناصب الشغل	%
الخاص	59045	98.02	6415186	55.44	868986	86.94
العام	1095	01.82	3983653	34.42	120055	11.61
المختلط	97	00.16	1173374	10.14	44975	04.35
المجموع	**60239**	**100**	**11572213**	**100**	**1034016**	**100**

المصدر: بيانات الاستثمارات المصرحة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار، تحديث مارس 2016 ، تاريخ الإطلاع سبتمبر 2016
http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2015

ويمكن كذلك تمثيلها معطيات الجدول من حيث العدد بيانيا من خلال الشكل التالي الذي يبرز العدد شبه الكلي لاستثمارات القطاع الخاص إلى الاستثمارات الإجمالية.

1 – والأمر نفسه بالنسبة لمعدلات تنفيذ المشاريع من حيث العدد ونسبة مناصب الشغل المحققة فعلا إلى المناصب المصرح بها.

الأشكال (49) و (50): توزيع المشاريع الاستثمارية المصرح بها حسب الطابع القانوني من حيث العدد والقيمة



المصدر: مخرجات برنامج EXCEL اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

حيث يلاحظ أنه ومن حيث العدد يطغى الاستثمار الخاص (يشمل الأجنبي)، ولكن ومن حيث القيمة ينخفض نسبيا إلى *54%* وذلك لأنه يشمل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة وفي قطاعات النقل والخدمات خاصة التي تتميز بتعدد المشاريع وصغرها النسبي، هذا إضافة إلى أثر الاستثمارات الأجنبية الخاصة بالأساس وفي قطاعات الطاقة والخدمات، أما الاستثمارات العامة والمختلطة فتشمل المشاريع الكبرى في قطاعات الصناعة والطاقة والأشغال العمومية، البناء والري.

ثانيا: بيانات الاستثمارات قيد الانجاز حسب الطابع القانوني: كغيرها من المعايير يمكن كذلك تقييم مستوى الإنجاز للاستثمارات حسب طابعها القانوني، كما يبينها الجدول التالي:

الجدول(31): مستويات تنفيذ المشاريع حسب الحالة القانونية للفترة *2002-2012*

الحالة القانونية	عدد المشاريع	نسبة المشاريع المنجزة لـ 2012 %	القيمة المالية مليون دينار	نسبة الإنجاز من القيمة الكلية للفترة الموافقة لكل سنة %	مناصب الشغل الفعلية	نسبة مناصب الشغل الفعلية %
الخاص	31 638	%54.7	1 378 385	%24.6	264 964	%32.9
العمومي	328	%33.8	777 220	%21.4	31 024	%26.9
مختلط	38	%44.7	391 235	%34.4	3 127	%7.6
المجموع	**32 004**	**%54.3**	**2 546 840**	**%24.6**	**299 115**	**%31.1**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

يلاحظ من الجدول ضعف مستوى الإنجاز والتنفيذ بشكل عام، سواء بالنسبة لمشاريع القطاع الخاص أو العمومي أو المشاريع المختلطة، مع أفضلية طفيفة للمختلطة منها والخاصة، وهو ما يبرز المناخ العام وبيئة الاستثمار التي لا تحفز على النشاط الإنتاجي مهما كانت طبيعته، ورغم الدعم المصرح به والتسهيلات المعلنة، ما يؤشر على مشاكل وعراقيل تواجه الإنجاز فما بالك بمرحلة الإنتاج والتوزيع، وانعكس ذلك على وتيرة الانتاج ومستوى التوظيف.

الفرع الخامس: بيانات المشاريع الاستثمارية حسب نوع الاستثمار: كما يلي:

أولا: بيانات الاستثمارات المصرح بها حسب نوعه والغرض منه: تختلف الاستثمارات حسب الغرض منها وهو ما ينجم عنه اختلافا في يسر ومرونة عملية التنفيذ، وتسعى للاستفادة من ظروف السوق واحتياجات التنمية، بمشاريع جديدة أو التوسع في أخرى قائمة أو إعادة هيكلة وتأهيل وخوصصة، وفي ميادين جديدة أو أسواق قائمة فعلا، والجدول التالي يوضح تقسيم الاستثمارات حسب الغرض:

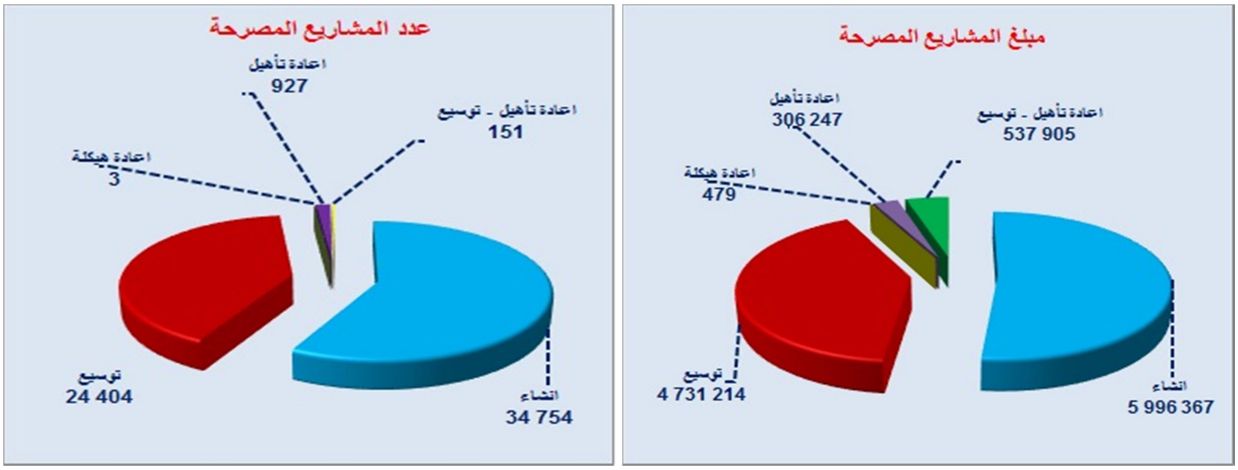
الجدول(*32*): توزيع الاستثمارات المصرح بها حسب نوعها والغرض منها للفترة *2002-2015*

نوع الاستثمار	عدد المشاريع	%	القيمة (مليون دج)	%	مناصب الشغل	%
إنشاء	34754	57.69	5996367	51.82	558619	54.02
توسع	24404	40.51	4731214	40.88	450721	43.59
إعادة هيكلة	3	00.00	479	00.00	92	00.01
إعادة تأهيل	927	01.54	306247	02.65	12386	01.20
إعادة تأهيل وتوسع	151	00.25	537905	04.65	12198	01.18
المجموع	60239	100	11572213	100	1034016	100

المصدر: بيانات الاستثمارات المصرحة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار، تحديث مارس 2016 ، تاريخ الإطلاع سبتمبر 2016
http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2015

وللتوضيح والمقارنة أفضل يتم عرض بيانات عدد ومبالغ الاستثمار حسب نوعها من خلال الشكلين البيانيين التاليين:

الأشكال (*51*) و (*52*): توزيع المشاريع الاستثمارية المصرح بها حسب الغرض منها من حيث المبلغ والعدد



المصدر: مخرجات برنامج EXCEL اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار

ويلاحظ أنه ومن حيث العدد تشكل المشاريع الجديدة *58%* تقريبا من المشاريع تليها التوسع في المشاريع القائمة بـ *40%* في حين عمليات إعادة التأهيل والهيكلة فلا تشمل إلا نسبة ضئيلة، وتتقارب نسب عمليات التوسع مع الإنشاء من حيث المبالغ المستثمرة وبقيم كبيرة تقارب إجمالا *11.5* آلاف مليار دينار أو أكثر من *125* مليار دولار، وهو ما يبين الفرص العديدة المتاحة، والقدرة الاستيعابية النظرية للاقتصاد الوطني.

ثانيا: مستوى الانجاز وتنفيذ المشاريع حسب نوع الإستثمار: الجدول التالي يوضح مستوى الإنجاز والتنفيذ للمشاريع :

الجدول(33): مستوى الإنجاز للمشاريع حسب الغرض منها للفترة 2002-2012

نوع الإستثمار	عدد المشاريع	نسبة المشاريع المنجزة لـ 2012 %	القيمة (مليون دينار)	نسبة الإنجاز من القيمة الكلية للفترة(2002-2012) %	مناصب الشغل الفعلية	نسبة مناصب الشغل الفعلية %
الإنشاء	18 990	%55	1 651 042	%30.4	115 033	%22.3
التوسيع	12 799	%54.7	807 705	%19.3	179 362	%42.5
إعادة التأهيل	192	%23.1	44 364	%19	3 673	%33.1
إعادة التأهيل- التوسيع	20	%15.2	43 111	%8.4	777	%6.8
إعادة الهيكلة	3	%100	479	%100	270	%293.5
المجموع	**32 004**	**%54.3**	**2 546 840**	**%24.6**	**299 115**	**%31.1**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

وبالملاحظة نفسها والنتائج عينها، تتفاوت نسب الإنجاز بين فئة وأخرى ولكن تبقى عموما ضعيفة وتبرز عدم قدرة الاقتصاد الوطني على استيعاب ضخامة المشاريع ولا استغلال مواردها المالية والبشرية بشكل أفضل، وهو ما يسمح باستشراء عوامل الضعف والإهمال في إدارة الأعمال ومتابعة المشاريع مع وفرة الموارد وضعف الرقابة.

الفرع السادس: المشاريع المنجزة حسب شرائح المبالغ المالية المجمعة: مع عدم توفر معطيات حول تقسيم المشاريع المصرح بها إلى فئات يتم الإكتفاء بمستوى إنجاز المشاريع على شكل شرائح حسب المبالغ المرصودة والمستثمرة فعلا بمستوياتها النسبية إلى إجمالي المشاريع المنجزة، كما يوضحها الجدول التالي:

الجدول(34): المشاريع حسب شرائح المبالغ المجمعة للفترة 2002-2012

شريحة المبالغ المالية	عدد المشاريع	%	القيمة بالمليون دينار	%	مناصب الشغل
أقل من 10 (مليون)	20 816	65%	89 023	3%	37 210
من 10 إلى 50 (مليون)	7 534	24%	161 261	6%	61 318
من 50 إلى 200 (مليون)	2 466	8%	241 150	9%	73 469
من 200 إلى 500 (مليون)	726	2%	226 995	9%	56 569
من 500 إلى 1 500(مليون)	308	1%	250 684	10%	31 629
أكثر من 1 500(مليون)	154	0%~	1 577 727	62%	38 920
المجموع	**32 004**	**100%**	**2 546 840**	**100%**	**299 115**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الاستثمارات المصرحة والمنجزة للوكالة الوطنية لدعم الاستثمار.

يلاحظ أنه كلما زادت شريحة المشاريع المنجزة انخفض عدد المشاريع الموافقة لها، وهو أمر طبيعي، والأمر نفسه مع حجم المبالغ المنجزة إذ ورغم العدد الضئيل للشريحة الأعلى (أكثر من *1.5* مليار دينار) تشكل نسبة أكثر من *62%* من المنجزات، ما يعني التركيز على الأشغال الكبرى على حساب الأقل حجما من المشاريع الصغيرة والمتوسطة، ولم تتوفر الأرقام حول المبالغ المصرح بها حسب الشرائح للحكم على مستوى الإنجاز لكل شريحة، ولكن الملاحظة العامة من خلال حجم ما تم

إنجازه فعلا (*840 546 2* مليون دج) إلى المصرح به (*10372871* مليون دج) تبرز نسب الإنجاز الضعيفة وهو ما يمكن تعميمه على كل فئات المشاريع والأنشطة.

المطلب الرابع: حجم البرامج الإستثمارية العامة ومجالاتها القطاعية وتوزيعاتها الفرعية للفترة *2000-2014*

من خلال التعرض لأهم أهداف البرامج الإستثمارية والإفترضات والتوقعات المتعلقة بها، مع توزيع حجم الإستثمارات على المجالات القطاعية وحدود الطاقة الإستعابية الإستثمارية، ثم التعرض لأهم الملاحظات الجوهرية على مخططات البرامج الإستثمارية العامة.

الفرع الأول: أهداف البرامج الإستثمارية العامة وإستراتيجية التنمية:[1] إن احتواء التكاليف الإقتصادية والإجتماعية وآثارها السلبية جعل الدولة تنطلق في تنفيذ ثلاث برامج إستثمارية كبرى منذ *2001* الى غاية *2014* ويمكن حوصلة أهدافها في النقاط التالية:

أ – **تفعيل الطلب** لإحتواء آثار السياسات الإنكماشية وتحقيق الإنعاش الإقتصادي ودعم النمو ؛

ب – **تخفيض معدلات البطالة** ودعم الأنشطة المستحدثة لمناصب الشغل وتوفير فرص العمل ؛

ج – **محاربة الفقر والمشكلات** المرتبطة به وتحقيق العدالة الإجتماعية وتحسين الظروف الإجتماعية وتحقيق التوازنات الجهوية والتنمية الإقليمية والمحلية وتحسين الخدمات العامة.

إن معاينة الأهداف السابقة وغيرها من الأهداف الفرعية المرتبطة بها يؤكد إنها ستؤدي إلى التأثير في الطلب الكلي من خلال زيادة الإنفاق الإستهلاكي العام، والإنفاق الإستثماري العام غير الإنتاجي وهذا يعيد إحياء السياسة الكينزية، كما أن ذلك الإتفاق الإستثماري العام قد تم تخصيصه إلى القاعدة الهيكلية والبنية الأساسية وقطاع رأس المال الإجتماعي، مما يؤكد على حدوث نمو غير متوازن في ظل جمود الجهاز الإنتاجي وتفكك بعض أنشطته بفعل المنافسة غير المتوازنة في ظل تدفق الواردات الأمر الذي سيؤدي إلى تلبية الزيادة في الطلب الناتج على تفاقم الإختلالات في التوازن، وتنامي الإختناقات، من خلال العرض الخارجي عن طريق النمو السريع للواردات الذي يؤدي إلى تطور معدل الإنكشاف الإقتصادي السلبي والذي بلغ سنة *2011* حوالي*60%*.

إن تلك الأهداف لم تتكامل مع أهداف متعلقة بالتأثيرات المتوقعة لمدخلات ومخرجات آلاف المشاريع المبرمجة، مع عدم وجود أية خطة لنمو اقتصادي هادف ومستدام يرتبط بذلك.

الفرع الثاني: حجم البرامج الإستثمارية وتوزيعها على المجالات القطاعية ومستوى الطاقة الإستيعابية للإستثمارات: التي تعبر عن حجم الإنفاق الإستثماري وربطه بالفعالية في استغلال الموارد والقدرة على خلق الثروة.

لقد تم تخصيص حجم كبير من الموارد المالية لتمويل البرامج الإستثمارية العامة التي ارتفعت من حوالي *7* مليار دولار أو *552*مليار دينار في برنامج الإنعاش *2001-2005* إلى *55* مليار دولار (*3800*مليار دينار) في برنامج دعم النمو الأول *2005-2009* إلى *282* مليار دولار -*21214*مليار دينار) في البرنامج الخماسي *2010-2014* ، بالإضافة إلى البرامج

[1] - صالحي صالح، **تأثير البرامج الاستثمارية العامة على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكينزية واستراتيجية النمو غير المتوازن الفترة 2001-2014**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف1، العدد 13 سنة 2013، ص ص: 11-20.

التكميلية الخاصة المبلغ المخصص للبرنامج التكميلي بالجنوب(*377* مليار دينار) والهضاب العليا (*693* مليار دينار) والسكن غير الملائم *800* مليار دينار، البرامج التكميلية المحلية المقدرة بـ *200* مليار دينار، وهذا التطور سيزداد بعد إعادة التقييم الخاصة بالبرنامج الخماسي *2010-2014*.

وتبلغ قيمة هذه البرامج التكميلية حوالي *2070* مليار دينار أي حوالي *28* مليار دولار تضاف إلى مخصصات الخماسي الأول والمقدرة ب *55* مليار دولار فتصبح مساوية لـ *83* مليار دولار أي حوالي *6273* مليار دينار، وسيظهر الأمر بوضوح في مشروع الخماسي الثاني *2010-2014* الذي يبلغ إجمالي الإستثمارات العامة به حوالي *286* مليار دولار.

تبين الأرقام السابقة الإرتفاع الكبير لحجم المخصصات الإستثمارية التي بلغت *4203* مليار دينار(حوالي *55* مليار دولار) وهي مبالغ تشكل البداية لتجاوز الطاقة الإستيعابية الوطنية للإستثمارات العامة بمدخلاتها، فمن الصعوبة التحكم في مخصصات سنوية تفوق *840* مليار دينار أي حوالي *11* مليار دولار، الأمر الذي سيؤدي إلى صعوبة تنفيذها.

الفرع الثالث: النمو الاقتصادي والعلة الهولندية في الجزائر: من الصعب الجزم بأن الاقتصاد الجزائري هو مصاب بأعراض العلة الهولندية، رغم أن ملاحظة مؤشرات الاقتصاد توحي بذلك، غير أنه عند التعمق في دارسة التوجه الاقتصادي للبلد.

أولا: الإنفاق الحكزمي والعلة الهولندية: فأثر الإنفاق الحكومي هو متجسد فعلا من خلال البرامج التنموية، نتيجة الطفرة البترولية، بينما أثر انتقال عوامل الإنتاج هو غائب، وانحلال التصنيع هي ظاهرة معروفة عن الاقتصاد الوطني منذ الاستقلال، وبمحاكاة نموذج كوردن ونيري الذي ورد في إطار دراسة قدمها الباحثان حول القطاع الانفجاري وانحلال التصنيع في اقتصاد صغير ومفتوح *Booming Sector and Dis-Industrialisation in* a *Small Open Economy* الصادرة في مجلة الاقتصادي البريطانية –العدد رقم – *92* سنة *1982*) فإن الاقتصاد الجزائري يتكون من قطاعين مهمين من بين القطاعات التي ذكرت في النموذج، وهما كل من قطاع المحروقات كقطاع انفجاري أو مزدهر نتيجة ارتفاع أسعاره، والقطاعات المتأخرة هي كل من القطاع الزراعي والصناعي، نتيجة تدني نسبة مساهمتهما في تكوين الناتج المحلي الخام الحقيقي، ويمكن للسياسات الاقتصادية الكلية احتواء آثار المرض الهولندي من خلال إدارة كتلة النقد، وكما اعتبر أن صندوق ضبط الإيرادات هو الوسيلة الوحيدة التي تستعمل لتعقيم الفوائض المالية، وكما فرق بين فترتين مهمتين، فترة الاقتصاد المدار وفترة ما بعد الإصلاحات، فالفترة الأولى اشتغلت الدولة فيها كمقاولة، في حين الفترة الثانية قد اكتفت فيها بتبني سياسات لدعم النمو، والتي تتجلى من خلال الاهتمام بالبنية التحتية للإقتصاد.[1]

في حين أن العلة الهولندية[2] تبدو حتى غير كافية لتفسير الارتباط الدائم وشبه المطلق لقطاع المحروقات مع عدم القدرة على تكوين نسيج صناعي صلب، إذ تؤكد دراسات البنك الدولي على بيئة الأعمال وإنتاجية ومردودية المؤسسات ونظام التمويل والمؤسسات المالية وأثرها على النمو الاقتصادي والتشغيل مع ما يرافقها من بيئة تنافسية وتشجيع للاستثمار الخاص، وهذا

[1]- مدوري عبد الرزاق، **عرض وتقييم آثار البرامج الاستثمارية على النمو الاقتصادي في الجزائر (نظرة تحليلية)**، المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، 11-12 مارس 2013 جامعة سطيف1، ص ص23-24.

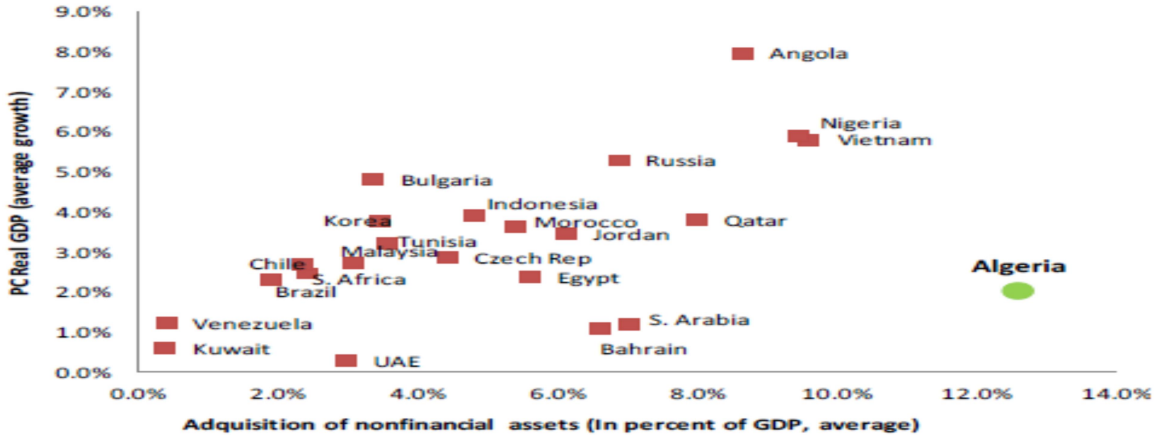
[2] - نظرية العلة الهولندية مرتبطة بالتخصص الكبير في انتاج وتصدير المواد الأولية نتيجة الصدمة الإيجابية وأثرها على إعادة تخصيص الدخل والموارد وتخفيض تنافسية القطاعات الأخرى الصناعية خاصة disindustrialisation، إضافة إلى الأثر في زيادة قيمة العملة وانخفاض تنافسية الصادرات مع ارتفاع للواردات (أثر الدخل) والذي يستفيد منه الخارج على حساب النشاط الإنتاجي المحلي، وفي حالة الصدمة السلبية للأسعار تتأثر سلبا ميزانية الدولة والميزان التجاري مع تسرب وتمكن الضعف الهيكلي الإنتاجي.

غير متوفر في حالة الجزائر، ومع ذلك فهذه التفسيرات تبقى بحاجة إلى تفسيرات مدعمة وبديلة، وتعود حسب الوزير السابق حميد تمار بإضافة عوامل أخرى حول السياسة والعدالة الاجتماعية.[1]

ثانيا: أسباب الإشتباه في العلة الهولندية: وبتحري الأسباب الحقيقية التي تقف وراء هامشية معدل النمو الاقتصادي بالنظر للحجم الكبير من الإنفاق الحكومي، فإن النظرة الإستشرافية للسنوات المتبقية من تطبيق البرنامج الخماسي هي ترتبط بمدى تغير أسعار المحروقات، والتي بدورها تتغير وفق معطيات خارجية، فالمحروقات تعتبر المحدد الرئيس للنمو الاقتصادي، باعتبار الجزائر تدير اقتصادا ريعيا أكثر منه إنتاجيا.

والشكل التالي يوضح علاقة النمو الاقتصادي بنسبة تكوين الأصول غير المالية (الثابتة) في حالة الجزائر مقارنة ببعض الدول والتي توضح درجة نجاعة الإنفاق الاستثماري في دعم النمو الاقتصادي وإنتاجية رأس المال خلال الفترة *2001-2011*.

الشكل(*53*): الإستثمار العمومي وتطور معدل النمو الاقتصادي الحقيقي للفترة *2001-2011*

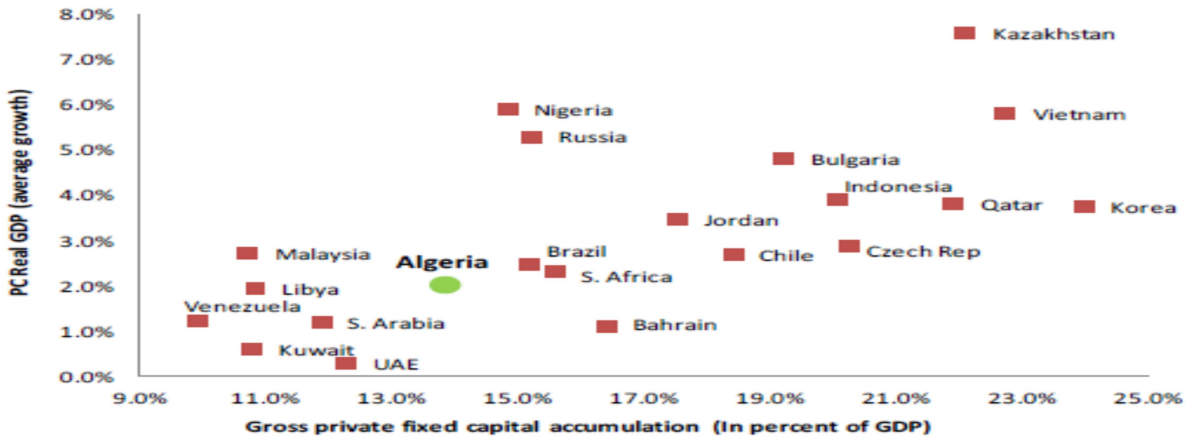


Source: IMF country report 12/20 Algeria 2011 Article 4 Consultation staff report; public information Notice.2012.p26.

حيث وبالمقارنة فإن الإنفاق الاستثماري وتملك الأصول بالجزائر هو الأعلى في حين أن متوسط النمو في الناتج الحقيقي من بين الأضعف، حيث أن الرفع من معدل النمو الحقيقي يستلزم إنفاقا أكبر من الذي يتطلبه في دول المقارنة.

أما بالنسبة للاستثمار الخاص فتتبين نتائجه وتأثيره من خلال الشكل التالي:

الشكل(*54*): الإستثمار الخاص وتطور معدل النمو الاقتصادي الحقيقي للفترة *2001-2011*



[1] - Hamid Temmar; L'economie de l'algerie, les stratégies de developpement ; Tome1, Office des publications universitaires, Alger. 2015. pp32-38 de l'introduction.
- Camille Sari; Algérie et Maroc ; quelles convergences économiques, Cabrera, Paris, 2011. P155.

Source: IMF country report 12/20 Algeria 2011 Article 4 Consultation staff report; public information Notice.2012.p26.

أما عن تأثيرات هذا البرنامج على النمو الاقتصادي خارج قطاع المحروقات فكانت جد ايجابية من ناحية الاستهلاك إذ تزايد بنسبة متوسطة قاربت *3.6%* خلال هذه الفترة أما من حيث تأثيره على الاستثمار والادخار وأسعار الفائدة فقد تضاعف الاستثمار بين سنتي *2005-2008* وذلك بفعل ضخامة حجم الاستثمار العمومي بالإضافة إلى التراكم الكبير لحجم الادخارات الوطنية التي ارتفعت بحوالي *64%* بين سنتي *2005* و *2008*؛ في حين شهدت معدلات الفائدة الاسمية للإيداع استقرارا ؛ وتراجعت أسعار الفائدة الحقيقية بفعل الارتفاع المستمر لمعدلات التضخم ؛لتسجل معدلات سالبة سنتي *2007* و *2008*؛ كما سجلت معدلات الفائدة على الاقتراض تذبذبا خلال هذه الفترة بفعل عدم كفاءة النظام المصرفي.

الفرع الرابع: الملاحظات الجوهرية على مخططات البرامج الإستثمارية العامة والطاقة الإستيعابية لها: من أهم الملاحظات على المخططات التنموية وخصائصها المتعلقة بجانب الاستثمار، مايلي:

أولا: بيئة الأعمال وحوافز الاستثمار: [1] إن وضعية بيئة الأعمال وما يرتبط بها من حوافز ومناخ إستثماري تعد من الاقتصاديات التي تعاني من بيئة أعمال غير ملائمة وغير تنافسية، ومناخ إستثماري غير مناسب بالمقارنة مع الدول المجاورة بل إن الجزائر قد رتبت في تقرير التنافسية العالمية والعربية في المراتب التي لا تتناسب مع ثرواتها ومواردها وإمكانياتها وحجم إستثماراتها العمومية.

ثانيا: تكاليف القيام بأنشطة الأعمال وتطور آليات الفساد الاقتصادي: يعاني الاقتصاد الجزائري من ارتفاع تكلفة القيام بأنشطة الأعمال وما يرتبط بها من إقامة المشروعات وتصفيتها وحماية المستثمرين وتسجيل الملكية والحصول على التمويل وسرعة تنفيذ إتفاقيات الشراكة والعقود الخاصة بالإضافة إلى تطور الفساد الاقتصادي وأضحت معدلاته تعيق حركية الاستثمار وتوطين المؤسسات الخاصة الوطنية والأجنبية.

إن هذا الوضع بخصائصه السلبية يتطلب إصلاحات جذرية لضمان حسن تنفيذ البرامج الاستثمارية العامة والتقليل من إرتفاع تكاليفها بالمقارنة مع المتوسطات العالمية والإفريقية بالنسبة للمستثمرين وللإقتصاد الوطني.

إن هذا الحجم من الإستثمارات العمومية يتجاوز الطاقة الإستيعابية الوطنية للإستثمارات سواء على مستوى التنفيذ والإنجاز أو على مستوى الإرتباط التكاملي بالجهاز الإنتاجي المحلي، مع تزايد عمليات إعادة التقييم بسبب إرتفاع أسعار المدخلات وعدم اكتمال الدراسات المتعلقة بالمشاريع، وهذا يبين مخاطر تجاوز الطاقة الإستيعابية وعدم وجود خطة لاحتواءلمدخلات ومخرجات المشاريع.

ثالثا: نوعية دراسات الجدوى: يتم على أساسها تقدير الإمكانيات الحقيقية للإنجاز، وربط المخصصات الإستثمارية بالقدرات الواقعية والمدد الزمنية التي تتطلبها عمليات الإنجاز في إطار مراعاة المواصفات الفنية والهندسية، والتقيد بمعايير الجودة، فمحدودية قدرات مكاتب الدراسات في مجال دراسة جدوى المشاريع المقامة، وتقدير تكاليفها الحقيقية، والمبالغة في تقدير قيمتها، إن تفسير ارتفاع تكاليف المشاريع المقامة بالمحدودة والسرعة وأحيانا قلة الخبرة لا يكفي، بل يستدعي الأمر البحث عن الأسباب الأخرى وخاصة الفساد.

[1] - صالحي صالح: **مرجع سابق**: ص ص:3-6.

رابعا: تعدد البرامج الإستثمارية العامة وعدم وجود خطط سنوية تفصيلية دقيقة ومرنة: مما خلق صعوبة في معرفة المخصصات الإستثمارية العامة الحقيقية خلال فترات البرامج المخططة، وصعوبة أكثر في متابعتها وتقييمها ومعرفة حجم البرامج الجديدة.

المطلب الخامس: أثر مخططات الانعاش الاقتصادي على المؤشرات الكلية للاقتصاد الوطني: ويمكن تتبع الأثار الاقتصادية للاستثمارات العمومية لفترة مخططات الانعاش الاقتصادي كما يلي:

الفرع الأول: تأثير البرنامج الإستثمارية العامة على النمو الإقتصادي وتطور الإنتاج الصناعي مع الإندماج والترابط القطاعي:[1] للتأكد من طبيعة التأثير وانعكاساته على النمو الإقتصادي يستدعي معاينة تطور معدلات النمو الحقيقية للناتج المحلي الإجمالي وكذا معدلات النمو الحقيقية في القطاع الصناعي.

إن أهمية الإستثمارات العامة تظهر في آثارها الإيجابية على النمو الإقتصادي الإنتاجي، والتكامل القطاعي الداخلي والإندماج بين الفروع والأنشطة بصورة تؤدي تدريجيا إلى تطور الجهاز الإنتاجي الوطني وتنوعه وزيادة قدراته الإنتاجية لتلبية الإحتياجات المتنامية، وتعليل الإعتماد السلبي على الواردات.

المعطيات المتعلقة بالفترة *2001-2013* تبين تطور الناتج المحلي الإجمالي تطورا لا يتناسب مع حجم المخصصات الإستثمارية التي تم تنفيذها، ولا تدل على استجابة الجهاز الإنتاجي المحلي لتأثير الطلب الفعال، وإحتواء الإختلالات التوازنية، فنسبة النمو لا تزيد عن *5 %* سنويا وهي غير كافية وتبرز جمود الجهاز الإنتاجي.

إن بعض الفروع الصناعية كالصناعة التحويلية الغذائية التي تطور إنتاجها، فإن معظم مدخلاتها الصناعية مستوردة، بل إن جمود جهازها الإنتاجي وحالة الركود التي تعاينها فروعها تتزامن مع استخدام غير إقتصادي لقدراتها الإنتاجية.

الجدول(*35*): معدل استخدام قدرات الانتاج الصناعي للفترة *2001-2012* (%)

	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2012
القطاع الصناعي	48	51	50	53	56	54	50
الصناعة خارج المحروقات	44	46	46	48	52	50	50
الصناعة التحويلية	44	46	45	46	50	49	49

المرجع: صالحي صالح، **تأثير البرامج الاستثمارية العامة على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكينزية واستراتيجية النمو غير المتوازن الفترة 2001-2014**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف1، العدد 13 سنة 2013، ص 24.

إن هذه الوضعية الركودية تدل على محدودية الآثار الإيجابية التحفيزية للطلب الكلي الفعال على صناعة السلع الإستهلاكية وسلع التجهيز، مع حالة الإغراق الذاتي للإقتصاد الوطني بالسلع الأجنبية عن طريق الورادات التي بلغت حوالي *300* مليار دولار خلال الفترة *2000-2012*.

إذ من شروط فعالية سياسات دعم النمو الاقتصادي أن تتوفر للمؤسسات" الوسائل اللازمة لزيادة إنتاجها، خاصة القدرة على القيام باستثمارات جديدة (مرونة للإنتاج بالنسبة للطلب)، وأن يكون الميل الحدي للإستيراد ضعيفا بمعنى أن لا يكون هناك اتجاه قوي لتلبية الطلب بواسطة المنتجات الأجنبية ما ينعكس سلبا على الميزان التجاري.

[1]- **المرجع نفسه**، ص ص: 20-29.

الفرع الثاني: برنامج الانعاش الإقتصادي *2001-2004*: تدابير السياسة العامة تتعلق خصوصا بالإصلاحات المالية والهيكلية ومن الناحية التطبيقية، يلاحظ أن برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي قد استهدف النمو الاقتصادي، فقد بلغ متوسط نموه السنوي لفترة *2001-2004* نسبة *4.8%* مقارنة مع فترة *1996-2000* التي قدر فيها متوسطه السنوي بـ *3.17 %*[1].

والجدول التالي يوضح مؤشرات نمو الناتج الحقيقي الخام ومعدلات النمو في قطاع المحروقات وخارجه.

الجدول(*36*): تطور معدلات النمو الحقيقية للفترة *2001-2004* **الوحدة %**

	2001	2002	2003	2004
معدل النمو (خارج قطاع المحروقات	5	5.2	5.9	6.2
معدل النمو (قطاع المحروقات)	1.6-	3.7	8.8	3.3
معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي	2.6	4.7	6.9	5.2

المرجع: مدوري عبد الرزاق: **عرض وتقييم آثار البرامج الاستثمارية على النمو الاقتصادي في الجزائر (نظرة تحليلية)**،المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، 11-12 مارس 2013 جامعة سطيف1، ص:13.

وتلاحظ قوة الترابط بين مؤشري نمو قطاع المحروقات والناتج الحقيقي، بينما معدل نمو خارج قطاع المحروقات لم يتخذ نفس الاتجاه الذي سلكه معدل نمو الناتج، ليعكس هذا الوضع نوعا ما انفصال النمو عن القطاعات غير النفطية.

ويستدعي التعمق أكثر في دارسة آثار مخطط الدعم على النمو، التطرق إلى مساهمة بعض القطاعات الأساسية في تحقيق النمو الاقتصادي خلال الفترة الممتدة مابين *2001* و *2004* ، وفق الجدول التالي:

الجدول(*37*): معدلات النمو السنوي لبعض القطاعات الإنتاجية **الوحدة %**

	2001	2002	2003	2004
المحروقات	1.6-	3.7	8.8	3.3
الفلاحة	13.2	1.3-	19.7	3.1
الطاقة والمياه	5	4.3	6.6	5.8
الصناعات المصنعة (الثقيلة)	1-	1-	3.5	1.3-
بناء وأشغال عمومية	2.8	8.2	5.5	8

Source: Banque d'Algerie; rapport annuel: répartition sectorielle de la croissance du PIB reél;2005.P176.

يلاحظ من الجدول أن:

- تأرجح القطاع الفلاحي يعكس مدى ضعف مؤشر الكفاءة الاقتصادية لهذا القطاع، مع تراجع نسبة الناتج الزراعي من الناتج المحلي الخام، وتدني نسبة القوى العاملة بالزراعة إلى القوى العاملة الكلية؛
- قطاع الصناعات المصنعة لا يزال بعيدا عن الركب العالمي رغم إلتفاتة الدولة إليه، فقد شهد نموا جد متواضع؛

[1]- مدوري عبد الرزاق، **مرجع سابق**، ص:13.

– قطاع البناء والأشغال العمومية يعتبر من القطاعات الأكثر استفادة من المخصصات المالية التي طرحها برنامج الإنعاش الاقتصادي، لهذا شهد القطاع قفزة نوعية خلال منتصف فترة المخطط، ويرجع هذا إلى زيادة الإنفاق العمومي نحو هذا القطاع.

وأما فيما يخص قطاع الطاقة والمياه، فهو الآخر شهد معدلات نمو متذبذبة مع زيادة الإنفاق لتنفيذ مشاريع جديدة.

وقد لوحظ ضعف كبير في وغياب إمكانيات ومنهجية التخطيط وضعف المعلومات والتنسيق القطاعي والتنفيذ للمشاريع وعدم التحكم في مؤشرات المتابعة وعدم كفاية الإطارات والتقنيين والمسيرين، مع عدم القدرة على ضبط التكاليف ومراحل الإنجاز ما أثر بشكل كبير على نتائج المشاريع والأهداف المسطرة.[1]

الفرع الثالث: تحليل أثر البرنامج التكميلي لدعم النمو على النمو الاقتصادي *2005 – 2009* :

أولا: مضمون وأهداف البرنامج التكميلي لدعم النمو: يعتبر البرنامج التكميلي لدعم النمو *2005-2009* كحلقة وصلة لمخطط دعم الإنعاش الاقتصادي السابق له، وكخطوة ثانية في عملية التنمية الاقتصادية للبلد، فهذا البرنامج يختلف عن مخطط الدعم من حيث المدة والتخصيص المالي لسببين أساسيين، السبب الأول يتعلق بالضرورة الملحة لتغطية نقائص وقعت أثناء وبعد تنفيذ مخطط الدعم، والسبب الثاني يخص التراكم المتزايد للادخار الوطني بفعل فقاعة أسعار المحروقات، وبذلك نلاحظ بأن السلطات العمومية للبلد قد عملت على إرساء مشاريع كبرى باعتمادها برنامج خماسي لتحقيق أهداف معينة، يذكر منها ما يلي:

5- تطوير البنية القاعدية وإحداث تنمية فلاحية وريفية ؛

6- تنمية ولايات الجنوب والهضاب العليا لفك العزلة، وتحسين الظروف المعيشية للمواطن ؛

7- عصرنة المصالح العمومية.

والجدول الجامع لهذه الأهداف مع المبالغ المالية التي سخرت لتنفيذها، هو على النحو التالي:

الجدول(*38*): التقسيم حسب الأبواب للبرنامج التكميلي لدعم النمو *2005-2009* الوحدة%

القطاعات	المبلغ (مليار دج)	النسبة من حجم البرنامج الإجمالي %
برنامج تحسين ظروف معيشة السكان	1908.5	45.4
برنامج تطوير المنشآت الأساسية	1703.1	40.5
برنامج دعم التنمية الاقتصادية	337.2	8
برنامج تطوير الخدمة العمومية وتحديثها	203.9	4.9
برنامج تطوير التكنولوجيا الجديدة للإتصال	50	1.2
مجموع البرنامج الخماسي	4202.7	100

المصدر: عبد الرحمن تومي: **الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والآفاق**، دار الخلدونية، الجزائر، 2011، ص243.

ثانيا أثر البرنامج التكميلي لدعم النمو على النمو الاقتصادي: لقد شهدت معدلات النمو الاقتصادي على مدار فترة تطبيق المخطط عدة انخفاضات، وفق ما يبينه الجدول التالي:

[1] - Hamid Temmar; OpCit. PP223-224.

الجدول(39): تطور مؤشرات النمو الحقيقية للفترة *2005-2009* الوحدة%

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
معدل النمو (خارج قطاع المحروقات)*	6	5.2	7	5.9	9
معدل النمو (قطاع المحروقات)*	5.6	-2.8	-0.7	2.3-	-7.8
معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي	5.1	2.0	3	2.4	2.4

Source: Banque d'Algerie; rapport annuel: répartition sectorielle de la croissance du PIB reél ;2009. P203.

- * Hamid Temmar; **L'economie de l'algerie, les stratégies de developpement** ; Tome1, Office des publications universitaires, Alger. 2015.P291.

وبالإطلاع على الجدول يلاحظ الإرتباط الإيجابي بين معدل النمو الاقتصادي ومعدل نمو قطاع المحروقات، فانخفاض أسعار المحروقات بعد أزمة العقارات سنة *2007* قد كان له تأثير مباشر على النمو الاقتصادي، فسنة *2006* شهدت أخفض معدل بـ *2 %* ، وفي المقابل شهد معدل النمو خارج قطاع المحروقات تحسنا مستمرا وملحوظا وبالرغم من هذا فإن معدل نمو مؤشر الإنتاجية للقطاعات خارج المحروقات يبقى ضئيلا نسبيا خلال فترة البرنامج.

ثالثا: على المستوى القطاعي: كما يلاحظ أن الاعتماد الفعال يجب أن يكون على التنويع الاقتصادي الأكثر استقرارا من الناتج الخاص بالمحروقات وهو الأكثر تذبذبا والمؤثر سلبا على النمو الاقتصادي الكلي في السنوات الأخيرة لهذه الفترة، وتبقى عقدة الجزائر في ضعف وصغر تمثيل النشاط خارج المحروقات في دفع النمو الاقتصادي، والجدول التالي يوضح معدل النمو للقطاعات الاقتصادية الأساسية:

الجدول(40): معدل نمو الناتج المحلي للقطاعات الاقتصادية حالة الجزائر للفترة *2005-2009* الوحدة%

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
المحروقات	5.6	-2.8	-0.7	-2.3	-7.8
الفلاحة*	1.9	4.9	5	-5.3	20
الصناعة*	2.5	2.8	3	4.4	5
البناء والأشغال العمومية*	7.1	11.6	9.8	9.8	8.7
الخدمات	9.7	6.4	10.1	7.7	8.2
خدمات الإدارة العمومية*	3	3.1	6.5	8.4	7

Source; Hamid Temmar; **L'economie de l'algerie, les stratégies de developpement** ; Tome1, Office des publications universitaires, Alger. 2015.P292.

- * عبد الرحمن تومي: **الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والآفاق**، دار الخلدونية، الجزائر، 2011، ص260.

يلاحظ أن القطاعات الأكثر نموا هي البناء والأشغال العمومية والخدمات والتي تعتمد في تمويلها وتوفير الدعم من ميزانية الدولة والفوائض المالية المتاحة لنفقات التجهيز، معنى أنه يفتقد إلى الصلابة، مع تباطؤ في تنفيذ وتسليم المشاريع القائمة وإطلاق الجديدة منها، مع تذبذب واضح للقطاع الزراعي الذي يعتمد على مواسم الأمطار، وانخفاض لنمو قطاع المحروقات المرتبط بالأسعار الدولية وكميات الانتاج، أما بالنسبة لقطاع الخدمات فهو يعتمد بشكل شبه كلي على تمويل الميزانية وشهد نموا ملحوظا وهو ثاني قطاع في خلق الثروة والأول خارج قطاع المحروقات[1]، وهو لا يمثل قيمة مضافة حقيقية مباشرة ولا خلق الثروة المستدامة ودعم الإنتاج والنمو.

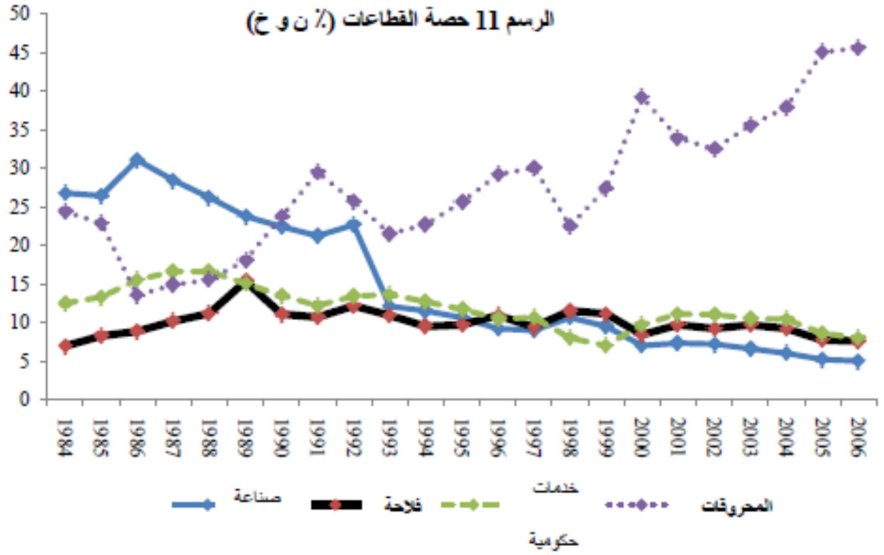
[1] - عبد الرحمن تومي، **الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والآفاق**، دار الخلدونية، الجزائر، 2011، ص259.

بالنسبة لمتوسط الفترة *1999-2009* تؤكد ارتفاع نسبة الاستثمار العمومي بما يتجاوز *65.3%* بمقابل الاستثمار المحلي الخاص والأجنبي، وهي نسبة مقلقة وتبعث على الحذر مع الارتباط القوي بين ارتفاع الانفاق العمومي والنمو الاقتصادي، لأنه في هذه الحالة لا يمكن صمان استمرارية النمو مع هيكل هش لقسم واسع من موارد الميزانية المتسمة بعدم الصمود أمام متغيرات وقيود التجارة الدولية.

كما أن أثرها على مستوى القطاعات الحقيقية للاقتصاد يتوقف عندها للتساؤل عن النتائج الهزيلة التي حققها القطاع الصناعي بشقيه العام والخاص خاصة مع معدلات نمو ومساهمة ضعيفة في خلق القيمة المضافة (لا تتجاوز *5.3 %* خارج قطاع المحروقات)، مع تركيبة مقلقة للشركات الصناعية إذ أن عدد الشركات التي تنشأ أقل من المختفية، في محيط غير محفز مع وجود اقتصاد مواز ومنافسة أجنبية متزايدة وتفكيك التعاريف الجمركية، أدى بتحول الصناعيين من نشاط الإنتاج إلى الاستيراد للسلع الجاهزة[1]، وهو تحد حقيقي لا يتم التغلب عليه إلا بتحسين بيئة الأعمال مع الوصول إلى مستويات عليا من الكفاءة وأمثلية تقييم، تنفيذ ومتابعة المشاريع.

رابعا: الاقتصاد الجزائري والاعتماد الشبه الكلي على قطاع المحروقات: مساهمة القطاع الصناعي تراجعت من *9.5%* من الناتج الوطني الخام سنة *1999* إلى *6%* سنة *2004*، والأمر نفسة بالنسبة للقطاعات الأخرى، خاصة القطاع الفلاحي، والشكل الباني التالي يوضح تطور مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج الوطني الخام للفترة *1984-2006*:

الشكل(*55*): مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج الوطني الخام للفترة *1984 – 2006*



وباعتبار أن قطاع المحروقات يشكل المصدر الأساسي لمداخيل الخزينة لأغلب الدول المرتبطة بالمحروقات، وهو ما يلاحظ بشكل وثيق في حالة الجزائر وبشكل أعمق من أي وقت مضى، حيث تمول الخزينة القيمة الكبرى من مداخيلها من إخضاع قطاع المحروقات، إذ تشكل الجباية على المحروقات ما قدره *78.1%* من إجمالي المداخيل سنة *2006* مقابل *36%* سنة *1999* و*21 %* سنة *1986*، ومن خلال نسبتها للناتج الوطني الخام فكانت *7%* سنة *1988* وانتقلت إلى *21%* سنة *1996* ثم أكثر من *33%* سنة *2006*.

[1] - **المرجع نفسه**، ص270.

الجدول(41): مساهمة قطاع المحروقات، الزراعة والصناعة في هيكل الناتج المحلي الإجمالي %

البيان/السنة	2007	2008	2009	2010
قطاع المحروقات	44.3	45	40	38.3
الزراعة	7.6	6.6	9.3	8.4
الصناعة	5.1	4.7	5.7	5

المرجع: خلوفي عائشة، بن زيادي أسماء، آيت بارة شفيعة: **تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة على استراتيجية تنمية الصادرات غير النفطية في الجزائر**، المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014،المنعقد في 11-12 مارس 2013 جامعة سطيف1،ص:8.

يلاحظ من خلال الجدول، الزيادة المستمرة في مساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام الجزائري، لتصل إلى أوجها عام *2008* عند حدود *45%* بعدما كانت *20%* فقط عام *1990*، ولقد أدى الاهتمام المتزايد بقطاع المحروقات إلى تراجع مساهمة قطاع خارج المحروقات في الناتج الداخلي الخام، إذ شهد كل من قطاع الزراعة والصناعة معدلات مساهمة في الناتج الداخلي الخام متدنية لا ترقى إلى المستوى المطلوب، حيث أن كلا من قطاعي الصناعة والزراعة واللذان يعتبران محركا قاطرة النمو في اقتصاد أي بلد، مازالا يعتمدان على أداء قطاع المحروقات، إذ تظل مساهمتهما في الناتج الداخلي الخام متدنية عند حدود *5%* بالنسبة لقطاع الصناعة وعند حدود *8%*، بالمتوسط بالنسبة للزراعة خلال هذه الفترة، كما أن هذه المعدلات لا ترقى لتلبية الاحتياجات الوطنية للمجتمع الجزائري، على الرغم من تدابير إعادة الهيكلة ومسح الديون التي استفاد منها كل قطاع، خاصة قطاع الصناعة إلا أن كلاهما لم يتعافى.

مما سبق يتضح، أن هيكل الاقتصاد الوطني انقلب من اقتصاد يقوم على أنشطة متنوعة نسبيا إلى هيكل اقتصادي أحادي التصدير، ويكاد يكون أحادي المنتوج يعتمد بشكل حصري على نمو قطاع المحروقات والجباية البترولية، وقلل في المقابل من نمو القطاعات الاقتصادية الأخرى والجباية العادية من مختلف المصادر.

خامسا: الأثر السلبي لنمو قطاع المحروقات على الصناعة والزراعة: إن اكتساب ثروة طبيعية ذات توسع سريع له تأثير سلبي على النشاطات الاقتصادية الأخرى، وهو التخلي التدريجي عن أهم قطاعين في الاقتصاد هما الصناعة والزراعة، بحيث يصبح الاعتماد الكلي على الثروة الجديدة، فالنمو السريع لقطاع المحروقات في الدول المصدرة للنفط له الأثر السلبي على قطاع الصناعة والزراعة، بسبب أن منتجات القطاع الصناعي والزراعي المحلية وإن كانت قابلة للمبادلة التجارية، لكن الطلب عليها ضعيف بالمقارنة مع سلعة البترول القابلة للمبادلة التجارية بشكل سريع، وبالتالي فهو مستقطب للعمالة لما يمنحه من أجور مرتفعة، تؤدي إلى ارتفاع أسعار الخدمات والمنتجات غير القابلة للمبادلة التجارية كالنقل والأراضي لارتفاع الطلب عليها.

واستمرارية ذهنية الريع ستنتج مجتمعا جزائريا استهلاكيا، تغيب فيه عقليات الإنتاج ومعاني العمل والاجتهاد، وهذا لا يهدد الاقتصاد الجزائري فقط بل يهدد المجتمع بشكل كامل.

كما أن ما توفره عائدات البترول من السلع الزراعية والصناعية المستوردة بأسعار دولية رخيصة تنافس السلع المنتجة محليا، تؤدي إلى انكماش كل من قطاعي الصناعة والزراعة الوطنيين، وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول التالي:

الجدول(42): معدلات النمو السنوية للإنتاجين الزراعي والصناعي للفترة 2004-2010 %

البيان/السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
قطاع الزراعة	3.1	1.9	4.9	5	5.3-	8.1	6
قطاع الصناعة	2.6	2.5	3.4-	0.3	1.9	0.4	2.5-

المرجع: خلوفي عائشة، بن زيادي أسماء، أيت بارة شفيعة: **تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة على استراتيجية تنمية الصادرات غير النفطية في الجزائر**، المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، المنعقد في 11-12 مارس 2013 جامعة سطيف1،ص:11.

يلاحظ أن كلا من القطاعين يعانيان من ركود كبير على الرغم من الإمكانيات المالية والطبيعية والبشرية للجزائر، إلا أن معدلات النمو السنوية تبقى متدنية، وحتى أنها أحيانا تكون سلبية.

الفرع الرابع: تحليل لآثار البرنامج الخماسي على النمو الاقتصادي 2010- 2014 وحتى 2015:

أولا: حجم البرنامج وأبعاده التنموية: يعتبر البرنامج الخماسي الذي سطر كبرنامج خماسي ثاني في مجال التنمية الاقتصادية والاجتماعية خلال الفترة الممتدة مابين سنة *2010* وسنة *2014*، فهذا البرنامج استهل أشغاله بالبرامج الاستثمارية العمومية ضمن حركية إعادة الإعمار الوطني، والتي تعمل على استكمال منجزات كل من برنامج دعم الإنعاش والبرنامج التكميلي الذي تمت مباشرته سنة *2005* فإنجاز البرامج الاستثمارية قد تطلب تخصيصا ماليا قدره *21214* مليار دج (ما يعادل *286* مليار دولار)، في إطار استكمال المشاريع الكبرى قيد الإنجاز (وهي العبارة البديلة لإعادة تقييم المشاريع وتدارك النقص والتأخر وسوء التقدير للتكاليف بمخصص قدره *9700* مليار دج، أو *130* مليار دولار، وإطلاق مشاريع جديدة بمخصص *11514*مليار دج أو *156* مليار دولار.

ومن خلال قراءة لمضمون البرنامج الخماسي الممتد على مدى خمس سنوات، فإنه مخطط تنموي ثلاثي الأبعاد، فالبعد الأول ذو طابع اجتماعي (التنمية البشرية ، والبعد الثاني هو ذو طابع اقتصادي محض متعلق باستكمال وتشييد بنية قاعدية أساسية للاقتصاد (التنمية الصناعية) ، والبعد الثالث قد خص الاقتصاد المعرفي (التنمية البحثية .

ثانيا: أثر البرنامج الخماسي على النمو الاقتصادي: مدى مساهمة البرنامج الخماسي في تحقيق معدلات مهمة من النمو الاقتصادي، ووفق تقرير بنك الجزائر لسنة *2014*، فإن معدلات النمو في القطاعات الاقتصادية للبلد هي على النحو التالي:

الجدول(43): تطور مؤشرات النمو الحقيقية للفترة 2010-2015 الوحدة%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
معدل النمو (خارج قطاع المحروقات)	6.2	5.2	7.1	9.1	5.6	5.5
معدل النمو (قطاع المحروقات)	3-	3.2-	5.6	5.5-	0.6-	0.4
معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي	3.4	2.4	2.7	3.3	3.6	3.9

Source: Banque d'Algerie; rapport annuel: répartition sectorielle de la croissance du PIB reél ;2015. P203.

- Hamid Temmar; L'economie de l'algerie, les stratégies de developpement ; Tome1, Office des publications universitaires, Alger. 2015.P291.

معدل النمو الاقتصادي الوطني قدر سنة *2010* بـ *3.4%* ، لينخفض في سنة *2011* إلى نسبة *2.4 %*، وهذا لارتباط معدل النمو الاقتصادي بمعدل نمو قطاع المحروقات، والذي يؤثر سلبامع انخفاض مداخيله، كما هو الحال في سنوات

2013-2015، والزيادة في الناتج خارج المحروقات ناتج عن الدفع الكمي وليس النوعي للناتج، وهو أمر ظرفيلا يمس الهيكل الإنتاجي ومصادر النمو الحقيقية خارج الريع، والأساس هو تحليل الأسباب التي تقف وراء بقاء المساهمة خارج قطاع المحروقات في مستويات محدودة.

لقد اتّسم إنجاز المخطّطات عموما السابق بصنع القرار الاستثماري في إطار الخطة العامة؛ بعيدا عن مبادئ المردودية والفعالية التي يتطلبها السوق؛ معتمدة على عائداتها من المحروقات، فالبرنامج الخماسي*2009-2014* يرصد مبلغ *130* مليار دولار، وهو ما يعادل *45%* من الميزانية الإجمالية، لإنجاز مشاريع سبق أن برمجتها الحكومة في إطار المخطّط السابق، ولم تُنفّذ .وربما يعود السبب في رصد هذا المبلغ الإضافي الضخم إلى أخطاء في تقدير تكاليف المشاريع، كما قد يكون مردّه الضعف في وتيرة إنجاز المشاريع المبَرمَجة والتي تجاوزت السقف الزمني التي حدد لها، وفي كلتا الحالتين فإن رصد *130* مليار دولار لاستكمال مشاريع كانت ضمن البرنامج السابق، إشارة قوية إلى خلل عميق في البرمجة والتدبير.

حتى أنه يمكن اعتبار البرنامج الخماسي لا يعدو كونه قائمة من المشاريع تمّ إعدادها من طرف وزارات مختلفة، كلّ حسب ميدانه، ثم تمّ تجميعها وإضافة بعضها إلى البعض الآخر لتصبح برنامجا، ذلك أن الطابع القطاعي يطغى على حساب المنظور الشمولي ولا توحي بوجود استراتيجية تنموية واضحة المعالم تحتاج الى معالجة كيفية عميقة، لا إلى إضافات كمية.

المبحث الثاني: تحليل دالة الإنتاج وانتاجية الاستثمارات وربط عواملها بمصادر النمو الاقتصادي

من خلال استخدام نموذج قياسي ومحاولة تقدير لدالة الإنتاج ومعالمها في حالة الجزائر، مع دالة للإستثمار ومعرفة أثر المتغيرات الكلية الأخرى عليه، وتفسيرها اقتصاديا لوضع نموذج للإستثمار يفيد في تشريح الإقتصاد الوطني ومعرفة طابعه الهيكلي، من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: تقدير معالم دالتي الإنتاج والاستثمار الكلية وتقييمها

المطلب الثاني: الاستثمار، عوامل الإنتاج ومصادر النمو الاقتصادي

المطلب الأول: تقدير معالم دالتي الإنتاج والاستثمار الكلية وتقييمها

غالبا ما تشير النظرية الاقتصادية إلى وجود علاقة في المدى الطويل بين متغيرين أو عدد من المتغيرات، وحتى لو ابتعدت هذه المتغيرات عن قيمتها التوازنية فإنه توجد قوى تعيدها إلى التوازن وتضمن بذلك تحقيق العلاقة في المدى الطويل.

الفرع الأول: نتائج تقدير نماذج الاستثمار وأهم المتغيرات الكلية: باستخدام برنامج *Eviews 4.0* تم تقدير واختبار عدة نماذج للاستثمار الاجمالي كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة المحتملة:

الناتج المحلي الاجمالي بطريقة الإنتاج (القيمة المضافة Y) وفق نظرية المعجل، الإنفاق الحكومي(Gov)، المردودية الإقتصادية السنوية الصافية لرأس المال (نسبة الفائض الإجمالي (الصافي) للاستغلال *GOS & NOS-Gross (Net) Operating Surplus*) إلى تكوين رأس المال الثابت K مرجحا بالرقم القياسي لأسعار الإنتاج *Purchasing Power PPI Index*)، معدلي الفائدة الاسمي in والحقيقي ir ، الإدخار الإجمالي(*Sav*)، القروض المصرفية (*Cred*) المؤشر النسبي لأسعار الانتاج والاستهلاك $\frac{\text{ppi}}{\text{pci}}$ ، وقد تم إهمال المتغيرات ذات المعنوية الضعيفة في حين تُبرز المؤشرات المرتبطة بالبحث مهما كانت أهميتها الإحصائية إذا كان النموذج العام مقبولا إحصائيا.

أولا: أ) نموذج الاستثمار الكلي وأهم المتغيرات الكلية: تم تقدير العديد من النماذج، ولوحظ تقارب النماذج في حال استخدام التكوين الاجمالي لرأس المال أو الإستثمار كمتغير تابع للفترة (للفترة *1990-2014*).

***1*) نتائج تقدير النموذج** وأفضل نموذج مقدر هو حيث التكوين الاجمالي لرأس المال الثابت كممثل للإستثمار (للفترة *2000-2014*)، وقد تم الحصول على النماذج التالية لدالة الاستثمار:

الجدول(*44*): تقدير نماذج الاستثمار في الجزائر للفترات: *1990-2014* و*2000-2014*

	تقدير نموذج الاستثمار
الفترة	$[INV_t = a_0 + a_1 Y_{t-1} + a_2 (NOS)_{t-1} + a_3 i_{rt} + a_4 (i_{nt}) + a_5 (Cred_t) + \varepsilon_t]$
1990-2014	$[INV_t = -1{,}1(10)^6 + 1.79 Y_{t-1} - 1.85 (NOS)_{t-1} - 35085\, i_{rt} + 19259\, i_{nt} + 0.39 (Cred_t) + \varepsilon_t]$ *T statistic= (-4.08, , 3.06 , -2.43 , -4.1 , 1.25 , 2.92)* *F-statistic = 768.7, R-squared=99.5% , DW=2.24*
الفترة	$[K_t = a_0 + a_1 Y_{t-1} + a_2 (NOS)_{t-1} + a_3 i_{rt} + a_4 (i_{nt}) + \varepsilon_t]$
2000-2014	$K_t = -1491907 + 3.475 Y_{t-1} - 4.116 (NOS)_{t-1} - 40380.51 i_{rt} - 15238.92 (i_{nt}) + \varepsilon_t$ $\text{Tstat}_{\alpha 0} = -1.9\ , \text{Tstat}_{Yt-1} = 7.84\ , \text{Tstat}_{NOSt-1} = -6.6\ , \text{Tstat}_{in} = -0.14, \text{Tstat}_{ir} = -1.34$

$F_{stat} = 291.36 \quad , \mathrm{R}^2 = 99.23\% \, , DWstat = 2.39$	

المرجع: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews والتقدير الإحصائي لمتغيرات النموذج

بتقدير مختلف المتغيرات، ومع وجود فترة إبطاء واحدة بالنموذج فإن الناتج المحلي الإجمالي(*Y-1*) والفائض الصافي للإستغلال *(NOS-1)* هما المؤثران الأساسيان في حين تأثير سلبي وضعيف نسبيا لمعدلي الفائدة الاسمية والحقيقية الموافقين.

2) التقييم الاقتصادي للنموذج:

– **الفترة *1990–2014***: تمثل الفترة ما بعد الانفتاح الاقتصادي، حيث يلاحظ التأثير الإيجابي للناتج المحلي الإجمالي للفترة السابقة وبنسبة معتبرة (زيادة الناتج بـ *1%* ترفع الاستثمار بـ *1.79%*) إضافة إلى معدلات الفائدة الإسمية وحجم الإقراض وهذا ناجم عن التفاعل الأولي مع التحول الاقتصادي وتحرير النظام المالي ومؤشرات السوق، في حين إشارة سالبة لتأثير الفائض الصافي للاستغلال (للفترة السابقة كمؤشر للربح) ومعدلات الفائدة الحقيقية وذلك نظرا لكون الارتباط الكبير بالريع البترولي المحرك الأول للقيمة المضافة يجعل من العوامل الحقيقية غير مؤثرة وهذا مقبول نظريا بالنسبة لمعدل الفائدة الحقيقية أما بالنسبة لفائض الاستغلال فليس له تفسير إلا بتعويض الانخفاض في المردودية الناجم عن سوء استغلال الموارد وإدارة الآلة الإنتاجية (العمومية خاصة) بضخ المزيد من الاستثمارات والإنفاق لتعويض هذا الانخفاض، وهذا ما يكرس إهدار الموارد والفرص.

– **الفترة *2000–2014***: تلاحظ الإشارة الموجبة لمعلمة الدخل للفترة السابقة أي أن أي زيادة فيه بنسبة*1%* تؤدي لارتفاع K بنسبة *3.475 %*، كما أن انخفاض المردودية في الفترة السابقة يؤثر في الإنفاق الاستثماري في الفترة اللاحقة بالزيادة، ويعود ذلك إلى أن سياسات الاستثمار والإنفاق والتدخل الحكومي يؤدي لانخفاض المردودية من خلال مختلف المؤشرات (NOS, GOS, RE) وهو ما يدفع الحكومة للإنفاق أكثر لتغطية الضعف في مردودية الدينار المستثمر حيث معامل الفائض الصافي للاستغلال (*-4.12*)، وهو ما يعني أن الانخفاض في هذا المؤشر بدينار واحد يرفع قيمة الاستثمار بأكثر من أربع مرات، وهو ما يعتبر إهدارا لثروة المجتمع وحق الأجيال اللاحقة.

كما توجد إشارة سالبة لمعلمات معدلات الفائدة إذ أن انخفاض سعر الفائدة الاسمي بنقطة واحدة يؤدي إلى زيادة الاستثمار بـ *152* مليون دينار، و*404* مليون دينار بالنسبة لمعدل الفائدة الحقيقي.

3) التقييم الإحصائي للنموذج:

– **إختبار جودة النموذج :الفترة *1990–2014***: إن قيمة معامل التحديد (R^2) قيمة الارتباط المتعدد تساوي *99.5 %* مما يدل على أن المتغيرات المفسرة (المستقلة) تشرح حوالي *99%* من الاستثمار والأمر نفسه بالنسبة لمعامل التحديد المصحح، عند المقارنة مع نماذج أخرى قد تم ويمكن اختبارها.

لمعرفة الدلالة الإحصائية للنموذج ككل يستخدم اختبار فيشر *F-statistic* ، ولمعرفة الدلالة الإحصائية لكل متغيرة على حدة يُلجأ إلى اختبار ستيودنت *t-Statistic* ، إن إحصائية فيشر تساوي *768.7* وهو رقم معبر، مما يجعلنا نرفض فرضية العدم" كل معاملات النموذج معدومة "وهذا يعني أنه يوجد على الأقل معامل واحد في النموذج لا يساوي الصفر.

إحصائية ستيودنت بالقيمة المطلقة أكبر من 2 بالنسبة للناتج (الدخلY) والفائض الصافي للإستغلال ومعدل الفائدة الحقيقي وحجم القروض مما يدل على الدلالة الإحصائية القوية لمعاملاتها واتجاه تغيراتها، في حين معنوية ضعيفة لمعدل الفائدة الإسمي.

– الفترة *2000–2014*: إن قيمة معامل التحديد (R^2) قيمة الارتباط المتعدد تساوي *99.23%* مما يدل على أن المتغيرات المفسرة: الناتج الإجمالي، سعري الفائدة الحقيقي والإسمي، الفائض الصافي للاستغلال تشرح حوالي *99 %* من تغيرات التكوين الإجمالي لرأس المال الثابت والأمر نفسه بالنسبة لمعامل التحديد المصحح، عند المقارنه مع نماذج أخرى قد تم ويمكن اختبارها.

لمعرفة الدلالة الإحصائية للنموذج ككل يستخدم اختبار فيشر*F-statistic* ، ولمعرفة الدلالة الإحصائية لكل متغيرة على حدة يُلجأ إلى اختبار ستيودنت *t-Statistic* ، إن إحصائية فيشر تساوي *291.36* وهو رقم معبر، مما يجعلنا نرفض فرضية العدم" كل معاملات النموذج معدومة "وهذا يعني أنه يوجد على الأقل معامل واحد في النموذج لا يساوي الصفر.

إحصائية ستيودنت بالقيمة المطلقة أكبر من 2 بالنسبة للناتج (الدخلY) والفائض الصافي للإستغلال مما يدل على الدلالة الإحصائية القوية لمعاملاتها واتجاه تغيراتها.

بالنسبة لمعدلات الفائدة الإسمية *t-stat=0.139* والحقيقية *t-stat=-1.39* بعد التقدير فإحصائية ستيودنت لهما بالقيمة المطلقة أقل من 2 ما يعني معنوية ضعيفة، وبالنتيجة المحصل عليها ليس من الواضح صحة تضمين معدل الفائدة الحقيقي ضمن دالة الاستثمار، في حين أن:

النظرية الاقتصادية الرأسمالية تقرر أن معدل الفائدة الحقيقي هو أحسن مؤشر للدلالة على تكلفة رأس المال إن طبيعة علاقة ودرجة أهميتها مرهونة بالبيانات التجريبية، وهي إما تدعم فرضيات ماكينون وشو *Mc Kinnon&Shaw* حيث ارتفاع أسعار الفائدة يؤثر إيجابا على حجم الاستثمار وهي المقاربة التي تبناها صندوق النقد الدولي في اتفاقياته مع الدول التي تطلب دعمه كما الحال بالنسبة للجزائر بداية ومنتصف التسعينات من القرن الماضي، أو وجهة نظر النيوكلاسيك التي ترى بأن أسعار الفائدة تؤثر سلبا على الاستثمار، وعلى مخزون رأس المال المطلوب.

– تحليل البواقي: حتى تكون مقدرات المربعات الصغرى غير متحيزة وذات التباين الأصغر يضع الاقتصاديون القياسيون شروطا على الأخطاء، أهمها :أن خطأ كل مشاهدة يتبع التوزيع الطبيعي فضلا عن أن أخطاء المشاهدات مستقلة عن بعضها بعضًا، تُقدر الأخطاء بالبواقي وهي عبارة عن الفرق بين المشاهدات الفعلية للمتغيرة التابعة والقيم المقدرة لها (القيم المقدرة للأخطاء المطلقة والمعيارية)، ولاختبار استقلالية الأخطاء يستخدم نموذج دوربن–واتسون وهي محصورة بين *0* و *4*، وفي النموذج تساوي *2.24* و*2.39* للفترتين المدروستين على التوالي، أي في منطقة عدم الإرتباط الذاتي للأخطاء وهو ما يدعم جودة النموذج.

ب) نموذج للمتغيرات خارج المحروقات: تم إعداد نموذج آخر يرتكز على بيانات المتغيرات الأساسية خارج المحروقات لخاصية الاقتصاد الجزائري المعتمد أساسا على عوائدها.

***1*) نتائج تقدير النموذج**: أفضل نموذج تم تقديره من بين العديد من النماذج وبمختلف المتغيرات، كما يلي:

الجدول (45): تقدير نماذج الاستثمار في الجزائر في القطاع خارج المحروقات للفترات: *1990-2014* و*2000-2014*

	تقدير نموذج الاستثمار
الفترة	$[INV_t = a_0 + a_1 Ynh_{t-1} + a_2(NOS)_{t-1} + a_3 i_{rt} + a_4(i_{nt}) + a_5(Cred_t) + \varepsilon_t]$
1990- 2014	$[INV_t = -953931 + 0.6 Ynh_{t-1} + 0.18(NOS)_{t-1} - 24737 i_{rt} + 30901(i_{nt}) + 0.38(Cred_t)]$ *T statistic= (-5.82 , , 5.68 , 2.7 , -4.91 , 2.68 , 4.49)* *F-statistic = 1414.34 , R-squared=99.7% , DW=1.97*
الفترة	$[INV_t = a_0 + a_1 Ynh_{t-1} + a_2(NOSnh)_{t-1} + a_3 i_{rt} + a_4(i_{nt}) + \varepsilon_t]$
2000- 2014	$[INV_t = -748628 + 0.69 Ynh_{t-1} + 0.66(NOSnh)_{t-1} - 36835 i_{rt} - 16459(i_{nt}) + \varepsilon_t]$ *T statistic= (-0.95 , 2.32 , 1.53 , -0.14 , -0.88)* *F-statistic = 397.5 , R-squared=99.4% , DW=1.27*

المرجع: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews والتقدير الإحصائي لمتغيرات النموذج

2) **التقييم الاقتصادي للنموذج**: من خلال معالجة الفترتين مع بعض يلاحظ تأثير إيجابي ولكن أقل درجة للناتج خارج المحروقات والفائض الصافي للاستغلال على مستوى الاستثمار (الإجمالي لعدم توفر البيانات عنه خارج المحروقات) ما يبين ارتباط الاستثمار والنمو بالريع البترولي (معلمات المتغيرين موجبة ولفترتي الدراسة كليهما)، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية لدور الناتج والربح الإجمالي في التأثير على الاستثمار، في حين تأثير سالب لمعدلات الفائدة الحقيقية في الفترتين، أما معدل الفائدة الإسمي فتأثيره الإيجابي للفترة *1990-2014* مع التحول الاقتصادي وسالب للفترة *2000-2014* ما يعني أن فترة الإصلاحات وطفرة الاستثمار كان تأثيرها سلبيا.

3) **التقييم الإحصائي للنموذج**: بالنسبة لمؤشرات معامل التحديد *R-squared* وإحصائية فيشر فهي معبرة في النموذجين، أما إحصائيات ستيودنت للمتغيرات للفترة الأولى فهي معبرة، أما للفترة الثانية فهي تظهر معنوية ضعيفة لمعلمات معدلات الفائدة ما يستبعد وجودها بالنموذج أصلا (تم تضمينها بالنموذج لغرض التبيين والمقارنة)، في حين الفائض الصافي للاستغلال خارج المحروقات أكثر قبولا، وتقبل النتائج عموما وكالعادة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي.

بالنسبة لتحليل إحصائية دوربن واتسون فتظهر اشتباه وجود مشكلة جذر الوحدة في النموذجين المختارين والناتج عن السلسلة الإحصائية.

ج) دراسة سببية غرانجر: وجود إتجاهين للإختبار يقابل كل اتجاه للعلاقة فرضية عدم سببية كل منهما للآخر، حيث كل مرة أحد المتغيرين هو التابع والثاني هو المستقل، وعندما تكون قيمة الاحتمالية أقل من *5%* ترفض فرضية العدم أي وجود علاقة سببية بين المتغيرين (مع إمكانية وجود علاقة بالإتجاهين)، وفي حال كانت أكبر من *5%* تقبل فرضية العدم، أي عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين، وكانت أهم النتائج في حالة الجزائر وللفترة *2000-2014* فقط، كما يلي:

- علاقة سببية من كلا المتغيرين الناتج المحلي والفائض الصافي للإستغلال للفترة السابقة باتجاه تكوين رأس المال الثابت والاستثمار $[Prob_{Yt-1\to K} = 0.021, Prob_{NOSt-1\to K} = 0.024]$، عند معنوية *5%* وعدم وجود سببية بالاتجاه المعاكس.

– عدم وجود علاقة سببية بين معدلات الفائدة الحقيقية والإسمية باتجاه تكوين رأس المال الثابت، ولا وجود سببية بالاتجاه المعاكس إلا باحتمال بسيط بالنسبة للمعدل الاسمي للفائدة ناتج لتدخلات السلطة النقدية.

الفرع الثاني: تقدير دالة الإنتاج الوطنية بشكل كوب دوغلاس: عادة ما يتم تقدير نموذج كوب دوغلاس في أغلب الدراسات في هذا المجال، لسببين أساسيين:

الأول هو معرفة مدى انسجام الاقتصاد الوطني مع دوال الإنتاج والتي تعتبر دالة كوب– دوغلاس من أهمها، وهذا خلال فترة الدراسة المعتبرة، ومن ثم الاستناد على هذه الدالة يكون له ما يبرره، والسبب الثاني هو معرفة المرحلة التي يمر بها الاقتصاد الوطني فيما يخص غلة الحجم، كما أن تقدير هذه الدالة يسمح بمعرفة إنتاجية عوامل الإنتاج المستخدمة وإنتاجيتها الحدية، ومرونة دالة الإنتاج بالنسبة لعناصرها، هذا في حال الوصول إلى نموذج ذو تفسير معقول اقتصاديا، ويتمتع بمعنوية إحصائية مقبولة.

أولا) تقدير النموذج: بعد إجراء التقدير الإحصائي لمعالم هذا النموذج والذي يظهر حسب مخرجات البرنامج الإحصائي للفترة *2000–2014*، تكتب دالة الإنتاج من النوع كوب دوغلاس المقدرة في شكلها الخطي اللوغاريتمي كما يلي:

$$LnY_t = 5.632892 + 0.450673\,LnK + 0.698565LnL + \varepsilon_t$$

$$Tstat\ A = 3.228\ \ ,Tstat\ LnK = 4.886\ ,TstatLnL = 2.847$$

$$F_{stat} = 215.56\ ,R^2 = 97.29\%\ ,\quad \overleftarrow{R^2} = 96.84\%\ ,DWstat = 1.438756$$

ثانيا) الدراسة الاقتصادية: من الناحية الاقتصادية فالنموذج مقبول، كون المعلمات كلها موجبة، وبالتالي تدل على العلاقة الطردية بين كل من العمل ورأس المال مأخوذين باللوغاريتم، ولوغاريتم القيمة المضافة الإجمالية، وهذا ما تنص عليه النظرية الاقتصادية؛ كذلك بما أن النموذج لوغاريتمي فالمعلمات المتعلقة بالمتغيرات المستقلة تعبر عن المرونة الإنتاجية الجزئية لكل عنصر من عناصر الإنتاج، ولتوضيح ذلك يتم إرجاع النموذج إلى شكله الأصلي (كوب دوغلاس) بإدخال الدالة الأسية للطرفين، تكتب:

$$\left[Y = e^{5.632892}.K^{0.45067}.L^{0.6986} => \boldsymbol{Y = 279.469K^{0.45}L^{0.7}}\right]$$

تناقص الغلة لكل عنصر من عناصر الإنتاج المستخدمة يعني تناقص الإنتاجية الحدية لكل منهما، أي زيادة القيمة المضافة الإجمالية للاقتصاد الوطني بمعدل متناقص بزيادة استخدام عنصر العمل، والأمر ذاته بالنسبة لعنصر رأس المال وبنسبة أقل، وبملاحظة أن مرونة الإنتاج لكل من العمل ورأس المال موجبتان وأقل من الواحد ما يثبت قانون تناقص الغلة لعوامل الإنتاج.

من خلال خصائص دالة كوب دوغلاس، يمكن استخراج طبيعة غلة الحجم المميزة للاقتصاد الجزائري، بالاعتماد على النموذج المقدر، وذلك عن طريق جمع مرونة كل من العمل ورأس المال، والتي تقدر بـ *1.15* وبالتالي تدل على أن الاقتصاد الجزائري في حالة غلة الحجم المتزايدة، هذا معناه أن زيادة عنصري الإنتاج العمل ورأس المال الثابت بنسبة *1%*، يؤدي إلى زيادة القيمة المضافة للاقتصاد الوطني بـ*1.15%*.

إن الجهاز الإنتاجي لاقتصاديات الدول التي لم يبلغ فيها درجة معينة من التطور تكون ذات غلة حجم متزايدة لأن مزايا التخصص غير مستغلة بالكامل".

ثالثا: المعنوية الإحصائية: عموما فالنموذج مقبول من ناحية معنوية المقدرات والدلالة الإحصائية للنموذج، من خلال إحصائيات ستيودنت لكل معلمة على حدى وفيشر للنموذج ككل، ومن خلال معامل التحديد(R^2)، عدا وجود اشتباه ارتباط ذاتي موجب بسيط للأخطاء من خلال إحصائية دوربن واتسون.

رابعا: نموذج لدالة الإنتاج خارج المحروقات: يمكن بناء نموذج مشابه في حالة دالة الإنتاج والقيمة المضافة خارج المحروقات كما يلي:

$$LnY_{NH} = 8.670427 + 0.603325\ LnK + 0.203149LnL + \varepsilon_t$$
$$Tstat\ A = 14.83243\ \ ,Tstat\ LnK = \ 19.52479\ ,TstatLnL = 2.471711$$
$$F_{stat} = 1777.511\ ,R^2 = 99.66\%\ ,\quad \overleftarrow{R^2} = 99.60\%\ ,DWstat = 1.087926$$

والنموذج الأصلي للدالة:

$$[Y = e^{8.670427}.K^{0.603325}.L^{0.20315} => \boldsymbol{Y = 5827.987K^{0.60}L^{0.20}}]$$

ويلاحظ دائما قانون تناقص الغلة بالنسبة لعنصري العمل ورأس المال، إضافة إلى أن مجموع المرونتين أقل من الواحد ومعناه كذلك تناقص الغلة لخلق الثروة الحقيقية للاقتصاد الوطني، وهو ما يستلزم تحديد القاعدة الهيكلية والأساسية لرأس المال، والتركيز كذلك على عنصر العمل والموارد البشرية والتكوين، باعتبار غلة الحجم بالنسبة للعمل ضعيفة وواجبة الاهتمام بمورد العمل متناسبا مع رأس المال الذي يربط بربحيته أكثر من معدل الفائدة الذي يعتبر مؤشرا ضعيفا للاستثمار برأس المال كما تم التوصل إليه بتقدير دوال الاستثمار المختلفة، سواء كان معدل الفائدة الإسمي أو الحقيقي، وخاصة في الاقتصاد الخلاق للثروة الحقيقية وليس الريع البترولي.

الفرع الثالث: ربط إنتاجية رأس المال بكل من معدلات الفائدة ومردودية رأس المال: ما يمكن استخلاصه هو أن الإنتاجية الحدية لرأس المال لإجمالي القيمة المضافة في الجزائر(*1.3553*)، أما بالنسبة للإنتاجية الحدية له خارج المحروقات فهي أقل وتبلغ (*1.1072*) دينار عن كل دينار مستثمر، فيلاحظ أن القيمة المضافة تتدعم أكثر من خلال قطاع المحروقات.

بالنسبة لتكلفة التمويل ومع ضعف الإنتاجية الحدية في حالة الجزائر ومن خلال مردودية رأس المال فيبدو النموذج التشاركي هو الأنسب من النموذج الرأسمالي بمعدلات الفائدة (التي لها علاقة ضعيفة وسلبية عموما في علاقتها بالاستثمار كما سبق استبيانه)، فالمردودية أو الربح يعكس الإنتاجية الحدية لرأس المال أفضل من معدلات الفائدة وتتميز بارتباطها الوثيق بالقطاع الحقيقي.

بالنسبة لعنصر العمل فالإنتاجية الحدية مرتفعة بشكل كبير بإدخال المحروقات بالنموذج وتنخفض بحوالي *82.5%* في القطاعات الانتاجية خارج المحلروقات والتي بدورها تعتمد في التمويل على القطاع النفطي بشكل كبير بشكل إنفاق حكومي، ورغم أن عدد عمال قطاع المحروقات لا يشكلون سوى نسبة صغيرة من إجمالي العمال مع كتلة أجور ضئيلة، وبالمقارنة بمتوسط الأجور السنوية فالطبقة العاملة هي التي تتحمل عبء ضعف الجهاز الإنتاجي، ولا تستفيد فعليا ولا الأجيال القادمة من الريع والثروة التي تزخر بها البلاد.

المطلب الثاني: الاستثمار، عوامل الإنتاج ومصادر النمو الاقتصادي: حيث الربط بين عوامل الإنتاج الأساسية: العمل ورأس المال باعتبار الإنفاق عليهما هو الإنفاق الإستثماري في المنشأة، ويفيد ربط عوامل الإنتاج التجميعية بالنمو الإقتصادي في معرفة إنتاجيتها ومدى مساهمتها في دعم النمو والتعرف على مكامن الضعف والقوة في النموذج.

الفرع الأول: منهج ومصادر الدراسة التطبيقية في حساب الانتاجية ومصادر النمو: تم استخدام نموذج دالة كوب دوغلاس مع حساب تغيرات سلاسل البيانات بربط تغيرات لوغارتم الناتج الإجمالي الحقيقي بعناصر الانتاج :العمل (الكمية والنوعية حسب توفر البيانات) ورأس المال (قسم إلى رأس المال تكنولوجيا الإعلام والاتصال K_{ICT} ورأس المال المادي في غير تكنولوجيا الإعلام والاتصال K_{NICT}) ومن ثم استخراج الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج على أساس البواقي Residuals ، بعدها ومن خلال تقدير α1وα2وβ1وβ2 معلمات تغيرات رأس المال الفكري والمادي، وكمية العمل ونوعيته على التوالي، يتم تقدير مساهمة كل عامل من عوامل الإنتاج كمصدر من مصادر النمو، كما تعرضه النظرية الاقتصادية، ومن ثم تحليل البيانات.

مصدر البيانات والسلاسل الزمنية هي قاعدة البيانات الاقتصادية الإجمالية The Total Economy Database™ (TED) وهي قاعدة للبيانات السنوية التي تغطي الناتج المحلي الإجمالي (*GDP*)، والسكان والعمالة (*Labor Quantity*)وساعات وجودة العمل(*Labor Quality*)، وخدمات رأس المال(*K*) ، إنتاجية العمل(*Labor Productivity*)، والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج(*TFP*) ، وتستخدم المبادئ التوجيهية الدولية من قبل الأمم المتحدة (*UN*) المنصوص عليها في النظام الخاص بهم الحسابات الوطنية كتيب الأمم المتحدة، *2009*.

بيانات الناتج المحلي الإجمالي بالقيم الحقيقية من خلال تساوي القدرة الشرائية (PPP) *purchasing power parities* بقاعدة سنة *1990* وبطريقة *Geary-Khamis method* باستخدام الأسعار الدولية والقيم النسبية الموافقة.

استقت قاعدة البيانات المستخدمة المعلومات من قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي *IMF World Economic Outlook Database* آخر تحديث أفريل *2015*، قاعدة بيانات مجمعات الحسابات الوطنية للأمم المتحدة *UN National Accounts Main Aggregates Database* تحديث ديسمبر *2015*، والبنك الآسيوي للتنمية ونظام قاعدة البيانات الإحصائية.

الفرع الثاني: تطور تراكم عوامل الإنتاج وإنتاجيتها الكلية، ونتائج تحليل دالة الانتاج: حيث يتم ربط كل من الانفاق الاستثماري على عوامل الانتاج والنمو في كمياتها ونوعيتها وتحليل دوال الانتاج.

أولا: تطور تراكم عوامل الإنتاج وإنتاجيتها الكلية: قبل معالجة دوال الإنتاج يمكن تلخيص وتقسيم مستوى النمو في عوامل الإنتاج السنوية إلى فترات جزئية كما يلي(بيانات السلسلة الزمنية للمتغيرات بالملحق):

الجدول(*46*): تطور معدل النمو الاقتصادي وإنتاجية عوامل الإنتاج،كمياتها، وتقسيماتها حالة الجزائر **الوحدة %**

الفترة	نمو RGDP	إنتاجية العامل USDollar	نمو كمية العمل LnL	نمو نوعية العمل	نمو إنتاجية العمل	LnKnict نمو	LnKict نمو	LnTFP
1990–94	-0.84	14824.2	2.41	0.44	-3.2	-0.05	15.05	-2.26
1995–99	3.35	13762.3	3.29	0.52	0.08	-0.27	19.99	1.47
2000–04	4.66	14212.3	4.99	0.4	-0.08	0.69	24.8	1.38
2005–09	2.97	13529.2	3.89	0.4	-0.08	2.9	23.15	-1.08
2010–14	3.27	13378.8	2.99	-0.44	0.32	4.26	16.3	-0.53

المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات القاعدة الاقتصادية الشاملة TED
https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=TED---AllData.txt&type=subsite

يلاحظ من ملاحظة المؤشرات بين الدول أن الجزائر تعتبر الأقل كفاءة ودعما للنمو الاقتصادي من خلال تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بالدولار الأمريكي وبأسعار *1990*)، مع أفضلية لفترة ما بعد سنة *2000* عن فترة التسعينات، مع المخططات الضخمة لدعم النمو والإنعاش الاقتصادي ولكن تبقى دون المستوى المطلوب مقارنة بالدول المقارنة ذات الإمكانيات الأقل.

كما أن السياسات الاقتصادية تشير إلى دعم عنصر كمية العمل وكمية رأس المال المادي *K-nict* وتكنولوجيا الاعلام والاتصال *K-ict* بالقيم الحقيقية لكن هذا لم ينعكس على زيادة إنتاجية العامل الواحد مع زيادة كثافة العمالة ورأس المال (*Capital Deepening*)، وهو ما يبين سوء الإدارة والتنظيم وتوجيه القدرات الإنتاجية والتحكم في العملية الإنتاجية والإسراف في الإنفاق غير الإنتاجي، إضافة إلى مشكلة القطاع الأساسية بارتباط تمويله بقطاع المحروقات باعتبار معظم الاستثمارات عمومية.

ثانيا: تقدير دوال الإنتاج من خلال تقسيم عوامل الإنتاج: بالانتقال إلى استخراج دوال الانتاج ومعلمات مرونة الإنتاج يمكن الحصول على الجدول التالي:

الجدول(*47*): التقدير الإحصائي لدوال الإنتاج في الجزائر

الفترة	تقدير دالة الإنتاج
	$[\Delta Ln\ GDP = \Delta Ln\ TFP + \alpha_1 \Delta \mathrm{Ln}\ K_{NICT} + \alpha_2 \Delta \mathrm{Ln}\ K_{ICT} + \beta_1 \Delta Ln\ L + \beta_2 \Delta Ln\ LQ]$
1990-2014	$[\Delta Ln\ GDP = -4.97 + 0.11 Ln\ K_{NICT} + 0.42 Ln\ K_{ICT} - 0.14 Ln\ L - 1.52 Ln\ LQ]$ ***T statistic= (-3.06 , 0.44 , 4.89 , -1.5 , -1.25)*** ***F-statistic = 6.52 , R-squared=56.6% , DW; 1.95***
1990-2000	$[\Delta Ln\ GDP = -12.1 + 1.97 Ln\ K_{NICT} + 0.74 Ln\ K_{ICT} + 1.05 Ln\ L - 4.66 Ln\ LQ]$ ***T statistic= (-3.07 , 0.94 , 2.57 , 2.21 , -0.38)*** ***F-statistic = 5.07 , R-squared=77.16% , DW; 3***
2000-2014	$[\Delta Ln\ GDP = -1.51 - 0.09 Ln\ K_{NICT} + 0.28 \Delta Ln\ K_{ICT} - 0.15 Ln\ L - 1.2 Ln\ LQ]$ ***T statistic= (-0.42 , -0.26 , 1.97 , -2.02, -1.13)*** ***F-statistic = 2,43 , R-squared=49.3% , DW; 1.67***

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews4-1

يمكن تلخيص النتائج بالنسبة كما يلي:

– للفترة *1990-2014* كان التأثير موجبا للاستثمار المادي K_{NICT} لكنه ضعيف نسبيا مقارنة بالاستثمار في رأسمال تكنولوجيا الاعلام والاتصال K_{ICT} رغم ضخامة الاستثمار في الأول، ولكن النمو المضطرد في K_{ICT} له الأثر الإيجابي الأفضل، من خلال معاملات المرونة الجزئية للانتاج بالنسبة لهما α_1, α_2 فإن الزيادة رأسمال المادي والفكري بـ *1 %* تؤدي إلى زيادة الناتج الحقيقي بـ *0.11%* و*0.42 %* على التوالي.

تأثير سالب للعمل كما ونوعا وهذا يعني عدم قدرة على توزيع العمالة بشكل فعال على النشاط الالنتاجي وتركيزه في القطاع العام والإدرات باعتبار الدولة المشغل الأول، مع هامشية القطاع الخاص.

الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج سالبة دلالة على تأثير عكسي لمزج عوامل الإنتاج والتقنيات المستخدمة وكل العوامل الأخرى المؤثرة من محيط اقتصادي وبيئة تنافسية... .

ثالثا: تقدير جودة النموذج ومعنوية المتغيرات: بالنسبة لاختبار جودة النموذج بشكل عام فهو يفسر $R^2=56.6\%$ من العوامل المؤثرة بالناتج الحقيقي ومن ثم جانب لا بأس به يخضع لعوامل أخرى مؤثرة وإحصائية $Fisher=6.52$مقبولة، مع اشتباه وجود جذر الوحدة (DW)، أما معنوية كل عامل إنتاج من خلال إحصائية ستيودنت فكانت جيدة بالنسبة لرأس المال غير المادي والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج($T_{Kict}=|4.89|, T_{TFP}=|3.06| >2$)، وهي أقل من 2 بالنسبة لباقي العوامل أي بمعنوية أقل نسبيا.

ولفهم أفضل لتأثير عوامل الإنتاج تم تقسيم هذه الفترة إلى فترتين جزئيتين لتحسين النموذج والتحليل لفترة التسعينات التي لها ما يميزها وفترة ما بعد 2000 وبرامج دعم النمو والانعاش للاقتصادي، كما يلي:

– **الفترة *1990–2000***: تأثير إيجابي لعوامل الإنتاج: كمية العمل (*1.05%* زيادة في الناتج لكل زيادة بـ *1 %* في كمية العمل، وبمعنوية مقبولة*t=2.21*) ورأس المال بشقيه (المادي *1.97%* ولكن بمعنوية ضعيفة*t=0.94* وغير المادي *0.74%* بمعنوية مقبولة)، أما الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج فتبقى سالبة ومؤثرة نسبيا في تغيرات الناتج الحقيقي.

معنوية النموذج ككل جيدة من خلال:*F-statistic = 5.07 , R-squared=77.16% , DW; 3* .

– **الفترة *2000–2014***: إشارة سالبة لكل معلمات النموذج عدى الاستثمار في رأس المال الفكري وغير المادي دلالة على المبالغة في الانفاق الاستثماري ودون تسيير عقلاني أو رشيد للطاقات المتوفرة والمبالغ الضخمة بما يفوق القدرة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، أدى إلى انعكاس ذلك على إنتاجية عوامل الإنتاج والقدرة على التنسيق بينها وإدارتها (نمو سالب للانتاجية الكلية لعوامل الإنتاج كما تم توضيحه سابقا خاصة في المخططين الأخيرين *2005–2009* و*2009–2014*).

هذا مع أن النموذج لا يفسر سوى نصف العوامل المؤثرة بنمو الناتج الحقيقي من خلال المعنوية الكلية للنموذج والمعلمات ذات معنوية أو تفسير ضعيف لمؤشر النمو، دلالة على الارتباط الوثيق له ولتمويله بقطاع المحروقات والقطاع العمومي.

الفرع الثالث: تحليل خصائص القطاع الإنتاجي والاقتصاد الحقيقي الجزائري: يمكن معرفة خصائص القطاع الإنتاجي وعموم الإقتصاد الحقيقي في الجزائر من خلال النقاط التالية:

أولا: إنتاجية العمل والأجر الحقيقي: من الضروري تحفيز القطاع الخاص والاستثمار من خلال زيادة إنتاجية العمل، ومن غير ذلك فليس من المرجح تخفيض البطالة على المدى المتوسط والطويل، على أساس أن تحسين إنتاجية العمل هو الذي يخفض تكلفة الوحدة ومن ثم يحفز خلق فرص العمل من القطاع الخاص.

عموما توجد علاقة تبادل بين المرونة الضعيفة للإنتاج بالنسبة للعمل والنمو الاقتصادي، مع توجيه الموارد نحو المنتجات والقطاعات ذات القيمة المضافه العالية/عالية الإنتاجية *High value added/High productivity* وحيث تكون نمو مرونة الانتاج بالنسبة للعمل أقل، وهو ما يلاحظ عموما في الاقتصادات الأكثر تقدما وما يساعد في تنويع الهيكل الانتاجي للاقتصاد .

هذا رغم أن الأجر الأدنى المضمون في الجزائر هو من بين الأدنى في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا *MENA*، فالمطلوب سياسات لتحفيز النمو لخلق شروط التشغيل طويل الأجل لامتصاص زيادة القوة العاملة وتخفيض البطالة، مع

إصلاحات هيكلية لزيادة إنتاجية وتشجيع استثمار القطاع الخاص كمحرك لخلق فرص الشغل وتخفيض التكلفة النسبية لعنصر العمل.

معدل النمو في الجزائر يبقى منخفضا بمتوسط *3.5* بالمائة سنويا بين *2000* و*2014* مع نمو منخفض لدخل الفرد المتوسط السنوي *2.1* بالمائة، مع ارتباط النمو خارج المحروقات بقطاع المحروقات نفسه، للفترة *2000 – 2014* نما مستوى العمالة بمعدل *3.4* بالمائة سنويا مع نمو بطيء وثابت في نوعية العمالة، وكان التطور في *TFP* فترة بداية التسعينات أقل من الصفر، وبعدها تحسن نسبيا ولكنه عاود الانخفاض إلى ما دون الصفر وبتأثير سلبي منذ *2005* والمخططين الثاني والثالث للانعاش الاقتصادي، وهو أقل بكثير من المتوسط المقارن بدول المنطقة أو العالم أو الدول النفطية، وبقيت الفجوة كبيرة تفصل الاقتصاد الوطني عن غيره، وهو نفس الحال بالنسبة لتراكم رأس المال، الذي كان سلبيا فترة التسعينات، وارتفع دون دول المقارنة بقيمها الحقيقية ويمكن أن يرجع ذلك إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية.

ثانيا: علاقة تغيرات الانفاق على رأس المال بالنمو: دليل على عدم كفاءة الإنفاق الرأسمالي بالجزائر هي العلاقة بين نسبة الإضافة في رأس المال والمخرجات *(Incremental Capital Output Ratio-ICOR)* وهي مقلوب الإنتاجية الحدية لرأس المال، فزيادة الأخيرة (كنسبة مئوية من إجمالي الاستثمارات) يرافقها نمو بنسبة أقل لذلك لديه *ICOR* منخفض مشيرا إلى تناقص الغلة، من حيث مخرجات زيادة الاستثمار العام.

ونسبة رأس المال إلى الناتج تستخدم لقياس نسبة رأس المال التي يمكن استخدامها لكمية إنتاج معين على مدى فترة معينة من الزمن، نسبة رأس المال إلى الناتج تميل إلى الزيادة إذا كان رأس المال المتاح في بلد أرخص من غيرها من المدخلات، ولذلك، فإن البلدان الغنية في الموارد الطبيعية تجد بديلا بسهولة من الموارد الطبيعية من أجل زيادة الانتاج، وعندما تستخدم الاقتصاديات مواردها الطبيعية بدلا من رأس المال ما يزيد نسبة *ICOR* (نسبة الإنفاق اللازم لرفع الناتج الحقيقي بوحدة مئوية)، من ناحية أخرى فإن البلدان كثيفة العمالة التي توظف العمل أكثر كمدخل أساسي لتنفيذ المشروعات التنموية لديها نسبة *ICOR* منخفضة.[1]

بالنسبة إمكانيات الاقتصاد الجزائري فإنه ومع متوسط نمو سنوي للعمل بـ *4* بالمائة، يمكن للنمو الاقتصادي الزيادة بمعدل *0.8* نقطة مئوية سنويا من خلال دعم الإنتاجية الإجمالية لرأس المال عند خط المتوسط العالمي، في حين الزيادة في تراكم رأس المال المادي عند المتوسط العالمي (*4*بالمائة) تزيد معدل النمو السنوي كذلك وبمعدل *0.65* نقطة سنويا، وجمع الأثرين معا يصل بالنمو الحقيقي السنوي إلى *6* بالمائة،[2] وبالتالي ينبغي أن يقترن الحفاظ على الإنفاق الرأسمالي مع الجهود الرامية إلى تحسين كفاءة رأس المال وهذا يتطلب التنفيذ المتسق للتنافسية، فضلا عن اتخاذ تدابير لتعزيز التخطيط والتنفيذ والرصد، وصيانة المشاريع الاستثمارية العامة، ما ينعكس في تحسن للإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج.

الفرع الرابع: مصادر النمو الاقتصادي ووزن عوامل الانتاج في تحقيقه: يمكن من دراسة ومعرفة العوامل الكلية والوسائل المؤسسية المؤثرة في النمو الاقتصادي الحقيقي الوصول إلى معدل نمو عال ومستقر في المدى المتوسط والطويل، ومن خلال مراجعة الأداء الاقتصادي والتحقق مما إن كان النمو ناتجا عن التراكم في عوامل الإنتاج (كميا) أو من خلال الغلة الناجمة

[1] - Mohamed Abdelbasset Chemingui, **What Macroeconomics Factors Explain Algeria's Poor Economic Growth Performance**. Revised version January 2003.P08.
[2] - Ibid. P09.

عن زيادة إنتاجيتها (المعبر عنها بالإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج *Total Factor Productivity TFP*)، مع ربط التوقعات متوسطة وطويلة المدى بعوامل النمو الكامنة في الاقتصاد والواجب دعمها لتحسين الأداء الاقتصادي المستقبلي.

الجداول المستخرجة التالية تمثل حساب مصادر النمو الحقيقي وتوزيعها بالنقطة المئوية (والنسبة المئوية بين قوسين كنسبة من إجمالي النمو):

جدول(*48*): مصادر النمو في الناتج الحقيقي للجزائر ودول المقارنة لفترات جزئية للفترة *1990–2014*

الفترة	Gro RGDP%	L quantity	L quality	K nict	K ict	TFP
1990–94	(100)-0.84	(142.9) 1.2	(26.7) 0.224	(-0.04)-0.03	(0.04) 0.03	(-269.6)-2.26
1995–99	(100) 3.35	(49.2)1.65	(7.6) 0.256	(-0.04)-0.13	(0.03) 0.1	(43.8) 1.47
2000–04	(100) 4.66	(53.4) 2.49	(4.3) 0.202	(7.3) 0.34	(5.4) 0.25	(29.6) 1.38
2005–09	(100) 2.97	(65.3) 1.94	(6.3) 0.188	(46.2) 1.37	(18.5) 0.55	(-36.3)-1.08
2010–14	(100) 3.27	(45.9) 1.5	(-6.7) -0.22	(60.8) 1.99	(16.2)0.53	(-16.2)-0.53

المرجع: حسابات الطالب بناء على بيانات قاعدة البيانات الاقتصادية الشاملة TED.

يمكن تلخيص نتائج الجداول بالنسبة لكل دولة كما يلي:

تمثل كمية العمل ورأس المال المادي الداعم الأكبر لنمو الناتج الحقيقي، وقد تدعم رأس المال المادي بشكل كبير من خلال مخططات الانعاش الاقتصادي المتتالية بعدما كان سالب التأثير مع انخفاض الانفاق الرأسمالي سنوات التسعينات، ولكن هذا النمو ترافق معه إنفاق كثيف لرأس المال أكبر مما ينتجه من نمو حقيقي، كما تم التوصل إليه سابقا، مع تأثير متزايد وإيجابي نسبيا لرأس المال غير المادي.

بالنسبة لنوعية العمل لا يزال استغلال وتوزيع عنصر العمالة (تغير كتلة العمل والأجور لفئات العمل المختلفة) له أثر ضعيف على النمو أو حتى سلبيا يرجع إلى الخلل الهيكلي لسوق العمل، كما يتضح بشكل عام من خلال الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج (باعتباره الباقي *residual* عن مصادر النمو) التي كان لها أثر سالب في فترة بداية التسعينات ثم أصبح موجبا ليعود إلى تأثيره السلبي بداية المخطط الثاني للإنعاش الاقتصادي منذ *2005* دلالة على سوء استخدام لعوامل الإنتاج في توزيعها وإدارتها والتنسيق والتحكم فيها وبالتقنيات أو استيعاب النفقات الضخمة للمشاريع الاستثمارية، وهو ما أدى إلى خسارة فرص للنمو وعدم استغلال للطاقات الكامنة للاقتصاد.

وفي الإجمال يبقى كل من النمو في الناتج الحقيقي ومصادره دون المستوى الاقليمي والعالمي والمطلوب من أجل التنمية طويلة الأجل، وتنويع الاقتصاد مع العتماد النمو وتمويله على قطاع واحد، ما يرجح دخول الاقتصاد في أعراض ما يعرف بالعلة الهولندية.

المبحث الثالث: تطور وتوزيع الاستثمارات الحقيقية وتحليل دالة الإنتاج ومصادر النمو في تجربة ماليزيا التنموية

يتم تناول التجربة الماليزية التي تعتبر رائدة في التحول من اقتصاد حقيقي هامشي إلى قطاع منتج وخلاق للثروة، وذلك من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: الملامح العامة للجغرافيا الماليزية وسياستها الاستثمارية:

المطلب الثاني: تطور الاستثمار الحقيقي ومؤشراته والقطاع الإنتاجي في ماليزيا

المطلب الأول: الملامح العامة للجغرافيا الماليزية وسياستها الاستثمارية: اتبعت ماليزيا سياسة استثمارية مميزة، ونابعة من إمكانياتها ومحيطها الإقتصادي والميزة النسبية التي تتوفر لديها.

الفرع الأول: الملامح الجغرافية والموارد والإمكانيات الاقتصادية لماليزيا:[1] يرصد الموقع والإمكانيات المتاحة التي سمحت بالإقلاع الإقتصادي:

أولا: ماليزيا جغرافيا: ماليزيا دولة تقع في الجنوب الشرقي من آسيا وتطل على بحر الصين الجنوبي من جهة الشمال، تبلغ مساحتها *329758* كم^2، تحدها من الجنوب أندونيسا ومن الشمال كل من تايلاند وبحر الصين الجنوبي ويتألف اتحاد ماليزيا من :

ماليزيا الغربية: وتتألف من دولة المالايو التي تشغل أراضيها معظم شبه جزيرة المالايو و*11* ولاية اتحادية من بينها ولاية العاصمة كوالالمبور.

ماليزيا الشرقية: وتضم ولايتي صباح وسراواك، في جزيرة بورنيو حيث حدود تتجاوز *1300* كم مع أندونيسا وسلطنة بروناي، مع عدد من الجزر المنتشرة قرب الشريط الساحلي.

ثانيا: الموارد والإمكانات: ماليزيا ليست بالدولة الغنية بالقدر الذي يكفيها للإنفاق العام بالاعتماد على عائدات مواردها الطبيعية كما الحال بالنسبة إلى بعض البلدان العربية البترولية، كما عانت من الاستعمار البريطاني الذي لم يكتف بالسيطرة على موارد البلاد بل غيَّر الخريطة الاجتماعية لهذا البلد بطرد المالاي وهم السكان الأصليين إلى الجبال، وخلق نخبة صينية وهندية لخدمة المصالح البريطانية، ما أوقع ماليزيا المستقلة في معضلة عرقية يرى الخبراء أن حلها صعب للغاية.[2]

– **الزراعة:** تبلغ المساحة الزراعية في ماليزيا الغربية حوالي ثلاث ملايين هكتار، وتشكل الزراعة الحرفة الرئيسة للسكان حيث يعمل بها حوالي نصف حجم القوة العاملة، وماليزيا غنية بمواردها الزراعية (المطاط والأرز وفول الصويا وزيت النخيل وقصب السكر والتوابل) ؛

– **الثروة الحيوانية:** لا تزال الثروة الحيوانية محدودة وتحتاج إلى العناية والتنمية ؛

– **الثروة الغابية:** تغطي الغابات مساحة واسعة من أرض ماليزيا تقدر بحوالي ثلاث أربع مساختها، وتساهم الغابات بقدر لا بأس به من الدخل القومي، إذ أن إنتاج الأخشاب يقدر بحوالي *25* مليون متر مكعب سنويا، وتحت ل مركزا متقدما بين دول آسيا (المركز السادس في إنتاج الأخشاب) وتصدر كميات كبيرة إلى الخارج ومن أنواع جيدة.

---

[1] – نادية فاضل عباس فضلي، **التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000 –2010 دراسات دولية : العدد 54**، ص162-164.

[2] – سحر أحمد حسن، **مشكلة البطالة وآلية العلاج (دراسة تطبيقية مقارنة بين حالتي مصر وماليزيا بين 1991 و2013)**، بحوث اقتصادية عربية، العددان 69 - 70 لسنة 2015، ص46، متوفرة على الموقع الالكتروني، www.caus.org.lb.

– **الثروة المعدنية:** تنتج ماليزيا عددا من المعادن التي من أهمها (القصدير والحديد، البوكسيت، الذهب، النحاس النيكل والفوسفات) كما تنتج كميات كبيرة من النفط والفحم، والقصدير.

– **الصناعة:** تطورت الصناعة في ماليزيا بشكل كبير وهي جزء أساس من عملية التنمية، وأهم الصناعات بعد الالكترونيات صهر القصدير، وتصنيع المطاط والاسمنت والنسيج ومعامل الكيماويات، وهي من أهم أهداف خطط التنمية الخماسية منذ عام *1965* من خلال العناية بالثناعة وإنمائها لتحقيق التنوع في الإنتاج وخلق فرص العمل رفع الدخل والمستوى المعيشي، وقد استفادت لحد كبير في مجال الصناعات الالكترونية والسيارات.

الفرع الثاني: مسيرة التنمية في ماليزيا:[1] بعد أن حصلت ماليزيا على استقلالها في العام *1958*م اتجهت استراتيجية التنمية إلى الإحلال محل الواردات في مجال الصناعات الاستهلاكية والتي كانت تسيطر عليها الشركات الأجنبية قبل الاستقلال، إلا أن هذه الاستراتيجية لم تفلح في مجال التنمية المتواصلة نظراً لضيق السوق المحلي وضعف الطلب المحلي، ولم يكن لهذه الاستراتيجية أثر على الطلب على العمالة أو وجود قيمة مضافة عالية، وقد بدأت المرحلة الأولى بدأت في عقد السبعينات حيث اتجهت التنمية في ماليزيا للاعتماد على دور كبير للقطاع العام والبدء في التوجه التصديري في عمليات التصنيع، حيث بدأ التركيز على صناعة المكونات الإلكترونية، وهذه الصناعات كانت كثيفة العمالة مما نتج منه تخفيض معدلات البطالة وحدوث تحسن في توزيع الدخول والثروات بين فئات المجتمع، أيضاً كان لشركات البترول دور ملموس في دفع السياسات الاقتصادية الجديدة حيث كونت ما يشبه الشركات القابضة للسيطرة على ملكية معظم الشركات التي كانت مملوكة للشركات الإنكليزية والصينية، وقد تحقق لها ذلك مع نهاية عقد السبعينيات، والمرحلة الثانية شهدت الخمس سنوات الأولى من عقد الثمانينيات تنفيذ الخطة الماليزية الرابعة والتي ركزت على محورين هما: موجة جديدة من الصناعات التي تقوم بعمليات الإحلال محل الواردات والصناعات الثقيلة في إطار ملكية القطاع العام.

بينما الفترة الممتدة من منتصف الثمانينيات وحتى العام *2000*م لتشمل المرحلة الثالثة حيث شهدت تنفيذ ثلاث خطط خماسية، استهدفت تحقيق مجموعة من السياسات لتنشيط عمليات النمو الصناعي وتعميق التوجه التصديري في عمليات التصنيع وأيضاً تحديث البنية الأساسية للاقتصاد الماليزي، وكذلك وجود مزيد من التعاون الاقتصادي الإقليمي في إطار مجموعة بلدان كتلة <الأسيان>، وأخيراً تطوير طبقة من رجال الأعمال.

على الرغم من الانفتاح الكبير لماليزيا على الخارج والاندماج في اقتصاديات العولمة، فإنها تحتفظ بهامش كبير من الوطنية الاقتصادية، وخلال نحو ثلاثين عاماً تغيرت ماليزيا من بلد يعتمد بشكل أساسي على تصدير بعض المواد الأولية الزراعية إلى بلد مصدر للسلع الصناعية، كما كانت تجربتها متميزة في مواجهة أزمة جنوب شرق آسيا التي شهدها العام *1997*م، حيث لم تعبأ بتحذيرات صندوق النقد والبنك الدوليين وأخذت تعالج أزمتها من خلال فرض قيود صارمة على سياستها النقدية، معطية البنك المركزي صلاحيات واسعة لتنفيذ ما يناسب مواجهة هروب النقد الأجنبي إلى الخارج، واستجلاب حصيلة الصادرات بالنقد الأجنبي إلى الداخل، ما سمح لماليزيا تجنب الآثار المالية والإقتصادية خلال عامين فقط.

الفرع الثالث: السياسات الاقتصادية والتمويلية كأهم عوامل للنمو: بامتلاك ماليزيا لرؤية مستقبلية للتنمية والنشاط الاقتصادي من خلال خطط خماسية متتابعة ومتكاملة منذ الاستقلال، والتخطيط لماليزيا *2020*م والعمل على تحقيقه، مع

[1]- عبدالحافظ الصاوي رقم العدد 451 الشهر 5 السنة 3، مجلة الوعي الإسلامي، دولة الكويت، على الموقع: www.alwaei.com/**site**/index.php/pdf/

وجود درجة عالية من التنوع في البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاط الصناعي (الصناعات: الاستهلاكية – الوسيطة –الرأسمالية) والزراعة،وقد كان هذا الأمر كمحصلة للنجاح النسبي لسياسات التنمية.

– في مجال التنمية المادية عملت ماليزيا على تحقيق العدالة بين المناطق، بحيث لا يتم تنمية منطقة على حساب أخرى، فازدهرت مشروعات البنية الأساسية في كل الولايات، كما اهتمت بتنمية النشاطات الاقتصادية جميعها، فلم يهمل القطاع الزراعي في سبيل تنمية القطاع الصناعي الوليد أو القطاع التجاري الاستراتيجي، وإنما تم إمداده بالتسهيلات والوسائل التي تدعم نموه، وتجعله السند الداخلي لنمو القطاعات الأخرى ؛

– التكتل الاقتصادي الفعال في إطار دول الآسيان، بتفعيل دورها وتطوير آليات التعاون والتكامل الإقليمي بما يحقق أهداف الدول الأعضاء لمواجهة التكتلات الإقليمية كالاتحاد الأوروبي والنافتا (منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية)؛

– اعتماد سياسة التصنيع بشكل واسع وفتح المجال للاستثمار الأجنبي المباشر والتوجه نحو اقتصاد السوق والمبرمج للإنتاج تتفاعل مع القوة العاملة الماهرة فنيا والبنية التحتية القوية والمؤسسات العلمية ؛

– الإجراءات الحكومية المساعدة والمساندة للتنمية البشرية والاقتصادية وتعزيز الابتكار والإبداع، إذ قامت الحكومة الماليزية بعدة إجراءات تتضمن:

° التشديد على مسؤولية الحكومة في حماية تنافسية السوق ودعم الانتاج والبحوث العلمية ؛

° اعتماد سياسة الانفتاح على الاستثمارات الخارجية، واعتماد سياسات ضريبية منفتحة وجاذبة للاستثمار، إذ تعاملت مع الاستثمار الأجنبي المباشر بحذر حتى منتصف الثمانينيات، ثم سمحت له بالدخول ولكن ضمن شروط تصب بشكل أساسي في صالح الاقتصاد الوطني منها: [1]

– ألا تنافس السلع التي ينتجها المستثمر الأجنبي الصناعات الوطنية التي تشبع حاجات السوق المحلية؛

– أن تصدر الشركة *50%* على الأقل من جملة ما تنتجه؛

° تحسين أداء القطاع المالي والمصرفي، وتوفير رؤوس الأموال المحلية اللازمة لمختلف أوجه التنمية بصورة متزايدة ؛

° حرية تداول العملات وحماية الملكية الفكرية، وإقامة علاقات صناعية وروابط متجانسة بين المؤسسات الإنتاجية ؛

° تطوير البنية التحتية وشبكة معلومات واتصالات متقدمة وخدمات معلوماتية عالية الجودة ؛

° اعتماد ماليزيا أولا بدرجة كبيرة على الموارد الداخلية في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات بارتفاع الادخار المحلي الإجمالي، ودفع التنمية من خلال ثلاثية **النمو والتحديث والتصنيع**، باعتبار هذه القضايا الثلاث أوليات اقتصادية وطنية، كما تم التركيز على مفهوم <ماليزيا كشراكة> كما لو كانت شركة أعمال تجمع بين القطاع العام والخاص وشراكة تجمع بين الأعراق والفئات الاجتماعية المختلفة التي يتشكل منها المجتمع الماليزي.

° بزيادة معدلات الادخار والاستثمار، يكون الاهتمام الأكبر للسياسات الاقتصادية في الأجل القصير هو تحقيق التوازن بين الطلب الكلي والعرض الكلي، وزيادة الإنفاق الاستثماري في حالات البنية الأساسية وصيانتها، وعصرنة نظم الاتصالات وكل المتطلبات لعملية النمو وجذب الاستثمارات المباشرة والتكنولوجيا المتقدمة ؛

[1] - سحر أحمد حسن، **مرجع سابق**، ص ص: 46-47.

– نادية فاضل عباس فضلي، **مرجع سابق**، ص ص: 175- 178.

أما عن الملاحظات على تجربة التنمية الماليزية فهناك نقطتان رئيستان للتجربة الماليزية وهما ارتفاع معدلات الاستيراد كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والأخرى تزايد نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي. مما قد يعرض التجربة لوجود مؤثرات خارجية تجعل الاقتصاد الماليزي يتأثر بها سلباً.

الفرع الرابع: التحفيزات الاستثمارية المتخذة لتحسين الأداء الاقتصادي الحقيقي في ضوء التجربة الماليزية:[1] بالربط العريض بين الحوافز وتقديم التسهيلات المتخصصة لتنمية المهارات استطاعت حكومة ماليزيا استغلال استراتيجيات لترقية التقانة وزيادة القدرات التنافسية، ويعكس تطور هيكل الحوافز في ماليزيا الانتقال التدريجي من التشجيع العام للاستثمار الأجنبي المباشر إلى التركيز المحدد في توجيه الاستثمار للقطاعات عالية التقنية والعناقيد الصناعية ؛

في *1958* تضمنت الحوافز الممنوحة إعفاءات ضريبية لفترة *2* إلى*5* سنوات للاستثمار في صناعات إحلال الواردات كالأغذية والمشروبات، البلاستيك، الكيماويات، وصناعة الطباعة والنشر، ثم في *1968* تم إدخال تعديلات على الحوافز لتشجيع التشغيل والصناعات كثيفة الاستخدام لرأس المال، شملت الإعفاءات لضريبة الأرباح تراوحت بين سنتين إلى عشر سنوات واستقطاعات ضريبية للاستثمار تراوحت بين *25* %إلى *40* % من تكلفة رأس المال.

في السبعينات تركز الترويج على الصناعات كثيفة الاستخدام لعنصر العمل والصناعات الموجهة للتصدير، وتضمن إنشاء *10* مناطق حرة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في قطاع الالكترونيات والنسيج، وشملت الحوافز والتسهيلات لهذه المناطق:

- خدمات البنية الأساسية المدعومة ؛
- تسريع الإجراءات الجمركية ؛
- الإعفاءات من رسوم الجمارك والضرائب على الصادرات ؛
- إعفاء المناطق الحرة من قوانين الملكية.

وبموجب قانون الاستثمار لعام *1986* تم تحرير كافة القيود الخاصة بحقوق الملكية في الشركات، وتحت مظلة " قانون تشجيع الاستثمارات" كالتالي:

نسبة حصص الأجانب في رؤوس أموال الشركات المحلية :

- السماح للأجانب بالاستحواذ على *100%* من حقوق الملكية الشركات المحلية في شركاتهم، وذلك عند قيامهم بتصدير *80* %أو أكثر من منتجات تلك الشركات، وقد لاقى هذا القرار معارضة واتهامات بالتمييز وكانت حجة الحكومة أن الاستثمار موجه للتصدير بما يحقق الإيرادات بالعملات الأجنبية والحاجة الملحة إلى التكنولوجيا والمعدات الثقيلة والسلع الرأسمالية، كما أن إتاحة نسبة *100%* تحل مشكلة صعوبة التوصل إلى شركاء محليين ملائمين ؛
- السماح للشركات التي تصدر ما بين *51%* و *79%* من منتجاتها من حقوق الملكية الأجنبية بالنسبة نفسها ؛
- السماح للشركات التي تصدر نسبة تتراوح بين *20%* إلى *50%* من منتجاتها بتملك حتى *% 51* كحقوق الملكية الأجنبية للشركات ؛

[1]- عادل عبد العظيم: ، **التجارب الدولية في الاستثمار الأجنبي المباشر: تجربة ماليزيا**، المعهد العربي للتخطيط على الموقع: www.arab-api.orgimagestraining...32_C22-4.pdf تاريخ التحميل: 2015/12/01.

– السماح للشركات التي تستطيع تصدير *20%* فقط أو أقل من منتجاتها أن تتملك بحد أقصى *30%* من حقوق الملكية الأجنبية لتلك الشركة.

وقد روعي في هذا القانون أهمية العوامل التي تتضمن التأثيرات التشابكية ومدى استخدام المواد الخام والمكونات المحلية ، وحسن اختيار أماكن توطين تلك الشركات وكذا القيمة المضافة.

وبموجب قانون تشجيع الاستثمارات: فإن الشركات يمكنها أيضاً التمتع ببعض الإعفاءات الضريبية إذا ما قامت تلك الشركات بإنتاج بعض المنتجات المنصوص عليها في ذلك القانون، كما يتيح أيضاً إسقاط جزء من الضرائب المستحقة على الدخل للشركات التي تعمل في مجالات صناعية محددة مثل الموجهة للتصدير، صغيرة الحجم، والالتزام بالإرشادات الخاصة بالمشاركة في الملكية، وبمشاركة الأجناس المختلفة في قوة العمل واستخدام المواد الخام المحلية، والتمتع بميزة خصم كلا من المصروفات الخاصة بترويج الصادرات وأقساط تأمين ائتمان الصادرات عند احتساب الضرائب.

يتم أيضاً تقدير الحوافز المالية لجميع المستثمرين للقيام بعمليات البحوث والتطوير*R&D* وكذا تدريب العمالة المحلية، فضلا عن الإعفاء من الضرائب لمدة خمس سنوات لتشجيع هذه الشركات على التوطن في ماليزيا .

هذا بالإضافة إلى قيام الحكومة الماليزية بتوقيع اتفاقيات لضمان الاستثمار مع مختلف الدول تضمنت حماية الشركات الأجنبية من التأميم الإجباري ، وإمكانية لجوء الشركات متعددة الجنسيات لنظام فض المنازعات الدولي للحصول على التعويضات القانونية ، وحرية تحويل أرباحهم وعوائدها ورأس المال للخارج، وبهدف تسهيل تلك الإجراءات قامت السلطات الماليزية بإنشاء هيئة التطوير الصناعي الماليزية لكي تكون المركز الوحيد الذي يتعامل مع الطلبات المقدمة من المستثمرين.

– في *1990* استجابة للتدفقات الضخمة للاستثمار الأجنبي المباشر قامت الحكومة بتعديل هيكل الحوافز بالتركيز على نوعية الاستثمار مقاسة با لمكون التقني والقيمة المضافة، كما تم توسيع الحوافز الضريبية لتشمل خدمات المراكز الإقليمية للشركات متعددة الجنسيات فيما يختص بالإمداد، التنسيق والإدارة.

– في *1991* تمت مراجعة شاملة لسياسة الحوافز بهدف تنظيم وتوجيه الحوافز، تقوية المردود الضريبي وتشجيع تنمية الصناعات ذات القدرات التنافسية:

– تقليص نطاق الإعفاءات الضريبية، وتحديد الاستقطاعات الاستثمارية بـ *% 70* من الدخل كأقصى حد ؛

– منح حوافز خاصة لتشجيع المشاريع الاستراتيجية والمشاريع عالية التقانة، البحوث والتطوير، التدريب والمشاريع الداعمة للتشابك الصناعي، حيث تم استخدام أربعة معايير أداء لتقييم طلبات منح الحوافز:

- قيمة مضافة من *30%* إلى *50%* ؛
- محتوى محلي بنسبة من *20%* إلى *50%* ؛
- مستوى تقانية مقاس بعدد المشرفين الإداريين والفنيين ؛
- مستوى التشابك الصناعي.

– إلغاء الحوافز غير الفعالة وتلك التي تتعارض مع اتفاقية منظمة التجارة العالمية.

في *1995* بدأ التقليل في منح الحوافز للمشاريع كثيفة الاستخدام لعنصر العمل والتركيز على الاستثمارات الرأسمالية مقاسة بمقدار الاستثمار / لوحة العمل ؛

– مشاريع التقانة العالمية في مناطق التقنيات الناشئة (الحاضنات) تمنح إعفاءات ضريبية لفترة 5 سنوات أو استقطاعات ضريبية على الاستثمار تصل 60% من تكلفة الاستثمارات الرأسمالية المؤهلة خلال الخمسة أعوام الماضية، وتشمل الأنشطة المؤهلة الالكترونيات الحديثة، معدات القياس، التقنيات البيولوجية، البرمجيات والصناعات الفضائية.

يتم التدعيم من خلال الاعفاء الضريبي للمؤسسات حسب النشاط والمنتج ومنطقة النشاط، يصل الإعفاء حتى نسبة 70 أو85 بالمائة،وتصل نسبة الإعفاء حتى 100 بالمائة بالنسبة لمشاريع نقل التكنولوجيا العالية، وإعفاء كامل لمدة عشر سنوات من الضريبة على الدخل للشركات المصنفة في مخطط الربط الصناعي المعتمدة والقادرة على تحقيق المعايير العالمية من حيث السعر والجودة والكفاءة والقدرة على إحلال الواردات. [1]

كما قامت بتوقيع اتفاقيات الملكية الفكرية ونقل التكنولوجيا، والتعدد الضريبي والتعاون الصناعي وضمان الاستثمارات وتملك الأصول والاندماج والاستحواذ وانتقال رؤوس الأموال، مع مختلف الدول وفي إطار التعاون الإقليمي.

الفرع الخامس: الاستثمار في ماليزيا ودوره في مواجهة الأزمات والحفاظ على البيئة في المشاريع الاستثمارية: أدى الاستثمار الحقيقي إلى إعطاء دفعة قوية للأداء الصناعي في ماليزيا، وكان لهذا الاستثمار آثار إيجابية على استخدام الموارد والقوى العاملة، وكذا على البيئة الطبيعية في ماليزيا.

أولا: مواجهة الأزمات المالية والإقتصادية إقليميا ودوليا: إذ صاحب وقوع الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا عام 1997هروب كبير لرؤوس الأموال من تلك الدول، وانخفاض معدلات النمو واتباع سياسات مالية ونقدية متشددة مما أدى إلى تسريح العمالة وانخفاض الطلب على الأيدي العاملة الجديدة في سوق العمل وكذا الأجور الحقيقية نيجة لارتفاع مستوى الأسعار وحدوث أزمة في القطاع غير الرسمي.

وتشير البيانات إلى انخفاض معدل النمو السنوي لنصيب الفرد من الناتج المحلي من 7% سنة 1996 إلى –9.3 % سنة 1998 وارتفاع نسبة من يعيشون تحت خط الفقر من 8.2% سنة 1997 إلى 15% سنة 1999 في حين شهد معدلي التضخم والبطالة ارتفاعات معتدلة من4.2% و2.5% على التوالي سنة 1995 إلى 5.3% و 4.5% سنة 1998.

وقد كانت ماليزيا من أقل الدول تأثرا بالأزمة، حيث رفضت اتباع توصيات صندوق النقد الدولى بشأن إدارة الأزمة، وقد تبنت سياسات مالية و نقدية توسعية إلى جانب فرضها قيود على تحركات رؤوس الأموال بعد أن كان حسابها الرأسمالي والمالي محررا، كما يرجع انخفاض حدة أزمة البطالة إلى مرونة أسواق العمل في ماليزيا من جهة، ومغادرة العمال الأجانب الذين كانوا يعملون في أكثر القطاعات تأثرا فور وقوع الأزمة من جهة أخرى، مما يعنى أن ماليزيا قامت بتصدير جزء كبير من البطالة لديها، واتخاذ عدد من الإصلاحات في سوق العمل تضمنت ربط الأجر بالإنتاجية، ورفع كفاءة الإدارة، وزيادة مرونة ساعات العمل واتباع أسلوب التسريح المؤقت بدلا من التخفيض الكلي، وتأسيس عدد من الصناديق بغرض مساعدة الفئات ذات الدخل المحدود وكان من أهمها صندوق إقراض العاملين والذي استفادت منه نسبة كبيرة من العاملين المستغنى عنهم.

ثانيا: التخطيط البيئي: كما أن التخطيط البيئي هو أحد الملامح الرئيسية في تخطيط المناطق الصناعية في ماليزيا بهدف زيادة إنتاجية العامل وتحسن الصحة الذهنية لقوة العمل والتقليل من الآثار البيئية السلبية في المناطق المحيطة لأدنى حد ممكن،

[1]– لمزيد من الإطلاع: **Investors guide ; economic report;** www.treasury.gov.my/pdf/.../er/.../InvestorGuide.pdf

ومن ثم فقد تم تخطيط المناطق الصناعية في ماليزيا على هذا النمط، كما فرضت الحكومة الماليزية على جميع المشروعات الاستثمارية الجديدة أن تجتاز اختبار تقييم الأثر البيئي *Environmental impact assessment test* قبل إصدار الترخيص.

المطلب الثاني: تطور الاستثمار الحقيقي ومؤشراته والقطاع الإنتاجي في ماليزيا: تواصل ماليزيا اعتماد أكثر تركيزا وتستهدف جذب الاستثمارات النوعية في مناطق نمو جديدة كثيفة رأس المال والصناعات كثيفة المعرفة، تمشيا مع الجهود التي تبذلها الحكومة لتصبح أمة ذات الدخل المرتفع بحلول عام *2020* ، ويعتبر مجال الاستثمار في ماليزيا عنصر جذب للأسواق المحلية والعالمية، التطور في بيئة الأعمال التنافسية الماليزي يعتبر القاعدة للإنتاجية العالية وخلق الثروة والنمو الاقتصادي المستدام، من خلال عوامل القواعد الهيكلية، والاستثمار في رأس المال المادي والفكري والبشري، والسياسة الجبائية والتنظيمات، لينعكس على الإنتاجية والنمو.

الفرع الأول: الاستثمارات ومجالاته في أهم القطاعات الإقتصادية: شهدت ماليزيا تقدما كبيرا في حجم الاستثمارات من خلال:

الاستثمارات المباشرة الحقيقية *235.9* مليار رنجت سنة *2014* و*219.4* مليار رنجت سنة *2013*، وفي كل القطاعات من الصناعة والخدمات والقطاعات الأولية، منها نسبة معتبرة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة ولكن تبقى في مستوى الخط الذي حددته السلطات لتنشيط الإستثمار المحلي من خلال برنامج التحول الإقتصادي *(2010-2015) Economic Transformation Program (ETP)*، النسبة الأكبر من إجمالي الاستثمارات لقطاع الخدمات حيث شكلت *63.4%* من إجمالي الاستثمارات متبوعا بقطاع الصناعة حوالي *30.5%*، في حين القطاع الأولي يشكل نسبة *6.1%*.

عدد المشاريع الإجمالية المقبولة *5942* مشروعا، يتوقع أن تخلق حوالي *180* ألف فرصة عمل، أغلبها تستخدم التكنولوجيا الناشئة وتخلق القيمة المضافة العالية، ونسبة مهمة من المشاريع تصدر على الأقل *80* بالمائة من منتجاتها، وتستخدم نسبة مهمة من الموارد المحلية.[1]

أولا: القطاع الصناعي: في سنة *2014* عدد المشاريع المقبولة في القطاع الصناعي *811* مشروعا (*787* مشروعا سنة *2013*) بقيمة إجمالية بلغت *71.8* مليار رنجت حوالي (*52.1*مليار رنجت *2013*)، منها *450* مشروعا جديدا بقيمة *43.5* مليار رنجت (*38*مليارا *2013*) والأخرى للتوسع والتنويع من مجموع الاستثمارات في القطاع الصناعي *55.1%* استثمارات أجنبية (*58.6%* سنة *2013*).[2]

من المشاريع الجديدة تستحوذ المشاريع العملاقة (أكثر من مليار رنجت) على نسبة *62.75 %* من القيمة الإجمالية، وتتنوع مجالات الاستثمار في المجال الصناعي وتقسيمها حسب المصدر (محلي وأجنبي) ونوعها (بين قوسين استثمارات جديدة والباقي استثمارات التوسع والتنويع أو إعادة الاستثمار)، كما يوضحها الجدول (*49*) التالي:

[1]- Ministery of intarnational trade and industry; **Investment and Manufacturing - Energising the Economy;** MITI report 2014. PP44-45.
http://www.miti.gov.my/miti/resources/auto%20download%20images/55555e0d16051.pdf.

[2] - Investment performance report Malaysia 2014, Malaysian Investment Development Authority MIDA. P68.

الجدول(49): تطور حجم الاستثمارات القطاعية وتقسيمها حسب المصدر والنوع ماليزيا الفترة 2000-2014 (بين قوسين هي الاستثمارات الجديدة والباقي استثمارات التجديد والتوسع)

مجال الاستثمار	2014			2012			2010			2008		
	محلي	أجنبي	الإجمالي	محلي	أجنبي	الإجمالي	محلي	أجنبي	الإجمالي	محلي	أجنبي	الإجمالي
البتروكيماويات	11.3	4.7	16 (15.3)	4.7	1.4	6.1 (5.8)	4.7	1.1	5.8 (3.8)	1.5	1.2	2.7 (1.3)
الالكترونيات والمنتجات الكهربائية	2.5	11.2	13.7 (3.6)	1.5	3.5	5 (3.4)	1.7	13.9	15.6 (4.1)	0.5	17.7	18.2 (10.8)
منتجات كيماوية	3	7.7	10.7 (4.7)	0.7	5.7	6.4 (2.7)	1.1	1.7	2.8 (1)	1.4	1.2	2.6 (1.3)
صناعات تحويلية وغذائية	4.3	3	7.3 (4.4)	2.8	2	4.8 (1.4)	1.8	1.5	3.3 (1.8)	2.3	1.3	3.6 (1.9)
آلات وتجهيزات	7.2	10.8	18 (13.8)	8	4.6	12.6 (9.8)	6.3	6.8	13.1 (8.5)	8.5	22.3	30.8 (23)
أخرى	4	2.2	6.2 (1.7)	2.5	3.6	6.1 (3.7)	2.5	4.1	6.6 (4.7)	2.5	2.4	4.9 (3.7)
الإجمالي	**32.3**	**39.6**	**71.9 (43.5)**	**20.2**	**20.8**	**41 (26.8)**	**18.1**	**29.1**	**47.2 (23.9)**	**16.7**	**46.1**	**62.8 (42)**

مجال الاستثمار	2006			2004			2002			2000		
	محلي	أجنبي	الإجمالي	محلي	أجنبي	الإجمالي	محلي	أجنبي	الإجمالي	محلي	أجنبي	الإجمالي
البتروكيماويات	10.8	0.6	11.4 (8.8)	1.1	0.8	1.9	0.1	4.8	4.9	6.3	3.2	9.5
الالكترونيات والمنتجات الكهربائية	1.5	9.3	10.8 (2.8)	1.8	6.8	8.6	1.7	4.1	5.8	2	10.4	12.4
منتجات كيماوية	6.1	3	9.1 (7.9)	2.5	0.6	3.1	0.4	0.5	0.9	0.4	0.6	1
صناعات تحويلية وغذائية	1.2	1.7	2.9 (1.8)	1.2	1	2.2	1.2	0.7	1.9	0.9	0.9	1.8
آلات وتجهيزات	2.9	3.8	6.7 (5.2)	3.6	1.4	5	1.5	0.9	2.4	1.5	1.3	2.8
أخرى	3.3	1.8	5.1 (2.9)	5.4	2.6	8	1.4	0.6	2	2.7	3.5	6.2
الإجمالي	**25.8**	**20.2**	**46 (29.4)**	**15.6**	**13.2**	**28.8**	**6.3**	**11.6**	**17.9**	**13.8**	**19.9**	**33.7**

Source; Investment performance Malaysia; from 2000 to 2014 reports, Malaysian Investment Development Authority MIDA. Mars 2016

ثانيا: قطاع الخدمات، الزراعة والخدمات: إضافة لمشاريع الدعم الهندسي والفكري تجاوزت مليار رنجت سنة *2014*، وبالنسبة للزراعة فبلغ حجم الاستثمار فيها حوالي مليار رنجت (*0.9* مليار سنة *2013*)، وفي قطاع التعدين *13.5* مليار رنجت (*18.8* مليار رنجت سنة *2013*).[1]

بالنسبة للاستثمار في قطاع الخدمات فقد استحوذ على النسبة الأكبر من إجمالي الاستثمارت، والجدول التالي يوضح التوزيع على أهم القطاعات الفرعية، إضافة إلى قطاعي التعدين والزراعة:

الجدول(*50*): التوزيع الفرعي للاستثمارات في مجال الخدمات والزراعة والتعدين لماليزيا *2013-2014*

البيـــان	2013	2014
القطاع الفرعي للخدمات		
العقارات والإسكان	83.3	88.6
منافع ونشاط التوزيع	14.1	17.7
خدمات مالية	3.1	6.9
فنادق وسياحة	7	6.7
نقل	7.9	6.1
خدمات الدعم	3.5	5.3
الاتصالات	8.8	4.5
خدمات الصحة والتعليم	4.1	3.9
أخرى	15.9	16.6
الإجمالي	**147.7**	**149.6**
الزراعة	**0.9**	**1**
التعدين	**18.8**	**13.5**

Source; Investment performance report Malaysia 2014, Malaysian Investment Development Authority MIDA. P76.

كما أن الجدول التالي يوضح أداء قطاع الخدمات في الجانب الإنتاجي:

الجدول(*51*): أداء قطاع الخدمات من خلال النمو السنوي ونسبة المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي للفترة *2010-2014*

(الأسعار الثابتة 2005)%

البيان/ السنة	النمو السنوي			كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي		
	2014	2012	2010	2014	2012	2010
قطاع الخدمات	6.3	6.4	7.4	55.3	54.6	53.2
خدمات وسيطة:	5.4	7.5	8.1	22.4	22.4	21.8
-خدمات مالية وتأمين	2	7.9	8.2	8.8	9.4	9.1
-القطاع العقاري	7.8	7.2	7.6	5.8	5.5	5.4
-نقل وتخزين	5	4.9	7.1	3.6	3.6	3.7
-الاتصالات	9.9	9.5	9.7	4.2	3.9	3.6
خدمات نهائية	7	5.7	6.9	33	32.1	31.4

[1] - Ibid; P77.

- تجارة الجملة والتجزئة	8.8	4.6	8.3	14.8	14.2	14.1
- مطاعم وفندقة	6.2	5.4	7	2.5	2.5	2.4
- منافع وخدمات	3.5	4.3	7.7	2.4	2.5	2.6
- خدمات حكومية	6.5	9.4	5.9	8.3	8	7.2
خدمات أخرى	4.9	3.9	4.4	5	5	5.1

Source : ; Investment performance report Malaysia 2014, Malaysian Investment Development Authority MIDA. P79

بلغت حصيلة الصادرات الماليزية *766* مليار رنجت (حوالي *220* مليار دولار أمريكي) أغلب الصادرات متمثلة في الانتاج الصناعي بنسبة *77%* سنة *2014* منها *40.5*بالمائة عبارة عن منتجات الكترونيات وتطبيقات علمية، والمنتجات الكيميائية والبترولية المكررة بنسبة *16.5%*، والباقي موزع بين منتجات معدنية وآلات ومنتجات تحويلية كالمطاط والخشب والملابس الجاهزة، بالنسبة للإنتاج الزراعي تصدر ماليزيا ما نسبته *9.5 %*من صادراتها من منتجات زيت النخيل والمطاط الخام، والنسبة المتبقية للصادرات ونسبتها *13.5 %* نفط خام وغاز طبيعي.

بالنسبة للواردات فبلغت *683* مليار رنجت (حوالي *195* مليار دولار) سنة *2014* وتتشكل خاصة من سلع وسيطة وبتروكيماويات بنسبة *60%* وآلات وتجهيزات *14%* وسلع استهلاك نهائي *7 %* ومنتجات أخرى *19%* .[1]

الفرع الثاني: الكفاءة الإنتاجية للعمل ورأس المال والإنتاج: النمو في الإنتاجية لعوامل الإنتاج يمثل عاملا مهما في دعم النمو الاقتصادي، وتستخدم ماليزيا مقاربة دعم النمو من خلال:

زيادة كمية المدخلات من العمل ورأس المال ومواد التصنيع، والثاني من خلال تتبع ودعم فعالية استخدامها من خلال مؤشرات الإنتاجية، ومن خلال تحويل المبلغ نفسه من المدخل إلى مستويات أعلى من المخرجات أو جودة أعلى وبأسعار مختلفة، وحسب الدراسات بإمكان ماليزيا رفع إنتاجيتها بمتوسط نمو *3.7%* للسنوات حتى *2019* لإغلاق الفجوة وللوصول إلى عتبة الإنتاجية الخاصة بأكثر الدول المتقدمة أداءا.

وتبلغ عتبة الكفاءة الإنتاجية كمرجع وتبلغ *41649* دولارا التي بلغتها الولايات المتحدة سنة *1980*، أما سنة *2014* بلغت الانتاجية في الولايات المتحدة *70242* دولارا في الاقتصاد الأكثر انتاجية ثم هونغ كونغ *65600* والمملكة المتحدة *51919* واليابان *44927*دولارا، وبلغت الإنتاجية السنوية *2014* في ماليزيا *25090* دولارا متجاوزة الإنتاجية في تايلند *17491* والصين *16470* واندونيسا *11880*الهند *9639* دولارا.[2]

أولا: نمو إنتاجية العمل: وقد نمت إنتاجية العامل في ماليزيا بنسبة *3.2%* مقاسة بالقيمة المضافة الحقيقية للعامل الواحد إذ تحسنت من *59622* رنجت سنة *2013* إلى *61708* رنجت (حوالي *25000* دولار أمريكي) سنة *2014*، وبمؤشر القيمة المضافة الحقيقية لساعة العمل تحسنت من *2759* رنجت إلى *2855* للساعة الواحدة على رأس العديد من الدول النامية والناشئة، وارتفعت العمالة من *13.2* مليون عامل إلى *13.6* مليون عامل بين سنتي *2013* و*2014* من عدد السكان الإجمالي الذي يتجاوز الثلاثين مليونا بقليل.[3]

[1] - Bank Negara report 2014 pp; 144-145.
[2] - Op cit; p07.
[3] - Malaysia Productivity Corporation**; Productivity report 2014-2015; Economic growth through productivity** http://www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000209&sstr_lang=en&t=3

والشكل التالي المقارن يوضح إنتاجية العمل في ماليزيا ودول أخرى إقليميا وعالميا.

الجدول(52): إنتاجية العمل ونموها في ماليزيا ودول مختارة سنة 2014 (قاعدة 1990) بالدولار الأمريكي

المؤشر/ الدولة	ماليزيا	تايلند	الصين	الهند	اليابان	كوريا الجنوبية	سنغافورة	أستراليا	و.م.أ
الإنتاجية	25031	18229	17639	10027	45555	46850	49421	52217	71357
نمو الإنتاجية (%)	3.2	4.2	7.1	4	1.4	1.6	0.1	1.4	1.6

Source; Ministery of intarnational trade &industry; Investment and Manufacturing, Energising the Economy report 2014. P82.
www.miti.gov.my/miti/resources/auto%20download%20images/55555e0d16051.pdf.

فمع كون ماليزيا هي الأقل إنتاجية بين الدول المتطورة، وهي الأفضل بين الدول النامية وتشهد نموا هو مقبولا في إنتاجية العامل الواحد.

الجدول(53): تطور بعض مؤشرات النمو وإنتاجية العمل في ماليزيا بين 2010 و2014 :

البيان/ السنة	2014	2013	2012	2011	2010
نمو الناتج المحلي الإجمالي	6	4.7	5.6	5.2	7.4
نمو عنصر العمل	2.4	3.8	3.6	3.2	9.2
نمو إنتاجية العمل	3.5	0.9	2	1.9	1.6
مستوى إنتاجية العمل (سنوي) رنجت	61708	59622	59100	57940	56860
إنتاجية العامل (ساعة واحدة) رنجت	28.55	27.59	27.33	26.48	26.05

Source; Malaysia Productivity Corporation; Productivity report 2014-2015 ; p02
www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000209&sstr_lang=en&t=3

وكما يوضحه الشكل التالي:

الشكل(56): مستوى ونمو إنتاجية العمل والنمو الاقتصادي في ماليزيا 2010-2014



المرجع:تقرير الشركة الماليزية للإنتاجية Malaysia Productivity Corporation; Productivity report 2014-2015 ; p03 تاريخ الإطلاع سبتمبر 2016 .
www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000209&sstr_lang=en&t=3

حيث يلاحظ النمو المتواصل لإنتاجية العمل وهو ما يدعم النمو الاقتصادي رغم الإنخفاض النسبي في معدل زيادة عنصر العمل مع عدم الأخذ بالاعتبار عنصر رأس المال.

ثانيا: كثافة رأس المال والإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج : عنصر مهم في دعم نمو الإنتاجية طويلة الأجل هو التقدم التقني لزيادة التنافسية، إذ أن المؤسسات تحتاج لاستثمار في رأس المال بنوعيه التقني والمادي، النمو المتزامن في إنتاجية رأس المال مقارنة بمخزون رأس المال يؤكد أن الاستثمارات الحالية تركز نسبيا على الكم على غير حساب نوعية الأصول.

مقاسة برأس المال المستثمر لكل عامل (*Capital Intensity Per Employee*) ، كثافة رأس المال للمشاريع كانت سنة *2007* حوالي *613600* رنجت مقابل*517000* رنجت سنة *2006*، وبلغت سنة *2014* بالنسبة لقطاع الصناعات *917500* رنجت، وهو ما معناه التوجه إلى المشاريع كثيفة رأس المال، عالية القيمة المضافة والتقنية العالية، وكان الأعلى بالنسبة لقطاع البتروكيماويات حوالي *10* مليون رنجت. [1]

وتساهم كثافة رأس المال في دعم النمو الاقتصادي إلى جانب إنتاجية العمل، وتفاعلهما مع بعض يعبر عنه بالإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج*Total Factor Productivity*(*TFP*) والذي يعبر عنه كذلك بتطور عنصر التنظيم والتقانة، والجدول التالي يوضح تأثير كل من كثافة رأس المال والإنتاجية الإجمالية على إنتاجية الإقتصاد الماليزي خلال الخطة الماليزية التاسعة *2006-2010* والفترة *2011-2014* من المخطط التنموي العاشر *MP10*:

الجدول(*54*): دور كثافة رأس المال والإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج في دعم نمو إنتاجية الإقتصاد الماليزي

البيان / الفترة	9th MP 2006–2010	2011–2014
الإنتاجية	**%2.7**	**%2.1**
كثافة رأس المال	%1.2	%1
الإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج TFP	%1.5	%1.1

Source; Investment Performance Report IPR, 2014-2015.MPC. P04.
www.mpc.gov.my/mpc/images/file/APR/APR20142015.pdf تاريخ الإطلاع سبتمبر 2016

والزيادة في الطلب في السوق والمنافسة العالمية تتطلب المزيد من الاستعانة بمصادر خارجية لعمليات التجميع والاختبار والمعايرة من قبل الشركة المصنعة للمعدات الأصلية (*Original Equipment Manufacturer OEM*) ، وهو ما ركزت عليه ماليزيا في المشاريع من خلال الدعم الهندسي والحيوي وربط القطاعات التصنيع والتشييد، النقل التعدين والزراعة، ومن المسلم به باعتبارماليزيا دوليا موقعا مثاليا لمتطلبات الاستعانة بمصادر خارجية في ضوء قدراتها وجودة الإنتاج في مجموعة متنوعة من الأنشطة كصب المعادن، وتصنيع الآلات، لهندسة الأسطح، تصنيع وطرق المعادن، وتوفير الحلول للمستلزمات الدقيقة للالكترونيات صناعة الآلات والسيارات، التجهيزات الطبية والمخابر، وصناعة الطيران.

وذلك استجابة لتغيرات خصائص المنتجات إذ أصبحت أكثر ابتكارا واستجابة للحاجات الدقيقة واختلاف النماذج والتصاميم والحجم، الأسعار التنافسية وقصر دورة حياة المنتج، ومن ثم فإن تغيير نمط الإنتاج أصبح جوهريا ليصبح حركيا وعمليا لتنافسية تعتمد الجودة ،القابلية للتغيير، والتكلفة. [2]

ثالثا: الإنتاجية والنمو الاقتصادي والإنتاج: النشاطات ذات القيمة المضافة العالية تعتبر أساسية لماليزيا في سعيها للوصول إلى اقتصاد عالي الدخل، هذا التحول يكون من خلال دعم الإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج (*TFP*)، طوال المخطط الاقتصادي الماليزي السابع والتاسع *(7-9MP)* وقد شهدت ماليزيا نموا وارتفاعا في التقنيات الجديدة والمهارات العمالية وهو

[1] - **Malaysia performance of the manufacturing and services sectors** reports 2007-2014. P32. www.mida.gov.my/env3/uploads/PerformanceReport/2014/IPR2014.
[2] - Ibid. PP 69-70.

ما دعم النمو الاقتصادي، والجدول التالي يوضح تطور مساهمة كل من العمل ورأس المال والإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج (التقنيات) في تكوين الناتج المحلي الإجمالي.

الجدول(55): تطور مساهمة العمل ورأس المال والإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج في دعم النمو الاقتصادي (%)

الخطة التنموية		الخطة العاشرة 10th Malaysia plan (2011–2015)		الخطة التاسعة 9th Malaysia plan (2006–2010)		الخطة الثامنة 8th Malaysia plan (2001–2005)		الخطة السابعة 7th Malaysia plan (1996–2000)	
		المساهمة في نمو GDP	نمو	المساهمة في نمو GDP	النمو	المساهمة في نمو GDP	النمو	المساهمة في نمو GDP	النمو
الأهداف المسطرة	العمل	24	1.4	28.1	1.7	32.6	1.4	19.3	0.6
	رأس المال	37.5	2.3	35.7	2.1	40	1.7	78.2	2.3
	TFP	38.5	2.3	36.2	2.2	27.4	1.1	2.5	0.1
	GDP	100	6.0	100	6.0	100	4.2	100	3.0
النتائج المحققة	العمل	22.2	1.1	30.8	1.3	33.2	1.5	25	1.2
	رأس المال	58	3.0	34.5	1.4	37.8	1.8	50.2	2.3
	TFP	19.7	1.0	34.7	1.5	29	1.4	24.8	1.2
	GDP	100	5.1	100	4.2	100	4.7	100	4.7

Source; Malaysia Productivity Corporation; Productivity report 2014-2015; Economic growth through productivity, P13.
www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000209&sstr_lang=en&t=3.

حيث يلاحظ أن هدف دعم الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج (تفاعل العمالة الماهرة ورأس المال) وزيادة نسبة مساهمة التقانة بشكل أكثر فعالية من أهم الأهداف المسطرة إضافة إلى زيادة النمو الاقتصادي الكلي ومنه إنتاجية كل عامل من عوامل الإنتاج والتي تحققت نسبيا من خلال معدل النمو الاقتصادي خاصة في الخطتين السابعة والثامنة، ولكن يلاحظ زيادة كبيرة في الاعتماد على رأس المال وخاصة مع التدفق الكبير للاستثمارات الأجنبية المباشرة حيث بلغت نسبة الإعتماد عليه *58* بالمائة وهو ما انعكس في زيادة كثافة رأس ا لمال.

شهد قطاع الخدمات نموا بنسبة *6.3%* سنة *2014* ويشكل أكثر من *55%* من قيمة الناتج المحلي الإجمالي، أما بالنسبة لإنتاجية العمل حسب التوزيع القطاعي فقد ارتفعت في قطاع الخدمات بنسبة *2.2%* بين سنتي *2013-2014* من*62492* رنجت إلى *63897* رنجت، وأعلى قطاع فرعي من حيث الإنتاجية هو قطاع الخدمات المالية والتأمين بـ *222765* رنجت وإن عرف انخفاضا عن *2013* بنسبة *1.24%*، يليه قطاع الاعلام والاتصال، والخدمات العقارية.[1]

بالنسبة للقطاع الصناعي فقد نما بنسبة *6.2%* سنة *2014* مقابل *3.2* سنة *2013* ويعتبر القطاع الثاني في خلق القيمة المضافة بـ *24.7%* (مجال الالكترونيات أولا بنسبة*25.7%* داخل القطاع متبوعا تكرير البترول والمنتجات الكيميائية *12,7%* و*10.9%* على التوالي، آلات وتجهيزات النقل *10.3%* ثم المواد البلاستيكية والمطاط *7.6%* ...)، إنتاجية القطاع ارتفعت بنسبة *3.8%*

[1] - Malaysia Productivity Corporation; Productivity report 2014-2015; **Economic growth through productivity**, PP31-34 and 119. www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000209&sstr_lang=en&t=3.

من *87243* رنجت إلى *90556* رنجت مدعومة بنمو كبير من زيادة الطلب المحلي والمنتجات الموجهة للتصدير، وقطاع المحروقات يشكل المجال الأكثر إنتاجية بما يتجاوز *4* مليون رنجت ثم المنتجات الكيميائية *234* ألف رنجت والكترونيات حوالي *100* ألف رنجت،[1] أما لقطاعات الخفيفة وكثيفة العمالة فهي الأقل إنتاجية والتي تتأثر بتغيرات الأسعار والأجور.

الفرع الثالث: ترتيب ماليزيا في التنافسية الإجمالية وتقارير الأداء الاقتصادي ومجال الأعمال: وفي هذا المجال برنامج التدخل وإبداع المؤسسات *Innovation Enterprise Intervention Programme (EIIP)* يساعد بفعالية في توجيه نمو إنتاجية المؤسسات الخاصة والعامة، وتساعد في تخصيص المشاريع والنشاطات ذات القيمة المضافة الضعيفة، وتقوم الشركة الماليزية للإنتاجية *MPC* بتوفير الخبرات والمعلومات، عن المحيط الاقتصادي الكلي وسوق العمل والتقنيات المعتمدة وفعالية إدارة التكاليف.

كما تقوم السلطة الماليزية لتنمية الاستثمارات *Malaysian Investment Development Authority (MIDA)* بأداء دور مهم في تشجيع وتحريك ومرافقة الاستثمارات الحقيقية والمباشرة الأجنبية والمحلية، من خلال تعريف المشاريع والمؤسسات بالفرص المتاحة مع دعم الابتكار والملكية الخاصة والمحلية للشركات وجذب الاستثمارات النوعية وزيادة العائد منها من خلال تعظيم العائد على الاستثمارات*Return On Investment (ROI)* ، من خلال البرنامج العام المعروف ببرنامج التحول الاقتصادي *The Economic Transformation Programme (ETP)* لماليزيا إلى دولة عالية الدخل بحلول عام *2020*.

أولا: تقرير التنافسية الإجمالية: في تصنيف تقرير التنافسية الإجمالية *(GCR2015-2016)* الخاص بالمنتدى الاقتصادي العالمي*World Economic Forum (WEF)* ، تحسن ترتيب ماليزيا إلى الرتبة *18* من بين *140* دولة، مقارنة بالرتبة *20* من *144* دولة السنة السابقة، وهو أفضل تصنيف لماليزيا منذ بدأ التصنيف سنة *2006*، مع ارتفاع دخل الفرد إلى *10804* دولار أمريكي سنة *2014*،[2] وقد كانت في المرتبة الأولى سويسرا فسنغافورة ثم الولايات المتحدة وألمانيا، ثم هولندا واليابان.

في تقرير تصنيف التنافسية العامة حققت مراتب متقدمة في التقرير في كفاءة الأسواق المالية بالمرتبة التاسعة والسادسة في كفاءة سوق السلع، وهو ما ساعد في تحسين ترتيبها الإيجابي، وتطوير الأعمال وسوق العمل والإبداع.

من خلال اثنا عشر عمادا للمؤشر مع مؤشراتها الفرعية، شهدت ماليزيا تحسنا في ثمانية منها واخفاضا في اثنتين وبقاء اثنتين بالرتبة نفسها، مع وجود مؤشرين في مجموعة العشرة الأفضل عالميا،كما يوضحه الجدول مقارنة بحالة الجزائر التالي:

الجدول(*56*): كفاءة الاقتصاد الماليزي حسب تقرير التنافسية الإجمالية العالمية

	ماليزيا– الرتبة والعلامة (Score/7)–			الجزائر الرتبة والعلامة (Score/7)–		
المؤشر الرئيسي	(5.2) 18 2015-16	(5.2) 20 2014-15	(5) 24 2013-14	(4) 87 2015-16	(4.1) 79 2014-15	(3.8)100 2013-14
المؤسسات	*(5.1)* 23	*(5.1)* 20	*(4.8)* 29	*(3.5)* 99	*(3.4)* 101	*(3)* 135
القاعدة الهيكلية	*(5.5)* 24	*(5.5)* 25	*(5.2)* 29	*(3.1)* 105	*(3.1)* 106	*(3.1)* 106
محيط الاقتصاد الكلي	*(5.4)* 35	*(5.3)* 44	*(5.4)* 38	*(5.3)* 38	*(6.4)* 11	*(5.5)* 34
الصحة والتعليم الأولي	*(6.3)* 24	*(6.3)* 33	*(6.1)* 33	*(5.6)* 81	*(5.6)* 81	*(5.4)* 92

[1] - For more, Ibid:p53-55 and 118.

[2]- MPC productivity report 2015-2016 .p03
www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000214&sstr_lang=en&t=3

التعليم العالي والتدريب	36 *(5)*	46 *(4.8)*	46 *(4.7)*	99 *(3.7)*	98 *(3.7)*	101 *(3.5)*
فعالية سوق السلع	6 *(5.4)*	7 *(5.4)*	10 *(5.2)*	134 *(3.5)*	136 *(3.5)*	142 *(3.2)*
فعالية سوق العمل	19 *(4.9)*	19 *(4.8)*	25 *(4.8)*	135 *(3.2)*	139 *(3.1)*	147 *(2.9)*
نمو السوق المالي	9 *(5.2)*	4 *(5.6)*	6 *(5.4)*	135 *(2.8)*	137 *(2.7)*	143 *(2.6)*
الاستعداد التكنولوجي	47 *(4.6)*	60 *(4.2)*	51 *(4.2)*	126 *(2.6)*	129 *(2.6)*	136 *(2.5)*
حجم السوق	26 *(5)*	26 *(4.9)*	26 *(4.9)*	37 *(4.7)*	47 *(4.4)*	48 *(4.4)*
تطور بيئة الأعمال	13 *(5.3)*	15 *(5.2)*	20 *(5)*	128 *(3.3)*	131 *(3.2)*	144 *(2.9)*
الإبتكار	20 *(4.8)*	21 *(4.7)*	25 *(4.4)*	119 *(2.8)*	128 *(2.6)*	141 *(2.4)*

Source; - MPC productivity report 2015-2016 .p06
www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000214&sstr_lang=en&t=3
- ww3.weforum.org/.../gcr/2015-2016/Global_Co

ما بين قوسين هو العلامة من سلم بسبع درجات، وأعمدة المؤشر الرئيسة من الأول إلى الرابع هي متطلبات أساسية *Basic requirements* واحتلت ماليزيا الرتبة *22* عالميا ومن الخامس إلى العاشر ترتبط بمعززات الكفاءة *Efficiency Enhancers* واحتلت الرتبة *22* كذلك، والحادي عشر والثاني عشر حول عوامل الإبتكار والتطور *Innovation and Sophistication factors* محتلة المرتبة *17*.

ويلاحظ تحسن مع ميزة للاقتصاد الماليزي في جميع المؤشرات وفي مراتب متقدمة مقارنة بالجزائر، التي تعاني خاصة في مجال بيئة الأعمال والابتكار وفعالية الأسواق مع ضعف البنية الهيكلية، والمؤشرين الوحيدين المتوسطين نسبيا هما حجم السوق، والمحيط الاقتصادي الكلي مع تحسن أسعار النفط واحتياطي الصرف مع الناتج المحلي وحجم الطلب في فترة الدراسة ، وهو ما تفقده مع انخفاض أسعار المحروقات وتبعاتها على الدخل والميزانية والطلب الإجمالي والإنتاج بشكل عام، إذ يتوقع أن ينخفض التصنيف أكثر مع المتغيرات الحالية.

وأهم عوامل عرقلة الأعمال حسب تقرير *2015-2016* تتمثل في عدم الكفاءة الحكومية والبيروقراطية بنسبة *10.8%* ثم الحصول على التمويل بنسبة *10.2%* عدم كفاية القدرة على الابتكار *9.2%*، الفساد *8.6 %*، ثم عدم ملائمة مهارات العمل وأخلاقياته (*7.6%* و*7%* على التوالي)، وبعدها وبنسب تنازلية: عدم ملاءمة الهياكل القاعدية والتشريعات الضريبية، وعدم استقرار السياسات المختلفة...

بالنسبة للجزائر فقد احتلت المرتبة *87* في المؤشر العام تقرير *2015-2016* والرتبة *82* في المتطلبات الأساسية، و*117* في المؤشرات الفرعية لمعززات الكفاءة، والرتبة *124* في المؤشرين الفرعيين للإبتكار والتطور.

حيث أن مكمن الخلل في حالة الجزائر في الحصول على التمويل بنسبة *15.3%* ثم عدم الكفاءة الحكومية والبيروقراطية بنسبة *14.2%*، الفساد *9.6%*، ثم معدلات الضرائب والتشريعات الضريبية (*8.1%* و*7.5%* على التوالي)، وبعدها وبنسب تنازلية: عدم ملاءمة الهياكل القاعدية ومهارات العمل، وتشريعات الصرف والتضخم وعدم استقرار السياسات المختلفة... [1]

ثانيا: الكتاب السنوي للتنافسية العالمية: في تقرير آخر خاص بمعهد التنمية الإدارية *(IMD)* في التقرير السنوي للتنافسية العالمية *The World Competitiveness Yearbook (WCY)* لسنة *2014* ماليزيا صنفت في المرتبة *12* سنة *2014* والرتبة *14* سنة *2015* من *60* دولة في ترتيب أفضل من المملكة المتحدة (الرتبة *16* ثم *19*)، أستراليا (الرتبة*17* ثم *18*)، اليابان

[1] - التقارير كاملة على الموقع: ww3.weforum.org/.../gcr/2015-2016/Global_Co

(الرتبة*21* ثم*27*) والصين (الرتبة*23* ثم *22*) وكوريا الجنوبية (الرتبة*26* ثم *25*)، وحققت نتائج عالية في المؤشرات الفرعية لسنة *2014* : فعالية الأعمال (الرتبة الخامسة) والأداء الإقتصادي (الرتبة التاسعة)، والرتبة الخامسة عشرة في الأداء الحكومي والقواعد الهيكلية في الرتبة الخامسة والعشرون.[1]

هذا المؤشر يشمل *61* دولة، ويقيس مدى قدرة الاقتصادات على إدارة مواردها وقدراتها لأجل تسهيل عملية خلق القيمة طويلة الأجل من خلال أكثر من ثلاثمائة معيار، الثلثين منها تقريبا بناء على معطيات إحصائية والباقي من خلال استبيان لأراء أكثر من *6000* خبير ومدير تنفيذي دولي، تقسم المؤشرات الرئيسة إلى: الأداء الاقتصادي الكلي، فعالية السياسات الحكومة، فعالية مجال الأعمال (الابتكار، الربحية، الإنتاجية من أداء سوقي العمل والمال)، والقواعد الهيكلية المادية والفكرية. حيث تحتل الولايات المتحدة المركز الأول بالمؤشر.

والجدول التالي يوضح مركز ماليزيا من هذه المؤشرات بين سنتي *2014* و *2015*:

الجدول(*57*): مركز ماليزيا في المؤشرات الفرعية لمؤشر أداء التنافسية العالمي بين سنتي *2014* و *2015*:

المؤشر	2014	2015	المؤشر	2014	2015
الأداء الإجمالي	**12**	**14**			
الأداء الاقتصادي الكلي	**9**	**6**	**فعالية قطاع الأعمال**	**5**	**10**
- الاقتصاد المحلي	19	15	- الإنتاجية والفعالية	21	24
- التجارة الدولية	11	11	- سوق العمل	3	4
- الاستثمار الدولي	7	8	- سوق المال	12	15
- العمالة	12	7	- تطبيقات الإدارة	2	6
- الأسعار	3	3	- العادات وقيم الأعمال	4	8
الفعالية الحكومية	**15**	**16**	**القاعدة الهيكلية**	**25**	**27**
- المالية العامة	20	19	- القاعدة الهيكلية المادية	13	12
- السياسة الضريبية	11	8	- القاعدة التقنية	5	5
- الإطار المؤسسي	13	22	- القاعدة العلمية	28	29
- التشريع التجاري	19	24	- الصحة والمحيط	36	36
- الإطار الإجتماعي	32	35	- التعليم	32	35

Source; Malaysia in IMD World competitiveness yearbook, p09. www.mpc.gov.my nd www.imd.org/wcy15. Surfing date; 07/09/2016.

لماليزيا ترتيب جيد من حيث الأداء الاقتصادي وخاصة بالنسبة لمؤشر الاستثمار الدولي مع أداء تجاري جيد ونمو واستقرار سوق العمل وربط الأجور بالمؤهلات الفردية والمهارات والإنتاجية من خلال نظام ربط الإنتاجية بالأجور-*Productivity Linked Wage System (PLWS)*، والأسعار وهو ما يسمح بتقدير متطلبات السوق بشكل جيد ويسمح ببناء تقييم كامل لمؤشراته، مع نمو للاستهلاك الداخلي الخاص ودعم السياسات الحكومية بأنواعها لتشجيع الاستهلاك وتحويلات

[1] - Malaysia in IMD World competitiveness yearbook, p10. www.mpc.gov.my nd www.imd.org/wcy15 Navigation date; 07/01/2016.

الدخل، مع توقع نمو سنوي متوسط للناتج المحلي الإجمالي بمعدل *5.5%* سنويا خلال المخطط الماليزي *MP11* للفترة *2016-2020*.[1]

ثالثا: ماليزيا مؤشر نشاط الأعمال: احتلت ماليزيا المركز *18* من *189* دولة في مؤشر نشاط الأعمال *Doing buisness* عن البنك الدولي لسنة *2016* في حين الجزائر بالمركز *163*.[2]

رابعا: ماليزيا من خلال تقارير متخصصة: كما تحتل ماليزيا المركز السابع من أكثر الدول جاذبية للاستثمارات في القواعد الهيكلية لاعتبارها أساسا في النمو طويل الأجل، من خلال تقرير مؤسسة *ARCADIS* للتصميم والاستشارة في بناء الأصول، المؤشر العام للاستثمار في القواعد الهيكلية *Global Infrastructure Investment Index (GIII).* لسنة *2014* من بين *41* دولة شملها التقرير، والذي يعبر عن مدى اجتذاب المستثمرين في البنى الهيكلية، ويعتمد عوامل سهولة أداء المشاريع، معدلات الضرائب، الناتج المحلي الإجمالي للفرد، السياسات الحكومية، جودة القواعد الهيكلية المتوفرة والتسهيلات الإئتمانية.[3]

كما انتقلت ماليزيا من التصنيف الحادي عشر سنة *2014* إلى السادس في تقرير مؤشر الربحية الأساسي *Baseline Profitability Index (BPI),* والذي يعتمد الشروط المتوفرة والتوقعات المستقبلية لبيئة الأعمال وما توفره من الفرص الاستثمارية، المنشور من قبل مجلة السياسات الأجنبية *Foreign Policies* بالتعاون مع جامعة نيو يورك، وماليزيا رفقة سنغافورة من بين المراكز العشر الأولى في المؤشر، ويقيم *110* دولة من خلال ثماني عوامل: النمو الاقتصادي، الإستقرار المالي، الأمن، الفساد، مراقبة رؤوس الأموال، الشركاء المحليين، التدخل الحكومي، وأسعار الصرف.

المطلب الثالث: تقدير معالم دالتي الإنتاج والاستثمار الكلية وتقييمها

كأساس وقاعدة للنمو والتنمية تحظى دراسة دوال الاستثمار والإنتاج وتقديرها بأهمية بالغة في وضع السياسات وربطها بالنمو الاقتصادي، ويأتي بذلك اقتراح أهم المتغيرات والنماذج المؤثرة والمساعدة على اتخاذ القرار الاستثماري والإنتاجي الخلاق للثروة والرفاه الاقتصادي

[1] - Malaysia in IMD **World competitiveness yearbook**, p11. www.mpc.gov.my and www.imd.org/wcy15. Navigation date; 07/01/2016.

[2] - (Malaysia in doing business 2016 measuring regulatory Quality and efficiency page11,available at http://www.doingbusiness.org/

- Malaysia Investment performance report 2014 MIDA.Opcit. P26.

[3]- Bernama and ARCADIS's press release on GIII. http://www.mida.gov.my/home/2266/news/malaysia-is-7th-most-attractive-country-for-infrastructure-investment/ 29 Nov 2015.

الفرع الأول: نتائج تقدير نماذج الاستثمار وأهم المتغيرات الكلية: بالنموذج نفسه في حالة الجزائر، وباستخدام برنامج *Eviews 4.0* تم تقدير واختبار عدة نماذج للاستثمار الاجمالي كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة المحتملة:

الناتج المحلي الاجمالي بطريقة الإنتاج (القيمة المضافة $\mathcal{Y}$) وفق نظرية المعجل، الإنفاق الحكومي(Gov)، المردودية الإقتصادية السنوية الصافية لرأس المال (نسبة الفائض الصافي للاستغلالNOS إلى تكوين رأس المال الثابت $\mathcal{K}$ مرجحا بالرقم القياسي لأسعار الإنتاج $\mathcal{PPI}$)، معدلي الفائدة الاسمي in والحقيقي ir ، الإدخار الإجمالي(sav)، القروض المصرفية $(cred)$ المؤشر النسبي لأسعار الانتاج والاستهلاك $\frac{ppi}{pci}$ ، وقد تم إهمال المتغيرات ذات المعنوية الضعيفة في حين تُبرز المؤشرات المرتبطة بالبحث مهما كانت أهميتها الإحصائية إذا كان النموذج العام مقبولا إحصائيا.

أولا: نتائج تقدير دوال الاستثمار: تم تقدير مجموعة من النماذج لأثر وعلاقة المتغيرات المستقلة وأهم المؤشرات الكلية بالاستثمار، من خلال متغيرات وبيانات الاقتصاد الماليزي، وكان أفضل نموذج للفترات *1990-2014* و *2000-2014* كما يلي:

الجدول(58): تقدير نموذج الاستثمار والمتغيرات الكلية حالة ماليزيا

	تقدير نموذج الاستثمار
الفترة	$[INV_t = a_0 + a_1 Y_{t-1} + a_2(NOS)_{t-1} + a_3(GOS)_{t-1} + a_4 i_{rt} + a_5(i_{nt}) + a_6(Cred_t) + \varepsilon_t]$
1990-2014	$[INV_t = 31673 - 1.48\, Y_{t-1} - 3.26(NOS)_{t-1} + 4.14(GOS)_{t-1} - 1259\, i_{rt} + 3095\, i_{nt} + 0.17(Cred_t) + \varepsilon_t]$ *T statistic= (1.24, , -3.41 , -2.55 , 3.61 , 0.81 , -0.37, 2.04)* *F-statistic = 42.2, R-squared=94.4% , DW=1.67*
الفترة	$Inv_t = a_0 + a_1\, Y_{t-1} + a_2(NOS)_{t-1} + a_3(i_{rt}) + a_4(i_{nt}) + AR(1) + \varepsilon_t$
2000-2014	$Inv_t = -16315 + 0.14\, Y_{t-1} + 0.39(NOS)_{t-1} + 1971 i_{rt} - 4420(i_{nt}) + 0.76AR(1) + \varepsilon_t$ $\mathrm{Tst}\alpha_0 = -0.32\,, \mathrm{Tst}\, Y_{t-1} = 0.5\,, \mathrm{Tst\ NOS}_{t-1} = 1.18\,, \mathrm{Tst}_{ir} = 0.77, \mathrm{Tst}_{in} = -1.44\,, \quad \mathrm{TstAR(1)} = 0.76$ $F_{stat} = 59.4 \quad , \mathrm{R}^2 = 97.1\% \ , \ DWstat = 1.66$

المرجع: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews

ما يمكن ملاحظته على النموذج للفترتين مايلي:

ثانيا: التقييم الاقتصادي للنموذج:

- **الفترة *1990-2014***: لوحظ بالنسبة لهذه الفترة وجود الإشارة السالبة لمعاملات الدخل والفائض الصافي للاستغلال في كل النماذج المحتملة تقريبا، وهذا عكس المتوقع بالنسبة للنظرية الاقتصادية ويعود هذا للتغيرات في السلسلة الإحصائية أدت إلى تشوه النموذج لوجود مراحل تأثر بها الاقتصاد الماليزي وأثرت على السلسلة الإحصائية، بشكل غير متوقع وخارجي بالدرجة الأولى وهي مرحلتي الأزمتين اللتان تعرض لهما وتأثر بهما نسبيا في أزمة جنوب شرق آسيا نهاية التسعينات من القرن العشرين، والأزمة المالية العالمية منذ *2008*، هذا في حين وجود إشارة موجبة لمعلمة الفائض الإجمالي للاستغلال وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، اما بالنسبة لمعدلات الفائدة فتأثيرها إما سالب من خلال معدل الفائدة الإسمي وبتأثير ضعيف لا يتجاوز *44* مليون رنجت ارتفاعا لكل انخفاض للفائدة الاسمية بنقطة مئوية، أو موجب وتأثير أضعف (*19.7* مليون رنجت للنقطة المئوية) بالنسبة لمعدل الفائدة الحقيقي .

– الفترة *2000–2014*: يلاحظ التأثير الإيجابي للدخل للفترة السابقة على مستوى الاستثمار حيث أن زيادة الناتج للفترة السابقة بـ*1%* يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاستثمار بـ*0.14%*، وتأثير إيجابي للفائض الصافي للاستغلال على الاستثمار وبنسبة *0.39%*، مع تأثير ضعيف ومتغير لمعدلات الفائدة بين الإسمية والحقيقية، وهو المتوقع نظريا وإحصائيا.

ثالثا: التقييم الإحصائي للنموذج: نظرا لظهور مشكلة الإرتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية وما يترتب عليه من عدم دقة قياس معاملات العلاقات الاقتصادية عند استخدام طريقة المربعات الصغرى، مع احتمال وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المفسرة وصعوبة عزل تأثير كل منها على المتغير التابع، وقد تم القيام بتصحيح النموذج الأصلي عن طريق إدخال نموذج إنحدار ذاتي من الدرجة الأولى *Autoregression order 1(AR1)* ما أدى إلى تحسين جودة النموذج من الناحية الإحصائية حيث ابتعدت قيمة إحصائية دوربن–واتسون عن منطقة وجود الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية، كما تؤكده المؤشرات الإحصائية الكلية للنموذج، حيث تبلغ إحصائية فيشر *59.4* وهو ما يعني قبول للنموذج ككل، ومعامل التحديد كذلك $R^2 = 9.1\%$ ، أما دلالة معلمات المتغيرات فيلاحظ أن معنوية كل من الناتج والفائض الصافي للاستغلال للسنة السابقة ذات ضعيفة نسبيا تعود للاختلال في السلسلة، كذلك معنوية ضعيفة لمعدلات الفائدة ما يطرح الشك أكثر في تفسير تغيراتها للاستثمار، وقد تم إبرازها خدمة لأغراض البحث.

رابعا: دراسة سببية غرانجر: كانت أهم النتائج في حالة ماليزيا لاتجاه وقوة التأثير لمتغيرات الدراسة كما يلي:

– عدم وجود علاقة سببية واضحة بين الناتج المحلي للفترة السابقة والاستثمار حتى عند درجة معنوية *10%* إذ كانت النتيجة كما يلي: $Prob_{Yt-1\rightarrow Inv} = 0.1059$، الأمر نفسه بالنسبة لناتج الفترة نفسها ؛

– عدم وجود علاقة سببية باتجاه من المردودية الصافية للاستثمار للفترة السابقة إلى حجم الاستثمار في حين وجود علاقة ذات اتجاه من الاستثمار لمردودية السنة نفسها $[Prob_{Inv\rightarrow Re} = 0.013]$ ؛

– عدم وجود علاقة سببية بشكل واضح بين معدلات الفائدة الحقيقية والإسمية باتجاه الاستثمار، أو بالاتجاه المقابل حيث النتائج كما يلي: $Prob_{in\rightarrow Inv} = 0.915,\ Prob_{ir\rightarrow Inv} = 0.893$ ، وهو ما يتوافق والنموذج المقترح.

الفرع الثاني: تقدير دالة الإنتاج الوطنية بشكل كوب دوغلاس– حالة ماليزيا: عادة ما يتم تقدير نموذج كوب دوغلاس في أغلب الدراسات في هذا المجال، لسببين أساسيين:

الأول هو معرفة مدى انسجام الاقتصاد الوطني مع دوال الإنتاج والتي تعتبر دالة كوب– دوغلاس من أهمها، وهذا خلال فترة الدراسة المعتبرة، ومن ثم الاستناد على هذه الدالة يكون له ما يبرره، والسبب الثاني هو معرفة المرحلة التي يمر بها الاقتصاد الوطني فيما يخص غلة الحجم، كما أن تقدير هذه الدالة يسمح بمعرفة إنتاجية عوامل الإنتاج المستخدمة وإنتاجيتها الحدية، ومرونة دالة الإنتاج بالنسبة لعناصرها، هذا في حال الوصول إلى نموذج ذو تفسير معقول اقتصاديا، ويتمتع بمعنوية إحصائية مقبولة.

أولا: دالة الإنتاج حالة ماليزيا: كانت نتائج دالة الإنتاج للقطاعات الإنتاجية (القيمة المضافة) كما يلي:

$$LnY = 4.428207 + 0.839034\ LnK + 0.050385 LnL + \varepsilon_t$$

$$Tstat\ A = 0.316591\ ,Tstat\ LnK = 1.652483\ ,TstatLnL = 0.030583$$

$$F_{stat} = 55.34847\ ,R^2 = 90.22\%\ ,\quad \overleftarrow{R^2} = 88.59\%\ ,DWstat = 0.545808$$

والنموذج الأصلي للدالة:

$$[Y = e^{4.428207}.K^{0.839034}.L^{0.050385} => \boldsymbol{Y = 83.78\ K^{0.84}L^{0.05}}]$$

ثانيا: خصائص نموذج دالة الإنتاج الماليزية: يلاحظ أن معلمات النموذج موجبة ومرونات الانتاج بالنسبة لرأس المال والعمل ومجموعهما أقل من الواحد أي قانون تناقص الغلة، ولكن من الناحية الإحصائية ومن خلال إحصائيتي ستيودنت لعنصري رأس المال والعمل فهي ضعيفة أي أن الدلالة الإحصائية للمعلمتين ضعيفة أيضا، وخاصة عنصر العمل وهذا ما انعكس على المرونة الانتاجية له، وتتضح كذلك من خلال إحصائية دوربن واتسون حيث يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء، ومنه ومن خلال النموذج لا يمكن اعتبار الشكل العام لدالة كوب دوغلاس ممثلا للاقتصاد الماليزي، وقد يكون بتأثير الأزمة المالية على بيانات السلسلة.

المطلب الثاني: الاستثمار، عوامل الإنتاج ومصادر النمو الاقتصادي حالة ماليزيا

الفرع الأول: تطور تراكم عوامل الإنتاج وإنتاجيتها الكلية، ونتائج تحليل دالة الانتاج: قبل معالجة دوال الإنتاج يمكن تلخيص وتقسيم مستوى النمو في عوامل الإنتاج السنوية في الحالة الماليزية إلى فترات جزئية كما يلي:

الجدول(*59*): تطور معدل النمو الاقتصادي، إنتاجية عوامل الإنتاج،كمياتها، وتقسيماتها حالة ماليزيا **الوحدة %**

الفترة	نمو RGDP	إنتاجية العامل USDollar	نمو كمية العمل LnL	نمو نوعية العمل	نمو إنتاجية العمل	LnK نمو nict	LnK نمو ict	LnTFP
1990–94	9	15166.2	4.15	0.55	5.62	10.13	8.27	2
1995–99	4.86	18587.4	3.47	0.6	2.06	9.36	12.32	-2.02
2000–04	5.29	19980.2	2.45	0.42	2.92	2.46	10.39	1.64
2005–09	3.99	23643.8	1.7	0.33	2.26	2.92	11.73	0.92
2010–14	5.61	24407.6	4.56	0.33	1.26	3.88	13.48	0.56

المرجع: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات القاعدة الاقتصادية الشاملة TED

https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=TED---AllData.txt&type=subsite

بالانتقال إلى استخراج دوال الانتاج ومعلمات مرونة الإنتاج يمكن الحصول على الجدول التالي:

الجدول(*60*): التقدير الإحصائي لدوال الإنتاج في ماليزيا

	تقدير دالة الإنتاج
	$[\Delta Ln\ GDP = \Delta Ln\ TFP + \alpha_1 \Delta \text{Ln K}_{NICT} + \alpha_2 \Delta \text{Ln K}_{ICT} + \beta_1 \Delta Ln\ L + \beta_2 \Delta Ln\ LQ]$
1990 2014	$[\Delta Ln\ GDP = 5.66 + 0.28 \text{Ln K}_{NICT} - 0.24 \Delta \text{Ln K}_{ICT} + 0.58 Ln\ L - 1.59 Ln\ LQ]$ **T statistic=** (**1.08** , **1.43** , **−0.69** , **1.95** , **−0.25**) **F−statistic = 2.04** , **R−squared=28.94%** , **DW; 2.22**

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews4-1

يمكن تلخيص النتائج كما يلي:

بالنسبة للنموذج ككل فهو ذو معنوية ضعيفة أي أنه محدود الأثر في تحديد العوامل المؤثرة في النمو إذ لا يتجاوز تفسيره *29%* من تغيرات الناتج الحقيقي، وقد جاءت معلمات عوامل الانتاج سالبة في حالتي رأس المال الفكري ونوعية العمل وموجبة في حالة كميات العمل ورأس المال المادي وبقيم ضعيفة للمعنوية الخاصة بكل عامل، ممكن أن يرجع هذا لكون أن دالة كوب دوغلاس لا تشكل النموذج الأمثل للنمو في الناتج الحقيقي للاقتصاد الماليزي، أو مرتبطة بالسلسلة الزمنية المدروسة خاصة في حالة الاقتصاد الماليزي الذي مر بأزمتين، الأولى هي أزمة جنوب شرق آسيا بداية *1997*، والثانية

هي الأزمة المالية العالمية *2008* خاصة مع انفتاح الاقتصاد الماليزي ونظامه المالي على العالم الخارجي، مع وزن الاستثمار الأجنبي المباشر الذي تأثرت بياناته إضافة إلى المتغيرات والمؤشرات الكلية الأخرى.

الفرع الثاني: مصادر النمو الاقتصادي ووزن عوامل الانتاج في تحقيقه: يمكن من دراسة ومعرفة العوامل الكلية والوسائل المؤسسية المؤثرة في النمو الاقتصادي الحقيقي الوصول إلى معدل نمو عال ومستقر في المدى المتوسط والطويل، ومن خلال مراجعة الأداء الاقتصادي والتحقق مما إن كان النمو ناتجا عن التراكم في عوامل الإنتاج (كميا) أو من خلال الغلة الناجمة عن زيادة إنتاجيتها (المعبر عنها بالإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج *Total Factor Productivity TFP*)، مع ربط التوقعات متوسطة وطويلة المدى بعوامل النمو الكامنة في الاقتصاد والواجب دعمها لتحسين الأداء الاقتصادي المستقبلي.

الجدول المستخرج التالي يمثل حساب مصادر النمو الحقيقي وتوزيعها بالنقطة المئوية (والنسبة المئوية بين قوسين كنسبة من إجمالي النمو في ماليزيا:

جدول(*61*): مصادر النمو في الناتج الحقيقي لماليزيا لفترات جزئية للفترة *1990–2014*

الفترة	Gro RGDP%	L quantity	L quality	K nict	K ict	TFP
1990–94	(100) 9	(24.5) 2.2	(3.3) 0.30	(36) 3.24	(14) 1.26	(22.2) 2
1995–99	(100) 4.86	(37.9) 1.84	(6.6) 0.32	(67.3) 3.27	(30) 1.46	(-41.8)-2.03
2000–04	(100) 5.29	(24.9) 1.31	(4.3) 0.22	(17.6) 0.95	(16.5) 0.87	(36.7) 1.94
2005–09	(100) 3.99	(22.6) 0.9	(4.5) 0.18	(29.3) 1.17	(20.5) 0.82	(23.1) 0.92
2010–14	(100) 5.61	(43.1) 2.42	(3.2) 0.18	(27.6) 1.55	(16.2) 0.91	(9.9) 0.55

المرجع: بيانات قادة البيانات الاقتصادية الشاملة TED وحسابات الباحث.

يمكن تلخيص نتائج الجدول كما يلي:

شهدت ماليزيا تطورا في الناتج الحقيقي بشكل أكبر من المتوسط العالمي وبأداء جيد نسبيا رغم تأثرها النسبي بأزمتي جنوب شرق آسيا *1997* والأزمة المالية العالمية *2008*، ومع ذلك فمصادر النمو متوازنة ومستقرة مع أفضلية الإنفاق الرأسمالي بفئتيه وكمية العمل، الأمر نفسه بالنسبة للإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج المعبرة عن التحكم في إدارة الموارد والتقنيات المستخدمة ومزج عوامل الإنتاج عدى فترة *1995–1999* فهي موجبة عموما وتعطي فرصة أفضل لإدارة موارد الاقتصاد.

خلاصة الفصل الرابع

من خلال دراسة الاستثمار الحقيقي في الجزائر وتحليل عوامل الإنتاج وإنتاجيتها، وتتطلب عمليات الإصلاح مواكبة تطورات سوق العمل ورؤوس الأموال والمنتجات، والاهتمام بتحديث هياكل الإنتاج والتشغيل وصولا إلى زيادة معدلات الإنتاجية وتحقيقي وفورات الإنتاج وتسمح باستخدام عقلاني وأمثل للموارد والمدخلات، مع أهمية دراسة وتحليل الأسباب المؤدية لضعف الإنتاجية على كل المستويات سواء المتعلقة بالسياسات كالتنظيم والتوظيف والتعليم أو التدريب والحوافز، أو المتعلقة بالمؤسسات كهيمنة القطاع العام وهامشية القطاع الخاص، وغياب عناصر التنظيم والتنسيق الفعال والإدارة الكفؤة، أو المتعلقة بالتكنولوجيا كتقادم التقانة الإنتاجية وعدم التحكم المعرفي فيها مع ضعف استخدام الطاقات والفرص المتاحة.
على المدى الطويل، فإن الاعتماد على أسعار المحروقات العالمية قد تكون لها آثار سلبية على القطاع خارج المحروقات والمعروف بالعلة الهولندية، لذلك لا بد من تنفيذ سياسات وإصلاحات لزيادة الإنتاجية بدعم النمو المستدام للقطاع غير النفطي مع خلق فرص العمل والنمو الذي يعتمد على التوسع وتنويع الأنشطة في القطاعات الإنتاجية غير الريعية.

تقدير النماذج المحتملة وضح الإشارة الموجبة لمعلمة الدخل للفترة السابقة في حالتي الجزائر وماليزيا، ما يؤدي لارتفاع تكوين رأس المال الثابت، كما أن انخفاض المردودية في الفترة السابقة يؤثر في الإنفاق الاستثماري في الفتره اللاحقة بالزيادة، مع الارتباط الوثيق بقطاع المحروقات وهو إهدار لثروة المجتمع وقدراته الإنتاجية الحقيقية.

كما توجد إشارة سالبة لمعلمات معدلات الفائدة إذ أن ارتفاع سعر الفائدة الاسمي والحقيقي، مع معنوية ضعيفة وسببية غير واضحة، وبالنتيجة المحصل عليها ليس من الواضح صحة تضمين معدل الفائدة الحقيقي ضمن دالة الاستثمار، والنتيجة نفسها تقريبا بالنسبة للحالة الماليزية، مع دور أكبر للمردودية في التأثير على قيمة الاستثمار مع وجود فترة تأخير.

إن تقدير دالة الإنتاج الوطنية من نوع كوب دوغلاس، عبرت عن انسجام الاقتصاد الجزائري مع هذا النوع من الدوال، مع مساهمة رأس المال الثابت في الجزائر مساهمة كبيرة في النمو الاقتصادي، ومن ثم على الدولة إعطاء أولوية كبيرة لهذا الجانب مع مرافقته بالتحسين الكمي والنوعي للعمالة، مع دعم مردودية كلا عاملي الإنتاج وثمن استغلالهما من خلال عائد المشاركة في التمويل والأجر، وأخيرا الاستفادة من التقدم التقني والبحث العلمي.

إن التحليل الاقتصادي والتقدير الإحصائي لعلاقة كل من معدلات الفائدة المعبرة عن النموذج الرأسمالي ومردودية أو ربحية المال المستثمر في النموذج الإسلامي التشاركي بالإنتاجية الحدية لرأس المال ومن ثم إيرادها الحدي تبرز أهمية وجدوى وأفضلية نسبية نظريا على الأقل لنموذج التمويل بالمشاركة وارتباطه بالقطاع الحقيقي عن التمويل بفائدة.

الفصل الخامس: النظام المالي والتمويل وآفاق اقتصاد المشاركة في حالتي الجزائر وماليزيا

تمهيد الفصل الخامس

منذ انتهاج الجزائر لسياسة الإصلاح وهي تسعى جاهدة لدفع وتيرة التنمية الاقتصادية في البلد معتمدة ومراهنة في ذلك على الاستثمار باعتباره المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية، وقد جنت من وراء هذه السياسات العديد من النتائج المقبولة في مجالات معينة، وكانت دون الطموحات ودون المطلوب في جوانب عديدة، وربما يعزى ذلك في مجمله إلى واقع النظام المالي والتمويلي الجزائري الذي لا يواكب النمو ووفرة الموارد بما يسمح بدفع قاطرة النمو والاستثمار.

هذا إضافة إلى البيئة الاقتصادية والاعتماد شبه الكلي على الخزينة والميزانية العامة في تمويل الإستثمارات منذ التسعينات وحتى برامج الإنعاش الإقتصادي ما انعكس على النظام البنكي والمؤسسات المالية وشبه غياب للسوق المالي.

وبالنسبة للبنوك الإسلامية والنظام التمويلي القائم على المشاركة فيعتبر البديل المطلوب الذي يمكن أن يعطي الدفع للنظام التمويلي إذا أتيحت له الفرصة وأعطيت صيغ التمويل التشاركي الدفع اللازم والاهتمام بما يسمح بتوجيه الموارد إلى الجهاز الإنتاجي بشكل مباشر وعدم ربط التمويل بالجدارة الإئتمانية التي لا تحوزها المؤسسات الإنتاجية الجزائرية بشكل كاف ليقابل عمليات الإستيراد وتدفق السلع الأجنبية، مع محاولة الإستفادة من التجربة الماليزية في مجال التمويل عموما والتمويل الإسلامي خصوصا بجميع مؤسساته وهياكله، مع علاقة مميزة مع البنك المركزي ومتابعة ودعم حكومي.

وعلى هذا يتناول الفصل النظام المالي والتمويل وآفاق اقتصاد المشاركة في حالتي الجزائر وماليزيا، بدءا بالنظام المالي والتمويل في حالة الجزائر والعوامل المؤثرة نظريا في تمويل الاستثمار في الجزائر كمعدل الفائدة الاسمي والحقيقي والقروض الموجهة للقطاع الخاص، وتقسيم القروض البنكية وتطور تكلفة التمويل وحجم الودائع والإئتمان للقطاع الخاص، مع مشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي ومردودية البنوك، مصادر تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي وتطور النفقات الاستثمارية العامة دور النظام البنكي الجزائري في تمويلها، ثم واقع التوازنات النقدية وأثر التمويل البنكي عليها، مع التدابير المقترحة لدعم تمويل الاستثمار، وأخيرا واقع ومتطلبات تطوير الصناعة البنكية الإسلامية في الجزائر من خلال تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامي وتطوير السوق المالي كجزء من خطة تطوير النظام المالي.

ثم استعراض التجربة الماليزية في إطار تمويل الاستثمارات ونظامها المالي بمؤسساته وهياكله وموقع التمويل الإسلامي منه، مع تقييم للتجربة ومعوقاتها.

من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: النظام المالي والتمويل في حالة الجزائر

المبحث الثاني: استراتيجية تنمية العمل البنكي الإسلامي والنظام المالي في الجزائر لتشجيع الاستثمار

المبحث الثالث: النظام المالي وتمويل الاستثمار والقطاعات الإنتاجية في ماليزيا

المبحث الأول: النظام المالي والتمويل في حالة الجزائر

تم الإهتمام بتوفير الإطار المؤسساتي والتشريعي المناسب من خلال قانون النقد والقرض، كما أن التدابير اللاحقة مرتبطة بتأهيل وحدات النظام البنكي، وتهدف فضلا عن إرساء وتعميق قواعد السوق في هذا المجال إلى تأهيل المؤسسات البنكية بما ينسجم وطبيعة المرحلة الجديدة التي تمتاز بمحيط إقتصادي مفتوح ومنافسة شرسة وغير متكافئة، يتم تناولها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: العوامل المؤثرة في الاستثمار في الجزائر

المطلب الثاني: النظام البنكي في ظل برنامج الإصلاح الهيكلي وأهم نتائج إعادة هيكلة القطاع للفترة *1990-1999*

المطلب الثالث: السياسات المتخذة ووضعية القطاع البنكي للفترة *1990-1999*

المطلب الرابع: تمويل الاستثمار والنظام المالي للفترة *2000-2015*

المطلب الخامس: تدابير لدعم تمويل الاستثمار

المطلب الأول: العوامل المؤثرة في الاستثمار في الجزائر: النمو في الاقتصاد الجزائري يتسم بالتقلب الواضح وهو ما يعكس حقيقة أن استراتيجيات النمو التي اتبعت حتى اليوم لم تؤمن للاقتصاد الجزائري التنويع القطاعي اللازم الذي يقلّل من اعتماد الاقتصاد الوطني على القطاع النفطي والقطاع العام بشكل خاص ويؤمن فرصا للنمو المستقر والمستدام للقطاع الخاص، ويمكن التركيز على عاملي التكلفة وكمية القروض الممنوحة من المدخرات في التأثير على الإستثمار:

الفرع الأول: معدل الفائدة الحقيقي: من المتوقع وجود علاقة سلبية بين معدّل الفائدة الحقيقي وحجم الاستثمار الخاص من الناحية النظرية بسبب أن الارتفاع في معدّلات الفائدة يعتبر كعامل مثبط لنمو الاستثمار في القطاع الخاص.

أولا: منهج تحديد معدل الفائدة: كان معدل الفائدة ثابتا تقريبا في الفترة الإشتراكية لمتطلبات النظرية والاستراتيجية المتبعة في التخطيط واتبعت الجزائر في فترة ما بعد *1990* مقاربة ما كينون وشو باقتراح أو طلب من صندوق النقد الدولي في إطار الإصلاحات،

إذ يشير كل من *McKinnon and Shaw* إلى أن هناك علاقة إيجابية بين حجم الاستثمار ومعدل سعر الفائدة الحقيقي وذلك لأن ارتفاع معدل الحقيقي للفائدة سيعمل على رفع حجم المدخرات ومنه فإن حجم الائتمان المحلي ستزيد كنتيجة لذلك[1]، ويستند هذا الافتراض والمعروف باسم فرضية ماكينون وشو، على افتراض أن وفرة الموارد المالية هو العائق الرئيسي أمام الاستثمار في هذه الدول لو قورن بتكلفة رأس المال، ففي البلدان النامية، عموما فإن القطاع العام يلعب دورا كبيرا في النشاط الاقتصادي من خلال الاستثمار خاصة في البنية التحتية، وتتوقف الاستثمارات الخاصة على توقعات المستثمرين حول الأرباح المستقبلية طالما أن الربحية المتوقعة تفوق سعر الفائدة السائد في السوق، وحسبهم فإن الفرضية القائلة أن الاستثمارات العامة

[1] - دحماني محمد ادريوش وناصور عبد القادر، **دراسة قياسية لمحدّدات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة:** المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، 11-12 مارس 2013 جامعة سطيف1، ص ص:10-20.

تؤدي إلى تقليص حجم الاستثمارات الخاصة هي مقولة مبنية على فرضية خاطئة مفادها أن طلب القطاع الحكومي لمزيد من القروض يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة في السوق، وهذا بدوره يساهم في تقليص حجم الاستثمارات الخاصة، لكن في الحقيقة أن الاستثمارات الكبيرة في البنية التحتية من قبل الدولة تؤدي إلى خلق علاقات مترابطة مع القطاع الخاص ويساعده في دخول مجالات وأنشطة جديدة.

ثانيا: القواعد الجديدة للفائدة السوقية: في ماي *2009* أصدر بنك الجزائر نظاما يحدد فيه القواعد الجديدة في مجال الشروط البنكية المطبقة على العمليات المصرفية للبنوك والمؤسسات المالية، حيث أنه يمكن للبنوك والمؤسسات المالية أن تقترح على زبائنها خدمات مصرفية خاصة، غير أنه من أجل تقدير أفضل للمخاطر المتعلقة بالمنتوج الجديد ولضمان الانسجام بين الأدوات يتعين أن يخضع كل عرض منتوج جديد في السوق إلى ترخيص مسبق يمنحه بنك الجزائر، وقد جاء في هذا النظام ووفقا للمادة الرابعة منه أن البنوك والمؤسسات المالية تحدد بكل حرية معدلات الفائدة الدائنة والمدينة وكذا معدلات ومستوى العمولات المطبقة على العمليات المصرفية، غير أن بنك الجزائر يمكنه أن يحدد معدل الفائدة الزائد ولا يمكن في أي حال من الأحوال أن تتجاوز معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية على القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية معدل الفائدة الزائد.

الفرع الثاني: القروض الموجهة للاستثمار: أما العامل الآخر المهم الذي يؤثر على استثمارات القطاع الخاص خاصة هو قيد الائتمان (القروض) وسبب تخلف الأسواق المالية في اقتصاديات هذه الدول والتي منها الجزائر وكذا تراجع دور والوساطة المالية، ونظرا لعدم وجود تمويل طويل الأجل وسوق العقود الآجلة والمستقبلية، فإن القروض المصرفية والقروض الخارجية هي المصدر الوحيد للائتمان المتاح لتمويل استثمارات القطاع الخاص.

أولا: استراتيجية الإئتمان والطلب على التمويل: كما تم إصدار المدونة الجزائرية لحوكمة الشركات في *2009/03/11* حيث أن تطبيق قواعد حوكمة الشركات سيساعد في بناء الثقة المتبادلة مع القطاع المصرفي، في وقت تتزايد فيه أهمية الحصول على رأس المال وتعزيز النمو الاقتصادي الذي يعد الحجر الأساس في تخطي الأزمة المالية العالمية والتقليل من تداعياتها على الاقتصاد الجزائري، فغياب الحوكمة في نطاق الشركة ذاتها يحد من إمكانيات الابتكار والتطور، ولن يقوم رجال المصارف أو الشركاء أو المستثمرون بالاستثمار في مشروعات ضعيفة الحوكمة، لذا فإن الالتزام بالمدونة سيخلق موارد أكبر ويساعد على تنمية الأعمال، وتعمل على تحسين العلاقات بين البنوك ومنشآت الأعمال من خلال تعزيز الثقة المتبادلة المفتقدة في الوقت الحالي وذلك من خلال المزيد من الشفافية.[1]

في حالة الجزائر تستند دالة الطلب على الاستثمار الخاص على نسخة موسعة من النظرية الكلاسيكية الجديدة للاستثمار والتي تعتمد على نمو الناتج، تكلفة رأس المال، توافر رأس المال، عدم اليقين الاقتصادي، سعر الصرف الحقيقي والاستثمار العام.

والاستثمارات الكبيرة من قبل الدولة أي القطاع العام يفترض أن تؤدي إلى خلق علاقات مترابطة مع القطاع الخاص بما يساعده في التوسع ودخول مجالات وأنشطة جديدة، ووجد ما يدل على التكامل بين القطاع العام والخاص، أما العلاقة السلبية

[1] - عمر شريقي، مداخلة بعنوان: **دور وأهمية الحوكمة في استقرار النظام المصرفي**، بالملتقى الدولي الأول حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، المنعقد بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف *1*، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص10.

بين معدّل الفائدة وحجم الاستثمار الخاص فتدعم الجانب النظري باعتبار أن الارتفاع في معدّلات الفائدة يعد أكبر عامل مثبط لنمو الاستثمار في القطاع الخاص.

في ما يخص حالة عدم اليقين والمعبر عنها بمعدلات التضخم وكذا نسبة الدين الخارجي وتغيرات الصرف فجاءت النتائج عكس النظرية الاقتصادية وهذا ما يشير إلى وجود عوامل أخرى غير العوامل الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على حجم الاستثمار الخاص، أما فيما يخص حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص فقد كان تأثيرها سلبي على نمو هذا القطاع مما يشير إلى صحة فرضية الكبح المالي وتراجع أداء الجهاز المصرفي والمالي في الجزائر.[1]

ثانيا: نفقات الدولة وائتمان الحكومة: إن النفقات العامة في الجزائر ارتبطت ومنذ الاستقلال بالجباية البترولية، فكلما ارتفع سعر البترول زادت الجباية البترولية ومنه تزايد نفقات الدولة بالتبعية ويحدث العكس في حال تراجعت أسعار البترول في الأسواق الدولية.

بالنسبة كذلك لمداخيل الحكومة فقد اعتمدت أكثر على الجباية البترولية فارتفعت من نسبة *70%* سنة *2004* إلى *76.9 %* سنة *2006* مع انخفاض متناسب للمداخيل خارج المحروقات.

زيادة مداخيل الدولة الجزائرية من النفط منذ بداية الألفية الجديدة جعل الجزائر تسطر برنامج الإنعاش الاقتصادي من جهة، ومن جهة قامت بإنشاء صندوق ضبط الموارد لتحول إليه فوائض الميزانية الناتجة عن الاختلاف ما بين السعر المرجعي لتقدير الميزانية العامة للدولة والسعر الجاري له في السوق، وذلك بغرض ضمان استمرار تنفيذ البرامج حتى ولو تعرضت الجزائر لصدمة عكسية وتراجعت أسعاره، وهو ما يحدث حاليا لفترة ما بعد *2014* موازاة مع الادخار الحكومي فقد تم الاعتماد على مصادر أخرى لتمويل المشاريع المخططة.

المطلب الثاني: النظام البنكي في ظل برنامج الإصلاح الهيكلي وأهم نتائج إعادة هيكلة القطاع للفترة *1990–1999*:

بالنظر للدور الفعال الذي تقوم به هذه المؤسسات في تعبئة الإدخار المحلي، فقد عرفت في إطار الإصلاحات الإقتصادية الشاملة جملة من التغيرات الأساسية وعلى جميع المستويات، حيث طلب من البنوك إعادة الطلب بالترخيص لها من طرف بنك الجزائر المخول قانونا بمقتضى قانون النقد والقرض بإعتمادها لمزاولة العمل المصرفي، حيث تم بالإضافة إلى ذلك السماح لبنوك خاصة برأس مال محلي أو أجنبي بالنشاط، هذا مع العلم أنه وقبل الترخيص للبنوك جرت إعادة رسملة بعض منها.

الفرع الأول: إعادة هيكلة القطاع المالي: حيث بدأت العملية بمساعدة تقنية ومالية للبنك الدولي، وفي هذا الإطار أنفقت الدولة مبالغ هامة لإعادة تأهيل المؤسسات المصرفية.[2]

خلال الفترة *1991 –1996* منحت الدولة ما قيمته *217* مليار دج نقدا موزعة بالشكل التالي:

[1] - دحماني محمد ادريوش وناصور عبد القادر، **مرجع سابق**، ص22.

[2] – رحماني موسى ومسمش نجاة، **وضعية النظام المصرفي في ظل برنامج الإصلاح الهيكلي**، مداخلة بالملتقى الوطني الأول لكلية علوم التسيير"جامعة جيجل" حول: " المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة: منافسة، مخاطر وتقنيات" 6-7 جوان 2005.

أولا: ثمانون بالمائة في صورة تعويضات عن خسائر النقد الأجنبي الناتجة عن عمليات الإقتراض الخارجي في السابق؛ و*20%* المتبقية لإعادة رسملة البنوك، وهذه العمليات التي تهدف إلى تطهير المؤسسات وتحسين وضعيتها المالية بدأت قبل إعتماد الجزائر برنامج التصحيح الهيكلي، ففي سنة *1991* ونظرا لتدهور الملاءة المالية للقطاع المصرفي بسبب الصعوبات والمشاكل المتراكمة عبر السنين وما نجم عنها من ضعف كبير في المردودية المالية (*65%* من أصول المصارف كانت غير مدرة لعائد سنة *1990*)، وللخروج من هذه الوضعية تم تحويل *275* مليار دج كديون مشكوك فيها وديون مستحقة على المؤسسات العمومية للبنوك إلى سندات حكومية لمدة *12* سنة وبأسعار فائدة سنوية تقدر بـ*10 %* وهو ما يمثل *60%* من إجمالي القروض المستحقة على الإقتصاد الوطني آنذاك و *23*% من الناتج المحلي الإجمالي لسنة *1991*.

ثانيا: تسارعت خطوات إعادة الإصلاح وتم في هذا المجال وضع مخطط لإعادة هيكلة البنوك وتحسين قدرتها التنافسية بدأ تجسيده في أفريل من سنة *1995*، حيث تم بالإضافة إلى التدابير المشار إليها سلفا إتخاذ مجموعة أخرى من التدابير المكملة والتي يمكن إختصارها في:

- تحويل ما قيمته *24.9* مليار دج في شكل سندات مدتها *20* سنة لرسملة أربعة بنوك تجارية لسنة *1996*؛
- أعيدت رسملة الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط حيث قدر المبلغ المخصص لذلك بـ *8* مليار دج ؛
- تحويل ما قيمته *187* مليار دج أو ما يعادل *24 %* من رصيد إئتمان البنوك التجارية الموجه للإقتصاد الوطني سنة *1996* لسندات خزانة مدتها *12* سنة.

الفرع الثاني: اتفاق التسهيلات المالية الموسع: بالتوقيع على هذا الاتفاق التزمت الجزائر بمرافقة المؤسسات المالية الدولية بتطبيق برنامج تعديل هيكلي يهدف إلى إعادة الحركية للمحيط الاقتصادي، وتم استكمال مشاريع إعادة التوجيه وإعادة الهيكلة التي انطلقت سابقا، وتبلورت الأهداف المحورية لهذا الإتفاق حول أربع نقاط:[1]

- **إصلاح جبائي:** حيث تسعى الحكومة إلى تحديد دورها كممون للسلع والخدمات العمومية، ومن خلال تعديل عميق للنظام الجبائي؛
- **إصلاح القطاع المالي:** باتخاذ خطوات لإنشاء سوق مالي وتقليص الوساطة المصرفية؛
- **تطوير القطاع النقدي:** في المجال النقدي سعت الإتفاقية إلى تحديد مستوى السيولة النقدية، والقروض الموجهة للإقتصاد وتكوين احتياطي صرف، وهو ما أثر على معدل الإقراض الداخلي لصالح الحكومة، مع استقلالية أكبر للبنك المركزي في تمويل عجز الميزانية، وتم تأطير هذه الإجراءات مع تطبيق سياسة لتحرير الفائدة ومراقبة التضخم للوصول إلى معدل الفائدة الحقيقي الموجب كما تشجع عليه توجيهات صندوق النقد الدولي، ونظرية ماكينون وشو.
- **تطوير وتحرير قطاع التجارة والمعاملات الدولية:** الإختلالات المسجلة نهاية الثمانينات من القرن العشرين عرقلت محاولات الإصلاح وتحيري المبادلات الخارجية، ما أدى إلى تقييم زائد للعملة الوطنية وارتفاع المديونية الخارجية، وتنص

[1] - مختار دكيش، **مرجع سابق**، ص ص: 67-68.

الإصلاحات على التحكم في السعر النسبي (وسعر الصرف الحقيقي)، وتحرير الأسعار المترافق مع تخفيض قيمة العملة وتحرير سعر الصرف.

الفرع الثالث: الوضعية الاقتصادية ونتائج إعادة الهيكلة: عرف النمو الاقتصادي نسبة سالبة سنة *1990* ويرجع ذلك للانخفاض الملموس للانتاج الصناعي والزراعي، وانعكست صدمة تخفيض قيمة الدينار سنة *1991* على الاقتصاد باضطرابات مالية وثقل المديونية مع تطبيق البرنامج الاستعجالي مع صندوق النقد الدولي وارتفعت خدمة الدين ونسبته من الصادرات والناتج المحلي.

وبتطبيق سياسة مالية واقتصادية قاسية مع الظروف الاجتماعية والسياسية، اتجهت السلطات إلى توزيع منقح للموارد، مع الرقابة على التجارة الخارجية خاصة وتقليص الواردات، مع رفع النفقات والدعم.

ومع انخفاض سعر النفط سنة *1993* وانخفاض المداخيل وارتفاع النفقات تعمق عجز الميزانية العمومية، وبعدما كانت نسبته *5.9 %* سنة *1991* تجاوزت *15.8%* سنة *1993*، ووصلت إلى وضعية حرجة وحدود التوقف عن الدفع، وقدر أن خدمة الدين كانت لتصل *94 %* بالمائة لمن الصادرات لم تتم إعادة جدولة الديون، وهو ما دفع السلطات إلى إعادة النظر في موقفها من إعادة الجدولة.[1]

وهذه الاضطرابات مصدرها الأساسي والحقيقي هو الاعتماد شبه الكلي على المحروقات في تمويل النمو الاقتصادي والمؤشرات الكلية كالإنفاق والاستثمار، وغياب نسيج إنتاجي صناعي وزراعي وخدمي متين وحقيقي.

فشح السيولة دفع السلطات إلى إعادة توزيع وتنظيم السياستين المالية والنقدية، غير أنها باءت بالفشل حتمت عليها طلب المساعدة من المؤسسات المالية الدولية.

المطلب الثالث: السياسات المتخذة ووضعية القطاع البنكي للفترة *1990-1999*

اعتمدت الجزائر التحرير المالي، ما سمح بتحرير معدلات الفائدة والعمل البنكي وعمليات الإقراض والإقتراض، مع حرية نسبية للبنك المركزي في تحديد السلاسات النقدية، مع اتباع سياسة مالية متحررة نسبيا وتعمل على تخلي الدولة التدريجي عن دورها التدخلي في النشاط الإقتصادي.

الفرع الأول: أهداف السياسة النقدية والصرف: بعدما سمح قاون النقد والقرض *10/91* بتحرير العمل البنكي وإعطاء البنك المركزي صلاحيات في إعداد السياسة النقدية وتحرير أسعار الفائدة، فقد عدل البنك المركزي معدل إعادة الخصم بشكل دوري بغرض الوصول لمعدلات الفائدة الحقيقية الموجبة بأخذ الإعتبار معدل التضخم، وفي محاولة للتحكم في السيولة النقدية وتشجيع الإقراض البنكي وتحرير سوق النقد نسبيا وتأسيس السوق المالي وتخفيض قيمة العملة، ولكن الأداء المالي والنقدي بقي ضعيفا، في انتظار تحسن أسعار النفط.

[1] - مختار دكيش، **العلة الهولندية: نظرية وفحص تجريبي في الجزائر بين 1996-2006**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة وهران السانية 2009-2010، ص: 65.

فيما يتعلق بميزان المدفوعات فقد أدى انخفاض سعر البترول إلى تقليص مبلغ الصادرات من *10.4* مليار دولار سنة *1993* إلى *8.9* مليار دولار سنة *1994*، وانعكس على الميزان التجاري الذي سجل عجزا قدره *1.8* مليار دولار رغم تخفيض نسبي للواردات، وأثر على ميزان المدفوعات الذي سجل عجزا إضافيا حتى *6.3* مليار دولار سنة *1995* تمت تغطيته من خلال من خلال اتفاقيات مع المؤسسات الدولية وإعادة الجدولة التي سمحت بالحصول على *4.4* مليار دولار سنة *1994* و*4.5* مليار سنة *1995*، وتم تغطية الباقي من خلال القروض المتعددة الأطراف، مع تخفيض معدل خدمة الدين، وسمح بتوقيع تسهيلات مالية موسعة.

الفرع الثاني: تقسيم القروض البنكية حسب وجهتها القانونية: تأثرت كمية القروض وتقسيمها بين القروض للحكومة والغيرها بالوضعية الاقتصادية والمالية العامة، إضافة إلى الاتجاه العام لتخلي الدولة عن دورها المتدخل في الحياة الإقتصادية، كما يوضحها الجدول التالي:

الجدول(*62*): تطور وتوزيع القرض الداخلي بين سنتي *1993*–*1998* كنسبة مئوية من الناتج الوطني الخام

البيان/السنوات	1993	1994	1995	1996	1997	1998
قروض محلية	69.87	52.53	39.38	42.38	42.15	57.57
قروض للحكومة	49.95	31.79	20.42	11.24	15.54	25.55
قروض لغير الحكومة	19.92	20.74	18.76	31.14	26.61	32.02

المرجع: مختار دكيش، **العلة الهولندية: نظرية وفحص تجريبي في الجزائر بين *1996*–*2006***، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة السانية وهران، *2009*–*2010*، ص*69*.

- International Monetary Fund. Algeria Report. N98/87. P66.

حيث يلاحظ الانخفاض المحسوس لعملية الإقراض لفترة ما قبل اتفاق التعديل الهيكلي الموسع مع انخفاض أسعار البترول المتزامن ، مع تأثر كلي للقروض الحكومية وغير الحكومية، وعاودت الإرتفاع نسبيا مع دخول الإتفاقات مع المؤسسات الدولية وانتعاش نسبي لأسعار المحروقات.

الفرع الثالث: تطور تكلفة التمويل الإسمية والحقيقية: إتسمت هذه الفترة وبعد تحرير معدلات الفائدة بارتفاع كبير لمعدلات الفائدة الإسمية رافق الإرتفاع الكبير لمعدل التضخم السنوي، حيث كان الهدف هو الوصول إلى معدل فائدة حقيقي موجب، وفقا لتوصيات صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، والتي تعتمد نظرية ماكينون وشو في تحرير الفائدة وتحفيز النمو والاستثمار من خلال الإدخار وتكلفة التمويل الحقيقية الموجبة.

وقد استخدم البنك المركزي صلاحياته في زيادة معدل إعادة الخصم والدفع بمعدلات الفائدة إلى مستويات أعلى من معدلات التضخم المرتفعة المميزة لهذه الفترة، والجدول التالي يوضح تطور مؤشرات التكلفة التمويل تمهيدا لدراسة أثرها على مؤشرات الإدخار والإئتمان الخاص.

الجدول(63): تطور معدلات الفائدة الإسمية والحقيقية والتضخم خلال الفترة *1990–1999* **الوحدة %**

السنة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
معدل الفائدة على الودائع	8	12.5	12.8	12.8	17.6	18	16.3	14	9.2	8.5
معدل التضخم	17.9	25.9	31.7	20.5	29	29.8	18.7	5.7	5	2.6
معدل الفائدة الحقيقي	9.9-	13.4-	18.9-	7.7-	11.4-	11.8-	2.4-	8.5	5.2	6.7

المصدر: التقارير السنوية لبنك الجزائر

حيث يلاحظ الإرتفاع المتزامن بين معدلات الافئدة الإسمية ومعدلات التضخم الذي شهد وتيرة أسرع، وعلى ذلك لم يتم الوصول لمعدلات الفائدة الحقيقية الموجبة إلا بعد الإنخفاض الكبير لمعدل التضخم سنة *1997*، والذي تحقق من خلال سياسة اقتصادية تقشفية ونقدية انكماشية كان لها بالغ الأثر على المستوى الاقتصادي على القطاع الخاص والإنفاق والدعم الحكومي ومؤشر الاستثمار الكلي وعلى الجانب الإجتماعي، رغم تحقيق استقرار للتوازنات الكلية نهاية العشرية، والتي رافقت تحسن المداخيل النفطية.

الفرع الرابع: تطور الاستثمار وارتباطه بالمؤشرات الكلية والتمويل: الاستثمار للفترة *1990–1999*: ساير تذبذب الاستثمار في القطاعات الاقتصادية بين سنتي *1990–1994* والأزمة المتعددة الجوانب، لتتراجع الاستثمارات العمومية بشكل لافت سنة *1996* ليعاود الارتفاع رغم أنه بقي متذبذبا وأدنى مما سجل قبل سنة *1995*، كما هو موضح بالجدول التالي:

الجدول(64): تطور حجم الاستثمار العمومي ومؤشرات كلية أخرى لفترة الإصلاح الاقتصادي *1990–1999*

الوحدة: معدلات النمو والنسب بـ % والقيم بالمليار دينار

البيان	1990	1991	1993	1995	1996	1997	1998	1999
معدل نمو الكتلة النقدية	11.3	21.3	21.53	10.48	14.43	18.49	18.64	12.11
معدل التضخم	16.7	22.8	32.5	29.8	15	7.5	5	2.6
الاستثمار العام	47.7	58.30	185.21	285.92	147.01	201.64	211.88	186.98
معدل نمو الاستثمار العام	-	22.22	28.6	21.11	48.5-	37.16	5.1	11.8-
معدل النمو الاقتصادي	0.8	1.2-	2.1-	3.8	4.1	1.1	5.1	3.2
نسبة الاستثمار العام إلى الناتج المحلي الإجمالي	--	--	--	14.26	6.77	7.25	7.49	8.1

المصدر: الديوان الوطني للإحصائيات ONS ووزارة المالية

IMF;World Economic Outlook Database

ويلاحظ سعي الدولة الحثيث لتقليص الانفاق العمومي بشتى أشكاله خلال هذه الفترة بتذبذب وانخفاض الانفاق الاستثماري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة تطبيق برنامج التعديل الهيكلي.

وقد حققت الجزائر معدل نمو اقتصادي لم يتعدى نسبة *3%* خلال فترة التسعينات وقد اتضح مع بداية الألفية أن هذا المعدل غير كاف لتنشيط الاقتصاد الوطني وخلق ديناميكية إنتاجية مستدامة تمكن من تحقيق التوازنات الاقتصادية الكبرى.

ومنذ انتهاج الجزائر لسياسة الإصلاح وهي تسعى جاهدة لدفع وتيرة التنمية الاقتصادية في البلد معتمدة ومراهنة في ذلك على الاستثمار باعتباره المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية، وقد جنت من وراء هذه السياسات العديد من النتائج المقبولة في مجالات معينة، وكانت دون الطموحات ودون المطلوب في جوانب عديدة.

الفرع الخامس: تطور حجم الودائع والإئتمان للقطاع الخاص: باعتبار الادخار العمومي وعوائد النفط تحكم الاستثمار العمومي، فيستحسن الربط بين حجمي الإدخار والإئتمان للقطاع الخاص الذي يعكس قوة الإتجاه لبناء اقتصاد قائم على القطاع غير الحكومي.

إن فعالية الادخار ترتبط بالقدرة الإستخدامية لتحويلها لاستثمارات إنتاجية وخدمية حقيقية والتقليل من مخاطر توظيفها، وفي هذا الإطار فإن الاقتصاد الجزائري يعاني من إختلالات هيكلية وبنية مؤسسية غير تنافسية وتركيب قطاعي غير متوازن وغير متنوع يعتمد على قطاع طاقوي إستخراجي ريعي يرتكز على الطاقات غير المتجددة يساهم بنسبة تزيد عن *37%* من الناتج الداخلي الإجمالي وحوالي *70%* من العائدات الجبائية وأكثر من *98.4%* من الصادرات ولا تساهم القطاعات الإنتاجية خارج المحروقات إلا بنسبة ضعيفة في الناتج الداخلي الإجمالي، والجدول التالي يوضح تطور مؤشرات إجمالي أصول النظام البنكي والودائع والقروض للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة *1991-1999*، كما يلي:

الجدول(*65*): تطور إجمالي أصول النظام البنكي والودائع والقروض للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة *1991-1999*

البيان	1991	92	93	94	95	96	97	98	99
نسبة إجمالي الأصول	73.7	69.2	71.6	58.4	56.7	52.9	69.7	71.3	59.1
نسبة إجمالي الودائع	32.2	22.1	25.8	45.4	27.3	21.9	24.3	26.6	39.9
الإئتمان للقطاع الخاص	33.3	7	6.4	5.4	4.8	5.2	3.9	4.4	5.2

المصدر: التقرير العربي الموحد *2009*

ويبدو واضحا تأثر مؤشرات إجمالي أصول النظام البنكي وإجمالي الودائع والقروض للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بالوضعية الإقتصادية العامة التي شهدتها المرحلة، وخاصة بالنسبة للإئتمان للقطاع الخاص الذي انخفضت نسبة تلقيه للفرص الإقتراضية بشكل كبير نظرا لضعف الثقة في النظام البنكي والنشاط الإقتصادي ومحيط الأعمال بشكل خاص.

الفرع السادس: مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي ومردودية البنوك: يمكن استخراج مؤشرات الميل المتوسط والحدي للإئتمان ومرونة الإقراض الدخلية، والتي تساعد على تتبع الإتجاه العام للثقة في النظام المالي والتمويل بشكل عام، ومدى تأثير تغيرات الدخل على التوجه للتمويل الاقتصادي ودعم الجهاز الإنتاجي، كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول(66): تطور مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي للفترة *1990-1999*

السنة	القروض للاقتصاد (مليار دج)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دج)	الميل المتوسط للإقراض	الميل الحدي للإقراض	مرونة الإقراض الدخلية
1990	247	554.4	0.44	-	-
1991	325.9	862.1	0.38	0.26	0.58
1992	408.2	1074.7	0.38	0.39	1.03
1993	219.2	1189.7	0.18	1.64-	4.32-
1994	304.8	1487.4	0.2	0.29	1.57
1995	564.5	2005	0.28	0.5	2.44
1996	776.8	2570	0.3	0.38	1.35
1997	741.3	2780.2	0.27	0.17-	0.56-
1998	731.1	2830.1	0.26	0.2-	0.75-
1999	935.1	3238.2	0.29	0.5	1.94

المصدر: مؤشرات محسوبة على أساس تقارير بنك الجزائر

ويلاحظ أن الزيادة في القيم المطلقة لعمليات الإقراض كانت ترافق الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الإسمي المرتبط بالمحروقات وعمليات التخفيض المتوالية لقيمة العملة، وهو ما يكشفه مستوى الميل المتوسط والحدي للإقراض منخفض عن مستوياته السابقة (سنة *1992* وما قبلها)، ويبذو هذا جليا في تذبذب كل من الميل الحدي للإقراض والمرونة الدخلية للإقراض، ما يعكس الحذر وعدم الثقة في النظام المالي والاقتصادي، ومن ناحية أخرى يبرز انحياز النظام التمويلي الرأسمالي والقائم على الفائدة للفصل بين التمويل والجهاز الإنتاجي واختيار تجنب التمويل الحقيقي وصنع الفرص الإستثمارية، خاصة إذا علم أن الإئتمان في حالة الجزائر يوجه عادة لتمويل دورة الإستغلال من التمويل القصير المدى أو الموجه لتمويل التجارة الخارجية وعمليات الإستيراد التي استفادت من انتعاش أسعار المحروقات.

المطلب الرابع: تمويل الاستثمار والنظام المالي للفترة *2000-2015*:

الفرع الأول: أهم بنود إصلاحات قانون النقد والقرض*2003*: صودق في أوت *2003* على إصلاح قانون النقد والقرض، لكونه يسمح لبنك الجزائر بممارسة صلاحياته بشكل أحسن، وتمثلت أهم الإصلاحات في:[1]:

أولا: تم الفصل بين مجلس الإدارة المكلفة بتسيير البنك كمؤسسة، وبين مجلس النقد والقرض الذي يمارس إختصاصات جوهرية في مجال سياسة النقد والقرض ؛

ثانيا: توسيع صلاحيات مجلس النقد والقرض المخول باختصاصات في مجال السياسة النقدية، وسياسة الصرف والتنظيم والإشراف وأنظمة الدفع ؛

[1] - رحماني موسى، مسمش نجاة: **مرجع سابق**.

ثالثا: يصدر مجلس النقد والقرض نظام يحدد الحد الأدنى الجديد لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية ويعمل على هذا الأساس بنك الجزائر على تعزيز التقييم لطلبات الإعتمادات الجديدة ؛

رابعا: يشكل قاعدة للرقابة على الوثائق والمستندات، ويسمح بالتقييم والإطلاع السريع على تطور الوضعية المالية الخاصة بكل بنك بما فيها الملاءة.

خامسا: إقامة هيئة رقابية مكلفة بمهمة متابعة نشاطات البنك ولاسيما النشاطات المتصلة بتسيير مركزية المخاطر ومركزية المستحقات غير المدفوعة والسوق النقدية ؛

سادسا: يعزز القانون التشاور بين بنك الجزائر والحكومة في المجال المالي وشروط عرض التقارير الإقتصادية والمالية والمتصلة بالتسيير التي يرفعها بنك الجزائر، وتنشأ لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزارة المالية للإشراف على تسيير الأرصدة الخارجية والمديونية ؛

سابعا: ينظم سيولة أفضل في انسياب المعلومات المالية الضرورية ، يسمح بضمان حماية أفضل للبنوك وللساحة المالية والإدخار العمومي، كما يعزز شروط ومقاييس إعتماد البنوك ومسيري البنوك والعقوبات الجزائية التي يتعرض لها مرتكبو المخالفات.

الفرع الثاني: مصادر تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي في الجزائر: شهدت السنوات الأولى من التسعينات وبسبب تراجع أسعار البترول خلال الفترة *1991-1993* انخفاض قيمة الدينار بالإضافة إلى انخفاض كبير في سرعة دوران النقود وتدهور الحساب الجاري الخارجي ؛ وظهور ضغوط تضخمية شديدة أدى لاعتماد سياسات التقشف في إطار برامج التعديل الهيكلي المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي*1994*، وبرنامج التصحيح الهيكلي *1995 -1997*.

في الحقيقة هذا التراجع يعود أساسا للسياسة النقدية المتشددة التي انتهجها البنك المركزي الجزائري في إطار برامج التعديل الهيكلي لامتصاص تزايد الطلب المحلي ودعم الصادرات؛ وتحقيق استقرار التوازنات النقدية والمالية، كما عرفت معدلات الفائدة نفس الاتجاه التنازلي الذي عرفه معدل التضخم، ومع ذلك بقيت غير مشجعة على الاستثمار، ولذا من المهم دراسة مصادر تمويله في إطار البرامج الخاصة بالإنعاش الإقتصادي.

أولا: علاقة (الادخار – الاستثمار) وصعوبة تحويل موارد هامة من الادخار إلى الاستثمار: تنمية الاستثمارات الخاصة الناجمة عن تحرير الاقتصاد تسير ببطء على الرغم من تحسن مستوى الادخار المسجل خلال السنوات الأخيرة.

***1*- الإدخار الوطني وتراكم الإصول الثايتة:** ما بين *1999-2004* فإن معدل الادخار كنسبة من الإنتاج الداخلي الإجمالي انتقل من معدل *28.7%* إلى *45.7%*، أما معدل الاستثمار كنسبة من الإنتاج الداخلي الإجمالي فقد انتقل من معدل *24.4%* إلى *25%* خلال الفترة نفسها [1]، من جهة أخرى فإن القسم الأكبر من الاستثمارات هو من طرف الدولة ومتمركز في قطاع المحروقات، الذي يمثل *70%*، هذه الوضعية تفسر ضرورة تطوير مناخ الاستثمار عن طريق تحسين أداء النظام المالي والوساطة المالية.

والجدول التالي يبين تطور معدلي الاستثمار والادخار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة *1999 – 2004*، كما يلي:

[1] المجلس الاقتصادي والاجتماعي، التقرير الاقتصادي والاجتماعي، جويلية 2005.

جدول (67) : تطور الادخار والاستثمار كنسبة (%) من الناتج المحلي الإجمالي

السنوات	1999	2000	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2014
الادخار الوطني	28.7	41.3	40.2	43.6	31.6	45.7	47	48.2	46.2	44.2
التراكم الإجمالي للأصول الثابتة	24.4	24.4	22.7	24.0	22.3	25.0	38	31.7	34.2	36.7

المصدر : المصالح المنتدبة للتخطيط

إن فعالية الادخار ترتبط بالقدرة الإستخدامية لتحويلها لاستثمارات إنتاجية وخدمية حقيقية والتقليل من مخاطر توظيفها، وفي هذا الإطار فإن الاقتصاد الجزائري يعاني من إختلالات هيكلية وبنية مؤسسية غير تنافسية وتركيب قطاعي غير متوازن وغير متنوع يعتمد على قطاع طاقوي إستخراجي ريعي يرتكز على الطاقات غير المتجددة.

وهذا ما يلاحظ من خلال الفجوة بين الإدخار وتراكم الأصول الثابتة وعدم استغلال لكل الإمكانيات المالية الإدخارية، وضعف القدرة على تكوين الأصول الثابتة التي تساهم في خلق الثروة وتنمية الدخل.

2- يمكن بيان مؤشرات الميزانيات المجمعة والقروض في الجزائر للفترة *2000-2014* من خلال الجدول التالي:

الجدول(68): إجمالي مؤشرات الميزانيات المجمعة والقروض في الجزائر للفترة *2000-2014* **الوحدة: مليار دج**

البيان	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013	2014
نسبة إجمالي الأصول	2437	3320	3534	5229	7287	7989	8961	9156	10320	12016
نسبة إجمالي الودائع	1057	1543	2772	3665	5338	5769	6703	6850	7732	8982
مجموع القروض	280	561	2338	2919	3292	4417	5145	5823	6587	8951
قروض للقطاع الخاص	198	306	1534	1904	2614	3267	3725	4296	2720	3275

المصدر: التقرير العربي الموحد للسنوات: *2001*،*2003*،*2005*، *2007*، *2009*، *2011*، *2013*، *2015*

ويلاحظ الارتفاع الكبير للمؤشرات البنكية والنقدية، ومع ذلك تبقى غير متكافئة مع احتياجات النمو، وعدم تناسب المؤشرات المالية والإئتمانية لها، خاصة إذا أضيف إليه ضعف البنية التحتية الأساسية في ظل منظومة مؤسسية غير كفؤة، تعيق أحيانا الإصلاحات الجوهرية، فإن توجيه حجم معتبر من الاستثمارات العامة يجب أن يراعي هذه خصائصالإقتصاد الوطني لتجاوز وتخفيض حدة الإختلالات الهيكلية.

ثانيا: تطور النفقات الاستثمارية العامة في الجزائر خلال الفترة *2000-2011*: بعدما انحسرت نسبة وأهمية الإنفاق الاستثماري العام خلال عشرية التسعينيات نتيجة المرور نحو اقتصاد السوق وتخلي الدولة عن الاستثمار المنتج، فإن الشروع في برامج الإنعاش الاقتصادي سمحت بعودة الإنفاق الاستثماري العام بما يبينه الجدول، فنسبة الاستثمار العام من النفقات العامة شكلت نسبة هامة على امتداد الفترة المدروسة.

والجدول التالي يوضح تطور مؤشر النفقات الإستثمارية العامة ومؤشرات أخرى مهمة في تمويلها:

الجدول(*69*): الادخار الحكومي ودوره في تمويل الإنفاق الاستثماري في الفترة *2000-2011* الوحدة: مليار دج

البيان	2000	2001	2002	2003	2004	2005
الادخار الحكومي	722	542	627.6	851.6	978.6	1837.5
نفقات الاستثمار العام	321.9	357.4	575	567.4	640.6	806.9
الادخار الحكومي/GDP (%)	17.51	12.81	13.88	16.21	15.91	24.29
الادخار الحكومي – نفقات الاستثمار العام	400.1	184.6	52.6	284.2	338	1030.6
البيان	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
الادخار الحكومي	2202	2014	2973	1376	1734	1906
نفقات الاستثمار العام	1015.1	1434.3	1973.3	1646.3	1807.9	1934.2
الادخار الحكومي/GDP (%)	25.86	21.51	26.86	13.74	14.39	13.25
الادخار الحكومي – نفقات الاستثمار العام	1186.9	579.7	999.7	270.3-	73.9-	28.2-

المرجع: بوحيضر رقية، **أثر التمويل البنكي للاستثمار العام ضمن برامج الإنعاش الاقتصادي على التوازنات النقدية في الجزائر خلال الفترة: *2001-2011* دراسة قياسية**، المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة *2001-2014*،المنعقد في *11-12* مارس *2013* جامعة سطيف*1*،ص: *20*.

- تقارير بنك الجزائر (*2000-2011*)

من خلال الجدول يلاحظ أن الادخار الحكومي وهو فائض الإيرادات عن نفقات التسيير موجب على العموم، ويختلف مقداره من سنة لأخرى وهو يشكل نسبة هامة من الناتج المحلي الإجمالي مع تذبذبها ما بين الارتفاع والانخفاض، فيلاحظ أنها وصلت لأقصى قيمة لها في سنة *2005* وهذه النسبة المعتبرة للادخار الحكومي جعلته يغطي نفقات الاستثمار العام المقررة.

يلاحظ ظهور العجز ابتداء من سنة *2009* رغم تراجعه في السنوات المتبقية من الدراسة نتيجة انخفاض وتيرة نمو الإيرادات الحكومية بسبب انخفاض سعر البترول وآثار الأزمة العالمية، وهذا النمو في الادخار الحكومي جعل السلطات الجزائرية تفكر في إنشاء صندوق ضبط الموارد الذي أسس بموجب المادة *10* من قانون المالية التكميلي لسنة *2000* ، والتي تنص على أنه يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم *103-302* بعنوان " صندوق ضبط الموارد "يقيد- فيه في جانب الإيرادات فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات عن تلك المتوقعة ضمن قانون المالية، وكل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق، أما في جانب النفقات فيسجل فيه ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي، وتخفيض الدين العمومي، بلغ رصيده سنة *2011* ما قيمته *5381* مليار دج[1].

وانجر عن ارتفاع نفقات الحكومة والدخل الوطني إلى تحفيز الواردات حيث سجلت فاتورة الواردات *20* مليار دولار سنة *2006* مقابل *12* مليار سنة *2000*، وفيما يخص الصادرات فقد ارتفعت مستفيدة من تحسن أسعار النفط، وتحسن الحساب

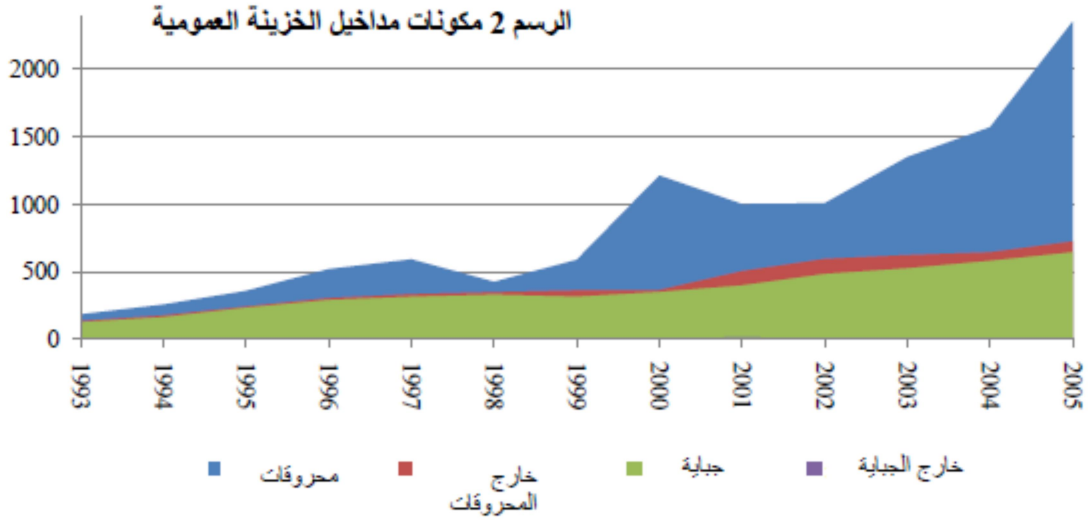
[1]- بوحيضر رقية، **أثر التمويل البنكي للاستثمار العام ضمن برامج الإنعاش الاقتصادي على التوازنات النقدية في الجزائر خلال الفترة: *2001-2011* دراسة قياسية**، المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة *2001-2014*،**المنعقد في** *11-12* مارس *2013* جامعة سطيف*1*،ص: *21*.

الجاري في حدود *28* مليار دولار سنة *2006*،[1] وساهمت هذه الأوضاع في تسجيل فائض في ميزان المدفوعات، وتحسين احتياطي الصرف، وهو ما سمح بالدفع المسبق لجزء من الديون.

وحتى تساعد على نجاح البرنامج انتهجت السلطات سياسة نقدية موافقة لحالة التوسع والإنفاق، إذ تم تخفيض معدل الخصم إلى *4%* سنة *2006* أي نصف المطبق سنة *1999*، ودفع بالبنوك لتخفيض معدل الإقراض بنقطتين، ولكنه لم ينعكس بشكل جيد على مستوى القروض الداخلية والخاصة للاقتصاد حيث انخفض بـ *11%* من سنة *1999* إلى *2004* وانعكس بمعدل نمو ضعيف للناتج الوطني الخام خارج المحروقات.

وتصبح نسبة مداخيل المحروقات غالبة في حال نسبتها إلى الناتج الوطني الخام خارج المحروقات كما يبينه الشكل البياني التالي:

الشكل(*57*): مكونات مداخيل الخزينة العمومية للفترة *1993-2005*

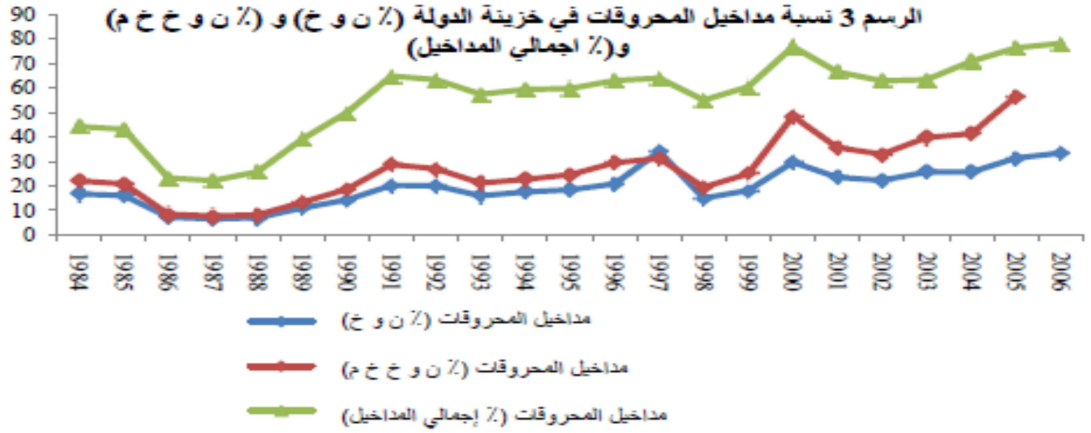


المرجع: مختار دكيش، **العلة الهولندية: نظرية وفحص تجريبي في الجزائر بين *1996-2006***، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة السانية وهران، *2009-2010*، ص*116*.

والشكل التالي لتطور نسبة مداخيل المحروقات إلى الناتج الوطني الخام الإجمالي وخارج المحروقات وإلى إجمالي المداخيل، كما يلي:

[1] - مختار دكيش، **مرجع سابق**، ص75.

الشكل(58): تطور نسبة مداخيل المحروقات إلى الناتج الوطني الخام الإجمالي وخارج المحروقات وإلى إجمالي المداخيل



المرجع: مختار دكيش، **العلة الهولندية: نظرية وفحص تجريبي في الجزائر بين *1996–2006***، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة السانية وهران، *2009–2010*، ص*116*.

ثالثا: دور النظام البنكي الجزائري في تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي: إضافة إلى الصندوق الجزائري للاستثمار الذي يتولى منح القروض طويلة الأجل من أموال تخصصها الخزينة لتمويل مختلف المشاريع في إطار برنامج الإنعاش الاقتصادي فإن المنظومة البنكية تساهم من خلال القروض القصيرة والمتوسطة الأجل بالخصوص وكذا القروض الطويلة الأجل، وسيتم تناول هذا الدور من خلال التركيز على دور هذا النظام في تمويل القطاع العام وكذا تمويل الدولة.

1*– القروض البنكية الممنوحة للقطاع العام خلال الفترة *2000–2014: الجدول أدناه يعكس تطور حجم القروض البنكية للقطاع العام:

الجدول (*70*): تطور القروض البنكية للقطاع العام *2000–2014* **مليار دينار**

البيان	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
القروض للقطاع العام	701.8	740.3	715.5	791.4	859.65	895.8	847
القروض للقطاع الخاص	291.7	337.9	551	588.5	675.4	897.3	1057
نسبة نمو القروض العامة%	-	5.5	3.35-	10.6	8.62	4.2	5.45-
نسبة القروض العامة من القروض الإجمالية%	70.6	68.6	56.5	57.3	56.1	50.4	44.4
النسبة من الناتج المحلي%	17	17.5	15.8	15.1	14	11.8	9.9
البيان	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2013**	**2014**
القروض للقطاع العام	989	1202	1486	1461	1742	2434	3382.3
القروض للقطاع الخاص	1216	1413.3	1600.6	1806.7	1984.2	2721.9	3121.7
نسبة نمو القروض العامة%	16.75	21.56	23.59	1.64-	19.2	19.3	39
نسبة القروض العامة من القروض الإجمالية %	44.8	46	48.2	44.7	46.8	47.2	52

نسبة القروض العامة من الناتج المحلي%	10.6	10.9	14.8	12.1	12.1	14.6	19.66

المصدر: تقارير بنك الجزائر (*2000-2014*)

كما يتسم نظام التمويل الجزائري بالخصائص التالية:

– أن القروض الممنوحة للقطاع العام هي قروض من البنوك العامة بالدرجة الأولى حيث تكاد تكون *100%* في أغلب السنوات، وهذا راجع لصعوبة وصول البنوك الخاصة إلى الفرص التي يتيحها السوق الجزائري، وكذا طبيعة هذه المشاريع التي تحمل مخاطر عدم السداد من وجهة نظر البنوك الخاصة، وكذا محدودية موارد هذه الأخيرة مقابل المبالغ الكبيرة لهذه القروض؛

– أن القروض للقطاع العام متزايدة على العموم رغم تحقيقها لمعدلات نمو سالبة في بعض السنوات ومعدلات نموها متذبذبة، والسبب المفسر لذلك هو أن هذه القروض تكون تابعة لوضعية القطاع العمومي بالدرجة الأولى؛

– أن القروض للقطاع العام شكلت نسبة كبيرة من القروض الكلية ولكنها متناقصة، ولكن رغم ذلك تبقى نسبتها مرتفعة، وهي تشكل نسبة ضعيفة من الناتج المحلي الإجمالي حيث لم تتجاوز نسبة *17.51%* من الأسباب التي فسرت الاتجاه لتشجيع منح القروض هو تثبيت معدل إعادة الخصم عند *4 %* منذ *07* مارس *2003*.

– القروض للقطاع العام تشكل نسبة هامة من مجموع القروض الممنوحة في الاقتصاد الجزائري، وهي في الغالب قروض قصيرة ومتوسطة الأجل مما يعني أنها توجه بالدرجة الأولى لتغطية نفقات الاستغلال من رواتب وأجور ومواد ولوازم وهو ما يعني أنها ستشكل ضغطا على الطلب فيما يخص السلع الاستهلاكية والاستثمارية، خاصة في السنوات الأخيرة *2011-2014* مع نمو كبير وسريع.

2– القروض البنكية للدولة خلال الفترة 2000–2014 : تقوم البنوك بمنح القروض للخزينة العمومية في صورة قروض مباشرة أو تشتري الأوراق المالية التي تقوم بإصدارها فالذمم على الدولة متزايدة على العموم من سنة لأخرى ما عدا بعض السنوات التي عرفت فيها تراجعا، كما أن النسبة الكبرى منها عبارة عن سندات وأذن الخزانة، وهي تشكل نسبة كبيرة من توظيفات البنوك مقارنة مع القروض الإجمالية الممنوحة للاقتصاد، حيث شكلت نسبة كبيرة جدا، ثم بدأت أهميتها تتناقص من سنة لأخرى لتحسن إيراداتها أما بالنسبة لبنك الجزائر فإن الذمم المخلوقة على حساب الدولة عرفت انخفاضا كبيرا خاصة منذ سنة *2007*،[1] وهذا راجع لارتفاع ودائع الدولة لدى البنك المركزي وعدم لجوئها للمزيد من القروض وهو ما يشير إلى تراجع دور الدولة كوسيلة لخلق النقود في الجزائر.

إن النظام البنكي الجزائري تسيطر عليه البنوك العامة، وهذه الأخيرة تمول القطاع الاقتصادي العام بالدرجة الأولى، وهو ما نتج عنه ارتفاع نسبة القروض المتعثرة التي تتحملها الخزينة فالديون المعاد شراؤها تشكل نسبة معتبرة من القروض الكلية، ما عدا تراجعها بشكل معتبر بداية من سنتي *2004* و *2005*، فسياسة التطهير المالي التي اتبعتها الجزائر عند الانتقال لاقتصاد السوق كانت تهدف بالدرجة الأولى إلى إعادة تأهيل المؤسسات العمومية كمرحلة مهمة قبل خوصصتها ولذلك فقد تحملت الخزينة تكاليف كبيرة في سبيل ذلك.

[1]- Bulletin monetaire de la banque d'Algerie; série retrospectives; **statistiques monetaires**: Hors serie- *2012.*

3- تطور المديونية الداخلية خلال الفترة 2000- 2014 : شكل الدين العام في الجزائر نسبة معتبرة من الناتج المحلي الإجمالي حتى سنة *2007*، ثم تراجع نتيجة نمو الناتج المحلي الإجمالي بوتيرة أسرع من نموه، لكن قيمته المطلقة ما زالت مرتفعة، شكلت خدماته نسبة معتبرة من نفقات التسيير خلال السنوات الأولى من الدراسة ولكنها تناقصت إلى أن وصلت إلى أقل من *1%* سنة *2011*، وانخفاض هذه النسبة يعود بالدرجة الأولى للتوسع الكبير في نفقات التسيير ضمن الميزانية العامة، وتتميز الأوراق المالية المصدرة من قبل الخزينة بارتفاع معدلات الفائدة عليها.

الجدول(*71*): تطور المديونية الداخلية للخزينة الجزائرية مليار دينار

البيان	2001	2005	20007	2009	2011	2012	2013	2014
الدين العام الداخلي	1001.5	1038.9	1103.9	816.3	1214.8	1312.1	1172.8	1239
نسبته من الناتج المحلي الإجمالي%	23.7	13.73	11.8	8.15	8.44	8.1	7	7.2

المصدر: تقارير بنك الجزائر

وعليه إذا أخذ بالاعتبار مجموع التمويل البنكي لبرامج الاستثمار العام بخلاف ذلك المغطى بواسطة الادخار الحكومي وهو القروض طويلة الأجل من الصندوق الجزائري للاستثمار والقروض البنكية للقطاع العام، والذمم على الدولة المخلوقة من طرف البنوك وبنك الجزائر، فقد عرف التمويل البنكي ودرجة اعتماد الحكومة على الدين الداخلي تغيرا في اتجاهاتها حسب توفر الموارد الأخرى ودرجة تغطيتها لاحتياجات المشاريع الاستثمارية.

الجدول(*72*): التمويل البنكي الإجمالي للإنفاق العام الاستثماري **مليار دج**

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
التمويل البنكي	1641.2	1651.4	1693.2	1802.9	1868.2	2035.3	2979.6
التمويل البنكي/GDP	39.8	39.1	37.43	34.3	30.4	26.9	35
السنة	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2013**	**2014**
التمويل البنكي	2395.3	1884.3	2619.6	3012.7	3726.5	5156.3	6504.6
التمويل البنكي/GDP	25.6	17	26.1	25	25.9	30.9	37.8

المصدر: تقارير بنك الجزائر *2000-...-2014*

حيث يلاحظ التطور الكبير لحجم التمويل البنكي وبنسب مرتفعة نسبة للناتج المحلي الإجمالي من سنة لأخرى، وهذا يبرز حجم الموارد المتزفرة والممنوحة بغية النهوض بالقطاع الإنتاجي والتمويل الإستثماري في إطار مخططات الإنعاش الإقتصادي.

الفرع الثالث: واقع التوازنات النقدية في الجزائر خلال الفترة *2000-2014* وأثر التمويل البنكي عليها: تطور مؤشرات العرض النقدي في الجزائر في الفترة *2000-2014* عرفت الكتلة النقدية- تطورا كبيرا في الجزائر من سنة لأخرى ما عدا تراجع معدل نموها سنة *2009* تحت تأثير الصدمة البترولية، كما أن سيولة الاقتصاد مرتفعة، نسبة كبيرة من الكتلة النقدية عبارة عن وسائل دفع ورقية، وهو ما يعبر عن التفضيل النقدي الكبير لدى الجزائريين، أو على شكل نقود كتابية في شكل ودائع جارية

لدى البنوك ومراكز الصكوك البريدية والخزينة، وزيادة المعروض النقدي بمعدلات كبيرة سيشكل ضغطا على جانب السلع والخدمات وهو ما سيؤدي إلى بروز التيارات التضخمية ونمو الكتلة النقدية متأتي من تنقيد الموارد، بالعملة الصعبة.

أولا: المستوى العام للأسعار ومعدل الفائدة: يعتبر سعر الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على الاستثمار والادخار، لذلك فقد أعطيت له أهمية في برنامج الإصلاح المالي بغية وضع أسعار فائدة مناسبة ومنافسة، ومما لا شك فيه أن ارتفاع معدل الفائدة في البنوك يؤدي إلى ارتفاع تكلفة القروض وبالتالي تقليص الطلب عليها، ومن ثم تراجع الفوائد التي تجنيها البنوك والعكس صحيح.

وقد أخذت أسعار الفائدة الحقيقية اتجاها واضحا نحو الانخفاض، إلا أنها ظلت موجبة عموما في ظل زيادة حدة الموجات التضخمية التي يعود مردها في الأساس إلى انخفاض سعر صرف الدينار مقابل الأورو، مما انعكس بالإيجاب على السياسة النقدية للبلد، وحفز على زيادة منح القروض التمويلية، لأنها تعكس التكلفة الحقيقية للأموال.

هذا وتجدر الإشارة أن معدل الفائدة في الجزائر مدعم من طرف الدولة في معظم القطاعات التي أرادت دعمها مثل القروض السكنية وفي إطار برامج دعم تشغيل الشباب وغيرها، وقد كان صندوق ضبط الموارد واحتياطي الصرف هما أهم ضمان لاستمرارية تمويل المشاريع الاستثمارية حيث تتم تغطية عجز الميزانية ودعم المؤسسات من طرف القطاع البنكي العمومي في معظمه، ويمكن استخراج بعض المؤشرات لتمويل وعمليات منح القروض بقيمتها وتكلفتها من خلال الجدول التالي:

الجدول(*73*): تطور معدلات الفائدة الإسمية والحقيقية والتضخم خلال الفترة *2000-2015* الوحدة %

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
معدل الفائدة الإسمي	9	7	6.5	8.3	6.5	8	8	8
معدل التضخم	5	4.5	1.5	4.3	3.5	1.6	2.3	3.7
معدل الفائدة الحقيقي	4	2.5	5	4	3	6.4	5.7	4.3
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
معدل الفائدة الإسمي	8	8	8	8	8	8	8	
معدل التضخم	4.9	5.7	3.9	4.5	8.9	3.3	2.9	
معدل الفائدة الحقيقي	3.1	2.3	4.1	3.5	-0.9	4.7	5.1	

المصدر: التقارير السنوية لبنك الجزائر

معدلات الفائدة الاسمية قد تراجعت مع تراجع معدل التضخم لتبقى عند مستوى ثابت قدره *8%*، غير أنه لا يعكس الواقع الفعلي لأن البنوك تطبق معدلات فائدة مختلفة من منتج إلى آخر كما أن مستويات الفائدة تختلف من البنوك العامة إلى الخاصة، فالبنوك العامة تطبق معدلات فائدة جد منخفضة في إطار سهرها على تيسير الحصول على القروض سواء للقطاع العام أو الخاص، ولا يهم التكاليف المتحملة أو تأثيرها على مردوديتها ما دامت الخزينة في الأخير هي من تتحمل عبء هذه القروض، كما أن الدولة قامت بدعم قروض معينة بتخفيض الفائدة على بعض القطاعات حتى *1%*.

أما البنوك الخاصة فهي تبحث بالدرجة الأولى عن تحقيق الربح، وبما أن الحصة السوقية للبنوك العامة في تمويل القطاع الخاص مرتفعة مقارنة مع البنوك الخاصة وهو ما يعني أن هذه البنوك سوف تساهم من خلال القطاع الخاص في تمويل المشاريع المخطط لها.

ثانيا: أثر التمويل البنكي لبرامج الإنعاش الاقتصادي على التوازنات النقدية في الجزائر: الإنفاق الاستثماري العام ضمن برامج الإنعاش الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة *2001-2014* رصدت له مبالغ مالية ضخمة، تم تغطية جزء منها عن طريق الادخار الحكومي الذي عرف نموا معتبرا خلال الفترة، وإلى جانبه تم ضخ كميات هائلة منالقروض البنكية للدولة وللاقتصاد عبر قنوات مختلفة، وهذه القروض البنكية قد ساهمت في زيادة الطلب على المنتجات الاستثمارية والاستهلاكية مما خلق فجوة بين معدل نمو الناتج الحقيقي ومعدل نمو الإنفاق الداخلي، وهذا الأخير يتناسب مع معدل نمو الكتلة النقدية، فكلما ارتفع معدل نمو الكتلة النقدية ارتفع معدل الإنفاق الداخلي، الأمر الذي ينعكس على زيادة الواردات لسد فجوة الطلب فالواردات تتزايد من سنة لأخرى، وبمعدلات مرتفعة وهو ما ينعكس على الأسعار المحلية.

وهذا انعكس على تطور تطور حجم الودائع وتقسيمها بين الودائع الجارية ولأجل، كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول(*74*): تطور حجم الودائع وتقسيمها للفترة *2001-2014* **مليار دج**

البيان/السنة	2001	2003	2005	2006	2007	2008
الودائع الإجمالية	1790	2443	2960	3516	4517	5162
الودائع الجارية (النسبة%)	(31)555	29.4)719	(41.35)1224	(49.8)1750	(56.7)2561	(57.1)2947
الودائع لأجل (النسبة%)	(69)1235	(70.6)1724	(58.65)1736	(50.2)1766	(43.3)1956	(42.9)2215
البيان/السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الودائع الإجمالية	4732	5395	6283	6690	7229	8518
الودائع الجارية (النسبة%)	(52.9)2503	(53.2)2871	(55.6)3496	3356 (50.2)	3537 (48.9)	4435(52)
الودائع لأجل (النسبة%)	(47.1)2229	(46.8)2524	(44.4)2787	3334(49.8)	3692(51.1)	4083 (48)

المصدر: تقارير بنك الجزائر (بتصرف)

إن القراءة الأولية لمعطيات الجدول أعلاه تكشف عن الزيادة المستمرة لإجمالي ودائع البنوك التجارية خلال فترة الدراسة وإن كانت بمعدلات متفاوتة، ومع تراجع معدل تطور الودائع المصرفية خلال السنوات الأخيرة، لاسيما سنة *2009* ومرد ذلك يعود إلى انخفاض الادخار العمومي بالدرجة الأولى، وما خلفته الأزمة المالية العالمية *(2008-2009)* من سقوط حاد لأسعار المحروقات وانخفاض الطلب عليها، فضلا عن انخفاض إيرادات الصادرات وودائع قطاع المحروقات.

كما تبين لنا معطيات الجدول أنه خلال السنوات الأولى من الدراسة *(2001-2005)* ،كان حجم الودائع لأجل أكبر من حجم الودائع تحت الطلب التي كانت لا تمثل في المتوسط إلا نسبة *34.35 %* من إجمالي الودائع المصرفية، بينما الودائع لأجل

كانت تمثل أعلى نسبة بلغت في المتوسط *65.65%* ؛ مما يعكس الأهمية النسبية للودائع الادخارية مقارنة بالودائع الجارية، التي ظلت محافظة عليها إلى غاية نهاية *2005* .

أما خلال الفترة*(2006 - 2011)* أصبح حجم الودائع تحت الطلب أكبر من حجم الودائع لأجل . ففي الوقت الذي بدأت فيه الأهمية النسبية للودائع الجارية ترتفع، بدأت بالمقابل الأهمية النسبية للودائع لأجل في هيكل الودائع تتجه نحو الانخفاض، رغم أن فاعلية النظام المصرفي في تمويل التنمية إنما ترتبط أساسا بالودائع لأجل لما تتصف به من استقرار وإمكانية توظيفها في التمويل المتوسط والطويل الأجل.

ثالثا: مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي ومردودية البنوك :

1- حجم الودائع والقروض إلى الناتج الإجمالي الخام: إن زيادة التوجه إلى الودائع تحت الطلب على حساب الودائع لأجل في السنوات الأخيرة إنما يرجع بالدرجة الأولى إلى تراجع الثقة في الجهة المصرفية بسبب قضايا الفساد والهزات التي مر بها الجهاز المصرفي أهمها قضية بنك الخليفة والأزمة المالية العالمية الأخيرة فقد أصبح المودعون يفضلون الودائع الجارية، بدلا من المخاطرة في الودائع لأجل، رغم انخفاض معدل العائد عليها.

أما بالنسبة لتناسب حجم الودائع والقروض إلى الناتج المحلي الإجمالي فهو كما يلي:

الجدول(*75*): مقارنة الحجم النسبي للودائع بالقروض الممنوحة **%**

البيان/السنة	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
حجم الودائع/GDP	42.34	47.04	46.51	44	39.15	41.3	48.25
حجم القروض/GDP	25.5	28	26.26	24.95	23.52	22.36	23.54
البيان/السنة	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
حجم الودائع/GDP	46.63	47.24	47.64	49.23	44.9	47.3	53
حجم القروض/GDP	23.62	30.8	28.85	29.18	26.6	30.9	37.8

المصدر: مؤشرات محسوبة على أساس تقارير بنك الجزائر

حيث تلاحظ فجوة الإقراض بين الودائع كنسبة من الناتج المحلي ومؤشر القروض، لكبر حجم الودائع الجارية وعدم قدرة البنوك الجزائرية على مقابلة طلبات القروض وتحمل مخاطر التمويل، وهو ما خلق لديها أزمة فائض السيولة.

2- مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي: يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول(76): تطور مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي للفترة *2000-2014*

السنة	القروض للاقتصاد (مليار دج)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دج)	الميل المتوسط للإقراض	الميل الحدي للإقراض	مرونة الإقراض الدخلية
2000	993.1	4078.8	0.24	0.07	0.24
2001	1077.7	4222.1	0.25	0.59	2.42
2002	1266	4541.9	0.28	0.59	2.31
2003	1379.5	5266.8	0.26	0.16	0.57
2004	1534.4	6127.5	0.25	0.18	0.69
2005	1778.9	7498.6	0.24	0.18	0.72
2006	1904.1	8391	0.23	0.14	0.59
2007	2203.7	9389.6	0.23	0.3	1.32
2008	2614.1	9348.4	0.28	9.96-	0.02-
2009	3085.1	8093.8	0.38	0.38-	0.74-
2010	3266.7	9699.6	0.34	0.11	3.46
2011	3724.7	11302.9	0.33	0.29	1.16
2012	4265.4	12483.1	0.34	0.46	0.72
2013	5154.5	12850.5	0.40	2.42	0.14
2014	6502.9	13251.3	0.49	3.36	0.12

المرجع: من إعداد الطالب استنادا إلى معطيات: – www.ons.dz

- Rapports et bulletins statistiques de la banque d'Algerie

ويلاحظ كذلك أن الزيادة في القيم المطلقة لعمليات الإقراض كانت ترافق الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الإسمي المرتبط بالمحروقات، مع زيادة كبيرة في الميل المتوسط للإقراض ناجمة عن برامج الإنعاش الاقتصادي وحقن مبالغ مالية كبيرة في الإقتصاد، لكنها تبقى بقيمتها الإسمية وتتبع سياسات الاستثمار والتمويل الحكومي، وفي السنوات الأخيرة يلاحظ ارتفاع في المرونة الحدية للإقراض التي تربط تغيرات عمليات الإقراض بالتغيرات في الدخل، ويتضح أكثر من خلال معامل مرونة الإقراض الدخلية والتي انخفضت بشكل كبير، ما يعكس الحذر وعدم الثقة في النظام المالي والاقتصادي، ومن ناحية أخرى يبرز انحياز النظام التمويلي الرأسمالي والقائم على الفائدة للفصل بين التمويل والجهاز الإنتاجي واختيار تجنب التمويل الحقيقي وصنع الفرص الإستثمارية.

3- **مؤشرات الربحية والمتانة المالية للبنوك الجزائرية:** والتي تعتبر مؤشرا لمدى كفاءة النظام البنكي في إدارة موارده، إضافة إلى درجة الجرة في التمويل أو ابتعاده عن المخاطر والتزامه بمقررات لجنة بازل، أهم مؤشراتها بالنسبة للبنوك العامة والخاصة يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي للفترة *2002-2007*:

الجدول(77): مؤشرات الربحية في البنوك الجزائرية خلال الفترة 2002-2007 الوحدة: **%**

البيان		2002	2003	2004	2005	2006	2007
البنوك العامة	العائد على الملكية ROE	8.11	5.32	3.93	5.63	17.41	23.64
	العائد على الأصولROA	0.51	0.34	0.23	0.3	0.75	0.87
	الرافعة المالية (مرة) FL	16	16	17	18	23	27
البنوك الخاصة	العائد على الملكية ROE	21.6	16.7	23.6	25.43	23.4	28
	العائد على الأصول ROA	1.58	1.58	1.72	2.38	2.49	3.2
	الرافعة المالية (مرة) FL	14	14	14	11	9	9

- المرجع: من إعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لبنك الجزائر

ويلاحظ أولا الفرق بين مؤشرات البنوك حيث مؤشرات العائد لدى الخاصة منها أكبر من العامة سواء على مجموع الأصول أو الملكية، رغم وجود رافعة مالية أكبر لدى البنوك العامة، ما يعكس الكفاءة الأكبر للقطاع الخاص في الاستثمار والتمويل وهو ما يجب دعمه، مقابل قطاع عام غير قادر على مواكبة الدخل وتحويله إلى الجهاز الإنتاجي، ولكن تبقى السمة العامة لنظام التمويل في الجزائر بشكل عام في تمويل دورة الإستغلال والتجارة الخارجية وليس دورة الاستثمار وما يتبعها من مخاطر وطول مدة التمويل.

أما الجدول الموالي فيوضح مؤشرات أخرى للفترة *2010-2014*:

الجدول(78): مؤشرات المتانة المالية وربحية البنوك الجزائرية خلال الفترة 2010-2014 الوحدة: **%**

البيان / السنة	2010	2011	2012	2013	2014
نسبة الملاءة العامة	23.6	23.8	23.6	21.5	16
العائد على الملكية	26.7	24.6	22.7	19	23.9
العائد على الأصول	2.16	2.1	1.9	1.7	2
هامش الفائدة/الدخل الإجمالي	63.8	54.9	64.2	69.4	68.6
الأعباء خارج الفائدة/ الدخل الإجمالي	31.4	35.1	35.6	33.5	28.5

المرجع: تقرير بنك الجزائر *2014*

وتبرز الملاءة الكبيرة للبنوك الجزائرية مقارنة مع متطلبات لجنة بازل، وهو ما يؤكد وجود وفرة مالية مريحة وفائض غير مستغل للموارد، مع ارتفلع نسبي للعوائد على الأصول والملكية ما يوضح ربحية النشاط البنكي في الجزائر، وإن كان مرتبطا أساسا بتويل دورة الإستغلال والتجارة الخارجية المربحة والبعيدة عن المخاطرة، وتبرز كذلك في ارتفاع هامش الفائدة إلى الدخل الإجمالي سواء كعائد من النشاط البنكي أو في شكل أعباء.

المطلب الخامس: تدابير لدعم تمويل الاستثمار:[1]

الفرع الأول: تدابير لدعم قانون الإستثمار والجانب التشريعي: يمكن ذلك مرحليا وفقا لاحتياجات وإمكانيات الإقتصاد الوطني من خلال مايلي:

– تخفيض نسبة الفائدة للقروض الممنوحة من قبل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من *0.25 ٪-1.5٪*
لإستحداث النشاط وتوسيعه أو التأهيل، مع رفع المستوى الأقصى للضمان المالي الممنوح من قبل صندوق الضمان للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة من *50* إلى *250* مليون دينار ؛

– إنشاء الصندوق الوطني للإستثمارات الذي زود برأسمال يقدر بـ *150* مليار دينار، الضمان الممنوح من قبل صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، البنوك والمؤسسات المالية من أجل تغطية القروض الإستثمارية التي تمنحها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يماثل ضمان الدولة ؛

– تعزيز نظام التمويل البنكي التقليدي، من خلال تطوير صيغة الإستئجار الموجه للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة، بغية تخفيف تكاليف بيع التجهيزات بالإيجار والتي توفر إطار ملائما مع مزايا جبائية هامة لتمويل الإستثمارات الخاصة بسلع التجهيز ؛

– إنشاء شركات مصرفية مشتركة لتسيير الأصول وتحصيل الديون، وهذه الآليات ترمي إلى الحد من المنازعات حول الديون، وتفعيل القروض التي تمنح للمستثمرين ؛

– تنشيط الآليات القائمة المعتمدة لضمان القروض المقدمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتخفيف الإجراءات ذات الصلة بمساعدة السلطة النقدية، وتدخل الصندوق الوطني للإستثمار إلى جانب المستثمرين الجزائريين الراغبين بنسبة إسهام تصل إلى *34٪* من رأس المال والتمويل، بغرض تنشيط إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛

– رفع المخصص المالي لصندوق الضمان للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب من *20* إلى *40* مليار دينار ؛

– إنشاء صناديق للإستثمارات على مستوى الولايات، تساهم في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشئها المقاولون الشباب ؛

– إقرار تخفيضات من قبل الخزينة على القروض التي تمنحها البنوك والمؤسسات المالية للمرقين العقاريين الذين يشاركون في إنجاز برامج عمومية للسكن ؛

– منح قروض بدون فوائد تتباين وفق كلفة إستثمار إنجاز المشروع، بحيث لا تتجاوز:

° *25٪* من الكلفة الإجمالية للإستثمار إذا كانت هذه الأخيرة أقل أو تساوي مليوني دينار ؛

° *20٪* من الكلفة الإجمالية للإستثمار إذا كانت هذه الأخيرة تتجاوز مليوني دينار وتقل أو تساوي *5* ملايين دينار.

[1] - موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار http://www.andi.dz/index.php/ar/mesures-d-appui-au-financement-des-entreprises تاريخ التصفح 26 جانفي 2016.

– منح قروض بدون فوائد تصل إلى نسبة *22*٪ بالنسبة للإستثمارات التي تنجز في مناطق خاصة في ولايات الجنوب والهضاب العليا؛

– منح قرض بنكي لا يتجاوز *70*٪ من المبلغ الإجمالي للإستثمار ؛

– قابلية القروض البنكية للإستفادة من تخفيض فوائدها بالنسبة للقروض الإستثمارية، الذي يمكن تحديده كالآتي:

° *75*٪ من معدل الفائدة المدينة المطبقة من قبل البنوك والمؤسسات المالية بعنوان الإستثمارات المنجزة في قطاعات الفلاحة، الرى والصيد البحري ؛

° *50*٪ من معدل الفائدة المدينة المطبقة من قبل البنوك والمؤسسات المالية بعنوان الإستثمارات المنجزة في كل قطاعات النشاط الأخرى،

° إذا كانت الإستثمارات المنجزه تقع في مناطق خاصة أو في ولايات الجنوب والهضاب العليا، نسب تخفيض القروض ترفع على التوالي إلى *90*٪ و *75*٪ من النسبة المدينة المطبقة من قبل البنوك والمؤسسات المالية؛

– قيام الخزينة العمومية بوضع خط قرض طويل المدى بقيمة *100* مليار دينار قابلة للتجديد تحت تصرف البنوك العمومية لتمكينها من تمويل المشاريع التي يحتاج نضجها إلى فترة طويلة.

الفرع الثاني: تدابير لدعم مؤسسات التمويل والتمويل المصرفي: توجد مجموعة من الخيارات الإستراتيجية والتي يمكن أن تساعد المصارف على مواجهة التحديات والاستحقاقات، مثل الصيرفة الشاملة والاندماج والخوصصة، إضافة إلى إنشاء مؤسسات مرافقة وتطوير النشاطات وآليات تمويل الاستثمار، كما يلي:

أولا: إنشاء مؤسسات استثمارية برأس مال متغير:[1] إن إجراءات قانون الإستثمار الخاصة بالمناطق المراد تنميتها وتطويرها تحتاج إلى دعم مالي كبير جدا, إنشاء مؤسسات التنمية المحلية والجهوية يمكن أن يمثل دعما ماليا مناسبا ويكون في أحد أشكاله من خلال مؤسسات ذات رأس مال متغير.

وهذا النوع من المؤسسات المراقبة كليا أو جزئيا من طرف الدولة هدفها هو تشجيع الإدخار الخاص، والإستثمار يكون هذا على شكل وسائل قرض مضمونة من طرف الدولة.

إن الهدف المرجو من خلال إنشاء هذه المؤسسات هو التخفيف والتقليص من حدة المشكلة المالية التي يعاني منها المستثمر نتيجة عدم كفاية مبالغ التمويل الذاتي أو عدم الحصول على قروض بنكية.

وقد أظهرت نتائجها في الخارج حيث أنها تشجع المستثمرين سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين في استثمار أموالهم بأمان، والهدف من هذه المؤسسات هو تسيير حافظة القيم المنقولة المتعلقة بعمليات مالية، صناعية أو تجارية، حيث أنها تصدر أسهما يمثل جزء من أصولها المكونة من قيم منقولة، وامتلاك هذه الأسهم يسمح للمدخرين المساهمة في النتيجة الإجمالية والتمتع

[1] - محمد نجلاء بوغزالة، **الاستثمار الخاص في الجزائر خلال الفترة 1990-2000**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2001-2002، ص ص133-135.

بالضمانات المناسبة والسماح بالإشتراك الدائم، والتغير في رأس مالها يترجم خاصة بأن المؤسسة هي نفسها التي تنظم سوق الأسهم وتحسن من أداء السوق المالي.

فإذا أراد أحد المساهمين بيع أسهمه فإن المؤسسة هي التي تقوم بشرائها عن طريق تخفيض رأس مالها، إلا في حالة وجود مساهم جديد يتقدم لشراء هذه الأسهم، وهذا ما يزيد من رأس مالها، لكن ليس بالضرورة حسب العرض والطلب ولكن حسب القيمة الحقيقية لرأس المال المسير والمستثمر.

وهذه المؤسسات تتمتع بالشفافية الضريبية وكذلك الضرائب المدفوعة من طرف هذه المؤسسات، والتي تمثل الأسهم حافظة أوراقها المالية مدفوعة من طرف المساهمين كما يمكن لها أن لا تمنح للمساهمين دخل الأسهم وتعمل على تجميعها من أجل إعادة استثمارها، وفي هذه الحالة المستثمر أو المساهم لا يدفع ضريبة على دخل حافظته المالية التي يساهم فيها وإنما يدفع ضريبة في نهاية المطاف عندما يقوم ببيع أسهمه وهذه الضريبة تكون على القيمة المضافة.

ثانيا: الصناديق المحلية لمساعدة المستثمرين وصناديق الضمان: يتم إنشاء هذه المؤسسات من أجل ترقية ووضع سياسة حقيقية للتنمية الجهوية في إطار إنشاء مناطق التنمية الإقتصادية، ويكمن الهدف من إنشاء هذه الصناديق في امتصاص الإدخار الذي يأتي من مساهمة المؤسسات الخاصة ومن المؤسسات المحلية.

وهذا الإدخار يمثل مصادر التمويل التي سوف توزع على مؤسسات صغيرة ومتوسطة محلية على شكل أموال ذاتية، وهذه الصناديق يمكن أن تكون على شكل مؤسسات ذات أسهم، أغلبية المساهمين هم مقاولين في مؤسسات صغيرة ومتوسطة، والمؤسسات الكبيرة وأهم الهيئات المالية والمؤسسات المحلية، الغرف التجارية والصناعية، البنوك...، ويتم تنظيم هذه الصناديق المحلية لمساعدة الإستثمار كما يلي:

- مجلس الإدارة متكون من أغلبية المقاولين ؛
- هيئة المستثمرين مكونة من إداريين، مساهمين بالإضافة إلى بعض المختصين الخارجيين يتم تنصيبهم من طرف مجلس الإدارة ؛

ويكون عمل هذه الصناديق متمثلا في:

- دراسة الملفات ويتم عن طريق مختصين والذين يعتمدون على قواعد وإجراءات التقييم الموضوعة من طرف البنوك أو مكاتب الدراسات المختصة.
- متابعة ومراقبة المشاركين في شكل اتفاقية مبرمة بطلب من الصندوق بين كل مؤسسة وأحد المختصين المحليين ؛

يتحقق هدف الصندوق ابتداءا بالتنازل عن المساهمات والقيمة المضافة للمستثمرين ولمؤسسات رأس المال على المستوى الجهوي، ونسبة المشاركة في هذه الصناديق يتم تحديدها على أساس القدرات المحلية ويكون حد المشاركة متناسبا مع رغبة المشاركين، ومن أجل السماح لهذه الصناديق لمرافقة الإستثمار ومتابعة مهامها، يجب إعطاء هذه الصناديق القدرة على التكامل والاتحاد مع صناديق الضمان.

ثالثا: إنشاء طرق جديدة للتمويل البنكي للمشاريع الإستثمارية: التمويل هو أساس كل عملية إنشاء مشروع استثماري، حيث أن تحقيق الإستثمار يتطلب وضع تحت تصرف المستثمر الأموال اللازمة لعمليات الإنشاء والإستغلال.

مع مرونة البنك في معاملاته مع المستثمرين وخاصة عند دراسته لملفات الإستثمار والتي تعتمد على قواعد الحيطة والحذر التي تحدد شروط توزيع القروض والتي تقدم على أساس تقييم مالي مسبق، وكذلك فإن القرض يعطى على أساس مردودية المشروع و على الفرصة الإقتصادية.

ويعاني المستثمر في الجزائر من عدم كفاية التمويل الذاتي بالإضافة إلى مشاكل القروض البنكية وهذا ما يحتم البحث عن طرق جديدة للتمويل تساعد المتعاملين الخواص في تحقيق مشاريعهم على أرض الواقع وخلق المنافسة للقروض البنكية.

رابعا: تقديم أنشطة تمويلية مبتكرة:[1] لا شك أن البنوك في إطار سعيها المتواصل لتدعيم قدراتها التنافسية ومواجهة تحديات عصر العولمة، قد أصبحت مطالبة بتنويع مجالات توظيف مواردها وتقديم أنشطة تمويلية مختلفة على أسس مبتكرة وإبداعية تتواءم مع احتياجات العملاء المتنوعة.

1- صيرفة التجزئة: هناك العديد من الخدمات التمويلية التي يمكن أن تشهد توسعا ملموسا من قبل البنوك في إطار مزاولتها لأنشطة صيرفة التجزئة نظرا لمزاياها العديدة مما يؤهلها لكي تحتل صدر أولويات النشاط التمويلي للبنوك، ومن أهم هذه الخدمات ما يلى :

. البطاقات البلاستيكية (بطاقات الائتمان بدلا عن التعامل النقدي)؛

. تقديم القروض الشخصية (القروض لتمويل أغراض استهلاكية)؛

. التمويل بالرهن العقاري الذي يعد من أهم خدمات التجزئة المصرفية التي يمكن أن تتوسع البنوك بكافة أنواعها في تقديمها للأفراد.

2- القيام بنشاط التأجير التمويلي: إن القيام بهذا النشاط من شأنه توفير نوع من التمويل العيني لأصحاب المشروعات التي تفتقد إلى رأس المال لشراء الأصول، قرض الإيجار يتمثل في كراء لمدة طويلة معدات من أجل تشغيلها، حسب سلم محدد بالنظر إلى المدة العادية للإهتلاك وهدفه هو تفادي المؤسسة لتمويل كل السلع والمعدات التي تحتاجها، حيث تقوم فقط بتسديد الأقساط الشهرية الموافقة لثمن كراء المعدات وفي نهاية المدة المحددة المؤسسة يمكن لها أن تصبح مالكة لهذه المعدات، أوتجديد عملية الإيجار، ورغم أن الإيجار في حالة القرض يكون مرتفعا مقارنة بتكلفة القرض البنكي لأنه يحمل سعر السلع المقترضة ومصاريف الإستغلال، وهامش قرض الإيجار لكنه يبقى متناسقا ويتماشى مع الإنتاجية.

3- تقديم القروض المشتركة: التي تتيح العديد من المزايا للعميل المقترض، منها إمكانية الحصول على احتياجات تمويلية ضخمة قد تفوق الحدود الائتمانية التي يمكن أن يوفرها بنك بمفرده لعميل واحد .

4- تأسيس شركات رأس المال المخاطر: تعتبر شركات رأس المال المخاطر إحدى قنوات التمويل الهامة في العصر الحديث، نظرا لما تلعبه من دور حيوي في تقديم الدعم المالي والفني اللازمين للمشروعات المهمة التي تعمل في مجالات استثمارية عالية المخاطر أملا في جنى أرباح رأسمالية مرتفعة.

---

[1] - هارون الطاهر ولعقون نادية، **الجهاز المصرفي الجزائري ومتطلبات العولمة المالية**، مداخلة بالملتقى الوطني الأول لكلية علوم التسيير"جامعة جيجل" حول: **" المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة: منافسة، مخاطر وتقنيات"** 6-7 جوان 2005.

5.– القيام بعمليات *Factoring–Forfaiting*: يتشابه نظام شراء كمبيالات التصدير *Forfaiting* مع نظام الفوترة *Factoring* في أن كلاهما يعد أداة من أدوات تمويل التجارة الدولية، إلا أن الـ *Factoring* يستخدم لتمويل صادرات السلع الاستهلاكية ولفترات ائتمان قصيرة في حين يستخدم الـ *Forfaiting* لتمويل تصدير السلع الرأسمالية ولفترات ائتمان تصل إلى خمس سنوات أو أكثر .

وكوسيلة لتمويل الإستثمار الحسابات المدينة أو الفوترة تمثل أحد الطرق التي تلجأ إليها الشركة لتمويل الذمم التي تم تحصيلها، ذلك عن طريق بيعها إلى الشركات المالية بدون حق الرجوع عليها بالدفع.

وهي عملية تعمل فيها هيئة معينة على تغطية مستحقات زبائنها وتحصل على مستحقاتها على شكل نسبة وتحمل على عاتقها خطر عدم التسديد من طرف الزبون.

فهذه العملية تقوم على أساس وضع وسيط بين البائعين والمستثمرين من أجل تنشيط السوق، هذا الوسيط الذي يملك معلومات حول المشتري والبائع يتدخل عن طريق عقد متفق عليه، الموقعون على العقد يصبحون أعضاء في هذه المؤسسة ويجب الخضوع بالتالي إلى بعض الواجبات مثلا:

– التسليم من طرف البائع، والمشتري عليه دفع مستحقاته في الآجال المحددة ؛

– المشترك يمكن له الحصول عل خدمة التسيير والضمان والتمويل الذاتي للمستحقات من طرف مؤسسة الفوترة مقابل مبلغ محدد، لكن عملية المتابعة لحساب المدين لا تخلي عنه مسؤولية الدين.

من أجل بيع أو شراء السلع، المشترك عليه أن يتقدم لمؤسسة الفوترة وهي التي تقوم بالبحث عن الزبون الجيد وبالتالي فإن خطر الزبون غير الموثوق به محدود لأن الإختيار يتم وفق قواعد صارمة وبالتالي فهي وسيلة جيدة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات الصغيرة والمتوسطة.

خامسا:– مواكبة المعايير الدولية: من خلال مايلي:

1- **تدعيم القواعد الرأسمالية:** الخاصة بكفاية رأس المال وما يفرضه ذلك من تحديات عديدة أمام البنوك تقتضى منها اتخاذ إجراءات سريعة في هذا الخصوص.

2- **تطوير السياسات الائتمانية للبنوك:** حددت لجنة بازل رؤيتها الخاصة بالرقابة على المخاطر المصرفية التي احتلت فيها قواعد منح الائتمان مكانة هامة، وقد اشتملت تلك القواعد على ضرورة كفاية القواعد الإرشادية لمنح الائتمان، وكفاية سياسات تقييم جودة الأصول، وكفاية مخصصات الديون المعدومة، ووضع ضوابط للحد من مخاطر التركز والتي تقدر عادة بنسبة من رأس المال تصل الى 25%، كما اهتمت بوضع ضوابط للحد من مخاطر الإقراض للعملاء ذوى العلاقة بالبنك.

3– الاهتمام بإدارة المخاطر: أدرجت لجنة بازل إدارة المخاطر كأحد المحاور الهامة لتحديد الملاءة المصرفية. والجدير بالذكر أن حسن إدارة المخاطر يستوجب الالتزام بعدد من المبادئ الأساسية والتي نذكر أهمها فيما يلي:

أ- أن تكون لدى كل بنك لجنة مستقلة تسمى"لجنة إدارة المخاطر" يناط بها مسئولية وضع السياسات العامة، بينما تتولى الإدارة المتخصصة لإدارة المخاطر تطبيق تلك السياسات، كما تقع على عاتقها المسئولية اليومية لمراقبة وقياس المخاطر للتأكد من أن أنشطة البنك تتم وفق السياسات والحدود المعتمدة ؛

ب- يعين مسؤول مخاطر لكل نوع من المخاطر الرئيسية تكون لديه الدراية والخبرة الكافية في مجال عمله وفى مجال خدمات البنك ؛

ج- وضع نظام محدد لقياس ومراقبة المخاطر لدى كل بنك، مع وضع مجموعة شاملة من الحدود والسقوف الاحترازية للائتمان والسيولة بحيث تعزز تلك المنهجية من نظام القياس والمراقبة ؛

د - لابد من تقييم أصول كل بنك وخاصة الاستثمارية منها على أساس القيمة العادلة كمبدأ أساسي لقياس المخاطر والربحية ؛

هـ - استخدام أنظمة معلومات حديثة لإدارة المخاطر ووضع ضوابط أمان ملائمة لها ؛

و- ضرورة وجود وحدة مراجعة داخلية مستقلة بالبنوك تتبع مجلس الإدارة بالبنك مباشرة تقوم بالمراجعة على جميع أعمال البنك بما فيها إدارة المخاطر؛

ز- وضع خطط طوارئ معززة بإجراءات وقائية ضد الأزمات.

4 – تحديث نظم الإدارة ودعم الرقابة الداخلية: من خلال تحقيق الشفافية في الأداء وتطوير مستوى الإدارة بما يحقق مصالح ذوى الشأن من العملاء والمساهمين والموظفين مع التأكد أن المؤسسة ستدار بطريقة آمنة وسليمة ووفقا للقوانين السارية حماية لمصالح المودعين.

5 – تعميق استخدام التكنولوجيا وتنمية الموارد البشرية:[1] من خلال الترخيص بمزاولة العمليات المصرفية الإلكترونية وإصدار وسائل دفع لنقود الكترونية بهدف تهيئة البيئة المواتية لطرق أبواب الخدمات الإلكترونية المستحدثة ،ترسيخ بعض المفاهيم المتطورة لدى موظفي البنوك التي تتعلق بأهمية الابتكار والإبداع ومواكبة التكنولوجيات الحديثة، وتطوير المنتجات المصرفية والمبادرة لكسب عملاء جدد مع التحرر من القيود الروتينية التي تعوق سير العمل؛

6- تبنى المفهوم الحديث للتسويق المصرفي: يعد تبنى المفهوم الحديث للتسويق المصرفي أحد ركائز استراتيجية التطوير المأمولة لدعم كفاءة الأداء في الجهاز المصرفي، حيث لم تعد البنوك في حاجة إلى موظفين تقليديين بل إلى بائعين محترفين للخدمات المصرفية.

سادسا: التدخل والنشاط في سوقي النقد ورأس المال: كما يشمل تنويع النشاط المصرفي على مستوى مصادر التمويل إصدار شهادات إيداع قابلة للتداول والاتجاه إلى الاقتراض طويل الأجل من خارج الجهاز المصرفي، وعلى مستوى الاستخدامات والتوظيفات تم تنويع القروض الممنوحة وإنشاء الشركات القابضة المصرفية وغيرها، ومن ناحية أخرى يمكن تنويع النشاط المصرفي بإضافة البنوك إلى أنشطتها التعامل بالأوراق المالية والمشتقات التي تتميز بالعائد والسيولة، بالتعامل مع العقود الآجلة وحقوق الشراء الاختيارية، إلى جانب عقود المبادلة *SWAP*.[2]

---

[1] - مصيطفي عبد اللطيف وبلغور سليمان، **تحديات العولمة المالية للمصارف العربية واستراتيجيات مواجهتها مع الإشارة للقطاع المصرفي الجزائري**، الملتقى العلمي الأول: المنظومة المصرفية والتحولات الاقتصادية واقع وتحديات، جامعة الشلف، ديسمبر 2004.

2 – عبد المطلب عبد الحميد، **العولمة واقتصاديات البنوك**، القاهرة،الدار الجامعية،2003، ص39.

المبحث الثاني: استراتيجية تنمية العمل البنكي الإسلامي والنظام المالي في الجزائر لتشجيع الاستثمار:

لأهميته القصوى في التمويل وكحلقة لا غنى عنها في النشاط الإقتصادي، وخاصة تمويل الإستثمار الحقيقي، تستلزم إجراءات جوهرية لتطوير وتحديث العمل المصرفي بشكل عام، مع إمكانية الإستفادة من التمويل الإسلامي كآلية مستحثة وفعالة للتمويل الحقيقي، وعلى ذلك يتم تناول المطالب التالية:

المطلب الأول: واقع ومتطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر

المطلب الثاني: تجربة البنوك الإسلامية العاملة في النظام البنكي الجزائري وأهميتها النسبية

المطلب الثالث: تطوير السوق المالي كجزء من خطة تطوير النظام المالي

المطلب الأول: واقع ومتطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر:

الفرع الأول: عوائق العمل المصرفي الإسلامي: يواجه العمل البنكي الإسلامي عوائق تحد من نشاطه نسبيا، كما تجبره على تبني سياسات قد لا تكون في صالح التمويل الحقيقي بالمشاركة،

أولا:غياب الإطار القانوني: أول ما يعيق العمل المصرفي في الجزائر غياب الإطار القانوني المنظم له، في الوقت الذي تعبر فيه الصيرفة الإسلامية عن مفهوم جديد للوساطة المالية مختلف عن الإطار التقليدي والذي صيغت القوانين في إطاره وخدمة لآلياته وتنظيمه، فقانون النقد والقرض الذي يعنى بتنظيم العمل البنكي الجزائري وضعت وصيغة متماشية مع مقتضيات البنوك التقليدية والنشاط القائم على الفائدة، ودون اعتبار لنشاط البنوك الإسلامية، باعتبار أن دور البنوك في وساطتها المالية بين المودعين والمقترضين هي علاقة مقرض ومقترض بالفائدة الربوية، في حين أن الوساطة المالية الإسلامية تبنى في أبسط أحوالها على أساس المتاجرة وعلى أساس مختلف هو المشاركة في نتائج التمويل والمضاربة بالأموال في علاقة وطيدة قوامها التعاون والتكافؤ، فيكون المودعون أرباب المال ويكون العامل فيه من خلال مشاركة عملائه في مشاريعهم وفق مبدأ المشارمة في الربح والخسارة وتحمل المخاطر، وهو أساس استحقاق العائد، وهو ما لا يتوفر في الإطار التقليدي، فمن غير المنصف وضعها في القالب الربوي غير الملائم بتشريعاته وآلياته، وبما يعوق القدرة على المنافسة بالمنتجات والخدمات المالية.

ثانيا: ضعف الإرادة الحقيقية في العمل المصرفي الإسلامي: في إطار المنافسة والخبرات السابقة للعاملين فيها وتوقعات المودعين والاستعداد للمخاطر وعدم المعرفة المسبقة للعائد، بقيت العقلية البنكية التقليدية مهيمنة نسبيا من ناحية ضمان أموال المودعين والسيولة، فنظام الفائدة متحيز للجدارة الإئتمانية وليس لناحية الجدوى الإقتصادية والإنتاجية من خلال شروط تمويل أيسر وفائدة أقل للدرجة الإئتمانية الأعلى، ولهذا فعلى البنوك الإسلامية نهج طريق مغاير من حيث المبدأ ودون تردد لاختلاف الغايات بينها، مع زيادة التوجه بالتمويل لأساليب المشاركة والمخاطرة، ما يوسع خبراتها ويمنحها عمقا في التمويل المرتبط بالجهاز الإنتاجي.[1]

[1] - محمد هشام القاسمي الحسني، ورقة بعنوان: **عرض تجربة مصرف السلام الجزائري في التمويل الإسلامي**، اليوم الدراسي حول: التمويل الإسلامي: الواقع والتحديات 2010/12/09 جامعة الجزائر.

ثالثا: ضعف التأهيل والتكوين للعنصر البشري: من عوائق تطور العمل المصرفي الإسلامي افتقار مؤسساته للإطارات المؤهلة والمتخصصة، فأغلب الموارد البشرية فيه استقدمت من البنوك التقليدية، فنشأت وتكونت بها بما يصعب عليها التأقلم مع خصوصيته، أو عدم التكوين والتخرج من معاهد متخصصة والجامعات التي تتيح التخصص في الصيرفة الإسلامية، والوقوع في الأخطاء يفقد البنك الإسلامي سمعته القائمة على صفة العمل البنكي الإسلامي، ويمكن تجاوز هذا مع توسيع الخبرات والدورات التكوينية والتدريب لتكوين إطارات كفؤة وأصيلة التدريب والتكوين.

رابعا: سوء تنظيم وهيكلة الإدارة التمويلية: إن البنك الإسلامي باعتبار غايته وتميزه في وساطته المالية ونظامه التمويلي، يفرض عليه اختلافا في تنظيمه الداخلي وهيكلة إدارته التمويلية، حيث لا بد أن يعمد إلى نظام التخصص في الإدارات وتوزيع الأعمال والصلاحيات حفاظا على التنفيذ الحسن لمعاملاته، والمقترح وجود مصلحة أو إدارة خاصى لكل نوع من أنواع التمويل: المرابحة، السلم، المشاركة...، وتعكف كل إدارة على إنجاز المعاملات الخاصة بها ومتابعتها، وتكون من المتخصصين في المجال بما يفعل دورها التنظيمي والتمويلي.

الفرع الثاني: النشاط البنكي الإسلامي في الجزائر:[1] بالنسبة للجزائر فإن النشاط البنكي الإسلامي كان مقتصرا على خدمات بنك البركة الجزائري الذي تأسس سنة *1990* ومع فتح المجال للنشاط البنكي الخاص والأجنبي الذي أتاحه قانون النقد والقرض، وتم إنشاء بنك جديد في هذا المجال وهو بنك السلام الجزائر مثاني بنك يقدم خدمات مالية موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، تم افتتاحه سنة *2008* برأس مال يقدر بـ *7.2* مليار دج (*100* مليون دولار أمريكي في حينه) كأكبر المصارف الخاصة العاملة.

إن تجربة البنوك الإسلامية في الجزائر بالرغم من قصر تجربتها والمشاكل والعراقيل التي تعترضها، ومن أهمها خضوعها لقوانين النظام المالي الربوي بفائدة وعدم مراعاة خصوصيتها، إلا أنها حققت نتائج مرضية تمثلت في تحقيق بنك البركة لنتائج إيجابية تظهر أساسا في تضاعف الأرباح، ورفع قيمة رأس المال، وحققت عمليات تمويل المرابحة والاستثمار نموا مضطردا تجاوز *676* مليون دولار منتصف *2008*، بزيادة قدرها *48* بالمائة مقارنة بالفترة نفسها من سنة *2007*، ولتعزيز مكانة البنوك الإسلامية، لتشجيع التمويل الاستثماري التشاركي وتعبئة نسبة كبيرة من الأموال الكامنة وغير المستغلة لهيمنة التمويل بالفائدة الربوية، تستلزم استراتيجية واضحة ومتكاملة للإسهام في تحويل الموارد الاقتصادية من الأنشطة القائمة على التمويل بالدين إلى الأنشطة المعتمدة على تمويل الاستثمار الحقيقي وبالصيغ التشاركية للقطاعات الإنتاجية والمؤسسات المختلفة.

وإعطاء البنوك الإسلامية مكانتها يتطلب مايلي:

أولا: تقنين العمل المصرفي الإسلامي: بمعنى أن تكون أعمال البنوك الإسلامية محكومة بقوانين وتشريعات خاصة ومحددة، صادرة عن السلطات النقدية، يتناول أحكام إنشائها والرقابة عليها، لتفادي الإشكالات في الرقابة والإشراف ومعايير المخاسبة والمراجعة، والعلاقة بمختلف المؤسسات العاملة في السوق والتي لها تأثير وتأثر بها، وهو ما يتوافق ومتطلبات السوق والاقتصاد الوطني.

[1] - سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة، **متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر**، مجلة الباحث جامعة ورقلة، العدد 2009/7-2010، ص ص: 310-312.

ويكون من خلال إدراج القانون الخاص بالبنوك الإسلامية في إطار الإصلاح الشامل للمنظومة البنكية، بمساعدة المختصين والخبراء الشرعيين والإقتصاديين والقانونيين والمصرفيين، مع دراسة والإستفادة من الأنظمة السابقة لدى التجارب الأخرى في الدول العربية والإسلامية، والتعاون بين الجهات المعنية كبنك الجزائر، الخزينة، وزارة المالية، جمعية البنوك والمؤسسات المالية والسوق المالي، وغيرها.

ثانيا: تنظيم العلاقة ببنك الجزائر: المطلوب هو إيجاد واستخدام أدوات وأساليب خاصة لهذه الرقابة تتلاءم وطبيعة عملها، وتنظم العلاقة به في جوانبها الأساسية، كما يلي:

1- نسبة الإحتياطي القانوني: يفرضه البنك المركزي نسبة احتياطي قانوني على الودائع بالبنوك التجارية لغرض التحكم في المعروض النقدي، وحماية أموال المودعين، لذا تفرض أساسا على الودائع الجارية، وفرضها على حسابات الاستثمار لدى البنوك الإسلامية يعني تجميد نسبة مهمة على شكل احتياطي مطلوب، مما يخفض من عوائد مجموع الودائع المستثمرة، وبالتالي يجب أن تعفى أو تخفض نسبة الإحتياطي القانونيي علة الودائع الاستثمارية والإدخارية، لاعتبارات:

- الودائع الآجلة أو الاستثمارية ينظر ليها على أنها مشاركات أو محافظ استثمارية تشارك في نتائج عمليات التمويل كربح أو خسارة، يكون البنك كوكيل يديرها لصالح أصحاب الودائع، ودون ضمان البنك لمبلغ الوديعة ؛
- لا تستفيد البنوك الإسلامية من هذا الإحتياطي بعكس البنوك التقليدية، من حيث تقاضي الفائدة عنها، ولا من حيث توفير الحماية باعتبارها مضاربات ومشاركات في الربح والخسارة.

2- نسبة السيولة: الغرض منها هو الحيلولة دون التعرض لأزمات السيولة وطلبات السحب المفاجئة، ولوجود نسبة السيولة النقدية أهمية في الاستقرار النقدي والمالي وكعامل تنظيمي أساسي، ولكن يتطلب التمييز بين البنوك في مكوناتها، فتكون على البنوك الإسلامية أقل من المفروضة على نظيرتها والتقليدية على أساس اختلاف مكونات الأصول من ناحية السيولة والضمان، كتحصيل الكمبيالات مقابل الخصم في البنوك التجارية التقليدية، وعدم وجود سندات بفائدة، ومع ذلك يمكن إبقاء نسبة من الودائع تحت الطلب ونسبة أقل من الودائع الاستثمارية كسيولة لمقابلة وما يتوافق مع تيار السحب والإيداع العادي والدوري.

3- الملجأ الأخير للإقراض: يمكن لبنك الجزائر أن يؤدي دوره كملجأ أخير للتمويل بالنسبة للبنوك الإسلامية العاملة لمواجهة أزمات السيولة، كما يلي:

- من خلال تسهيلات على شكل قروض حسنة مقابل التنازل عن الفوائد الناتجة عن الاحتياطي القانوني أو الإختياري ؛
- إنشاء صندوق مشترك بين البنوك الإسلامية بإدارة البنك المركزي، بنسب معينة محددة التوقيت والمبالغ والأسباب للمساندة وقت أزمات السيولة ؛

4- معدل كفاية رأس المال: تقاس كفاية رأس المال في البنوك بمعدل رأس المال إلى الأصول المرجحة بأوزان المخاطر، إضافة إلى الأنشطة والأعمال خارج الميزانية، ويمكن اعتماد معايير لجنة بازل المطبقة عالميا، مع مراعاة خصوصية البنوك الإسلامية، على غير اتجاه بنك الجزائر في المعاملة المماثلة.

فتطوير العمل البنكي الإسلامي يكون من خلال تهيئة البيئة والإطار التشريعي والإقتصادي الملائم، مع مراعاة أهدافها وآلية عملها، ولتمكين الاقتصاد الوطني من الإستفادة من مساهمتها في التمويل الإنتاجي، الأكثر اتصالا بالتنمية والاقتصاد الحقيقي والمالي ومرافقة المؤسسة الإنتاجية ،إذا توفر الدعم والإرادة والإعداد المناسب، بما يدعم الثقة بالتمويل الإسلامي ككل لدى المدخرين والمستثمري المحتملين على السواء.

الفرع الثالث: قيام وتنمية سوق مالي إسلامي: يتطلب إنشاؤها ونموها على المدى الطويل، ذلك إضافة إلى التشريعات الخاصة والهيكل التنظيمي الملائم الذي يعتمد على اختصاصها بمزايا غير متوفرة في السوق المالي التقليدي:

أولا: الأهداف والوظائف: من أهمها:

1- المساهمة في التمويل الإسلامي للمشروعات الإقتصادية متوسطة وطويلة الأجل، وذلك بتسيير وتنظيم آليات مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية وفقا للأسعار الجارية، على المستوى الجزئي *Microeconomic* يتضمن توفير الهدف العملي لبديل الأوراق المالية الملائمة للمتعاملين مع الإفضاح والشفافية ورفع الجهالة والغرر والإحتكار من الوسطاء، وعلى المستوى الكلي *Macroeconomic* فيتضمن التمكين للتميل بالمشاركة والإقتصاد الإسلامي.

2- تنمية السلوك الإستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال المعلومات المافية عن المراكز المالية الحقيقية والمتوقعة للمشروعات والمؤسسات المتداول أدواتها المالية بالسوق، مع تدعيم التوجه للمساهمة والمشاركة، وعدم الإعتماد على الديون، وأعمال المجازفات والتعاملات المحظورة، يسهم في أفضل استخدام ممكن للموارد الإقتصادية بأفضل كفاءة ممكنة.

3- حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة من المضاربات السعرية الضارة وغير الشرعية، وتداول المعلومات الخاطئة وعمليات الإحتكار، من خلال نشر دراسات تقديرية عن الإتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة، مع حماية السوق والنشاط الإقتصادي الإسلامي والتشاركي، ومنع أسباب عدم الإستقرار.

ثانيا: الشروط اللازمة لتحقيق أهداف ووظائف السوق المالي الإسلامي: خاصة منها:

1- الإلتزام بمبدأ حرية الدخول والخروج إلى ومن السوق وحرية المعاملات، وعدم فرض أي قيود تمنع من ممارسة نشاطات السوق والوساطة والتداول، ومنع الإحتكارات والتكتلات ؛

2- منع تداول أي ورقة مالية حتى التأكد من خلوها من المحاذير والتزامها بالنشاط والمعايير الملائمة شرعيا وتقنيا لتدعيم وتوفير الثقة في السوق المالي ؛

3- وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط كفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة والغش والغبن، وحماية السوق من المضاربات السعرية غير المبررة بعوامل حقيقية.

المطلب الثاني: تجربة البنوك الإسلامية العاملة في النظام البنكي الجزائري وأهميتها النسبية: تتميز التجربة الجزائرية في البنوك الإسلامية بالحداثة وقلة المشاركين فيها نظرا أن القانون الجزائري لا يسمح بقيام البنوك الإسلامية بمعنى الكلمة بل بنوك تتعامل بمنتجات الصيرفة الإسلامية، مما صعب فتح السوق نحو هذا النشاط وقلل إلى حد كبير نمو هذا النوع من العمل البنكي.

الفرع الأول: البنوك الإسلامية العاملة: رغم هذه المعوقات إلا أن تجربة بنك البركة الجزائري تعتبر الأولى لإدخال الصيرفة الإسلامية إلى الساحة النقدية الجزائرية وهذا سنة *1991*، لتدعم التجربة سنة *2008* ببنك ثاني وهو بنك السلام.

أولا: بنك البركة الجزائري: بنك البركة الجزائري هو أول مصرف برأس مال مختلط (عام وخاص)، أنشئ في *20* ماي *1991* ، برأس مال اجتماعي قدره *500* مليون دج ، بدا أنشطته المصرفية بصفة فعلية خلال شهر سبتمبر *1991*.

المساهمون في رأسماله هم بنك الفلاحة والتنمية الريفية (الجزائر) وشركة دلة البركة (السعودية)، مسير بموجب أحكام القانون رقم *90/10* المؤرخ في *14* أفريل *1990* المتعلق بالنقد والقرض، وهو مرخص بالقيام بجميع الأعمال المصرفية، التمويل والاستثمار، وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

وأهم المراحل التي مر بها بنك البركة الجزائر هي :

- *1991* : تأسيس بنك البركة الجزائر ؛
- *1994* : الاستقرار والتوازن المالي للبنك ؛
- *1999* : المساهمة في تأسيس شركة تأمين البركة والأمان ؛
- *2002* : إعادة الانتشار في قطاعات جديدة في السوق بالخصوص المهنيين والأفراد ؛
- *2006* : زيادة رأسمال البنك إلى *2.5* مليار دج ؛
- *2009* : زيادة ثانية لرأسمال البنك على *10* مليار دينار.

ويتخذ البنك وبعيدا عن التقوقع في دائرة الوساطة المالية الصرفة، وفضلا عن الدور المالي الذي تحكمه اتفاقية تحدد الشروط المالية،كالمبلغ ومدة الالتزام وتحديد خط التمويل يلعب دورا تجاريا هاما، بتدخله في نشاطات الإنشاء والتمويل وتسويق الثروات. ويؤدي البنك هذا الدور، بصفته شريكا وطرفا في العمل، ضمن اتفاقية تجارية تحدد كيفيات المعاملة، والعملية المجراة في إطار خط التمويل المذكور، وضمن هذا الإطار يعد البنك:

- مالكا مشتركا، في حالة التمويل بالمضاربة أو المشاركة ؛
- مؤديا للخدمة، في عملية تجارية أو إيجار عين تم اقتناؤها مسبقا من قبله، وذلك في حالة التمويل بالمرابحة أو الإيجار(الاعتماد الإيجاري والإيجار المنتهي بتمليك) أو تمويل بالسلم أو بالإستصناع لتجهيزات أو عقارات من قبله أو من قبل الغير، وهامش الربح الذي يتقاضاه البنك الإسلامي يعتبر مشروعا من وجهة نظر الشريعة الإسلامية.

ثانيا: بنك السلام الجزائر: حسب الموقع الرسمي للبنك فإن "مصرف السلام – الجزائر بنك شمولي يعمل طبقا للقوانين الجزائرية ووفقا لأصالة الشعب الجزائري في كافة تعاملاته، كثمرة للتعاون الجزائري الإماراتي، جاء تأسيس المصرف بتاريخ *08/06/2006*، وقد تم اعتماده من قبل بنك الجزائر بتاريخ *10/09/2008* ليبدأ مزاولة نشاطه بتاريخ *20/10/2008* مستهدفا تقديم خدمات مصرفية مبتكرة.

إن مصرف السلام – الجزائر يعمل وفق إستراتيجية واضحة تتماشى ومتطلبات التنمية الإقتصادية في جميع المرافق الحيوية بالجزائر من خلال تقديم خدمات مصرفية عصرية تنبع من المبادئ والقيم الأصيلة الراسخة لدى الشعب الجزائري بغية تلبية

حاجيات السوق والمتعاملين والمستثمرين"، ويقترح مصرف السلام-الجزائر مجموعة منتجات وخدمات مبتكرة مما صاغته الصيرفة الإسلامية المعاصرة.

1- عمليات التمويل: مصرف السلام-الجزائر يمول المشاريع الإستثمارية والاحتياجات الجارية في مجال الإستغلال بإقتراح عدة صيغ تمويل منها :

أ- مرابحة للآمر بالشراء، إيجار؛

ب- استصناع ؛ سلم، مشاركة ؛ الخ.

كما يضمن تنفيذ تعاملات التجارية الدولية من خلال:

ج- وسائل الدفع على المستوى الدولي: العمليّات المستنديّة، التعهّدات وخطابات الضمان البنكيّة.

2- الإستثمار والإدخار: من خلال:

أ- الإكتتاب في سندات الإستثمار ؛

ب- فتح دفتر التوفير (أمنيتي) ، وحسابات الإستثمار، الخ...

والجدول التالي يوضح تقسيم التمويلات حسب الشكل والأجل المتبقي للتمويل.

الجدول(*79*): تقسيم تمويل بنك السلام الجزائر حسب الشكل والأجل المتبقي للفترة *2011-2014* **بالمليون دينار**

	2011	2012	2013	2014
حسب الشكل:				
ت- تمويل الإستغلال	10861	14794	19700	15066
ث- تمويل الإستثمار	2941	5732	7104	8649
ج- تمويل عقاري للأفراد	40	94	422	143
ح- حسابات مدينة	65	75	1551	81
المجموع	**13906**	**20695**	**28774**	**23939**
حسب الأجل المتبقي:				
خ- أقل من سنة	10080	15268	22742	17366
د- بين سنة و خمس سنوات	3474	2318	5313	6187
ذ- أكثر من خمس سنوات	352	3109	719	386
المجموع	**13906**	**20695**	**28774**	**23939**

المرجع: تقارير بنك السلام الجزائر 2012-2014

ويتعامل البنك بشكل شبه تام يتجاوز *99* بالمائة مع المؤسسات الخاصة، ويبقى تعاملة محدودا مع الأفراد والمؤسسات العمومية.

الفرع الثاني: الإطار القانوني وعمليات البنوك الإسلامية: يعمل البنكان في بيئة خاضعة بالكامل للأطر والنظم الرقابية التي يعتمدها بنك الجزائر والمبنية على أسس ربوية مخالفة لمبادئ البنكين وقيمهما، إن هذا الأمر يجعل من البنكين استثناء عن

القاعدة العامة للنظام المصرفي الجزائري باعتبار كل البنوك والمؤسسات المالية العاملة تتبع النمط المصرفي التقليدي القائم على الربا.

أولا: عمليات التمويل والصيغ الموافقة لها: يمكن كنموذج توضيح أهم التمويلات الإسلامية التي يقدمها بنك البركة الجزائري كما يلي:

الجدول(*80*): نموذج للعمليات التمويلية وصيغ تمويل بنك البركة الجزائري

إسم العملية التمويلية	المفهوم والصيغ الإسلامية
تمويل الإستغلال عن طريق الصندوق	
تمويل المواد الأولية ونصف المصنعة	المرابحة / السلم
تمويل السلع الموجهة لإعادة البيع	المرابحة / السلم
تمويل الذمم	المرابحة / السلم
تمويل ما قبل التصدير	المرابحة / السلم
تمويل الإستثمارات	
التمويل التقليدي للاستثمارات	المشاركة/ المرابحة / الإستصناع /السلم
التمويل التأجيري	الإجارة
التمويل عن طريق التوقيع	
الكفالات	
كفالة الأداء الحسن	
تمويل السكن والتجهيزات	
تمويل شراء المساكن	المرابحة / الإجارة
البناء الذاتي للسكن والترميم والتوسع	الإستصناع
تمويل السيارات والتجهيزات	المرابحة / الإجارة

المرجع: كمال رزيق، **تقييم تجربة البنوك الإسلامية بالجزائر فى إدارة المخاطر الإئتمانية**، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الاسلامية، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، *5-6* أفريل *2012* النسخة الرابعة، ص*25*.

ويعتبر التمويل بالمرابحة أهم عقود التمويل بالبيوع لدى بنك البركة الجزائري، وهذا نظرا لسهولة تطبيق العقد عمليا من جهة وطبيعة العقد من جهة ثانية، وهي مخصصة أساسا للتمويلات قصيرة الأجل، بالإضافة للمرابحة فإن بنك البركة الجزائري يقدم صيغ أخرى مثل السلم حيث يتدخل بصفته المشتري بالتسديد نقدا للسلع التي تسلم مؤجلا، كما يقدم صيغتي الإستصناع والاعتماد الإيجاري، فيقوم البنك في هذا الأخير بشراء الأصول المنقولة أو غير المنقولة، وتأجيرها إلى عميله بموجب عقد الاعتماد الإيجاري.

ثانيا: تقسيم التمويل حسب الأجل: ويوضح الجدول التالي التمويلات التي تم اعتمادها من طرف بنك البركة باعتباره الأكثر خبرة في مجال التمويل خلال الفترة *2005-2009* حسب توفر المعطيات، والتي لم تتغير بشكل يذكر من ناحية نسب التمويل للفترة اللاحقة.

الجدول(*81*): التمويلات حسب الأجل والصيغ الموافقة في بنك البركة الجزائري للفترة *2005-2009* **القيمة: مليار دينار**

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
تمويلات قصيرة المدى	**7.5**	**6.9**	**7.1**	**9.6**	**13.3**
- سلم	5.2	4.3	4.8	6.6	7.5
- مرابحة	1.8	1.8	1.8	2.3	4.9
- استصناع وكفالات جمركية وأخرى	0.4	0.8	0.5	0.7	0.9
تمويلات متوسطة المدى	**16.8**	**21.7**	**30.6**	**43.2**	**45.8**
- مرابحة	15.2	19.7	28.2	41	43.5
- سلم	1.3	1.5	1.9	1.5	1
- استصناع وإجارة	0.3	0.3	0.3	0.7	1.3
تمويلات طويلة المدى	**0.27**	**0.18**	**0.25**	**0.67**	**0.71**
- استصناع	0.09	0.01	0.01	0.01	0.01
- ايجار منتهي بالتمليك	0.18	0.17	0.24	0.66	0.7
المجموع الكلي	**24.57**	**28.78**	**37.95**	**53.47**	**59.81**

المرجع: كمال رزيق: **تقييم تجربة البنوك الإسلامية بالجزائر فى إدارة المخاطر الإئتمانية**، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الاسلامية، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، *5-6* أفريل 2012 النسخة الرابعة، ص*28-30*.

ما يمكن ملاحظته من تمويلات بنك البركة هو الاعتماد الواضح على التمويلات القصيرة المدى خاصة صيغة المرابحة باعتبارها الأقرب إلى الأساليب التمويلية التقليدية والأقل مخاطرة، وهذا حتى صدور قانون المالية التكميلي لسنة *2009* والذي ضيق النطاق على التمويلات الاستهلاكية، مما دفع البنك إلى تحويل تركيزه نحو صيغة أخرى تتماشى مع مضمون النص القانوني الجديد وهو الاعتماد الإيجاري، حيث استحدث البنك مديرية خاصة بهذا الأخير لتعويض النقص التمويلي في صيغة المرابحة، والتي لطالما كانت تمثل أعلى المداخيل خاصة في ما يتعلق بتمويل السيارات السياحية.

ثالثا: مخاطر التمويل بالمتاجرة والأساليب المعتمدة لمواجهتها: معظم منتجات بنك البركة هي تمويلات تعتمد على عقود المداينة تتولد عنها ديون في دفاتر البنك، والمخاطرة الأساسية فيها هي المخاطر الائتمانية، وللتقليل من وقع الأخطار الائتمانية ببنك البركة يلجأ لما يلي:[1]

1- توثيق الدين بالرهون والضمانات: توثيق الدين بأنواع الرهون كالعقار والمنقولات والأسهم، والضمانات العينية والشخصية وضمانات الطرف الثالث والأوراق التجارية، من أهم سبل سد الذريعة إلى المماطلة في التسديد واسترجاع حقوق البنك؛

***2* -رفع معدل الزيادة في الثمن الآجل:** يلاحظ عملاء البنوك الإسلامية أن المرابحة مثلا، أعلى كلفة من الاقتراض بالفائدة، والسبب يعود إلى أن المصرف يتحمل مخاطرة أعلى في المرابحة لأنها عملية تتضمن الشراء ثم البيع وتحمل تبعة الهلاك والعيوب في إبان ذلك ...الخ؛

***3-* الحسم من القسط إذا سدد الدين في الأجل المحدد للسداد:** تقوم هذه الطريقة على افتراض أن العميل المشتري بالدين سوف يتأخر في السداد لأن هذا هو الاحتمال الأرجح إذا لم يتوافر وسائل لردعه عن المماطلة، وبناءً على ذلك الافتراض يجري حساب الزيادة في البيع الآجل بإدخال الغرامات التعويضية ضمن سعر البيع المتفق عليه.

***4* – فرض الزيادة على الدين الممطول لتعويض الدائن:** بفرض الغرامات على المدين المماطل لتعويض البنك عما فاته من ربح وعائد استثماري بسبب تأخر ذلك المدين في تسديد ما عليه؛

***5* – احتياطي الديون المتعثرة:** تقوم جميع البنوك بما فيها البنوك الإسلامية برصد الاحتياطيات للتعويض عن الخسارة التي قد تقع بسبب إفلاس المدينين أو عجزهم عن دفع ما عليهم من التزامات، ويكون ذلك باقتطاع جزء من الربح سنوياً يرفع في حسابات خاصة ثم يستخدم في السنة التالية أو ما بعدها لتخفيف أثر الإفلاس على مستوى أرباح المؤسسة المالية، ويكون هذا الاقتطاع معتمد اً على حجم العمليات ولذلك تتبنى البنوك بصفة عامة معادلات ثابتة للربط بين حجم الديون ونسبة الاقتطاع من الدخل، معتمدة على خبرة ذلك المصرف وطبيعة الظروف الاقتصادية التي يعمل فيها ، ولا ريب أن تعرض المؤسسات المالية الإسلامية لمشكلة مطل الديون سيرغمها على اقتطاع حجم أعلى من الاحتياطيات الأمر الذي يقلل من العائد على رأس مال البنك.

***6* – حلول الأقساط قبل مواعيدها:** فتنص في عقود البيع على أن المشتري إذا تأخر في دفع قسطين متتاليين فإن باقي الأقساط تحل فوراً، وللمؤسسة المطالبة بجميع الأقساط، واتخاذ ما يلزم للوصول إلى حقها.

الفرع الثالث: مؤشرات الحجم ونشاط استثمار وتمويل البنوك الإسلامية إلى إجمالي البنوك العاملة: من المفترض أن يتم دعم البنوك الإسلامية بشكل عام نظرا لتميزها من خلال نشاطها التمويلي القائم على الربحية وتقاسم المخاطر، وخاصة فيما يتعلق

[1]- كمال رزيق، **تقييم تجربة البنوك الإسلامية بالجزائر فى إدارة المخاطر الإئتمانية**، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، 5-6 أفريل 2012 النسخة الرابعة، ص ص: 31-32.

بالصيغ التشاركية، وعلى ذلك يمكن البحث في مختلف المؤشرات المقارنة بين النموذجين في حالة الجزائر لمعرفة وزن التمويل الإسلامي، ثم الوزن النسبي بين البنكين العاملين في المجال.

أولا: مؤشرات وزن البنوك الإسلامية للبنوك العاملة: يوضح الجدول التالي تطور مؤشرات الحجم من خلال إجمالي الموجودات وتمويلات بنكي البركة والسلام إلى إجمالي موجودات وتمويل البنوك العاملة للفترة *2008-2014* كما يلي:

الجدول(*82*): مؤشرات الحجم البنوك الإسلامية إلى إجمالي البنوك العاملة القيمة: مليار دينار (بين قوسين بالنسب المئوية)

المؤشرات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
إجمالي الموجودات							
- بنك البركة	72.2	99.1	120.5	133	150.8	157.1	162.8
- بنك السلام	-	-	-	24.8	32.8	39.5	36.3
إجمالي تمويلات البنوك العاملة	2614	3085	3267	3725	4286	5154	6503
تمويلات البنوك الإسلامية	-	-	-	(1.9)72.3	(1.8)78.1	(1.8)90.9	(1.6)103.2
- بنك البركة	48.7	59.7	55.7	(81)58.6	(74)57.9	(70)63.3	(78)80.6
- بنك السلام	-	-	-	13.7	20.2	27.6	22.6
إجمالي ودائع البنوك العاملة	5162	5146	5819	6733	7238	7787	9117
ودائع البنوك الإسلامية	-	-	-	(1.7)114	(1.8)133	(1.9)145	(1.6)147
- بنك البركة	66.8	57.3	65.2	(90) 103	(88)117	(86) 125	(89)131.2
- بنك السلام	-	-	-	10.4	16.1	19.1	15.4
حقوق المساهمين							
- بنك البركة	-	-	-	20.5	22.1	23	23.8
- بنك السلام	-	-	10.2	11.3	11.4	12.6	-
صافي الالتزامات خارج الميزانية							
- بنك البركة							
- بنك السلام	13.9	37.5	42.8	49.5	52.1	51.7	40.4
	-	-	-	9.9	17.8	24.4	16.1
الربح الصافي							
- بنك البركة	2.7	2.9	3.2	3.8	4.2	4.1	4.3
- بنك السلام	-	-	*0.7-	0.9	1.1	1.3	1.4

المرجع: من إعداد الطالب بناء على تقارير بنك الجزائر، بنك البركة الجزائري، بنك السلام الجزائر لمختلف السنوات.

() ما بين قوسين نسبة تمويل البنوك الإسلامية إلى إجمالي البنوك العاملة، أو بنك البركة إلى مؤشرات البنوك الإسلامية

* خسارة تراكمية

حيث يلاحظ من خلال المؤشرات السابقة:

1- حجم البنوك الإسلامية من خلال مختلف المؤشرات يبين هامشية وصغر الحجم إلى إجمالي البنوك العاملة، حيث لم تصل نسب التمويل والودائع المجمعة نسبة *2* بالمائة، مع وجود نظام مالي تسيطر عليه البنوك العمومية مع مجال صعب للنشاط والعلاقات المتبادلة مع البنوك الأخرى والبنك المركزي، ما يتطلب إرادة وإجراءات لدعم مجال النشاط اللبنكي الإسلامي بشكل جاد ونشيط ؛

2- نظرا للأقدمية والخبرة يستحوذ بنك البركة الجزائري على النسبة الأكبر من الودائع والتمويل في إطار النشاط البنكي الإسلامي، مع تشابه لأوجه العمل والفئة المستهدفة.

ثانيا: مقارنة بين مؤشرات نشاط بنكي البركة والسلام: أما الجدول الموالي فيوضح وجه المقارنة بين نشاط بنكي البركة الجزائري والسلام الجزائر، وتطور مؤشرات الأداء والنشاط البنكي وعوامل الربحية، التي تبرز مدى قدرتها على توليد أرباح الإستغلال واستمراريتها في العمل البنكي الإسلامي، وضمنيا قدرتها على إيجاد مؤشر مبدئي للتمويل الإسلامي، وإن كان ذلك يتطلب مجالا مساعدا ومناخا اقتصاديا ملائما ورغبة لدى السلطات السياسية والنقدية في دعم النشاط البنكي الإسلامي القائم على المشاركة.

الجدول(*83*): مؤشرات الأداء البنكي والنشاط لبنكي البركة الجزائري والسلام الجزائر للفترة *2011-2014* القيمة بالمليون دج

البيان	2011	2012	2013	2014
إيرادات الإستغلال				
- بنك البركة	7227	7100	7730	6886
- بنك السلام	1395	1905	2490	2352
تكاليف الإستغلال				
- بنك البركة	1582	1578	1746	1950
- بنك السلام	59	78	135	150
إيرادات في شكل عمولات وإيرادات نشاط أخرى				
- بنك البركة	2440	3131	2124	2896
- بنك السلام	922	1264	1750	661
تكاليف في شكل عمولات وتكاليف نشاط أخرى				
- بنك البركة	280	366	348	359
- بنك السلام	68	88	82	3
الإيراد المصرفي الصافي				
- بنك البركة	**7805**	**8287**	**7760**	**7473**
- بنك السلام	**2189**	**3004**	**4022**	**2859**
تكاليف الإستغلال والمخصصات والضرائب				
- بنك البركة	4027	4097	3668	3166
- بنك السلام	1291	1884	2755	1476

النتيجة الصافية بعد الضريبة				
– بنك البركة	**3778**	**4190**	**4092**	**4307**
– بنك السلام	**898**	**1120**	**1267**	**1383**

المرجع: من إعداد الطالب بناء على تقارير بنك البركة الجزائري وبنك السلام الجزائر لمختلف السنوات.

وتلاحظ القيم الإيجابية والتطور النسبي لمؤشرات أداء البنكين وبشكل لا يختلف كثيرا عن باقي البنوك التجارية من ناحية القيمة أو تقسيم مختلف بنود جدول الجسابات، مع الاختلاف في أوجه النشاط وطبيعة العائد بين الفائدة والربح القائم على المتاجرة بالأساس لدى البنوك الإسلامية.

المطلب الثالث: تطوير السوق المالي كجزء من خطة تطوير النظام المالي: تعتبر الأسواق المالية عامل مهم من عوامل النظام المالي والمصرفي وبالتالي فإن إصلاحها لا ينفصل عن هذا النظام، كما أن نشاط هذه الأسواق محكوم بالنشاط الاستثماري والحركة المالية، إلا أن الأسواق المالية يمكن أن يكون لها دور ايجابي في جذب الاستثمار وتنميته، كما أن إصلاحها يمكن أن يشكل مدخلا لإنعاش الاستثمار، وفيما يلي الآليات والإجراءات والمقترحات التي تمثل المحاور الكبرى التي يمكن أن تقوم عليها استراتيجية تنمية سوق رأس المال في الجزائر.

الفرع الأول: إعداد وتنفيذ خطة إعلامية للتعريف بسوق رأس المال والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية: السوق المالي تعتبر ضرورة لكونه أداة تمويلية فعالة يمكن استعمالها لترشيد وتنمية الاستثمار وكذا تحديد المشاريع الاستثمارية المنتجة للسلع والخدمات، ويعكس إلى حد بعيد فعالية التسيير المالي والإداري والاجتماعي لمختلف المشروعات تحقيقا لاستراتيجية التنمية وغاياتها.

ذلك سواء بهدف الحث على القيام بتأسيس الشركات أو الاكتتاب فيما يطرح من أسهم رأسمالها عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال أو بشراء الأسهم المعروضة للبيع في البورصة، أو بشراء ما تطرحه الشركات من سندات، ويمكن أن تستند إلى الأسس الرئيسة التالية:[1]

أولا: تعميق مفهوم ملكية المشروعات لدى المستثمرين من حيث أن حيازة الأسهم تعني ملكية جزئية للشركة بما يمثله ذلك من حقوق مختلفة أثناء حياة الشركة وعند تصفيتها ؛

ثانيا: استجابة لطبيعة المجتمع الجزائري الذي يتجنب الربا، فإنه من المهم تفهم وتقبل المدخرين والمستثمرين أن عائد الاستثمار في الأسهم ليس فائدة سنوية ثابتة كما هو الحال في الودائع المصرفية مثلا وإنما يتمثل العائد في نصيب الأسهم من الأرباح التي تحققها الشركة، وهو ما يتواءم مع استبعاد الربا التي تحوم حول الفائدة الدورية، مع عائد آخر هو الربح الرأسمالي حيث تتزايد قيمة الأسهم تبعا لأداء الشركة وتحسن مركزها ؛

ثالثا: أن الاستثمار في الأسهم يستوعب التضخم أو يقلل من آثاره إذ أن أسهم وأن كان يمثل حقا ماليا لصاحبه في الشركة إلا أنه يقابل هذا الحق أصول ثابتة وغير ثابتة تتزايد قيمتها الحقيقية مع زيادة معدلات التضخم.

[1] - الهيئة العامة لسوق المال: **دراسات وأبحاث لتنمية سوق رأس المال في مصر**، القاهرة، ص 43 .

رابعا: ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة والتي تقوم على أساس نشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين المرتقبين عند الدعوة للاكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم بحيث تكون نشرات الاكتتاب متضمنة العوائد التي يمكن أن يجنيها المستثمر من جراء الاكتتاب وطبيعة نشاط الشركة وتوقعات نموها، مع كل ما يهم المستثمر ويساعده على اتخاذ القرار، مع موافقة هيئة البورصة على نشرة الاكتتاب قبل إصدارها.

خامسا: تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن نشاط الشركات وبصفة خاصة الميزانية السنوية وجدول حسابات النتائج وتقارير مجالس الإدارة التي يجب أن تزداد تفصيلا، ما يعمق مفهوم الملكية لدى المستثمرين.

الفرع الثاني: العمل على زيادة المعروض من الأوراق المالية والطلب عليها: من خلال:[1]

أولا- **تنشيط سوق السندات والأسهم:** تعاني شركات القطاع العام من اختلال هياكلها التمويلية وقلة السيولة لديها اللازمة للإحلال والتجديد والاستثمارات، ويمكن حل هذه المشكلة في زيادة رؤوس أموالها وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب فيها بنسبة محددة من رأس المال، تتمشى مع التشريعات السائدة التي تحكم مقدار نسبة مشاركة الدولة لوصف الشركة كشركة قطاع عام، كما يمكن أن تطرح بعض شركات القطاع العام سندات كوسيلة من وسائل التمويل من الجمهور لاستثماراتها.

وفي الوقت الذي يصحح فيه هذا الأجراء من الهياكل التمويلية للشركات ويوفر لديها السيولة اللازمة دون الالتجاء إلى الميزانية العامة للدولة أو إلى مزيد من الاقتراض من البنوك فإنه في الوقت نفسه ينشط سوق المال.

ثانيا: عمليات السوق المفتوحة: زيادة العرض في سوق الأوراق المالية يتيح إمكانية استخدام البنك المركزي أداة هامة من أدواته في التأثير على الائتمان والسياسة النقدية عموما، ويتمثل في عمليات السوق المفتوحة التي تستخدمها البنوك المركزية في كثير من الدول بكفاءة عالية.

وعلى الجانب الآخر، فإن العمل على زيادة المعروض من الأوراق المالية سيخلق طلبا متزايدا على الأوراق من جانب جمهور المستثمرين ومن جانب مؤسسات تجميع المدخرات المستثمرة مثل البنوك، وشركات التأمين، وهيئات التأمين الاجتماعية، وصناديق الادخار ... والعمل على تجميع قدرات هذه الأخيرة لتستثمره في سوق الأوراق المالية .

ثالثا: نشاط شركات الأوراق المالية أو أمناء الاكتتاب: مثل هذه الشركات ضرورية لتنمية سوق المال في الجزائر، وتمثل المحرك للسوق المالي وهي لازمة في المرحلة الحالية الأولية لأي سوق مالي ناشئ، حيث تقوم بعمليات الترويج للاصدارات من الأوراق المالية وتغطية الاكتتاب فيها وخلق السوق الثانوي لها عن طريق طرح ما تكتتب فيه من أسهم بعد أن تتكون لها مقومات الطلب عليها، فضلا عن تقديم الاستشارات التمويلية المختلفة وإدارة محافظ الأوراق المالية للمؤسسات المستثمرة في الأوراق.

رابعا: صناديق الاستثمار في الأوراق المالية: في الأسواق العالمية الرائدة توجد هناك العديد من صناديق الاستثمار مثل (*Matual Funds*) أو (*Investment Funds*)أو (*Trust Funds*) ولهذه الصناديق أهمية كبيرة في تنشيط سوق الأوراق

[1] - منصوري الزين، **مرجع سابق**، ص ص: 170-178.

المالية، فوجود مثل هذه الصناديق ضروري لتحريك السوق باعتمادها نمط إدارة المحفظة الاستثمارية ، حيث أن هذه الصناديق عند وجودها تتيح للمستثمرة إمكانية تقليل المخاطر، وتسمح بتطوير رأس المال المخاطر،[1]

الفرع الثالث: تهيئة البورصة ووسطاء سوق المال للاضطلاع بالدور المرتقب منهم في تنشيط السوق: أسواق رأس المال تؤدي دورا كبيرا في مجال الاستثمار، وفي الواقع أن لضعف وحداثة سوق رأس المال في الجزائر أثر واضح على عدم تطورها وعدم أخذها بالأساليب العصرية في أعمالها سواء بالنسبة للاتصالات وتسجيل الأسعار ونشر البيانات ومن ناحية أخرى قلة ومحدودية عدد الوسطاء لسوق الأوراق المالية.

وللتطور وتنمية نشاطها، فإنه يجب تهيئتها والوسطاء فيها للقيام بالدور المرغوب والمرتقب من خلال:

أ- تحديثها بالمعدات والأدوات اللازمة التي تتناسب والتطور التقني من خلال شبكة اتصالات متطورة تربط بينها وبيوت السمسرة والبنوك وشركات التأمين...

ب- استقطاب وسطاء جدد إلى سوق الأوراق المالية في الجزائر، عن طريق استقطاب عدد كبير من الوسطاء لتدريبهم و إعدادهم لممارسة أعمال السمسرة.

ج- إنشاء مراكز تدريب وتكوين متخصص لموظفي المؤسسات المالية في السوق والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار والهيئات المكونة لبورصة الجزائر، وذلك لتكوين كوادر مدربة على عمليات الأوراق المالية بنواحيها المختلفة.

الفرع الرابع: تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامي: صيغ التمويل الإسلامية تعمل على الربط بين الادخار والاستثمار ومن ثم تسهم بصورة أكثر فاعلية في توجيه المدخرات نحو المشروعات وهو ما يساعد على الإسراع في التنمية فضلا عما يحققه للمدخر من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم ويتيح تنوعا في الأدوات المالية المطرحة في السوق حتى ينتقي المدخرون ما يلائمهم منها ولا شك أن تعميق صيغ التمويل الإسلامية من شأنه تدعيم وتنمية سوق المال ويزيد من نشاطه.

[1]- Hamid Temmar; **OpCit**. P252.

المبحث الثالث: النظام المالي وتمويل الاستثمار والقطاعات الإنتاجية في ماليزيا:

يتم تقديم تسهيلات كبيرة للإستثمار المحلي والأجنبي مع تنوع التمويل بين القطاعات ومختلف الصيغ، وهي بيئة ملائمة لدراسة أثر التمويل على المؤشرات الإقتصادية وخاصة الإستثمار الحقيقي، كما يتميز النظام المالي الماليزي بتطوره النسبي مع وجود نظام مزدوج للبنوك الإسلامية تنشط مع البنوك التقليدية، مع مجال واسع لهذه الأخيرة لتقديم خدمات من خلال نوافذ إسلامية منفصلة تماما عن المعاملات الربوية للبنك، وهو ما سيتم تناوله من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: القواعد السارية على غير المقيمين في الاستثمار وتحويل الأموال

المطلب الثاني: النظام المالي الماليزي

المطلب الثالث: النظام المالي الماليزي وتمويل الاستثمار

المطلب الأول: القواعد السارية على غير المقيمين في الاستثمار وتحويل الأموال: تستمر ماليزيا في انتهاج سياسة متحررة في إدارتها للنقد الأجنبي الذي يتمثل بالأساس في اتخاذ بعض التدابير الاحترازية لتدعيم هدف الاقتصاد الكلي في الحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي مع حماية وضع ميزان المدفوعات. وقد تم تحرير سياسات إدارة النقد الأجنبي بشكل تدريجي لتحسين تنافسية الاقتصاد الماليزي وتحقيق كفاءة أكبر في إدارة التداولات والاستثمارات.

الفرع الأول: الاستثمار وإدارة النقد الأجنبي في ماليزيا: لا توجد قيود على إدارة النقد الأجنبي كما يمكن للمستثمرين العالميين الدخول بسهولة للسوق الماليزية:

أولا: تسهيلات الإستثمار وتحويل الأموال: تتمتع تدفقات رؤوس الأموال بحرية في الحركة في الدخول والخروج للاستثمار في ماليزيا.

1- لغير المقيمين حرية الاستثمار في أي أصول بالرينجيت الماليزي إما في شكل استثمارات مباشرة أو استثمارات في المحافظ المالية؛

2- كما أن لهم حرية تحويل عائداتهم من تصفية استثماراتهم، أو أرباحهم، أو توزيعات الأرباح، أو أي مدخولات تنشأ من هذه الاستثمارات المتواجدة في ماليزيا للخارج.

ولا توجد قيود بالنسبة لغير المقيمين على تحويل العملات الأجنبية للرينجيت الماليزي أو العكس، عبر البنوك الداخلية المرخصة، لشراء أصول بالرينجيت الماليزي أو ترحيل الأموال الناتجة عن هذه الاستثمارات. أيضًا يُسمح لغير المقيمين بتسوية الاستثمارات بالرينجيت الماليزي من خلال البنوك الخارجية المعينة التي تكون ضمن نفس المجموعة البنكية لبنوك لها تواجد في ماليزيا.

ثانيا: التحوط والتغطية من المخاطر: يحق لغير المقيمين التحوط مع البنوك الداخلية المرخصة والبنوك الإسلامية العالمية المرخصة من معاملات حسابات رؤوس الأموال والحسابات الجارية الخاصة بهم على أساس التزام ضمني راسخ. ولكن بالنسبة للتحوط من التعرض لمخاطر الرينجيت الماليزي، فيجب أن يتم فقط مع البنوك الداخلية المرخصة

الفرع الثاني: فتح حسابات بالعملة المحلية والعملات الأجنبية: لا توجد قيود على غير المقيمين في فتح:

أولا: حسابات بالعملات الأجنبية مع أي من البنوك الداخلية المرخصة والبنوك الإسلامية العالمية المرخصة لتسهيل الاستثمارات وتشغيل الأعمال في ماليزيا، ويُسمح بتحويل الأموال المتواجدة في هذه الحسابات للخارج بحرية ؛

ثانيا: حسابات بالرينجت الماليزي مع البنوك الداخلية المرخصة، ويمكن تمويل الحسابات بالرينجت الماليزي من بيع العملات الأجنبية أو أي مدخولات يتحصل عليها من الاستثمارات بما فيها الفائدة، والإيجارات، والأرباح، وتوزيعات أو عائدات تصفية الأصول الموجودة بالرينجت الماليزي، ويُسمح أيضًا بتحويل الأموال المتواجدة في هذه الحسابات للخارج بحرية بمجرد تحويلها لعملة أجنبية لدى البنوك الداخلية المرخصة.

الفرع الثالث: الاقتراض من الداخل ومن الخارج: لأي مستثمر مقيم محليا كان أو أجنبيا الإقتراض بالعملة المحلية أو العملات الأجنبية إلى حد ما، بما يعطي نظام التمويل مرونة نسبية مع رقابة البنك المركزي الماليزي.

أولا: الإقتراض بالعملات الأجنبية: يخضع الاقتراض بالعملة الأجنبية من جانب الشركات المحلية من البنوك الخارجية والشركات الأجنبية الأخرى (غير المتصلة) إلى حد تحوطي يبلغ ما يعادل في مجموعه *100* مليون رينجت على أساس مجموعة شركات، كما يخضع الاقتراض بالعملة الأجنبية من جانب الأشخاص المقيمين من البنوك الداخلية المرخصة أو أي أشخاص غير مقيمين لحد يبلغ في مجموعه ما يعادل *10* ملايين رينجت.

ثانيا: الإقتراض بالعملة المحلية: أما الاقتراض بالرنجت الماليزي:

1- يحق للشركات المقيمة الاقتراض بالرينجيت الماليزي من الشركات غير المصرفية الأجنبية لتمويل أنشطة في القطاعات الاقتصادية بماليزيا أو حتى ما يصل إلى مليون رينجيت ماليزي في المجمل من الشركات غير المصرفية الأجنبية أو الأفراد غير المقيمين لاستخدامها في ماليزيا؛

2- يحق للأفراد المقيمين اقتراض أي مبلغ بالرينجيت الماليزي من أفراد العائلة المباشرين غير المقيمين وحتى ما يصل إلى مليون رينجيت ماليزي في المجمل من الشركات غير المصرفية الأجنبية أو غيرها من الأفراد غير المقيمين لاستخدامها في ماليزيا.

بالنسبة لاستيراد وتصدير السلع والخدمات فيجب إعادة كافة عائدات تصدير السلع والبضائع إلى ماليزيا بالكامل طبقًا لعقد البيع والذي يجب ألا تتجاوز مدته ستة أشهر من تاريخ التصدير. ويمكن لغير المقيمين التسوية بالرينجيت الماليزي أو العملة الأجنبية

كما يحق للمقيمين التحوط من التعرض لمخاطر العملات الأجنبية للمعاملات المالية ومعاملات الحسابات الجارية التزام ضمني راسخ أو على أساس استباقي، مع البنوك المحلية المرخصة.

المطلب الثاني: النظام المالي الماليزي: يتألف النظام المالي الماليزي من مجموعة متنوعة من المؤسسات لتلبية الاحتياجات المتنوعة والمعقدة للاقتصاد المحلي. ويتكون النظام المالي من النظام المالي التقليدي والنظام المالي الإسلامي حيث يتواجد النظامان ويعملان بشكل متواز.

الفرع الأول: البنك المركزي الماليزي: يمثل بنك نيغارا ماليزيا– البنك المركزي– قمة الهيكل النقدي والمالي في الدولة، ويعد تعزيز الاستقرار النقدي والمالي الهدف الرئيسي للبنك حيث يؤدي هذا إلى النمو المستدام للاقتصاد الماليزي، وتتمثل مهام البنك الرئيسة حسب تعريفها في قانون البنك المركزي الماليزي الصادر عام *2009* في الآتي:

– صياغة وإدارة السياسة النقدية في ماليزيا، والرقابة على أسواق المال والنقد الأجنبي وتعزيز نظام مالي سليم، وتقدمي وشامل؛
– إصدار العملة في ماليزيا والرقابة على أنظمة الدفع تعزيز نظام سعر صرف يتناسب مع أصول الاقتصاد ؛
– التنظيم والإشراف على المؤسسات المالية التي تخضع للقوانين المفروضة من قبل البنك؛
– حفظ وإدارة احتياطيات النقد الأجنبي في ماليزيا؛
– العمل كمستشار مالي، ووكيل بنكي ومالي للحكومة.

من أجل أن يحقق البنك أهدافه، تم تخويله سلطات قانونية بموجب عدة قوانين للتنظيم والإشراف على المؤسسات المالية والوسطاء الماليين الآخرين من غير البنوك، كما يدير لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي في الدولة.

الفرع الثاني: المؤسسات المالية: يعطي الجدول التالي نظرة عامة على عدد المؤسسات المالية في ديسمبر *2015*:

الجدول(*84*): عدد وتقسيم المؤسسات المالية الماليزية

	المؤسسات أجنبية الإدارة	المؤسسات ماليزية الإدارة	الإجمالي
البنوك التجارية	17	10	27
البنوك الإسلامية	6	10	16
البنوك الإسلامية الدولية	5	0	5
البنوك الاستثمارية/التجارية	0	11	11
شركات التأمين	17	19	36
شركات التأمين الإسلامية (التكافل)	3	9	12
القائمون الدوليون على التكافل	1	0	1
شركات إعادة التأمين	4	3	7
شركات إعادة التأمين الإسلامية (إعادة التكافل)	3	1	4
المؤسسات المالية للتنمية	0	6	6

المرجع: تقرير البنك الوطني الماليزي Bank Negara Malaysia

يمثل النظام البنكي الذي يضم البنوك التجارية والاستثمارية والإسلامية المحرك الرئيسي للموارد المالية والمصدر الرئيسي للتمويل من أجل دعم النشاطات الاقتصادية في ماليزيا، هناك أيضًا *16* مكتبًا تمثيليًا للبنوك الأجنبية في ماليزيا وهي لا تقدم خدمات

بنكية ولكنها تقوم بإجراء الأبحاث، وتقدم خدمات الاتصال وتبادل المعلومات، كما توجد *6* مجموعات بنكية ماليزية لها حضور في *22* دولة عبر فروعها، ومكاتبها التمثيلية، ومؤسساتها التابعة، ورؤوس أموالها ومشاريعها المشتركة عبر العالم.

تقوم أيضًا المؤسسات المالية غير البنكية مثل المؤسسات المالية الإنمائية، وشركات التأمين، والقائمين على التكافل بدور مكمل للمؤسسات البنكية في تحريك المدخرات وتلبية الاحتياجات المالية للاقتصاد، وتقدم سبلاً لإدارة المخاطر وحلول التخطيط المالي للأفراد والشركات.

الفرع الثالث: المؤسسات المالية الإسلامية: يتألف النظام المالي الإسلامي من أربع مكونات رئيسية هي البنوك الإسلامية، وشركات خدمات التكافل وخدمات إعادة التكافل، وسوق الأموال الإسلامية ما بين البنوك، وسوق رؤوس الأموال الإسلامية.

أولا: عدد وحجم المؤسسات المالية التي تقدم خدمات إسلامية: تقود *53* مؤسسة تقدم الخدمات المالية الإسلامية التوسع في الحاصل في أعمال التمويل الإسلامي، وفي ديسمبر من عام *2013*، بلغ إجمالي الأصول البنكية الإسلامية في ماليزيا *556,5* مليار رنجت ماليزي بحصة سوقية تبلغ *25%* كما سجل متوسط معدل النمو السنوي نسبة بلغت *19,7%* للفترة من *2002* وحتى *2013*، وبالنسبة لأعمال التكافل، بلغ إجمالي الأصول *24,9* مليار رنجت ماليزي في عام *2013* بحصة سوقية بلغت *10,2%* ومتوسط معدل نمو سنوي *10,7%* للفترة من *2008* وحتى *2013*، أيضًا سجل سوق رؤوس الأموال الماليزي كمية إجمالية من الصكوك بلغت *512,1* مليار رنجت ماليزي بحلول نهاية عام *2013*، متجاوزًا بذلك نسبة السندات التقليدية بحصة سوقية بلغت *50,3%*.

ثانيا: المنتجات المالية الإسلامية: ويوجد أكثر من *100* منتج وخدمة مالية إسلامية في السوق، كما تم إصدار منتجات وأدوات مالية مبتكرة في السوق العالمية. وتعد الصكوك متعددة العملات أحد الأمثلة على هذا، بإصدارتها المقومة بالدولار الأمريكي، والدولار السنغافوري، واليوان الصيني وهو ما جذب المستثمرين العالميين، وقد تطورت ماليزيا لتصبح سوقًا للصكوك متعددة العملات، حيث أصبح هناك طلب متزايد عليها، وفي *2013*، حافظت ماليزيا على مكانتها الريادية في كونها المصدر الرئيسي للصكوك بحصة تبلغ *69%* من إجمالي الإصدارات العالمية في عام *2013* وهو ما يعادل *82,6* مليار دولار أمريكي.

في أوت *2006*، أطلقت الحكومة الماليزية مبادرة "ماليزيا المركز الدولي للتمويل الإسلامي" لتعيين ماليزيا كمركز دولي للتمويل الإسلامي وتقوية دور البلاد كمركز فكري للتمويل الإسلامي، وتضم مبادرة "ماليزيا المركز الدولي للتمويل الإسلامي" شبكة مجتمعية من الهيئات التنظيمية المالية والسوقية، والوزارات والوكالات الحكومية، والمؤسسات المالية، ومؤسسات تنمية رأس المال البشري، وشركات الخدمات المهنية التي تشارك في مجال التمويل الإسلامي، وتدعم أفضل الممارسات القانونية، والتنظيمية، وممارسات الشريعة، بما يُمكّن العاملين في الصناعة من إجراء الأعمال الدولية في مجال التمويل الإسلامي في جميع أنحاء ماليزيا، مع بيئة صديقة للأعمال[1].

[1] – موقع ماليزيا المركز الدولي للتمويل الإسلامي: www.mifc.com

الفرع الرابع: المؤسسات المالية الإنمائية: المؤسسات المالية الإنمائية (*DFIs*) في ماليزيا هي عبارة عن مؤسسات مالية متخصصة تم تأسيسها من قبل الحكومة بتفويض محدد لتنمية ودعم القطاعات الرئيسة التي يتم اعتبارها ذات أهمية استراتيجية بالنسبة لأهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة في البلاد، وتشمل هذه القطاعات الاستراتيجية الزراعة، والمشاريع الصغيرة والمتوسطة، والبنية التحتية، والملاحة البحرية والقطاعات الموجهة للتصدير، بالإضافة للصناعات كثيفة رأس المال والصناعات عالية التكنولوجيا، وتقدم المؤسسات المالية الإنمائية، مجموعة متخصصة من المنتجات والخدمات المالية تتلاءم مع الاحتياجات المحددة للقطاعات الاستراتيجية المستهدفة،كما يتم تقديم خدمات المساندة في شكل خدمات استشارية ونصائح من قبلها لتنمية وتطوير القطاعات، ولذا تعد مكملة للمؤسسات البنكية وتعمل كقناة لسد الثغرات في توفير المنتجات والخدمات المالية لغرض التنمية الاقتصادية طويلة المدى.

وتم إصدار قانون المؤسسات المالية الإنمائية في عام *2002* لتعزيز السلامة المالية والتشغيلية للمؤسسات المالية الإنمائية عن طريق الممارسات المستدامة والإطارات التنظيمية والرقابية اللازمة، وتم تعيين البنك المركزي كهيئة مركزية تنظيمية ورقابية عليها يراقب الأنشطة والأداء المالي للمؤسسات المالية الإنمائية لها.

كما تم توصيف ستة أنواع من المؤسسات المالية الإنمائية بموجب القانون الخاص بهم وهم: بنك ماليزيا بيرهاد لتنمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة، والذي يقدم خدمات تمويلية واستشارية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة العاملة في التصنيع؛ وبنك بيمبانجونان ماليزيا بيرهاد، والذي يقدم تمويلاً متوسطًا وطويل الأجل لمشاريع البنية التحتية، والملاحة البحرية، والصناعات كثيفة رأس المال والصناعات عالية التكنولوجيا في قطاع التصنيع وغيره من القطاعات المختارة الأخرى بما يتماشى مع سياسة التنمية الوطنية؛ وبنك كيرجاساما راكيات ماليزيا بيرهاد، وهو بنك تعاوني يشجع الادخار ويقدم خدمات مالية لأعضائه وكذلك من ليسوا أعضاء فيه؛ وبنك ماليزيا بيرهاد للتصدير والاستيراد، والذي يقدم تسهيلات ائتمانية لتمويل ودعم صادرات وواردات البضائع والمشاريع الخارجية بالإضافة لتقديم خدمات التأمين على قروض التصدير وضمان المنشئات؛ وبنك سيمبانان ناسيونال الذي يركز على الخدمات المصرفية للأفراد والتمويل الشخصي وخاصة لصغار المدخرين، ويدعم أجندة الدمج المالي عن طريق تقديم خدمات التمويل متناهية الصغر وخدمات الوكيل المصرفي؛ وبنك بيرتانيان ماليزيا بيرهاد أو البنك الزراعي، والذي يقبل الودائع الادخارية ويقدم خدمات تمويلية واستشارية لدعم تنمية قطاع الزراعة والمجتمعات الزراعية.

الفرع الخامس: سوق الأوراق المالية: وتشمل:

أولا: مفوضية الأوراق المالية: تعد مفوضية الأوراق المالية في ماليزيا مسؤولة عن تنظيم أسواق رأس المال وتطويرها في ماليزيا، وتمثل مفوضية السندات المالية في ماليزيا، والتي تأسست يوم *1* مارس عام *1993* طبقًا لقانون مفوضية الأوراق المالية لعام *1993* كيانًا قانونيًا ذاتي التمويل يملك سلطات التحقيق والإنفاذ، ويتبع هذا الكيان لوزير المالية كما يتم عرض جداول حساباته في البرلمان سنويًا، وتشمل الوظائف التنظيمية العديدة لمفوضية الأوراق المالية ما يلي: الإشراف على العمليات، وتصفية الحسابات والمحافظ المركزية، اعتماد الإصدارات من صكوك الشركات، تنظيم كل المسائل المتعلقة بالأوراق المالية والعقود الآجلة، تنظيم كل

المسائل المتعلقة بمخططات شركات الإدارة الموحدة للأموال، تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج بين الشركات، وغيرها، وتوطد هذه الوظائف المسؤولية الكاملة لمفوضية الأوراق المالية عن حماية المستثمر، إلى جانب قيامها طبقًا للقانون بتشجيع وتعزيز تطوير أسواق الأوراق المالية والعقود الآجلة.[1]

ثانيا: السوق المالي الماليزي *(Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE)*: تُعتبر بورصة ماليزيا العامة (بورصة ماليزيا) شركة قابضة للتبادل ومعتمدة بموجب قانون الأسواق والخدمات المالية ، وتقوم بورصة ماليزيا، وهي شركة عامة محدودة الأسهم بموجب قانون الشركات لسنة *1965*، بتشغيل سوق صرف متكاملة، حيث توفر الأسهم، والمشتقات، وعمليات التبادل الخارجية، والسندات بالإضافة للمنتجات المالية الإسلامية، كما تقدم كذلك مجموعة متنوعة من الخيارات الاستثمارية على مستوى العالم .

وتقوم بورصة ماليزيا للأوراق المالية بتنظيم وإدارة أنشطة تبادل الأوراق المالية في ماليزيا، وسوق الأسهم الذي يضم ما يقرب من *1000* شركة تعمل في *50* نشاطًا اقتصاديًا مختلفًا، وتُدرج الشركات من أي قطاع من القطاعات الاقتصادية إما في السوق الرئيسية التي تضم الشركات ذات رؤوس الأموال الكبيرة، أو في سوق *ACE* المخصصة للشركات الناشئة من جميع الأحجام، وتعتمد السوق قيم مؤشر *KLCI* الخاص ببورصة ماليزيا كمؤشر رئيسي.

أيضًا تقوم بورصة ماليزيا للمشتقات *(BMD)* وهي شركة تابعة لبورصة ماليزيا بيرهاد بتوفير، وتشغيل، وإدارة سوق تبادل الخيارات والعقود الآجلة، وتعد العقود الآجلة لزيت النخيل الخام، وهي المنتج الأهم في هذه البورصة، المعيار العالمي لتسعير زيت النخيل والمنتجات القائمة عليه، وفي *2009*، استحوذت بورصة شيكاغو التجارية *(CME)* على *25%* من أسهم بورصة ماليزيا للمشتقات، بعدها انتقلت منتجات بورصة ماليزيا للمشتقات لمنصة التداول الإلكترونية*CME* لتوفير رؤية ووصول أكبر للمنتجات للمتداولين الدوليين .

وللاستفادة من قوتها في الأسواق المالية الإسلامية، تهدف بورصة ماليزيا على المدى الطويل النهوض بعروض منتجاتها المالية الإسلامية، وكانت بورصة ماليزيا أول بورصة تنشئ سوق السلع، وهي أول منصة متوافقة بالكامل مع أحكام الشريعة لتداول السلع.

المطلب الثالث: النظام المالي الماليزي وتمويل الاستثمار: خدمات القطاع المالي كقطاع فرعي يغطي العمليات البنكية، التأمين والأسواق المالية: وتشمل إدارة الأموال، الاستشارات الاستثمارية خدمات التخطيط المالي ورأس المال المخاطر وعمليات السمسرة.

وللقطاع المالي دور هام في تمكين انتقال الاقتصاد الماليزي نحو أنشطة ذات قيمة مضافة أعلى، هذا الدور لا يقتصر على توجيه التمويل المصرفي، بل في تطوير الهياكل المالية المبتكرة، بما في ذلك الحسابات الاستثمارية الإسلامية، وتقديم أشكال أخرى للخدمات المالية، وقد اتسع نطاق القدرة للمؤسسات المالية للعب دور أكبر في دعم احتياجات تمويل جديدة لصناعات النمو مثل التكنولوجيا الخضراء، التكنولوجيا الحيوية والصناعات المبتكرة الأخرى.

[1] - موقع مفوضية الأوراق المالية .Securities Commission : http://www.sc.com.my

الفرع الأول: محددات الرافعة المالية للشركات الماليزية: الرافعة المالية الإجمالية لقطاع الأعمال الماليزي (القائم على المعطيات المالية لمؤسسات ماليزية مسعرة بالسوق المالي، تغطي القطاعات الرئيسة في الاقتصاد وحوالي ثمانين بالمائة من الرسملة السوقية).

أولا: الأهمية النسبية لمصادر التمويل: فعلى الرغم من ارتفاع طفيف ومترابط مع النمو والتوسع الاقتصادي، لا تزال الرافعة المالية للشركات الماليزية ضمن مستويات معقولة ومستقرة مع مستوياتها قبل الأزمة المالية العالمية وأقل من مستوياتها لما قبل الأزمة المالية الآسيوية، مع جاهزية وأخذ بقواعد الحذر حيث تفضل الشركات الأموال الداخلية لاحتياجات التشغيل وتغيرات أسعار الفائدة والصرف، واتساقا مع ذلك، فإن الجزء الأكبر من الزيادة في القروض مرتبطة بمخطط سابق ومتوقع.

وتمول الشركات الماليزية بنسب تتجاوز *80* بالمائة من البنوك المحلية والسوق المالي وبالعملة المحلية، خاصة مع النمو في إصدار سندات الشركات والصكوك، مستفيدة من تكاليف مالية بشروط أفضل وأكثر تنوعا ومرونة من حيث المبالغ والآجال والسيولة.

وبشكل خاص فإن النمو في سوق السندات الإسلامية (الصكوك) غير الحكومية منذ سنة *2000* ساعد على التخفيض من اللجوء إلى البنوك والإقتراض الخارجي الملاحظ حتى الأزمة المالية الآسيوية.

ثانيا: العوامل المؤثرة في طلب التمويل: ومن خلال دراسات تستخدم ما يعرف ببيانات تقديرات لوحة التسجيل *Panel data estimations* تم إعداد المحددات الأساسية للرافعة المالية لمؤسسات الأعمال الماليزية (دون المؤسسات المالية) والتي قسمت إلى: عوامل مؤسسية، عوامل اقتصادية كلية وعوامل خارجية وتأثيرها على نسبة الدين إلى الأصول للمؤسسات محل الدراسة، والتي خلصت إلى أن العوامل الخاصة بالمنشأة والعوامل الاقتصادية الكلية هي المؤثرة نسبا في معدل الإستدانة وبالتالي الرافعة المالية.[1]

الجدول(*85*): دراسة عن العوامل ومحددات طلب التمويل في المنشآت الاقتصادية الماليزية

المعيار	المحدد	طبيعة وقوة العلاقة	الإستجابة الخاصة للمنشآت
المعايير المؤسسية	نسبة الدين/الأصول (<فترتي تأخر)	موجبة، معبرة عند مستوى معنوية *1%* و *10%*.	تعدل المنشآت رافعتها تبعا للتغيرات المالية، والأزمات وتستجيب لحركية هيكل رأس المال.
	الربحية	سالبة، معبرة عند مستوى معنوية *1%*.	المنشآت الخلاقة للربح وبعوائد عالية تقلص الاستدانة واللجوء إلى الأموال الداخلية الأعلى تكلفة مع الحفاظ على الملكية والقرار.
	نسب السيولة	سالبة، معبرة عند مستوى معنوية *10%*.	تفضل المنشآت الماليزية الأموال الداخلية والاحتفاظ بالسيولة لمرونة في المعاملات وتخفيض تدفق المعلومات والحفاظ على الملكية.
	حجم المنشأة	موجبة، معبرة عند مستوى معنوية *1%* و *10%*.	المنشآت كبيرة الحجم مع تنوع واتساق تدفقات رِوس الأموال يشجع على الاقتراض، مدعمة بمرونة ويسر الدخول للسوق المالي والتكاليف النسبية الأقل.
العوامل	الدين قصير الأجل	موجبة، معبرة عند مستوى معنوية *1%*.	أغلب المنشآت تستخدم الديون قصيرة الأجل كموارد أقل تكلفة لتعديل مستويات الدين.

[1] - Malaysia Investment performance report 2014 MIDA.Opcit. P26.

الاقتصادية الكلية المحلية	معدل الفائدة المتوسط للإقتراض	سالبة، معبرة عند مستوى معنوية *5%* .	استدانة أقل تعني مخاطر أقل لعدم السداد مع تكلفة التمويل، انخفضت أسعار الفائدة *0.6* نقطة ما بعد الأزمة العالمية عن ما قبل *2008*، ما لم يسمح بالتوسع الكبير في الإئتمان كنتيجة لتغيرات الفائدة.
	معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي	سالبة، معبرة عند مستوى معنوية *10%* .	الرغبة في التوسع الإئتماني لتمويل الاستثمارات يفترض أن تزيد مع النمو الاقتصادي، في ماليزيا العكس هو السائد إذ أن زيادة الطلب المحلي يؤدي إلى الرفع من العائد على الاستثمارات، ما يقلص من حاجتها للدين، كما أنها تؤجل الاستثمارات للحفاظ على السيولة في حالة الانكماش الاقتصادي.
	التغير في نسبة *M2/GDP*	سالبة، معبرة عند مستوى معنوية 5%.	كتلة نقدية واسعة تعني قابلية وتوفر موارد أكبر للتمويل، لكن لوحظت العلاقة السالبة بين حجم الكتلة النقدية والإئتمان وبنسب طفيفة، وهذا ربما يعود إلى أن التوسع في الكتلة النقدية يستفيد منه القطاع الخاص وقطاع الأعمال مع التوسع الاستهلاكي للأفراد.
	نمو القطاع البنكي	موجبة، معبرة عند مستوى معنوية *5%* .	التوسع في عدد وحجم القطاع البنكي وفر موارد إضافية لتمويل الاستثمارات ورأس المال العامل.
العوامل الخارجية	تغير معدل الصرف *USD/MYR*	غير معبرة	قوة العملة المحلية تعطي قدرة إضافية للاستدانة من الخارج، في الواقع منشآت الأعمال الماليزية تتأثر بالعوامل والموارد الداخلية الوحدوية والكلية.
	تغير حجم السندات المستحقة والقروض الخارجية	غير معبرة	الكثير من الأسواق المالية الناشئة عرفت نموا بعد الأزمة مع تخفيض الفائدة وعلاوات المخاطر من خلال الاصدارات، ومع ذلك المنشآت الماليزية بقيت مكتفية بالنمو المالي المحلي في التأثير على رافعتها المالية.
	التغير في أسعار بترول سلة برنت	غير معبرة	نظريا ارتفاع أسعار البترول بعد الأزمة المالية وانخفاض المخاطر العالمية يؤثر إيجابا على رافعة المنشآت؛ في الواقع وبمعامل ارتباط قريب من الصفر وتأثير غير ملموس، منشآت الأعمال الماليزية تتأثر بالعوامل والموارد الداخلية الوحدوية والكلية.
	مؤشر التغاير في الخيارات المالية	غير معبرة	

Source; Malaysia Investment performance report 2014 MIDA.Opcit. P29.

- Financial stability report 2014 Bank Negara Malaysia. P29. availble; www.bnm.gov.my

وتلاحظ أهمية العوامل المؤسسية (الوحدوية) والكلية الداخلية في التأثير على طلب التمويل من المؤسسات المالية أو السوق المالي مع تفاوت بينها في الأهمية ودرجة الإعتماد عليها، وهو ما انعكس إيجابا نسبيا على المنشآت الماليزية في مواجهة الأزمات الاقتصادية والمالية الإقليمية والعالمية.

ثالثا: المخاطرة في التمويل: ومدعومة برصيد سيولة مستقر، أكثر من *83%* من ديون الشركات تصنف غير مخاطرة، ونسبة الدين إلى الملكية أقل من الواحد، وأكثر من *42%* من الشركات يتجاوز عائدها على الأصول *5%* في حين المتوسط المقبول

إقليميا هو *4%* وأكثر، و*80.5%* من المنشآت لها القدرة على خدمة الدين مرتين وأكثر ما يمنحها مرونة في مواجهة النفقات المالية، كما هو موضح بالجدول التالي:

الجدول(*86*): بعض المؤشرات المالية المقارنة بدول المنطقة

المؤشر/ كنسبة من ديون المؤسسات	ماليزيا	متوسط دول المنطقة المقارنة
نسبة الدين إلى الملكية< مرة واحدة	83.1	46.2
العائد على الأصول ROA>5%	42.5	44.5
معدل تغطية الفائدة أكبر من 5 مرات < ICR	56.5	34.1

Source; Malaysia Investment performance report 2014 MIDA.Opcit. P36.

وقد بلغ معدل تغطية الفائدة (*interest coverage ratio ICR*) *6.4*مرات تقريبا سنة *2014* مقابل *7.7* مرات سنة *2013*، مدعوما بمستوى مرتفع للسيولة من خلال مؤشري: معدل السيولة المتوسط (الأصول السائلة إلى الخصوم السائلة) *1.9* مرة و*1.8* مرة بين ستني *2013* و*2014* على التوالي، والسيولة إلى الديون قصيرة الأجل (*1.3* مرة و*1.4* مرة للسنتين نفسهما على التوالي)، ونسبة سداد الديون بلغت *95.9* بالمائة سنة *2014* مقابل *94.2* بالمائة السنة السابقة لها، وهي نسب معتبرة مع توزيع الدين بين القطاعات بشكل صحي، وبين الرافعة مالية وفعالية خدمة الدين.

وبالنسبة لآجال ديون الشركات المحلية والإصدرات في السوق المالي، فقد ارتفعت من *3* سنوات بالمتوسط سنة *2006* إلى *5.6* سنة بالمتوسط سنة *2014*، والتحول من التمويل المتوسط إلى التمويل طويل الأجل يجعل المنشآت أقل عرضة للتمديد والتمويل المخاطر.[1]

الفرع الثاني: تمويل الاستثمار في الخدمات المالية وتطور موارد وأصول النظام المالي: تحاول ماليزيا للوصول لأهداف البنك الوطني الماليزي في المخطط المالي لعشر سنوات الموضح *The Bank Negara Malaysia's 10-year Financial Sector Blueprint 2011-2020* لضمان مواصلة النمو المالي والمصرفي.

أولا: الإستثمار في المجال المالي والبنكي: ارتفعت عمليات الاستثمار في هذا المجال المالي من *3.1* مليار رنجت سنة *2013* إلى *6.9* مليار رنجت سنة *2014*، وهي في أغلبيتها *(76.8%)* محلية، والاستثمار في قطاع البنوك يستحوذ على النسبة العظمى *6.6* مليار رنجت بنسبة *(95.7%)*، منها *2.8* مليار رنجت أو *42.4%* في إطار العمليات المالية الإسلامية البنكية وفي إطار السوق المالي الإسلامي،[2] مع تسهيلات مالية وبيئة صحية وثقة بالتعاملات المالية داخليا وخارجيا، وتمثيل كبير وتنوع للشبكة المالية دعما النشاط الاقتصادي.

ثانيا: مؤشر الإدخار الوطني وأهميته النسبية: يمثل الإدخار الوطني نسبة معتبرة من الناتج الوطني الإجمالي تتجاوز *30%* وبمقابلته بالتكوين الإجمالي لرأس المال (العام والخاص) يلاحظ وجود فائض إجمالي للتمويل، كما يوضحه الجدول التالي:

[1] - The Financial Stability and Payment Systems Report 2014 Bank Negara Malaysia, P27.

[2] - Malaysia Investment performance report 2014 MIDA.Opcit. P62.

الجدول(*87*): تطور تمويل تكوين رأس المال الإجمالي بين القطاعين العام والخاص في ماليزيا *2000–2015*

مليار رنجت (ماعدا ما يشار إليه)

البيان	2015	2014	2012	2010	2008	2005	2000
إجمالي تكوين رأس المال العمومي	104.2	101.1	101.4	81.2	64.8	53.5	43.6
الإدخار العمومي	64.5	83.5	95.9	85.9	80.9	70.5	55.4
إجمالي تكوين رأس المال الخاص	186.1	168.5	142.8	104.5	76.6	51.8	50.1
الادخار الخاص	259.8	235.7	202.7	187	191.6	110.5	70.6
إجمالي فائض أو عجز التمويل	**34**	**49.6**	**54.4**	**87.2**	**131.1**	**75.7**	**32.3**
إجمالي تكوين رأس المال (% من الدخل الوطني الإجمالي)	25.8	26.1	27	24.1	19.9	21.3	29.8
إجمالي الإدخار الوطني (% من الدخل الوطني الإجمالي)	28.8	30.9	33	35.4	38	36.5	40.1

Source; Bank Negara reports 2004 to 2015

حيث تلاحظ القدرة على التمويل للاقتصاد الماليزي، وخاصة من جانب القطاع الخاص مع النمو المتواصل لكل من الادخار الإجمالي والتكوين الإجمالي لرأس المال الثابت، وإن كان بنسبة متناقصة للإدخار بالنسبة للدخل، مع تسجيل فائض للتمويل بشكل عام.

ثالثا: تطور مؤشرات النظام المالي: هذا يمكن التماسه من خلال تتبع تطور النظام المالي بمختلف بنود موارده واستخداماته ولكل المؤسسات المالية والأعوان الإقتصاديين، كما يوضحه الجدول (*88*) التالي:

الجدول(88): موارد واستخدامات الأموال لإجمالي النظام المالي الماليزي 2000-2015 (تشمل كل المؤسسات البنكية والمالية والسوق المالي والوسطاء غير البنكيين بالمليار رنجت)

البيان	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2015
مصادر الأموال									
عملة، رأس المال احتياطات وأرباح	147.7	162	196.4	256.3	321.6	422.9	447.7	706.8	714.1
ودائع:	586.3	634.6	835.5	1075.6	1261.7	1421.2	1805.9	1936.5	1997.1
- جارية	*83,2*	*87,5*	*124,3*	*165,2*	*174,9*	*221,1*	*288,9*	*338*	*362,4*
- ودائع أخرى	*503,1*	*547,1*	*711,2*	*910,4*	*1086,8*	*1200,1*	*1517*	*1598,5*	*1634,7*
اقتراض	34.8	44.9	51.2	96.1	94.4	98.5	136.6	174.1	205
شركات التأمين وصناديق التقاعد	236.6	274.4	339.2	425.6	509.3	641.9	759.3	861.5	946.9
خصوم أخرى	257.8	279.2	340.3	239.4	386.3	456.4	618.1	637	672.7
إجمالي الموارد	**1263.2**	**1395.1**	**1762.6**	**2158.3**	**2573.3**	**3040.9**	**3757.6**	**4315,9**	**4535.8**
استخدامات الأموال									
العملة، الذهب والعملات الأجنبية	118.6	134.9	255.8	297.5	326	334.6	439.1	418.2	423.1
ودائع لدى مؤسسات أخرى	183.5	187.9	247.6	345.2	366.4	414.2	461.1	473.5	428.2
قروض وتسبيقات	512.4	560.5	655.6	784.4	960.4	1136.3	1404.8	1668.3	1775.4
- القطاع الخاص	*478*	*524,4*	*623,5*	*713,5*	*835,2*	*956,4*	*1194,4*	*1423,8*	*1538,8*
- القطاع العام	*5,5*	*10,2*	*5*	*55,9*	*61,7*	111.5	*132,6*	*137,3*	*121,6*
- أخرى منها للخارج	*28,9*	*25,9*	*27,1*	*15*	*63,5*	68.4	*77,8*	*107,2*	*115*
أذونات خزينة حكومية وتجارية	16.6	19	8.8	7.9	14.7	17.6	14.6	5.8	2.3
أوراق مالية حكومية	88.2	104.4	139.8	174.4	234.5	305.2	357.9	425.4	391.6
أوراق مالية للشركات	186.7	226.7	268.2	303.7	411.2	536.7	711.1	894.6	1003.6
- سندات الدين والصكوك	ع م	ع م	*129,2*	*135,4*	*191,7*	*214,6*	*267,5*	*335*	*375,4*
- أدوات الملكية	ع م	ع م	*139*	*168,3*	*219,5*	*322,1*	*443,6*	*559,6*	*628,1*
أصول أخرى	157.2	161.7	186.8	245.2	260.1	296.3	369	435.9	511.6
إجمالي الاستخدامات	**1263.2**	**1395.1**	**1762.6**	**2158.3**	**2573.3**	**3040.9**	**3757.6**	**4315,9**	**4535.8**

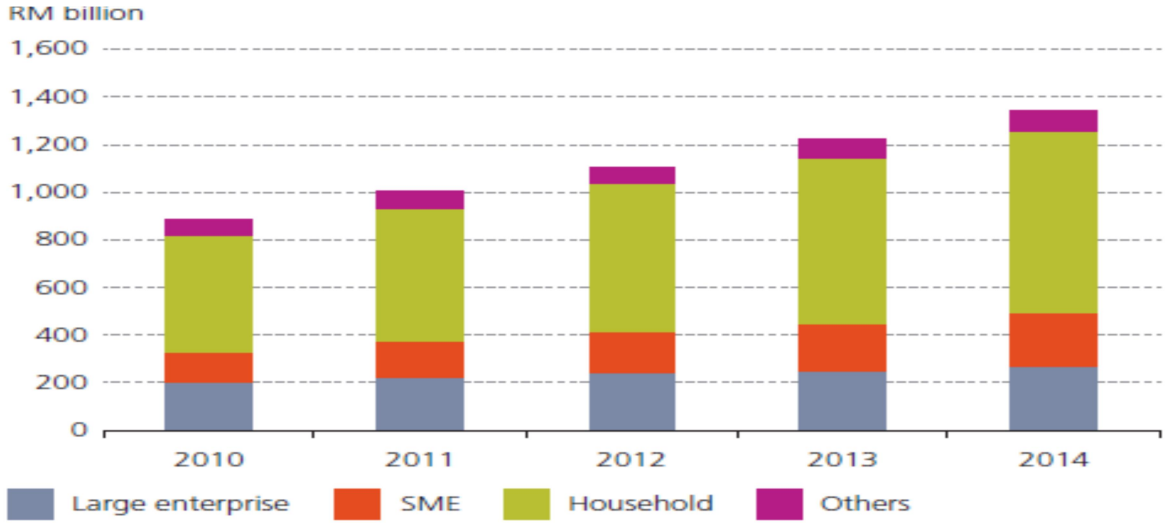
Source; Bank Negara reports; http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=statistic&pg تاريخ التصفح: سبتمبر 2016

يلاحظ تزايد مضطرد في أصول النظام المالي من حيث الحجم والتنوع مع انفتاح على العالم الخارجي ووجود نموذجي الوساطة واللاوساطة في التمويل، في جانب الموارد تعتبر الودائع كأهم مورد من موارد النظام المالي أما الاستخدامات فتتنوع بين القروض والتسبيقات لقطاع الأعمال والعائلات، مع الاستثمارات في السوق المالي بأنواع أدواته المالية.

رابعا: تمويل الأعوان الإقتصاديين: وقد تم توجيه *30.4%* من إجمالي تمويل قطاع الأعمال سنة *2014* للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي سوق سندات الدين والتي تشمل الشهادات قصيرة الأجل تم إصدار ما يبلغ *137.5* مليار رنجت (مقابل *124.2* مليار سنة *2013*).[1]

كما أن الشكل التالي يوضح توجيه التمويلات إلى الأعوان الإقتصاديين، كما يلي:

الشكل(*59*): تطور توجيه التمويل للأعوان الاقتصاديين في ماليزيا للفترة *2010-2014*



Source: Bank Negara Report, 2015. www.bnm.my

حيث يلاحظ تنامي التمويل بشكل عام من سنة لأخرى، يرافقه نمو كل من التمويل للعائلات على شكل قروض استهلاكية وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع استقرار نسبي لتمويل المؤسسات الكبيرة والأعوان الآخرين كالحكومة وغيرها.

الفرع الثالث: تطور بعض المؤشرات المالية للمنشآت الماليزية وموقع التمويل الإسلامي منها: تنسجم المنشآت الماليزية مع بعضها بين المنشآت المالية والإنتاجية في تحقيق التقاء الطلب على التمويل مع عرض الأموال، كما تلتقي من خلال المؤشرات المالية لأدائها الإجمالي والتي تعتبر معيارا لمدى الارتباط والتبادل بين الدائرتين الحقيقية والنقدية.

أولا: مؤشرات الأداء المالي الإجمالي وللمعاملات المالية الإسلامية: يوجد في ماليزيا نظام مالي مزدوج تنشط فيه مؤسسات مالية تقليدية وأخرى تعمل في إطار الشريعة الإسلامية، والجدول التالي يوضح الأداء المالي العام للمنشآت بمختلف تصنيفاتها الإنتاجية والمالية (التقليدية والإسلامية):

[1] - **The Financial Stability and Payment Systems Report 2014** Bank Negara Malaysia, P63.

الجدول(*89*): بعض المؤشرات المالية لقطاعي الأعمال والبنوك ووزن البنوك الإسلامية في النظام للفترة *2006-2015*

(النسب بـ % والحجوم مليار رنجت)

المؤشر	2015	2014	2012	2010	2008	2006
قطاع الأعمال						
- العائد على الأصول	3.9	6	5.1	5.4	3.7	5.1
- العائد على الملكية	6.8	11	9	10	10	10
- نسبة الدين إلى الملكية (الرفع المالي)	46.8	42.7	42.5	39.2	54.1	50.3
- معدل تغطية الفائدة (المرات)	5.3	6.4	5.4	8	4.3	4.6
- الهامش التشغيلي	13.4	12	12.2	12.6	9.3	10.9
- نسبة القروض المتعثرة	2.5	2.5	3	5.2	6	10.2
إجمالي النظام البنكي						
- العائد على الأصول	1.3	1.5	1.6	1.5	1.5	1.3
- العائد على الملكية	12.4	16.2	17.4	16.6	18.6	16.2
- الأصول السائلة على مجموع الأصول	---	13.1	13.8	15.6	10.3	8
- نسبة الأسهم إلى قاعدة رأس المال	0.7	1.3	0.6	1.2	0.9	2.5
- نسبة القروض المتعثرة	1.2	1.2	1.4	2.3	2.2	4.8
النظام البنكي الإسلامي						
- *مجموع الأصول*	685.4	625.2	494.7	351.2	251	170.5
- *النسبة من مجموع أصول النظام البنكي*	26.8	25.6	23.8	20.7	17.4	14.4
- *مجموع التمويل*	495	427.9	314.9	222.2	150.5	103
- *النسبة من التمويل الإجمالي*	31.3	29.2	25.8	22.7	18.9	16
- *مجموع الودائع*	550.1	494.7	386.2	277.5	194.4	126.6
- *النسبة من مجموع ودائع النظام البنكي*	30	28.2	25.6	22.6	18.8	14.7
-*العائد على الأصول*	1	1.4	1.3	1.3	1	1.4
- *نسبة القروض المتعثرة*	0.9	1	1.2	2.1	2.3	4.7

المصدر: تقارير البنك الوطني الماليزي لسنوات *2015-2008*.

يلاحظ على الأداء المالي لمؤسسات الإنتاجية وجود نسبة رفع مالي أقل من المتوسط وهي أقل من النسب السائدة إقليميا وعالميا، وتدنت نسبيا خاصة مع تأثير الأزمة المالية العالمية وأثرها على مخاطرة التمويل التقليدي بفائدة مقابل تزايد لنسبة التمويل

الإسلامي التشاركي والتمويل بهامش الربح، وانعكس إيجابا على نسب العائد (على الأصول والملكية) التي ارتفعت نسبيا مقابل انخفاض نسب المخاطرة وزيادة القدرة على السداد وانخفاض نسب الديون المتعثرة.

بالنسبة للمؤسسات المالية أداؤها أفضل من العتبة المقبولةعالميا (*1%* بالنسبة للعائد على الأصول و*15%* بالنسبة للعائد على الملكية)، إضافة إلى انخفاض الأصول المعرضة للمخاطر مع التزامها بمقررات لجان بازل المختلفة.

ثانيا: تطور جداول حسابات النظام المالي الماليزي: تعبر جداول حسابات النتائج على مستوى النشاط والقدرة على خلق القيمة والإيراد من العمليات المالية والتحكم في التكاليف، ومن ثم قدرة أكبر على مقاربة التكلفة والعائد وتحسين الكفاءة في توجيه الأموال، مع ملاحظة هيكل التمويل ووزن العمليات والأنشطة المختلفة.

والجدول التالي يوضح أهم جوانب النشاط البنكي المقارن التقليدي والإسلامي، بأسلوب تتابع الإيرادات والنفقات.

الجدول(*90*): تطور جدول النفقات والإيرادات للقطاع البنكي الإجمالي مقارنة بالقطاع البنكي الإسلامي *2003-2015* (مليار رنجت)

البيان	2015	2014	2012	2010	2008	2005	2003
الدخل من الفوائد وعوائد التمويل كل البنوك	96.8	89.6	83.8	65.7	63.2	43.6	28.8
منها عوائد تمويل البنوك الإسلامية	23.5	*20.4*	*16.4*	*12*	*9.1*	*4.2*	*2.8*
فوائد مدفوعة ونفقات تمويل (كل البنوك)	54.6	48	46.3	31.3	34.1	22	14.3
منها نفقات تمويل البنوك الإسلامية	13.7	*10.9*	*8*	*5.1*	*4.2*	*1.7*	*1.2*
صافي الدخل من الفائدة وعوائد التمويل	42.2	41.6	37.5	34.4	29.1	21.6	14.5
منها: عوائد التمويل للبنوك الإسلامية	9.8	*9.5*	*8.4*	*6.8*	*5*	*2.5*	*1.6*
+ عمولات ثابتة	9.7	10.2	9.1	8.6	7.4	4.7	3.5
منها: عمولات للبنوك الإسلامية	*1.1*	*1.1*	*1.1*	*0.8*	*0.5*	*0.2*	*0.4*
-نفقات عامة ونفقات العمال	30.4	27.9	26.5	23.7	20.2	13.3	8.6
منها خاصة بالبنوك الإسلامية	5.2	*5*	*4.7*	*3.5*	*2.7*	*0.8*	*0.5*
إجمالي الربح التشغيلي	**21.4**	**23.8**	**20.1**	**19.2**	**16.3**	**13**	**9.4**
منها: للبنوك الإسلامية	***5.7***	***5.6***	***4.9***	***4.1***	***2.7***	***2***	***1.5***
-مؤونات واحتياطات	2.8	1.5	1.5	4.4	4.2	5.6	3.5
منها خاصة بالبنوك الإسلامية	*1*	*0.8*	*0.6*	*1.3*	*1.2*	*0.7*	*0.9*
+ مداخيل أخرى	10.4	9.7	10.6	8.1	7	4.9	1.7
منها مداخيل أخرى للبنوك الإسلامية	0.4	*0.3*	*0.6*	*0.4*	*0.3*	*0.2*	--
الربح قبل الضريبة	**29**	**32**	**29.2**	**23**	**19.2**	**12.4**	**7.6**
منها: للبنوك الإسلامية	***5.1***	***5.1***	***4.9***	***3.2***	***1.8***	***1.5***	**0.7**
التكلفة عن كل وحدة نقدية كإيراد (البنوك الإسلامية)	0.488	0.455	0.459	0.466	0.464	0.426	0.461
	0.209	*0.229*	*0.257*	*0.271*	*0.278*	*0.18*	متوسط

الربح قبل الضريبة/عدد العمال (ألف ون)	237.4	256.1	231.9	193.5	169.5	130.3	101.7
(البنوك الإسلامية) (ألف ون)	*168.9*	*172.4*	*173.8*	*137.6*	*108*	*195*	متوسط
تكلفة العامل الواحد (ألف ون)	127.6	109.6	108.8	96.6	82.6	65.3	58.6
(البنوك الإسلامية) (ألف ون)	*58.8*	*59*	*58.6*	*50.4*	*52.7*	*32.9*	متوسط

المرجع: من إعداد الطالب بناء على تقارير البنك الوطني الماليزي لسنوات *2015-2008*.

بوجه المقارنة فإن زيادة نسبة التمويل الإسلامي إلى مجموع التمويل الإجمالي انعكس في زيادة العوائد المرتبطة بالتمويل الإسلامي إلى إجمالي إيرادات القطاع البنكي، ومازالت عمليات الوساطة المالية تشكل نسبة كبيرة من إجمالي الإيرادات (الفائدة بالنسبة للتمويل التقليدي وعوائد التمويل الإسلامي تتجاوز *75%*، والأمر نفسه بالنسبة للنفقات المرتبطة بها، أو الإيرادات الثابتة من مختلف العمولات.

بالنسبة للمؤونات والاحتياطات تشكل في البنوك الإسلامية نسبة كبيرة مقارنة بنسبة التمويل الإسلامي إلى التمويل الإجمالي ما يمنحها قدرة أفضل على مواجهة التغيرات الاقتصادية والمالية، كما تشكل نسبة الأربح لديها نسبة أقل نسبيا من وزنها في النظام المالي (*16%* من الربح قبل الضريبة لسنة *2014* مقابل وزن *29.2 %* من إجمالي التمويل) ما يبين تغليب جانب المخاطرة على العائد مقارنة بالبنوك التقليدية، مع قدرة أفضل على التحكم في تكلفة الوحدة الواحدة من النقد أو العامل الواحد، مع تحسن نسبي في الأداء الإجمالي مع مرور السنوات وتراكم الخبرات والثقة في نظام التمويل الإسلامي.

من خلال المؤشرات السابقة تعتبر ماليزيا كمركز دولي للمالية الإسلامية إذ واصل النظام المالي الإسلامي الماليزي نموه، حيث شهد نموا مقداره *12%* سنة *2014* ليشكل *25.6%* من مجموع أصول إجمالي النظام البنكي.

ثالثا: الأصول المالية للبنوك الإسلامية بالعملات الأجنبي: وقد بلغت الأصول بالعملات الأجنبية ما مقداره *27.7* مليار رنجت (مقابل *19.3* مليار سنة *2013*)، تعكس الأهمية المتزايدة للمعاملات المالية الإسلامية الدولية، مع التوسع في حسابات الاستثمار والتي نظمت في إطار عقد الخدمات المالية الإسلامية *(IFSA2013)*، لخدمة الحاجات المتنوعة للعملاء وخاصة في جانب المقاولاتية والاقتصاد الحقيقي ورأس المال المخاطر من خلال عقود المشاركة المحددة أو غير المحددة، حيث العوائد تأخذ بالإعتبار إنتاجية وإيراد الأصول محل التمويل ومدة الاستثمار، وتتم من خلال ودائع أو استثمار في صكوك التمويل مع شروط واضحة للسحب أو التداول في السوق المالي، وعلى شكل أصول معينة أو محفظة مشاريع وتمويلات، مع توفر المعلومات الكافية للمستثمرين والمدخرين أو حملة الصكوك، والقائمة على تقديرات العوائد المستقبلية للاستثمارات ومستوى المخاطر المقابل .[1]

رابعا: إصدارات الصكوك: تعتبر ماليزيا المكان المفضل لإصدارات الصكوك من منشآت الأعمال، والشركات العالمية، سنة *2014* بلغت حوالي *65.6%* من الإصدارات الجديدة بمقابل إجمالي *77.9* مليار دولار أمريكي وبخمس عملات رئيسة،

معدل عائد المخاطر في قطاع البنوك الإسلامية تتم متابعته بشكل جيد من خلال عمليات إدارة الخطر، في جانب الأصول معدل العائد المتغير من خلال ضيغ التمويل المختلفة وأهمها المشاركة شهد المزيد من التوسع في إجمالي التمويل، وفي جانب الخصوم من خلال عمليات التورق وشهادات الودائع القابلة للتداول بآجال أكبر ولتضييق الفجوة في إعادة التسعير بين الخصوم

[1] - Bank Negara report 2015. **Opcit**. PP 71-76.

والأصول، نهاية *2014* الودائع ثابتة العائد الناتجة عن التورق تشكل *35.7%* من إجمالي الودائع المقبولة *(2013: 20.6%)* مع التفرقة بين الودائع وحسابات الاستثمار وفقا لعقد الخدمات المالية الإسلامية *2013*.[1]

ولذا يعتبر ظهور قطاع التمويل الإسلامي بصورته المتكاملة نسبيا أحد الأمور التي تميز الإقتصاد الماليزي، بوجود علاقة تفاعلية بين الأطراف التي ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع، وله دور فاعل في تجميع الموارد التمويلية اللازمة للأنشطة الإقتصادية.

المطلب الرابع: تطور الصيرفة الإسلامية بماليزيا: يعتبر النموذج المزدوج للصيرفة الإسلامية المطبق بماليزيا، لدى العديد من المراقبين والمحللين للمالية الإسلامية، نموذجاً يهتدى به والاستفادة من تجربته، وقد شجعت التجربة المصرفية الماليزية المزدوجة بعض الدول الإسلامية إلى التوصية والعمل به، مع زيارة المختصين ومتخذي القرار في ماليزيا لأجل الوقوف على تلك التجربة المصرفية المزدوجة واقعياً.

الفرع الأول: مراحل تطور الصيرفة الإسلامية في ماليزيا: تعتبر ماليزيا من ضمن الدول الرائدة التي طبقت نظام الصيرفة الإسلامية المزدوج، الذي يسمح للمصارف الإسلامية أن تقدم خدماتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية جنباً إلى جنب مع المصارف التقليدية الربوية، وقد مر تطور الصيرفة الإسلامية بتجربة صندوق الحج، ثم التأسيس للنظام المالي الإسلامي المرافق والمنافس للنظام التمويلي التقليدي:

أولا: تجربة صندوق الحج الماليزي:[2] تعد تجربة صندوق الحج الماليزي اللبنة الأولى في الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا، وتعتبر بمثابة مؤسسة مالية متخصصة، الغرض منها مساعدة المسلمين لأداء فريضة الحج، وذلك عن طريق تحريك مدخرات وأموال الشرائح المسلمة بماليزيا بغرض تشغليها واستثمارها وفقاً للتعاليم الإسلامية، حيث تستخدم هذه المؤسسة صيغ تمويل إسلامية مثل المضاربة، المشاركة الإجارة وغيرها من الصيغ الإسلامية الأخرى، كما قامت تلك المؤسسة المالية بتشجيع وتحفيز الشرائح المسلمة على الادخار والاستثمار عن طريق استغلال الفرص الاقتصادية المتاحة،وتتمتع هذه المؤسسة بمهنية عالية من الضبط الإداري والمالي مما شجع على التزايد والتدافع في المساهمة في هذه المؤسسة المالية الإسلامية.

إذ تأسست هذه الشركة سنة *1963* وفي أول سنة استطاعت هذه الشركة إن تجمع مدخرات تعادل *49600* ألف دولار أمريكي من *1281* مودعاً، وكانت الودائع تنمو بشكل سريع جدا وذلك للإقبال الكبير من قبل المسلمين الملايو على هذه الشركة ، فقد وصلت ودائع هذه الفئة سنة *(1999)* إلى *(2.2)* مليار دولار امريكى بعد أن وصل عدد المودعين إلى *3.5* ملايين مودع، ووصل عدد الشركات التابعة لصندوق الحج إلى عشر شركات كبرى وفى جميع المجالات وهي:

1- مزارع صندوق الحج المحدودة ؛

2 – صناعة السكر لصندوق الحج المحدودة ؛

3 – شركة الخدمات العالمية لصندوق الحج المحدودة ؛

[1] - Bank Negara Malaysia, **The Financial Stability and Payment Systems Report** 2014, **Opcit**.P56.

[2]-Hamim S. Ahmad Mokhtar, et al, **Efficiency of Islamic Banking in Malaysia**: Stochastic Frontier Approach. Journal of Economic Cooperation, 27.2, (2006) P.3.

4 – الشركة السياحية لصندوق الحج المحدودة ؛

5 – شركة صيانة الكمبيوتر لصندوق الحج المحدودة ؛

6 – شركة البناء والمقاولات الدولية لصندوق الحج المحدودة ؛

7 –شركة التكنولوجيا لصندوق الحج الماليزي ؛

8 – مزارع بونغايا المحدودة ؛

9 – مزارع صندوق الحج لولايتي صباح وساراواك المحدودة.

10 – شركة (*IMIM*) المحدودة.

هذا ويملك الصندوق أسطول نقل بحري خاص لخدمة منتجاته من زيت النخيل، ولقد كان لهذا النجاح الأثر الكبير في إرساء نظام مصرفي اسلامى خصوصا بعد أن وضعت الحكومة رؤيتها المستقبلية والتي ضمنتها في الخطة التنموية الثانية *1980*-*2020* والتي تسعى من خلالها الحكومة في جعل ماليزيا بلداً صناعياً بالكامل سنة *2020*، ويمكن أن تقسم مراحل تجربة النظام المصرفي في ماليزيا إلى ثلاث مراحل[1]:

ثانيا: التأسيس لنظام مالي إسلامي: وبناء على نجاح تجربة صندوق الحج المالي فقد عملت ماليزيا، وبصورة مرتبة على تنفيذ وإدخال نظام مالي يتفق والمبادئ والتعاليم الإسلامية، وذلك عبر خطوات ومراحل متدرجة، يمكن تلخيص مراحل تطور المالية الإسلامية بماليزيا، باختصار، في النقاط التالية:

***1*- المرحلة الأولى: التبشير والتعريف والترويج بالصيرفة الإسلامية (*1970*- *1980*)**: تعتبر هذه المرحلة الأولى من المراحل الهامة في تطور النظام المالي الإسلامي بماليزيا، حيث ركزت الحكومة الماليزية خلال هذه المرحلة على حملات التبشير بالخدمات المالية الإسلامية، والتعريف بها عبر العديد من المنتديات والمؤتمرات وورش العمل، ذلك بغرض تهيئة المناخ العام للمجتمع الماليزي، حتى يتم الإعداد الجيد والبدء من نقطة سليمة، في العام *1970* تقدمت الحكومة الماليزية بطلب رسمي مشفوعاً بمقترح لمنظمة المؤتمر الإسلامي بشأن رغبة ماليزيا في إنشاء وتأسيس مصرف يقدم خدماته المالية وفقاً لتعاليم الشريعة الإسلامية، أما في العام *1980* فقد تم تنظيم فعالية "الكونجرس الاقتصادي للبوميبوترا[2] *The Economic Congress of Bumiputra*" بالجامعة الوطنية الماليزية، ومن أهم مخرجات تلك الفعالية رفع توصية إلى الحكومة الماليزية بضرورة البدء في إنشاء مصرف إسلامي يقدم خدماته المالية للشرائح المسلمة بالدولة ولكل قطاعات المجتمع المختلفة وفقاً للمبادئ والتعاليم الإسلامية، وتحت رقابة وإشراف البنك المركزي الماليزي (بنك نيغارا)، ووضعت كافة الترتيبات الضرورية واللازمة لتأسيس مصرف إسلامي بماليزيا.

---

[1] – يمكن مراجعة: سامي عبيد محمّد وعدنان هادي جعاز، **الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزيا**، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد العاشر العد الثامن والثلاثون، مارس 2015، ص ص: 118-121.

– ضرار الماحي العبيد أحمد، **التجارب العالمية في مجال الصيرفة الإسلامية التجربة الماليزية:صيغة المرابحة –دراسة حالة بنك إسلام ماليزيا– (1984 . 2012)**، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي . الخرطوم، نوفمبر 2013.

– سعيد بوهراوة، **تجربة المالية الإسلامية الماليزية**، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية . ماليزيا، 2014.

[2] كلمة بوميبوترا Bumiputra، هي كلمة باللغة المالبزية تعني أصحاب الأرض " أي الملايو".

بعد موافقتها على تأسيس نظام مصرفي إسلامي قامت الحكومة الماليزية بوضع التدابير والسياسات اللازمة للتنفيذ، إذ قامت بتشكيل لجنة مكونه من (*20*) خبيرا مصرفيا لإعداد الدراسات اللازمة واقتراح القوانين، وعلى ضوء هذا التقرير أعدت الحكومة الماليزية مشروع قانون النظام المصرفي الاسلامى وتأسيس أول مصرف اسلامي في ماليزيا وهو المصرف الاسلامى الماليزي ، برأس مال قدره *80* مليون رنجت.

وتحقيقا لما سبق وضع البنك المركزي الماليزي بعض الإجراءات والخطط ومنها:

- *(IBS)* وضع البنك المركزي سنة *1989* مخططاً باسم نظام المصرفية الاسلامية وهو البرنامج الذي أصبح يعرف فيما بعد نوافذ المصرفية الاسلامية *(Islamic Banking System)* إذ يسمح هذا المخطط للمصارف التقليدية بفتح نوافذ تعمل على وفق المبادئ والصيغ الاسلامية ، وفيه مجموعة من الإرشادات والتعليمات والشروط اللازمة لذلك، دخل هذا المخطط حيز التنفيذ سنة *1993*، تقدم *21* مصرفا تقليديا للعمل ضمن هذا المخطط ، بعد أن استوفت شروط ومن أهمها تعيين مستشار شرعي وذلك لضمان عدم تجاوز الحدود الشرعية في المعاملات المصرفية

2- المرحلة الثانية: بداية الصيرفة الإسلامية (1980- 1992): أهم ما يميز هذه المرحلة نشأة وتأسيس وميلاد أول مصرف إسلامي يقدم خدماته المالية وغير المالية لدى المجتمع الماليزي، وفقاً للتعاليم والمبادئ الإسلامية، . وسمي ذلك المصرف باسم (بنك إسلام ماليزيا)، أو البنك الإسلامي الماليزي وكان ذلك في سنة *1983*، وتزامن عمل بنك إسلام ماليزيا، مع إصدار أول قانون يضبط المصرفية الإسلامية بماليزيا، هو (قانون الصيرفة الإسلامية *Islamic Banking Act*)، كما تم إصدار قانون التكافل الإسلامي لينظم عمليات التكافل الإسلامية وذلك في العام *Takaful Act 1984*، وتعتبر هذه المرحلة بمثابة نقطة تحول رئيسية في تنمية وتطور النظام المالي الإسلامي بماليزيا.

في سنة *1999* منحت الحكومة ترخيصاص ثانياً لإنشاء مصرف ماليزي ، الذي حمل اسم مصرف معاملات ماليزيا الاسلامي *Bank Muamalat Malaysia Berhad (BMMB)* وذلك بعد نجاح تجربة مصرف ماليزيا الاسلامي، ولقد كان لهذه الإجراءات والإصدارات والابتكارات المالية الأثر الكبير في تطور أعمال المصرفية الاسلامية في ماليزيا ونموها بشكل سريع فلقد حققت معدل نمو متوسط *15%* ، تقتسمها مكوناتٌ أربعة:

الصيرفة الإسلامية، سوق رأس المال الإسلامي ، سوق النقد الإسلامي، . التكافل أو التأمين التعاوني.

3- المرحلة الثالثة: التوسع المحلي في النظام المصرفي الإسلامي (1993-2003): كان هدف الأجهزة الماليزية المنظمة للنظام المالي والمصرفي هو إيجاد وتهيئة بيئة محلية تنافسية ملائمة ومناسبة بين المصارف التجارية والشركات المالية الأخرى التي تقدم خدماتها المصرفية المتنوعة، وفي الوقت نفسه إتاحة الوقت الكافي لدى تلك المؤسسات المالية في كسب وجذب أكبر قدر من السوق المصرفي المحلي المتاح، وأهم ما يميز هذه الفترة هو السماح للبنوك التقليدية وشركات التمويل الأخرى بتقديم خدمات المصرفية الإسلامية، وذلك عبر ما يعرف "بالنوافذ الإسلامية *Islamic Windows*". وعرفت تلك المرحلة بعد أن أصدر البنك المركزي الماليزي قانوناً باسم "مشروع الصيرفة اللاربوية *Interest-free Banking Scheme*". وقد شهدت السنة الأولى لهذه المرحلة الإعلان عن إنشاء ما يعرف "سوق رأس المال الإسلامي *Islamic Capital Market*، وفي العام *1994* تم العمل بسوق

النقد الإسلامي بين المصارف التجارية *Islamic Inter-banks Money Market*، كما أصدر البنك المركزي الماليزي في العام *1997* قراراً بإنشاء مجلس أعلى للرقابة الشرعية (*National Shari'ah Advisory Council*) تابع للبنك المركزي الماليزي، ويتمثل الغرض الرئيسي لهذا المجلس في التنظيم والرقابة والإشراف على عمل الصيرفة المالية الإسلامية وشركات التكافل بماليزيا ووضع الموجهات والمبادئ التي تتوافق والتعاليم الإسلامية.

– في عام *1993* طرحت الحكومة الماليزية نظاماً باسم النظام المصرفي معدوم الفائدة *(Skim Perbankan Tanpa Faedah SPTF)* يهدف هذا النظام الربط بين المؤسسات المصرفية والتعامل في الإيداع بين المصارف الإسلامية من ناحية والبنك المركزي من ناحية أخرى ؛

– في عام *1994* تم إنشاء سوق نقدي إسلامي في الجهاز المصرفي والمالي الماليزي ويغطى هذا السوق مايلي:

–أ–ا لتداول فيما بين المصارف الاسلامية في الأدوات المالية الإسلامية.

–ب– الاستثمارات الاسلامية فيما بين المصارف.

–ج– النظام الاسلامى لمقاصة الشيكات فيما بين المصارف.

كما استحدث البنك المركزي الماليزي مجموعة من أدوات التمويل، وسمح لمصرف ماليزيا الاسلامي وبعض المؤسسات المشتركة في *(SPTF)* و *(IBS)* التعامل في الأدوات الآتية :–الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف *Mudarabah interbank investment*.

– قبول الودائع بين المصارف ؛

– *Government investment issue(GII)* الإصدارات الاستثمارية الحكومية ؛

- *Bank Negara Negotiable Notes(BNNN)* صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول ؛

– *Sell and Buy Back Agreement (SBBA)* اتفاقية البيع وإعادة الشراء ؛

- *Cagamas Mudarabah Bonds (SMC)* سندات كاجاماس للمضاربة ؛

– *When Issue (WI)* حين الإصدار ؛

– *Islamic Accepted Bills (IAB)* الكمبيالات الإسلامية المقبولة ؛

- *Islamic Negotiable Instruments(INI)* السندات المالية الاسلامية القابلة للتداول ؛

- *Islamic Private Debt Securities* سندات المديونية الخاصة الاسلامية ؛

- *AL Rahnu Agreement –(RA)* إتفاقية الرهن الأولى.

وفي عام *1999* فقد شهد التحول إلى مصرف إسلامي كامل ثان هو "بنك معاملات ماليزيا وذلك بالتحول التام عن ما يسمى "بنك بوميبترا ماليزيا التقليدي"، ليصبح ثاني مصرف يقدم خدماته كاملة وفقاً للمبادئ والقواعد الإسلامية، وفي العام نفسه أصدرت بورصة كوالالمبور للأوراق المالية مؤشر كوالالمبور الإسلامي للأوراق المالية.

– وفي سنة *2002* أصبحت ماليزيا عضوا مؤسسا لمجلس الخدمات المالية الإسلامية *The Islamic Financial Services Board (IFSB)* والدولة المضيفة له.

4- المرحلة الرابعة: تعميق النظام المصرفي الإسلامي والانفتاح نحو الخارج (2004 . الآن): الهدف الرئيسي لهذه المرحلة هو تعميق وتحرير المالية الإسلامية داخل النظام المالي الماليزي والانفتاح نحو العالم الخارجي *financial liberalization* حيث أفسح البنك المركزي الماليزي المجال واسعاً أمام بعض المصارف الإسلامية الأجنبية الكبرى للعمل بماليزيا، حيث شهدت هذه الفترة بداية عمل لبعض المصارف الإسلامية الكبرى من دول الشرق الأوسط، مثل بيت التمويل الكويتي، مصرف الراجحي الإسلامي، بنك قطر الإسلامي.

- تعديل قانون المصارف الإسلامية سنة *2009*م، لتضعه على قدم المساواة مع النظام المصرفي الوضعي فيما سمي بالنظام المصرفي المزدوج (*Dual Banking System: Conventional and Islamic*).

- إصدار أدلة إرشادية لجملة من المنتجات المالية منها: المرابحة والمضاربة والوكالة والمشاركة المتناقصة والاستصناع وغيرها.

- وضع دليل للحَوكمة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية *Shariah Governance Guideline* لضمان شفافية عالية وإدارة حازمة للبنوك الإسلامية دعم الحكومة والبنك المركزي مؤسسات تدريب إطارات المؤسسات المالية والصيرفة الإسلامية، وإلزام البنوك الإسلامية وضع ميزانية للبحوث وتدريب إطاراتها

- تأسيس هيئة رقابة شرعية وطنية تمثل المرجعية الشرعية عند النزاع في قضايا المعاملات المالية الإسلامية.

- تأسيس لجنة للمواءمة بين الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي *(The Law Harmonisation Committee)* في الإطار المصرفي ؛

- *2010* وضعت خطة جديدة لقطاع الخدمات المالية، والخطة الثانية الرئيسة لسوق رأس المال ؛

- *2011* ماليزيا تستحوذ على أكبر نسبة من إصدار الصكوك، حيث بلغت نسبة إصدار ماليزيا للصكوك *64*% من الإصدار العالمي للصكوك ؛

- البنك المركزي الماليزي يضع القطاع المالي الإسلامي الماليزي ضمن أهم أولوياته مخطط القطاع المالي *Financial Sector*) *(Blueprint* للفترة من *2011* إلى *2020*.

وينظر إلى ماليزيا على أنها تسير على منهج نحو قيادة التمويل الإسلامي على مستوى العالم، قيادة مصدرها القوانين المتطورة والتطبيقات الرائدة وتستند إلى رأس المال الإسلامي *89%*من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية هذا يعني عمليا *825* شركة مدرجة بقيمة سوقية تبلغ *931* مليار رينجت ماليزي أي أكثر من *310* مليارات دولار وهي تمثل *65%* من رأس مال السوق وفقا لإحصاءات *2012*.

ولا تزال تحتل ماليزيا المرتبة الأولى من حيث تطوير وريادة سوق الصكوك عالميا، وتمثل سوق الصكوك الماليزي نسبة *68%* من مجموع إصدارات الصكوك العالمية، قائدة وجهات إصدارات الصكوك في حين يتجاوز نمو القطاع المالي الإسلامي *20%* سنويا وهي تدخل في منافسة مع سنغافورة التي تحتل المرتبة الرابعة بين المراكز المالية على مستوى العالم، وأهم ما يميز النظام المالي الماليزي هو مبادراتها المتنوعة منها على سبيل المثال: وجود مجلس الخدمات المالية الإسلامية *Islamic Financial Services*

(*Board (IFSB*، خطة لتطوير منطقة لابوان كمنطقة حرة لحركة رؤوس الأموال، إصدارها للصكوك العالمية، تنظيمها لحوار العلماء وفقهاء الشريعة وغيرها.

أما في مجال تنمية رأس المال البشري في مجال المالية الإسلامية، فقد أنشأت ماليزيا العديد من المؤسسات والمراكز العلمية التي تخدم هذا الغرض،وغيرها من البرامج التعليمية التي تقدمها مؤسسات التعليم العالي والبحث العلمي ومراكز التدريب الأخرى في مجال المالية الإسلامية وتخصصاتها المختلفة(*Kuala Lumpur Islamic Stock Exchange (KLIS)* .

الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: ويؤدي السوق المالي الماليزي بخدماته وأدواته الإسلامية دورا هاما في دعم نشاط البنوك الإسلامية وتوفير بدائل للربح والمضاربة مع توفير السيولة، ودعم السوق الأولية لإصدارات الصكوك خاصة، وهيميزة للنظام المالي الماليزي، ويهيء بشكل أفضل لنموذج متكامل للمشاركة، مع بعض الإهتمام والتطوير، وخاصى في صيغ التمويل والأدوات المرتبطة بها.

أولا: النشأة والطبيعة: تعرف هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الإستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا والمقامرة وبيوع الغرر وغيرها، فهو سوق مالي تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الإقتصادية المختلفة ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتخضع لرقابة وإشراف خبراء ومستشارين مختصين في المعاملات المالية والشرعية خاصة.

في أفريل *1999* تم تحديد مؤشرات حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسة في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة *Shariah Index* حيث أن أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في السوق المالي الماليزي هي من الأسهم المتوافقة مع الشريعة.

كما ينشط بالسوق وسطاء ماليون يتعاملون بالأدوات المالية الإسلامية من أسهم وصكوك تعطيها الحركية في التداول وتمنحها السيولة والأمان في التداول، وترويجها محليا وعالميا للوصول لجعل ماليزيا مركز مالي إسلامي عالمي.

مع المساهمة في تعزيز قدرات الإقتصاد الماليزي، من خلال المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص بتعبئة المدخرات وتوجيهها للإستثمارات النافعة وذات الجدوى الإقتصادية، ومتماشية مع رغبات المستثمرين في العوائد والأرباح المشروعة، مع القدرة على جذب الاستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية، ما يدعم النمو الاقتصادي الماليزي.

ويقوم سوق رأس المال الماليزي بدراسة وتقييد بعض الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة مالأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة *Call Warrants* وعقود الشراء من الأسهم المشتقة *Warrants*، وعقود المستقبليات، ويقوم بتفعيل الأدرات المالية الإسلامية وخاصة صكوك الشركات الخاصة.

ثانيا: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:[1] هيئة الأوراق الماليزية هي المسؤولة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي، المتعلقة بالإصدار والتداول، ما عدى الإصدارات الحكومية *Government Investment Issues –GII* والتي تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي، وتقسم أدوات سوق رأس المال الإسلامي إلى:

أولا: أدوات الملكية الإسلامية: وتشمل الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة *Shariah Compliant Securities* والمدرجة في السوق المالي الماليزي، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الإستثمار الإسلامية *Islamic Unit Trust Funds*.

ويتم حساب تغيراتها من خلال مؤشر الشريعة الذي يعكس تطور أسعار التداول وأداء سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة وأدائها الاستثماري، ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في سوق المال الماليزي: المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة- داوجونز الذي طرح في ماي *1996*، والمؤشر الشرعي كوالالمبور الذي انطلق العمل به في أفريل *1999* كدليل ولتلبية رغبات المستثمرين المحليين والأجانب الخاصة بالأسهم الموافقة للشريعة.

ثانيا: الصكوك الإسلامية: تصدر من قبل الشركات الخاصة والحكومة، وتصدر بعقود شرعية وضوابط وتختلف أحكامها باختلاف العقود والصيغ الإستثمارية، وطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، وأهم خصائصها هو العائد على أساس الربح المتحقق، والتي ساهمت في التطور الكبير للبورصة الماليزية.

وينشط بالسوق وسطاء ماليون يقومون بعمليات إجراء الصفقات في الأدوات المالية الإسلامية، وتخلو معاملاتها من العناصر المحرمة، وتقدم المعلومات والاستشارة وخدمات السمسرة الإسلامية *Islamic Stockbroking Services*، كما يدير الوسطاء محافظ الأوراق المالية للمستثمرين على أساس الوكالة بأجر، وتركز صناديق إدارة الإستثمار الإسلامية في ماليزيا على أصحاب المدخرات الصغيرة، حيث تجمع الأموال لتشكيل محافظ استثمارية، وفق مبدأ التنويع.

المطلب الخامس: حجم التمويل الإسلامي الماليزي، عوامل نجاحه ومعوقاته: يشكل التمويل الإسلامي نسبة معتبرة في النموذج الماليزي وهذا لعدة عوامل، كما تواجهه معوقات في أغلبها خارج نطاق ما يمكنها التحكم فيه.

الفرع الأول: معدل نمو حجم التمويل الإسلامي: يلاحظ نمو أصول البنوك الإسلامية في العالم وفى ماليزيا وزيادة حجم التمويل الاسلامى بحيث وصل مجموع ما تم تمويله من قبل البنوك الإسلامية والنوافذ الاسلامية في البنوك التقليدية في ماليزيا من *2006* إلى *2012* بلغ حوالي *(1169)* مليار دولار ولاشك أن هذا النمو السريع يؤثر في مدى الإقبال الكبير على الصناعة البنكية الإسلامي .

أولا: تطور التمويل الإسلامي في ماليزيا: يتمثل في البنوك الإسلامية الناشطة في ماليزيا إصافة إلى النوافذ المفتوحة (*Islamic IBS –Banking Sheme*) لدى البنوك التجارية التقليدية وبنوك الإستثمار.

والجدول التالي يوضح تطور ميزانية التمويل الإسلامي مع توزيعها بين البنوك الإسلامية والنوافذ المفتوحة لدى البنوك التقليدية.

[1] – العياشي زرزار، **ضرورة إنشاء سوق لأوراق المالية الإسلامية: تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**، مجلة بيت المشورة، العدد *3*، أكتوبر 2015، الدوحة، قطر، ص ص:33-37.

الجدول (*91*): توزيع مجموع ميزانية التمويل الإسلامي بين البنوك والنوافذ الإسلامية **الوحدة: مليون رنجت**

البيان / السنة	2009	2011	2012	2013	2014	2015
البنوك الإسلامية	219,848.4	320,518.5	367,685.9	419,548.7	469,024.1	526,328.8
النوافذ الإسلامية لدى البنوك التقليدية	8,702	8,130.8	8,268.1	7,092.8	8,031.6	9,021
المجموع	228,550.4	328,649.3	375,954	426,641.5	477,055.7	535,349.7

المرجع: موقع البنك الوطني الماليزي(نيغارا) www.bnm.gov.my تاريخ التصفح: سبتمبر *2016*.

حيث يلاحظ التطور الكبير في حجم التمويل الإسلامي من سنة لأخرى، مع التوجه نحو التمويل من خلال البنوك الإسلامية الصرفة واللجوء المحدود إلى النوافذ، وإن كان يتجاوز لوحده مقدار *9* مليار رنجت (أكثر من *2.5* مليار دولار أمريكي) عام *2015* والذي يمثل تقريبا وزن *30* بالمائة من حجم النظام البنكي بشكل عام.

ثانيا: حجم التمويل الإسلامي في ماليزيا إلى التمويل العالمي: وهي تعادل *(% 20.3)* من إجمالي حجم التمويل الإسلامي العالمي سنة *2014*، لذلك تفوقت ماليزيا على كثير من دول العالم في هذا المجال، فالصناعة البنكية الإسلامية في ماليزيا تفوقت على نظيرتها في السعودية والإمارات العربية حتى مع وصول أسعار النفط إلى أسعار قياسية غير مسبوقة ، وتفوقت على الإمارات العربية في إصدار الصكوك الإسلامية التي كانت تتصدرها.[1]

والجدول التالي يوضح التطور في إجمالي التمويل الإسلامي عبر العالم وفي ماليزيا:

الجدول(*92*): تطور نسبة التمويل الإسلامي في ماليزيا من إجمالي التمويل الإسلامي العالمي **الوحدة: مليار دولار أمريكي**

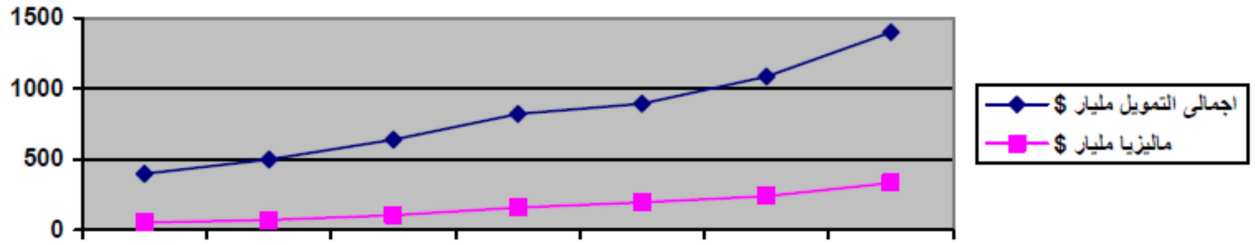
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
إجمالي التمويل الإسلامي العالمي	400	500	639	822	895	1086	1400
التمويل الإسلامي في ماليزيا	55	73	107.4	161.2	197	240	335
نسبة التمويل الإسلامي في ماليزيا	13.7	14.6	16.8	19.6	22	23	24

Source; HSBC Amanah, Islamic finance industry growth, 2013. P5.
www.sukukespectrum.com

والشكل التالي توضيحي للتطور البياني لإجمالي التمويل الإسلامي في العالم وماليزيا.

[1] – سامي عبيد محمّد وعدنان هادي جعاز، **الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزيا** ، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد العاشر العد الثامن والثلاثون، مارس 2015، ص129.

الشكل(60): تطور نسبة التمويل الإسلامي في ماليزيا من إجمالي التمويل الإسلامي العالمي



المرجع: من مخرجات برنامج *Excell* اعتمادا على الجدول السابق

ثالثا: نسب صيغ التمويل وتوزيعها نحو القطاعات الإقتصادية: بالنسبة لصيغ التمويل التي تستخدمها المصارف الماليزية الإسلامية فهي تتبع لنصائح يقدمها البنك المركزي دائما للمصارف السلامية والتي هي نتاج مركز الدراسات والأبحاث التابعة للبنك المركزي الماليزي وتتضمن الإرشادات وطرائق استخدام تلك الصيغ، وفى ماليزيا تستخدم صيغ مثل البيع بالثمن الآجل (*BBA*) بشكل كبير خصوصا للتمويل العقاري المنازل، والمجمعات التجارية ، المستشفيات ، الفنادق .. ، وتأتى بعدها صيغ الإجارة المنتهية بالتمليك، والجدول التالي يوضح توزيع ونسب استخدام صيغ التمويلالإسلامي المختلفة في البنوك الماليزية.

الجدول(93): نسب توزيع واستخدام صيغ التمويل الإسلامي في البنوك الماليزية لسنوات مختارة **الوحدة: %**

السنة	البيع بثمن آجل	الإجارة	مشاركة ومضاربة	المرابحة	الإستصناع	أخرى
2003	47.4	29	0.5	6.2	0.6	16.3
2004	49.9	24	0.5	7	1.2	17.4
2005	40.7	31.6	0.3	6.9	0.9	19.5
2006	42	30.6	0.2	7.1	0.8	19.3
2014	23.2	22	06.9	26.5	0.3	21.1
2015	19.3	20.2	07.6	30.6	0.3	22

المرجع: تقارير لبنك نيغارا ماليزيا.

ويلاحظ الإستخدام المكثف لصيغ البيوع بالهامش (البيع بثمن آجل والمرابحة) والإجارة، مع محاولة لزيادة استخدام الصيغ التشاركية الأكثر مخاطرة وعائدا والأكثر اؤتباطا بالإنتاج وزيادة الثروة.

أما بالنسبة للقطاعات الممولة فيوضحها الجدول التالي:

الجدول(*94*): توزيع التمويل حسب القطاعات وبين البنوك الإسلامية ونوافذها **بالنسبة المئوية**

البيان / السنة	2009	2011	2013	2014	2015
الزراعة: – بنوك إسلامية – نوافذ إسلامية	2.40	2.10	2.00	2.10	2.90
تعدين ومناجم: – بنوك إسلامية – نوافذ إسلامية	0.40	0.60	1.90	1.30	1.50
الصناعة: – بنوك إسلامية – نوافذ إسلامية	8.70	7.50	6.30	6.10	5.10
إنشاءات:– بنوك إسلامية – نوافذ إسلامية	7.30	7.00	8.20	8.70	9.20
خدمات – بنوك إسلامية – نوافذ إسلامية	18.50	18.40	19.40	19.90	19.90
السكن – بنوك إسلامية – نوافذ إسلامية	59.20	61.70	62.10	59.90	59.30
قطاعات أخرى	3.47	2.68	0	1.85	1.98
المجموع	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

المرجع: تقارير لبنك نيغارا ماليزيا.

حيث يلاحظ أن القطاع الأكثر تمويلا هو قطاع السكن، نسب تقارب *60* بالمائة، ثم قطاع الخدمات والصناعة، مع أولوية البنوك الإسلامية في التمويل مقارنة بالنوافذ الإسلامية لدى البنوك التقليدية.

الفرع الثاني: دور التمويل بالصكوك الإسلامية في تمويل التنمية في ماليزيا: حيث أن ماليزيا رائدة في عمليات الإصدار والتداول لمختلف الصكوك، وبمبالغ كبيرة، وبعملات مختلفة.

أولا: تعريف الصكوك: الصكوك وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، أو تحويل الأصول المقبولة شرعا إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالباً أعيانا ، وذات آجال محددة بعائد غير محدد ، ولكن غير خال من المخاطر.

تعمل الصكوك الاسلامية على توسعة النشاط التمويلي للمصارف الإسلامية، حيث يتم بواسطتها توريق بعض الموجودات المنتجة للدخل(مثل صكوك الإجارة)، كما أنها تمكن المستثمرين من الدخول إلى المشاريع الكبيرة والإستراتيجية ، والحصول على أرباح بطرق شرعية، إضافةً إلى إمكانية تسييلها بسهولة في السوق الثانوية[1].

ثانيا: طرق التصكيك: هناك طريقتان أساسيتان للتصكيك هما:

1- **طريقة التصكيك البسيط (المباشر)**: وتصدر الصكوك هنا لجمع الموارد المالية أولا ، ثم توجه نحو مشروع استثماري معين، مثل مشاريع البنى التحتية، والمرافق العامة، وهذا يتم من خلال طرح الصكوك على أساس صيغة تمويل إسلامى في السوق الأولية، لتكون حصيلة الاكتتاب رأس مال المشروع المراد إنجازه.

الجدول(*95*): إصدار الصكوك الحكومية والبنوك وللشركات للمدة *2001-2008* **مليار رنجت**

البيان	2001	02	03	04	05	06	07	08
البنك المركزي-نيغارا	135	147	179	194	211	233	299	303
البنوك والشركات	172	164	185	187	210	221	256	283

المرجع: سامي عبيد مُحَّد، عدنان هادي جعاز: **مرجع سابق**، ص*130*.

***2-* التصكيك المهيكل (غير المباشر)**: وتصدر الصكوك لغاية تحويل المشاريع والأصول القائمة إلى سيولة نقدية، وهذا يتم من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية المدرة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك ، ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال.

ثالثا: مزايا عملية التصكيك: للصكوك الإسلامية جملة من المزايا يذكر منها:

1- تساهم في المؤاءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها في المصارف الإسلامية بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها ؛

2 - يساعد في تحسين نسبة كفاية أ رس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية ؛

3 - تعتبر وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالمصارف ؛

4 – يتيح فرص كبيره لسداد العجز في الموازنة كما يمكن للبلد أن ينفذ مشاريع تنموية كبيرة من خلالها ؛

5- تساعد على نمو الناتج المحلي الإجمالي.

رابعا: الصكوك في ماليزيا: تم إدخالها بالتزامن مع تأسيس أول بنك إسلامي في ماليزيا وذلك في سنة تأسيس البنك نفسه سنة *1983*وهي شهادات استثمار حكومية معدومة الفائدة، وكان الهدف منها في بداية الأمر، هو تسهيل عمل البنك الاسلامي وتمكينه من الإيفاء بمتطلبات السيولة وفى الوقت نفسه هي وسيلة استثمارية مضمونة يمكنه أن يستثمر فوائضه فيها، وكانت هذه الشهادات تعتمد على مبدأ القرض الحسن للحكومة، وكانت عملية إصدار هذه الصكوك عملية تجريبية مكملة لتجربة البنك الإسلامى وللمدة نفسها *1983-1993*، ثم أصدر البنك المركزي الماليزي شهادات استثمار، وازداد اهتمام العالم بالصكوك

[1] - سامي عبيد مُحَّد، عدنان هادي جعاز: **مرجع سابق**،ص*110*.

الاسلامية و زاد معدل إصدار هذه الصكوك بشكل كبير، إذ كانت الصناعة البنكية الإسلامية في ماليزيا تشكل الرائد والمصدر الأكبر، والأكثر تنوعا وابتكارا، وذلك نتيجة لإجراءات وقرارات حكومية ناجعة حولت ماليزيا إلى أكبر سوق مالية إسلامية في العالم.

خامسا: تقسيم إصدارات الصكوك حسب المصدر والغرض منها: هناك العديد من المؤسسات المالية التي تتولى عملية إصدار الصكوك، مع تنوع الغرض منها.

1- المؤسسات المصدرة وصيغ التمويل: تأتي المصارف الإسلامية في المرتبة الأولى بالنسبة لإصدار الصكوك متوسطة الأجل ، وبنسبة*% 56* تليها الحكومة بنسبة *24%* وإدارة الصناديق بنسبة *17%* ثم شركات التأمين والتكافل*3%* .

تحتل البنوك الإسلامية المرتبة الثانية في ما يخص إصدار الصكوك طويلة الأجل إذ بلغت حصتها *% 29* من إجمالى إصدار الصكوك في ماليزيا تليها الحكومة بنسبة *19%* ثم شركات التأمين *2%*، أما المرتبة الأولى فكانت من حصة إدارة الصناديق وبنسبة *45%* وأخرى بنسبة *5%* .

واستخدمت صيغ وأساليب التمويل الإسلامية في إصدار الصكوك، إذ بلغت نسبة الإجارة *% 44* ثم صيغ المشاركة بنسبة *16)* *(%* تليها المضاربة والوكالة بنسبة *8%* و *4%* على التوالي لكل منهما، وأخيرا جاءت صيغ المرابحة والاستصناع *5%* لكل منها، والسلم فكانت نسبها *2%* وأخرى *16%*.

2- الغرض منها: ولقد مولت هذه الإصدارات مشاريع تنموية مهمة في ماليزيا من بينها بنى تحتية في مجالات الطاقة والنقل والاستثمار والصناعة والزراعة، قطاع الاستثمار احتل المرتبة الأولى وبنسبة *(33.2%)* ثم قطاع النقل والمواصلات وبنسبة *18.2%*، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الكهرباء وبنسبة *(16%)* أما المرتبة الرابعة فكانت من حصة قطاع الإنشاء والبناء بنسبة *13%*، أما المرتبة الخامسة فكانت من حصة الصناعة وبنسبة *(% 7.8)* ويأتي بعدها قطاع الأبنية الحكومية والخدمات وبنسبة *(6.6%)* ، واحتل قطاع تجارة الجملة والتجزئة وقطاع الزراعة والتعدين المراتب الأخيرة، وبنسب *2.7%* و*% 1.7* على التوالي.

والجدول التالي يوضح نسب توزيع التمويل عبر إصدارات الصكوك:

الجدول(*96*): توزيع التمويل بالصكوك على القطاعات الاقتصادية للفترة *2001-2008* **الوحدة: %**

استثمار خدمي	النقل والمواصلات	الكهرباء	الإنشاء	الصناعة	خدمات حكومية	تجارة الجملة والتجزئة	الزراعة والتعدين
33.2	18.2	16	13	7.8	6.6	2.7	1.7

المصدر: سامي عبيد محمّد، عدنان هادي جعاز: **مرجع سابق**،ص*132*.

كما يمكن إيجاز دور المصارف الإسلامية في تمويل مشاريع تنموية عبر إصدار الصكوك بالمبالغ الآتي[1]:

[1] - سامي عبيد محمّد وعدنان هادي جعاز: **مرجع سابق**،ص*132*.

– مشاريع كهرباء بقيمة *16* مليار دولار ولاشك إن لهذا الأمر أثرا في بلوغ ماليزيا هدفها التنموي وهو تحول ماليزيا إلى بلد صناعي بالكامل، فمشاريع الكهرباء تعد الركيزة الأساسية لقيام مشاريع صناعية و بأسعار تنافسية وهى تعد من أهم البنى التحتية للصناعة ؛

– مشاريع لتطوير مشاريع النقل والمواصلات وزيادة رقعتها الجغرافية، وتوسعة وتطوير شبكة سكك الحديد من المناطق الصناعية إلى الموانئ والعكس ؛

– مشروعات حكومية وخدمات بنى تحتية بقيمة *6.6* مليار دولار ؛

– الصناعة كانت حصتها من التمويل الإسلامي في ماليزيا *6.8* مليار دولار، وهذا هو الهدف المباشر لخطة التنمية الماليزية مما يؤثر بشكل ايجابي كبير على الناتج المحلي الماليزي وتنوع هيكل الإنتاج والتصدير.

وبذلك يتضح الدور الذي تقوم به المصارف الإسلامية في عملية التنمية الماليزية، فأولا استطاعت البنوك الإسلامية أن تسهم بشكل كبير في ارتفاع المستوى المعيشي لأكثر من *% 54* من الشعب الماليزي إذ ا زدت ملكية المسلمين للشركات والثروة إلى أن وصلت *35%* بعد أن كانت لا تتجاوز سنة *1970* نسبة *2.2%*، وتحولهم من مجتمع فقير معدم لا يحسن سوى الزراعة البدائية ويعانى من البطالة ، إلى مجتمع متطور يساهم بفاعلية في جميع نواحي الاقتصاد ، خصوصا بعد عمليات الخصخصة التي قامت بها الحكومة في منتصف الثمانينات والتي أتت لمصلحة المسلمين الذين أصبح لهم واقع اقتصادي بسبب البنك الإسلامى الماليزي وصندوق الحج الماليزي، ومن ثم تطورت مساهمة المصارف الإسلامية خصوصا بعد التطور الكبير والابتكارات في أدوات التمويل الإسلامي، أصبح للمصارف الإسلامية دور كبير في التمويل، وهى تنمو بمعدلات تفوق معدلات النمو لمثيلاتها التقليدية.

الفرع الثالث: عوامل ومعوقات نجاح الصناعة المالية الإسلامية الماليزية: يمكن إجمالها فيما يلي:

أولا: عوامل النجاح: تنبع من مميزات وخصائص الإقتصاد الماليزي ونظامه المالي، مع الرغبة في دعم مشروع التمويل الإسلامي وتوفير الظروف المناسبة لنجاحه.

***1* – قوة البنية التحتية:** من الهياكل المادية والتنظيمية الأساسية اللازمة لتسيير النظام، حيث أنفق البنك المركزي الماليزي والمصارف الإسلامية أموالا ضخمة لضمان فعالية عالية في الخدمات المصرفية وجودة تقنية عالية ترقى إلى منافسة المصارف الوضعية.

***2*– على صعيد الهياكل التنظيمية:** إدراج رسمي لقسم الصيرفة الإسلامية ضمن مسؤوليات البنك المركزي ومحافظ البنك المركزي القانونية.

– تعيين رسمي لأحد نواب محافظ البنك المركزي لمتابعة أعمال المصارف الإسلامية.

– تأسيس قسم الصيرفة الإسلامية والتكافل ضمن أقسام البنك المركزي الماليزي.

– تأسيس البنك المركزي الماليزي لهيئة للرقابة الشرعية الوطنية.

ثانيا: بعض معوقات المالية الإسلامية بماليزيا ومكامن تطويرها: يمكن تلخيصها في:

– ضعف المقاربة التكاملية بين إطارات الصيرفة الإسلامية بين الاعتبارات الشرعية المقصدية والتحديات القانونية والسوقية والواقعية ؛

– تغليب الاعتداد بشكل المنتج والعقود المالية على حساب مقصدها وبالنتيجة: اعتماد كثير من المؤسسات المالية الإسلامية الماليزية بعض المنتجات المالية المحرمة عند جمهور العلماء مثل العينة وبيع الدين ؛

– الإفراط في اعتماد منتجات التورق عند كثير من المصارف الإسلامية ؛

– ضعف في التفريق بين الصيرفة الإسلامية والوضعية، للإطار التعليمي والتركيز في التوعية الدينية على قضايا العبادات وإغفال قضايا المعاملات.

ثالثا: تقييم مرونة البنوك الإسلامية في التمويل:[1] أكد تحليل لعينة من *59* بنك إسلامي بارز في *11* ولاية قضائية للبنوك الإسلامية الكبرى:

- تعافي ربحية البنوك الإسلامية ولكن لا تزال دون مستوى *2008*، وانخفضت هوامش الربح وزيادة نسب التكاليف إلى الدخل؛
- عدم وجود أدوات إدارة السيولة هو مصدر قلق مستمر، وظلت نسب معظم البنوك التمويل إلى الودائع تحت *90%*، وكانت نسبة الأصول والخصوم قصيرة الأجل في المتوسط (مع انحرافات كبيرة من البنوك الفردية) حوالي *80%* من المطلوبات المستحقة في غضون *90* يوما، وكان من المقرر جزئيا إجراء مبادرات تنظيمية جديدة لتحسين وضع السيولة ؛
- تحسن جودة الأصول، وانخفاض عدد التمويلات المتعثرة، والذي يرجع إلى حد كبير إلى انتعاش أسعار العقارات ؛
- نسبة رسملة البنوك الإسلامية تتجاوز المتطلبات التنظيمية بعدة نقاط مئوية ؛

لا تزال هناك تحديات بشأن الامتثال الكبير لهياكل رأس المال، وتشير نسب رأس المال العالية للاستخدام المتدني له، ويتسبب هذا في انخفاض الكفاءة بسبب الحاجة للحفاظ على مخازن رأسمال أعلى للتعويض عن عدم وجود أسواق فعالة ما بين البنوك والتسهيلات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والملاذ الأخير للتمويل ؛

ويبقى الاستقرار الشامل للصناعة المالية الاسلامية صحيا، وإن كان ذلك على مستويات مختلفة في أنحاء الولايات القضائية، خاصة مع زيادة هشاشة الأسواق المالية والانخفاض الحاد في أسعار النفط التي قد تؤثر سلبا على ربحية ونوعية أصول البنوك الإسلامية، والسياسة النقدية للبنوك المركزية الغربية يمكن أن تحدث تقلبات العائد وقد يهز ثقة المستثمرين في الأصول المالية الأسواق الناشئة، بما في ذلك الصكوك.

رابعا: التوجه لنموذج تمويلي ونظام تشاركي: حيث يتم تطوير إطار تنظيمي قائم على عقد بطريقة من شأنها أن تسهل مستوى الخدمات البنكية للشركات، وتجاوز الوساطة المالية لتشمل مشاركة القطاع الاقتصادية حقيقةكميزة تنظيمية، ويسعى النهج لمواصلة تحقيق اقتراح قيمة التمويل الإسلامي نحو مستوى جديد من النضج والتطور (مقترحات قيمة التمويل الإسلامي تشمل خدمة الاقتصاد الحقيقي، وتشجيع البدائل لتقاسم المخاطر، وعلى جانب الموجودات يسمح للمؤسسات المالية الإسلامية بتوفير

[1] - The Islamic Financial Services Board (IFSB), **Islamic Financial Services Industry Stability Report. May*2015.*** www.ifsb.org.

التمويل على أساس العقود الإسلامية التي تخضع لنطاق أوسع من مجموعة من المخاطر والعوائد المحتملة، ونطاق أنشطة التمويل توجه للسمات المميزة للعقود الإسلامية وتشمل العقود الأسهم وتمويل الشراكة والمضاربة).

ويشير نموذج التمويل أساسا لدور الوساطة الائتمانية الحالية التي تقوم بها البنوك الإسلامية التي تقدم منتجات مع ميزات قابلة للمقارنة بالبنوك التقليدية تساعد في تفعيل هذا النموذج، مع تظافر البنوك الإسلامية للعقود والترتيبات المساعدة الأخرى مثل الوكالة *Wakālah* والوعد *Wa`d*، والتي تمكن المنتجات المصرفية الإسلامية لخدمة الغرض الذي أنشأت من أجله والحد من تعرض البنك للمخاطر المالية، حيث أن هدف البنك الإسلامي توفير التمويل للعميل من خلال شراء الأصول نيابة عن العملاء، كما يستخدم الوعد للتأثير على النقل في نهاية المطاف للأصول إلى العملاء حيث أن البنك لا ينوي امتلاك الأصول التي تم شراؤها.

خلاصة الفصل الخامس

من ناحية تمويل الاستثمار فإن فعالية الادخار ترتبط بالقدرة الإستخدامية لتحويلها لاستثمارات إنتاجية وخدمية حقيقية والتقليل من مخاطر توظيفها، وفي هذا الإطار فإن الاقتصاد الجزائري يعاني من إختلالات هيكلية وبنية مؤسسية غير تنافسية وتركيب قطاعي غير متوازن وغير متنوع يعتمد على قطاع طاقوي إستخراجي ريعي يرتكز على الطاقات غير المتجددة يساهم بنسبة كبيرة في القيمة المضافة، وهذا ما أثر سلبا على نظام التمويل والبنكي خاصة، ما حذى بها التوجه للتمويل قصير الأجل لدورة الاستغلال، والتجارة الخارجية وعمليات الإستيراد.

أول ما يعيق العمل المصرفي في الجزائر غياب الإطار القانوني المنظم له، في الوقت الذي تعبر فيه الصيرفة الإسلامية عن مفهوم جديد للوساطة المالية مختلف عن الإطار التقليدي والذي صيغت القوانين في إطاره وخدمة لآلياته وتنظيمه، باعتبار أن دور البنوك في وساطتها المالية بين المودعين والمقترضين هي علاقة مقرض ومقترض بالفائدة الربوية، في حين أن الوساطة المالية الإسلامية تبنى في أبسط أحوالها على أساس المتاجرة وعلى أساس مختلف هو المشاركة في نتائج التمويل والمضاربة بالأموال في علاقة وطيدة قوامها التعاون والتكافؤ.

بالنسبة للتجربة الماليزية يمكن إيجاز أهم عناصر قوتها في توفر غطاء قانوني يراعى متطلبات الصناعة المصرفية الإسلامية التي قاربت الثلث من حجم النظام المالي ككل، مع الإهتمام بالجانب الأكاديمى وتشجيع البحث والتطوير والابتكار للمنتجات الإسلامية، مع المرحلية في العمل، مع قيام البنك المركزي الماليزي لإعداد الخطط والبرامج للنجاح ومن خلال بناء وتطوير مجموعة من المؤسسات، وكان يقدم النصح المستمر للمصارف الإسلامية العاملة ويحثها على تقديم مجموعة متكاملة من المنتجات الإسلامية، مع كبر حجم التمويل طويل الأجل خصوصا التمويل في صكوك المشاركة والمضاربة والإجارة .

وعليه يمكن وصف التجربة الماليزية بأنها تجربة تم الإعداد والتخطيط العلمي لها مع توفير غطاء قانوني ودستوري مدعوم من قبل الحكومة ، مع توفير جميع مستلزمات عملها وأدوات متعددة، وسوق مالي اسلامي، وكوادر ذات خبرة نسبية، ومراكز بحث وتطوير، جميع ذلك تحت مظلة البنك المركزي الماليزي وفي إطار خطة التنمية، وقد أصبحت التجربة العالمية الأكثر بروزا والأوفر لتكون مركز التمويل الاسلامي العالمي.

الخاتمة

الخاتمة

يتم عادة تحليل نظرية الإستثمار على مستويين: الأول مستوى النظرية الاقتصادية والثاني الدراسات المالية مما يعزز التأكيد على درجة أهمية الفائدة في نظرية الاستثمار، وعلى صعيد تفسير رأس المال يشار إلى أن دراسة عناصر الإنتاج في النظرية الاقتصادية تعطي الفائدة كعائد لعنصر رأس المال، وهذا التقسيم من مبادئ النظرية الاقتصادية ومسلمات النظام الرأسمالي.

الاقتصاد الإسلامي يحرم التعامل بالفائدة وفقا لذلك فإن فرص الاستثمار تنحصر بالإنتاج الفعلي والذي يقوم بتوجيه مباشر للموارد إلى الاستثمار الحقيقي، وهنا يوضح الاقتصاد الإسلامي أن رأس المال لا يستحق عائدا إذا لم يشارك في العملية الإنتاجية على عكس ما تتعامل به المصارف التقليدية التي تعطيه عائد الفائدة، ووفق المنظور الإسلامي فإن الصيغة المشروعة للربح تكون من خلال اشتراك رأس المال مع عنصر العمل والموارد الاقتصادية الأخرى والتي ينتج عنها السلع والخدمات فيكون ذلك الربح مبني على أساس المخاطرة.

الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي يحتل جانباً كبيراً من الأهمية حيث هو الغاية الأولى التي قامت من أجلها المصارف الإسلامية حيث كانت أدواتها الأصيلة والأصلية لاستثمار المال هي صيغ التمويل الإسلامي المعروفة كالمضاربة والمشاركة والإجارة والمرابحة، وذلك حتى لا يصبح المال منحازاً لطرف على حساب طرف آخر، فالتشارك في الربح والخسارة وتحمل المخاطرة واتباع قاعدة الغنم بالغرم هي ثوابت الاستثمار الإسلامي، وتحمل المخاطرة أمر هام في استثمار المال لأنه الدافع الرئيس والمعيار الأساسي لاستحقاق العائد.

وفاعلية معدل الفائدة محل تبرير داخل النظريات الاقتصادية، كما أن أهميته نابعة فقط من كونه أحد معطيات الواقع الرأسمالي فقرار الاستثمار تحكمه الربحية، وإن كان لمعدل الفائدة دور فيه باعتباره تكلفة فعلية أو تكلفة الفرصة البديلة التي كان يمكن أن يجنيها المستثمر من إقراض أمواله، وموضع البحث هو في دراسة فاعلية الفائدة، وطرح البديل عند إلغائه في اقتصاد المشاركة.

النتائج المتوصل إليها:

أولا: النتائج النظرية: محاولة الإحاطة بالجانب النظري للموضوع سمح بالوصول إلى النتائج التالية:

– قرار الاستثمار يعتبر من أهم وأصعب القرارات التي يمكن اتخاذها وهذا ليس فقط اعتبارا للمبلغ المستثمر بل باعتبار أنه المحدد الرئيسي لقدرة المؤسسة على خلق الثروة ؛

– الاستثمار العامل المحرك للدورة الاقتصادية، كما تطرق لهذا المفهوم عدة باحثين كل عرف الاستثمار حسب موضوع دراسته فمنهم الاقتصادي ومنهم المحاسب والرجل المالي ورجل القانون ؛

– للاستثمار علاقة بمختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية كالدخل والتأثير المشترك والمتداخل للمضاعف والمعجل، إضافة إلى الإدخار وسعر الفائدة ؛

– للإستثمار أهمية قصوى في اقتصاد المشاركة باعتباره أساس النمو والتنمية مع ربطه بالمخاطرة في التمويل والعائد المرتبط بعائد وربح الاستثمار الحقيقي ؛

– أساس دافعية التمويل والتوجه الاستثماري المتمثل بوظيفة الحصول على العائد هي النقطة الأساسية التي تمثل الخلاف الجوهري بين الأنظمة الاقتصادية المختلفة، وبين النظامين الرأسمالي والإسلامي خاصة، وكيفية معالجة الربحية المتوقعة من المشروع الاستثماري، ابتداء من فكرته إلى دراسات الجدوى التفصيلية: الفنية والسوقية ومروراً بعملية تمويلها والجدوى المالية ؛

– انطلاقا من مبدأ الرشادة المالية فإنه سوف يتم اختيار المصادر المالية التي تحقق الشرط الأساسي وهو أقل تكلفة ممكنة وأعظم عائد متوقع من هذه الأموال، وبالتالي فإن لحساب تكلفة الأموال على مستوى المؤسسة تكتسي أهمية كبيرة في وذلك لحسن سير التسيير المالي في المؤسسة.

– يتم البحث في الاحتياجات المالية للمؤسسة وفي المصادر التمويلية بالكمية المناسبة والتكلفة الملائمة والعمل على إنفاقها بالطريقة الأمثل.

– وجود سعر الفائدة والاعتماد عليه كمحدد للاستثمارات وكأداء للسياسات الاقتصادية في معالجة الإختلالات الاقتصادية يمثل عائقا في تحقيق الاستقرار ونمو الاستثمارات وزيادة مستوى التشغيل والتوظف في الاقتصاد، وتحقيق هذا التوازن بإزالة سعر الفائدة ووضع بديل آخر له هو الأرباح الحقيقية الصافية كمتغير اقتصادي كلي.

– أهمية النظام المالي التي تبرز خاصة في قيامها بتعبئة وتحريك المدخرات مع التوزيع الأمثل للموارد ما يحفز الاستثمار الإنتاجي والنمو الاقتصادي ؛

– التوازن الكلي في اقتصاد المشاركة يسهم على المستوى النظري في تعميق دراسة الاقتصاد الكلي الإسلامي، وعلى المستوى التطبيقي في تحديد المدى الذي يمكن من خلاله الاعتماد على آلية اقتصاد السوق في تحقيق التوازن الكلي ؛

– يمكن تحديد عوامل الحركة التوازنية في الاقتصاد الكلي في ظل ضوابط ومبادئ اقتصاد المشاركة، انطلاقا من فرضية أن الاقتصاد الإسلامي ينطوي على آليات تتسم بالفعالية الكافية لدفع حركة المؤشرات الاقتصادية الكلية باتجاه التوازن الكلي للدائرتين الحقيقية والنقدية ؛

– يمكن بناء نظرية لمعدل العائد في اقتصاد إسلامي، يتم فيها تحليل العلاقات السلوكية لقطاع الادخار والاستثمار والقطاع النقدي، وبناء نموذج كلي يتحدد فيه معدل العائد في الاقتصاد الإسلامي بناء على السلوك الادخاري والاستثماري ومبادلة الخطر بالعائد للوحدات الجزئية في الاقتصاد والتوازن للعائد الحقيقي والنقدي القصير والطويل الأجل ؛

ثانيا: النتائج التطبيقية: الدراسة التطبيقية للاستثمار الحقيقي ونظام التمويل في حالتي الجزائر وماليزيا سمح بالوصول إلى النتائج التالية:

– إذا كان الاقتصاد الجزائري قد حقق نتائج إيجابية خاصة على المستوى الكلي في ظل البرامج الإصلاحية والإنعاشية التي تبنتها الجزائر، حيث تحسنت معظم المؤشرات الاقتصادية الكلية وعاد النمو الاقتصادي بعد فترة طويلة نسبيا من الركود بالإضافة إلى استرجاع التوازنات الكلية الداخلية والخارجية، إلا أنه لا ينظر للواقع الاقتصادي الجديد الذي أفرزته برامج الإصلاح والاستثمارات العمومية بالمنظار نفسه، ذلك أن التوازن الداخلي والخارجي ما

هي سوى حالات ظرفية وليست أداة لتحقيق أهداف قاعدية وأساسية ولم تساهم في تحفيز النمو وخلق الشروط الضرورية الموضوعية للإقلاع وبالتالي تحقيق الأهداف المرجوة.

– ساهمت سياسة الإنفاق العام التوسعية في الجزائر إلى إعادة الانتعاش للنشاط الاقتصادي، ولكن بالنظر إلى حجم المبالغ المالية المخصصة لهذه البرامج يبقى أثرها متواضعا على النمو الاقتصادي وعلى حجم البطالة في الجزائر؛ ورغم النتائج الإيجابية الهامة المتعلقة بالقاعدة الهيكلية الإقتصادية والإجتماعية، وأهمية المكاسب الإجتماعية المتحققة في معظم القطاعات فإن الأمر يتطلب التأكيد على النقاط التالية:.

– برامج الإنعاش الاقتصادي التي شرع فيها منذ سنة *2001* في الجزائر رصدت لها مبالغ مالية كبيرة، واعتمدت الدولة في تنفيذها على الادخار الحكومي، وبالموازاة مع ذلك حصلت الدولة والقطاع الاقتصادي العام على كمية كبيرة من القروض البنكية نتيجة سيطرة البنوك العامة على السوق المصرفية في الجزائر وتحكم الدولة فيها ؛

– إن الخصائص المرحلية والهيكلية للإقتصاد الجزائري وما يرتبط بها من منظومات إجرائية ومؤسسية وقانونية في ظل بيئة أعمال ومناخ إستثماري غير تنافسي قد قلل من التأثيرات الإيجابية المتوقعة على النمو الإقتصادي المستدام ؛

– إن تعدد البرامج الوطنية والجهوية والمحلية وافتقادها للأساس العلمي النظري وللخطة التطبيقية أدى إلى تجاوز القدرات الإستيعابية الوطنية المتعلقة بالدراسات والمتابعة الأولية والبناء والإنجاز والرقابة وبالتالي إرتفاع تكاليفها وتضاعفها من مرحلة إلى أخرى ؛

– محدودية تأثير الإستثمارات العامة على النمو الإقتصادي المستدام وتصحيح الإختلالات الإقتصادية والتطور المتكامل للقطاع الإقتصادي الوطني، فقد كانت معدلات النمو ضعيفة، وحققت العديد من الفروع والإنتاجية معدلات سلبية واستخدام غير إقتصادي لقدراتها الإنتاجية خاصة في الصناعات المعملية المرتبطة بمشاريع القاعدة الهيكلية ؛

– إن البرامج التنموية المتبناة لم تحقق نتائج معتبرة في ميدان الأنشطة المستديمة الموفرة للثروات وخلق مناصب العمل وسبب ذلك هو افتقاد هذه البرامج للعمق الاستراتيجي، فرغم التراكمات المالية إلا أن ذلك لم يقابله دفع قوي ومتواصل للنمو وإنما انحراف بطئ لقطاعات النشاط الاقتصادي الاستراتيجية ؛

– ضعف التشابك والترابط والتكامل بين المجموعات القطاعية وبعضها، ما ترتب عليه ارتفاع في فاتورة الاستيراد، مع ضعف الترابط والتداخل بين القطاعات الأولية (الصناعة الإستخراجية) وقطاع الصناعات التحويلية خاصة ؛

– ارتفاع عمليات إعادة التقييم للمشاريع الاستثمارية المختلفة وبالتالي ارتفاع تكلفة الانجاز، وكل هذا راجع إلى غياب التخطيط الدقيق للمشاريع وضعف دراسات الجدوى المتعلقة بها ؛

– إلى جانب الادخار الحكومي تم ضخ كميات كبيرة من القروض البنكية للدولة والقطاع العام الاقتصادي، وهو ما ساهم في زيادة المعروض النقدي إضافة إلى الذمم الخارجية الناتجة عن مداخيل البترول بالدرجة الأولى؛

– عوامل ضعف الانتاجية ترجع أساسا إلى التأخر في الانتقال لاقتصاد السوق وضعف وصغر حجم القطاع الخاص، مع ضعف المؤسسات الانتاجية والمالية، ومناخ استثماري غير ملائم، التشوهات في سوق العمل، صعوبة المناخ السياسي والتشريعي مع هجرة العمالة الماهرة.

– ضرورة تعزيز أهمية النظام المالي ومؤسساته المختلفة في قيامها بتعبئة وتحريك المدخرات مع التوزيع الأمثل للموارد، وخاصة البنوك الإسلامية وفي صيغ التمويل التشاركية، ما يحفز الاستثمار الإنتاجي والنمو الاقتصادي.

– الحالة الماليزية هي تجربة رائدة في: جانب البيئة الإستثمارية ومنح المجال للقطاع الخاص والتنويع الاقتصادي وتحفيز الاستثمارات الأجنبية، تبينت من خلال مؤشرات الاستثمار والنمو والإنتاج من خلال القيمة المضافة لمختلف القطاعات وبشكل ساهم في دفع التنمية وتفير مجال مناسب للأعمال وخلق فرص الربح والإنتاج والعمالة ؛

– النظام المالي الماليزي نظام مزدوج بوجود نظام تقليدي قائم على الفائدة ويوفر خدمات متعددة في جانب التمويل والتوظيف المالي مع مؤسسات متعددة وهيكل بنكي ومؤسسي وسوق مالي كبير الحجم ونشط، والأمر نفسه مع نظام التمويل الإسلامي الذي تقوم به مجموعة واسعة من البنوك والنوافذ الإسلامية مع تغلغل بنسبة تقارب الثلث في مؤشرات التمويل بصيغ مختلفة نسبيا، وتساهم بشكل فاعل في تمويل التنمية وتوفير البدائل والحلول الشرعية ؛

– كبر حجم التمويل الإسلامي طويل الأجل، البنكي وفي السوق المالي خصوصا التمويل بصكوك المشاركة والمضاربة والإجارة.

وعليه يمكن وصف التجربة الماليزية بأنها تجربة تم الإعداد والتخطيط العلمي لها مع توفير غطاء قانوني ودستوري مدعوم من قبل الحكومة، مع توفير جميع مستلزمات عملها وأدوات متعددة، وسوق مالي اسلامي، وكوادر ذات خبرة نسبية، ومراكز بحث وتطوير، جميع ذلك تحت مظلة البنك المركزي الماليزي وفي إطار خطة التنمية.

إختبار فرضيات البحث: من خلال النتائج المحصل عليها يمكن اختبار الفرضيات والإجابة على الأسئلة الفرعية كما يلي:

– معدل عائد المشاركة وليس سعر الفائدة هو المؤشر المؤثر في الإستثمار وتمويله، إذ ثبت نظريا وتجريبيا أن سعر الفائدة يؤثر سلبا أو ضعيف التأثير في حجم الاستثمار، في حين أن معدل الربحية حافز جذب الادخار من الوحدات ذات الفائض واستثمارها بضخها للوحدات ذات العجز، وتقنين عرض الائتمان للاستثمارات ذات العائد المتوقع الأعلى ؛

– معدل الربح المحتمل أو المحقق محدد أساسي للاستثمار، حيث توجد علاقة قوية بين الأرباح المحققة في فترة زمنية، وتيار الاستثمار في الفترة التالية؛ والرابط بين إنتاجية العمل ورأس المال والعائد عنهما والربح هو عائد تحمل المخاطرة والذي يتناسب وتكلفة التمويل ؛

– يتحدد معدل العائد الحقيقي بتوازن الادخار والاستثمار في القطاع الحقيقي، كما يتحدد العائد النقدي في الأجل الطويل بتوازن عرض وطلب الائتمان في القطاع النقدي وعند مستوى المخاطر التوازني؛

– الاستثمار الحقيقي له علاقة بمختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية في حالتي الجزائر وماليزيا وبأهمية نسبية متباينة، وفي حين تعمل المصارف الإسلامية في الجزائر في بيئة صعبة للتمويل يمكن الاستفادة من تجارب الدول الرائدة في مجال التمويل المزدوج التقليدي–الإسلامي مثل ماليزيا باعتبارها قطعت شوطا لا بأس به في التمكين للصناعة المالية الإسلامية.

مقترحات البحث: إن تثمين الإيجابيات وإحتواء السلبيات يتطلب القيام بمجموعة من المراجعات، توجز في النقاط التالية:

– ربط مخصصات البرامج الإستثمارية بالطاقة الإستعابية للإستثمار، وبقدرات الإنجاز الوطنية، وإلغاء التعددية في البرامج التكميلية للوصول إلى الكفاءة التخصيصية للإستثمار ؛

– إعداد خطة عامة بأهدافها الإستراتيجية العامة ومعاييرها الأدائية، ومؤشراتها القياسية الدورية، وتفاصيلها القطاعية للتحكم في مدخلات ومخرجات المشاريع المبرمجة وتلبية الطلب المتعلق باحتياجاتها في إطار تنمية فروع القطاعات الإنتاجية، وتصحيح الإختلالات الداخلية، واحتواء حالة الإغراق الحالية للإقتصاد الوطني بالواردات ؛

– إعادة النظر في الأولويات الحالية التي تركز على بعض الجوانب الإجتماعية والسياسية الظرفية، وإعادة صياغة الأولويات المجتمعية بأبعادها التي تحقق الأمن الإقتصادي الوطني في المدى المتوسط والطويل، من خلال النمو المستدام والإصلاح الدائم للإختلالات الهيكلية ؛

– إصلاح بيئة الأعمال لتكون مدخلا لترقية تنافسية الإقتصاد الوطني وحسن إدارته وإعادة التوازنات لفروعه وقطاعاته ؛

– اختيار الصناعات القادرة على النمو والانطلاق والمنافسة وفق قاعدة كثافة عناصر الإنتاج، وتطوير الصناعات على أسس ومعايير اقتصاديات الحجم المتزايدة بالدعم التقني والبحث العلمي ودراسات الجدوى الحقيقية للاستثمار ودعم إحداث التكامل بين الصناعات بفعل قوة الترابط الرأسي والأفقي ؛

– مراعاة أوجه التكامل بين الإنفاق على البنية التحتية غيرها عند زيادة الاستثمارات العامة أو تغيير أولويات الإنفاق ؛

– تفعيل الاستثمار الأجنبي المباشر في مجال البرامج الاستثمارية وتحسين شروطه وتقديم التحفيزات الضريبية وتدفقات رؤوس الأموال ؛

– تعميق التحول نحو اقتصاد السوق على كافة المستويات بما فيها طريقة الإنفاق العمومي من خلال الاعتماد على مقاربة الدولة متدخلة وفق شروط محددة نظريا وعمليا، والابتعاد عن مقاربة الدولة المنتجة والمهيمنة.

– توجيه الإنفاق الرأسمالي العام نحو المشاريع التي تدر عوائد اقتصادية عالية، وتحسين نوعية الإنفاق، مع مشاركة القطاع الخاص وتحسين بيئته، ولا سيما عن طريق خفض تكلفة ممارسة الأعمال التجارية، وتحسين الضرائب الإدارة وتيسير التجارة، وتحسين فرص الحصول على التمويل، لا سيما المملوكة للقطاع الخاص والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛

– ضرورة دعم اقتصاد فعال تدفعه المعرفة، وتراكم أسرع من المعرفة من شأنه وخاصة تتطلب الانفتاح أكبر في مجالي التجارة والاستثمار الأجنبي المباشر، وسياسات للتمكين وهناك حاجة إلى الابتكار وزيادة القدرة الاستيعابية التكنولوجية ؛

– الحفاظ على نقاط القوة في الجزائر، ولا سيما مساهمة العمالة في النمو، وهذا يعني زيادة فرص العمل، ولا سيما من خلال تعزيز نوعية العمل؛ تحسين المبادرات بين الوظائف والمهارات؛ وتحسين مرونة سوق العمل ؛

– بنك الجزائر مطالب بتفعيل أدوات السياسة النقدية غير المباشرة بالسوق المفتوحة والاحتياطي الإجباري لامتصاص فائض السيولة لدى البنوك بغرض الحد من الموجات التضخمية ؛

– بالنسبة لتكلفة التمويل ومع ضعف الإنتاجية الحدية في حالة الجزائر ومردودية رأس المال فيبدو النموذج التشاركي الأنسب من النموذج الرأسمالي بمعدلات الفائدة، التي لها علاقة ضعيفة وسلبية عموما في علاقتها بالاستثمار، والأمر نفسه بالنسبة للاقتصاد الماليزي فالمردودية أو الربح يعكس الإنتاجية الحدية لرأس المال أفضل من معدلات الفائدة وتتميز بارتباطها الوثيق بالقطاع الحقيقي، وهو ما يتطلب فسح المجال لنموذج التمويل بالمشاركة في تمويل الاقتصاد بصيغه ومؤسساته.

أفاق البحث: للموضوع تشعبات كثيرة وآفاق يمكن إبرازها من خلال مايلي:

– دور تمويل الاستثمار الحقيقي في اقتصاد المشاركة في دعم النمو الاقتصادي ؛

– معدل العائد التشاركي والكفاءة في تمويل المؤسسات الاقتصادية وفق مبدأ التكلفة، العائد والمخاطرة ؛

– المنتجات المالية الإسلامية ودورها في دعم وتمويل التنمية الاقتصادية ؛

– الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وفق مبادئ التمويل في اقتصاد المشاركة ؛

– التوازن الاقتصادي الكلي في اقتصاد المشاركة مقارنة بالتوازن الاقتصادي الرأسمالي.

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجـــــداول

الرقم	عنـــــوان الجدول	الصفحة
01	الصيغ الرياضية لمختلف نماذج الإنحدار	05
02	إختبار إرتباط الأخطاء دوربن واتسون	16
03	آلية المعجل البسيط عبر الفترات	65
04	مراحل وأهداف دراسة الجدوى الفنية للمشروع	93
05	العائد على الأموال المملوكة باختلاف الروافع المالية والأحوال الاقتصادية المختلفة لثلاث شركات مفترضة	125
06	موقف المصرف والمقاول في حالة التمويل بالمشاركة مقارنة بالتمويل بفائدة	133
07	موقف المصرف والمقاول في حالة التمويل بالمضاربة مقارنة بالتمويل بفائدة	133
08	دراسة مقارنة بين تكلفة التمويل تقليديا مع تكلفة التمويل بالمشاركة	135
09	أثر العائد المطلوب ومعدل المشاركة في تحديد تكلفة التمويل في الاقتصاد الإسلامي مقارنة بالوضعي	136
10	المشاركة المتناقصة بطريقة التسديد الجزئي من الربح في النظام الإسلامي	138
11	المشاركة المتناقصة بطريقة التسديد الكلي من الربح في النظام الإسلامي	139
12	أثر تغير الربح الإجمالي على عائد المقاول والمصرف في ظل النظامين الوضعي والإسلامي	140
13	استخراج تباين عائد السوق حسب مختلف الاحتمالات	164
14	التباين المشترك بين عائدي السوق والمشروع	164
15	دوال المتغيرات والمضاعفات والتوازن في نموذج من ثلاث قطاعات	182
16	دوال المتغيرات والمضاعفات والتوازن في نموذج من ثلاث قطاعات مع وجود ضريبة	182
17	دوال المتغيرات والمضاعفات والتوازن في نموذج اقتصادي مفتوح من دون الحكومة	183
18	متغيرات والتوازن في سوق النقود	184
19	التوازن الكلي في نموذج كينزي في اقتصاد مفتوح	184
20	فعالية السياستين النقدية والمالية حسب درجة انحدار منحنيي LM و IS	195
21	التوزيع المؤسسي لمصادر الاستثمار لفترات مقارنة حالة الجزائر	247
22	التوزيع المؤسسي لتوجيه الاستثمار لفترات مقارنة حالة الجزائر	248
23	التوزيع السنوي للإستثمارات المصرح بها من حيث: العدد، القيمة ومناصب الشغل المترتبة *2002-2015*	252
24	التوزيع حسب السنوات للاستثمارات المنجزة من حيث العدد، القيمة ومناصب الشغل المستحدثة فعليا	254
25	توزيع الاستثمارات حسب مصدر رؤوس الأموال للفترة *2002-2015*	255
26	نوزيع مستوى الإنجاز للمشاريع الاستثمارية حسب مصدر رؤوس الأموال لفترة *2002-2012*	256
27	توزيع المشاريع الإستثمارية الأجنبية المنجزة	256
28	التقسيم القطاعي للاستثمارات المصرح بها للفترة *2002-2014*	257
29	بيانات المشاريع المنجزة حسب قطاع النشاط للفترة *2002-2012*	258
30	التوزيع حسب الطابع القانوني للمشاريع الاستثمارية المصرح بها للفترة *2002-2015*	259
31	مستويات تنفيذ المشاريع حسب الحالة القانونية للفترة *2002-2012*	260
32	توزيع الاستثمارات المصرح بها حسب نوعها والغرض منها للفترة *2002-2015*	261

33	مستوى الإنجاز للمشاريع حسب الغرض منها للفترة *2002-2012*	262
34	المشاريع حسب شرائح المبالغ المجمعة للفترة *2002-2012*	262
35	معدل استخدام قدرات الانتاج الصناعي للفترة *2001-2012*	267
36	تطور معدلات النمو الحقيقية للفترة *2001-2004*	268
37	معدلات النمو السنوي لبعض القطاعات الإنتاجية	268
38	التقسيم حسب الأبواب للبرنامج التكميلي لدعم النمو *2005-2009*	269
39	تطور مؤشرات النمو الحقيقية للفترة *2005-2009*	270
40	معدل نمو الناتج المحلي للقطاعات الاقتصادية حالة الجزائر للفترة *2005-2009*	270
41	مساهمة قطاع المحروقات، الزراعة والصناعة في هيكل الناتج المحلي الإجمالي	272
42	معدلات النمو السنوية للإنتاجين الزراعي والصناعي للفترة *2004-2010*	273
43	تطور مؤشرات النمو الحقيقية للفترة *2010-2014*	273
44	تقدير نماذج الاستثمار في الجزائر للفترات: *1990-2014* و*2000-2014*	275
45	تقدير نماذج الاستثمار في الجزائر في القطاع خارج المحروقات للفترات: *1990-2014* و*2000-2014*	278
46	تطور معدل النمو الاقتصادي وإنتاجية عوامل الإنتاج،كمياتها، وتقسيماتها حالة الجزائر	281
47	التقدير الإحصائي لدوال الإنتاج في الجزائر	282
48	مصادر النمو في الناتج الحقيقي للجزائر ودول المقارنة لفترات جزئية للفترة *1990-2014*	285
49	تطور حجم الاستثمارت القطاعية وتقسيمها حسب المصدر والنوع ماليزيا الفترة *2000-2014*	293
50	التوزيع الفرعي للاستثمارات في مجال الخدمات والزراعة والتعدين لماليزيا *2013-2014*	294
51	أداء قطاع الخدمات من خلال النمو السنوي ونسبة المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي للفترة *2010-2014*	294
52	إنتاجية العمل ونموها في ماليزيا ودول مختارة سنة *2014* (قاعدة *1990*)	296
53	تطور بعض مؤشرات النمو وإنتاجية العمل في ماليزيا بين *2010* و*2014*	296
54	دور كثافة رأس المال والإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج في دعم نمو إنتاجية الإقتصاد الماليزي	297
55	تطور مساهمة العمل ورأس المال والإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج في دعم النمو الاقتصادي	298
56	كفاءة الاقتصاد الماليزي حسب تقرير التنافسية الإجمالية العالمية	299
57	مركز ماليزيا في المؤشرات الفرعية لمؤشر أداء التنافسية العالمي بين سنتي *2014* و *2015*	301
58	تقدير نموذج الاستثمار والمتغيرات الكلية حالة ماليزيا	303
59	تطور معدل النمو الاقتصادي، إنتاجية عوامل الإنتاج،كمياتها، وتقسيماتها حالة ماليزيا	305
60	التقدير الإحصائي لدوال الإنتاج في ماليزيا	305
61	مصادر النمو في الناتج الحقيقي لماليزيا لفترات جزئية للفترة *1990-2014*	306
62	تطور وتوزيع القرض الداخلي بين سنتي *1993-1998* كنسبة مئوية من الناتج الوطني الخام	314
63	تطور حجم الاستثمار العمومي ومؤشرات كلية أخرى لفترة الإصلاح الاقتصادي *1990-1999*	315
64	تطور معدلات الفائدة الإسمية والحقيقية والتضخم خلال الفترة *1990-1999*	315
65	تطور إجمالي أصول النظام البنكي والودائع والقروض للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة *1991-1999*	316

66	تطور مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي للفترة *1990-1999*	317
67	تطور الادخار والاستثمار كنسبة (%) من الناتج المحلي الإجمالي	319
68	إجمالي مؤشرات الميزانيات المجمعة والقروض في الجزائر للفترة *2000-2014*	319
69	الادخار الحكومي ودوره في تمويل الإنفاق الاستثماري في الفترة *2000-2011*	320
70	تطور القروض البنكية للقطاع العام *2000-2014*	322
71	تطور المديونية الداخلية للخزينة الجزائرية	324
72	التمويل البنكي الإجمالي للإنفاق العام الاستثماري	324
73	تطور معدلات الفائدة الإسمية والحقيقية والتضخم خلال الفترة *2000-2014*	325
74	تطور حجم الودائع وتقسيمها للفترة *2000-2011*	326
75	مقارنة الحجم النسبي للودائع بالقروض الممنوحة	327
76	تطور مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي للفترة *2000-2014*	328
77	مؤشرات الربحية في البنوك الجزائرية خلال الفترة *2002-2007*	329
78	مؤشرات المتانة المالية وربحية البنوك الجزائرية خلال الفترة *2010-2014*	329
79	تقسيم تمويل بنك السلام الجزائر حسب الشكل والأجل المتبقي للفترة *2011-2014*	341
80	نموذج للعمليات التمويلية وصيغ تمويل بنك البركة الجزائري	342
81	التمويلات حسب الأجل والصيغ الموافقة في بنك البركة الجزائري للفترة *2005-2009*	343
82	مؤشرات الحجم البنوك الإسلامية إلى إجمالي البنوك العاملة	345
83	مؤشرات الأداء البنكي والنشاط لبنكي البركة الجزائري والسلام الجزائر للفترة *2011-2014*	346
84	عدد وتقسيم المؤسسات المالية الماليزية	352
85	دراسة عن العوامل ومحددات طلب التمويل في المنشآت الاقتصادية الماليزية	356
86	بعض المؤشرات المالية المقارنة بدول المنطقة	358
87	تطور تمويل تكوين رأس المال الإجمالي بين القطاعين العام والخاص في ماليزيا *2000-2015*	359
88	موارد واستخدامات الأموال لإجمالي النظام المالي الماليزي *2000-2015*	360
89	بعض المؤشرات المالية لقطاعي الأعمال والبنوك ووزن البنوك الإسلامية في النظام للفترة *2006-2015*	362
90	تطور جدول النفقات والإيرادات للقطاع البنكي الإجمالي مقارنة بالقطاع البنكي الإسلامي *2003-2015*	363
91	توزيع مجموع ميزانية التمويل الإسلامي بين البنوك والنوافذ الإسلامية	372
92	تطور نسبة التمويل الإسلامي في ماليزيا من إجمالي التمويل الإسلامي العالمي	372
93	نسب توزيع واستخدام صيغ التمويل الإسلامي في البنوك الماليزية لسنوات مختارة	373
94	توزيع التمويل حسب القطاعات وبين البنوك الإسلامية ونوافذها	374
95	إصدار الصكوك الحكومية والبنوك وللشركات للمدة *2001-2008*	375
96	توزيع التمويل بالصكوك على القطاعات الاقتصادية للفترة *2001-2008*	376

قائمة الأشكال

الرقم	عنـــــوان الشكـــــل	الصفحة
01	آلية تقدير طريقة المربعات الصغرى لمعالم نموذج بمتغيرين	11
02	احتمالات نتائج إختبار دوربن واتسون DW	16
03	توازن الادخار والاستثمار في الفكر التقليدي	27
04	الحالة التوازنية للادخار والاستثمار وتحديد سعر الفائدة	35
05	التوازن في سوق النقود وتغيرات الفائدة حسب النظرية الكينزية	37
06	الطلب وعرض أموال الاستثمار في اقتصاد إسلامي تحت ظروف التأكد	43
07	مسارات الاستثمارات الجديدة وصولا لرصيد رأس المال المرغوب	55
08	منحنى الكفاية الحدية لرأس المال في المنشأة الإنتاجية (الطلب الاستثماري)	57
09	ميل منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال ومرونة الاستثمار لتغيرات الفائدة	58
10	الرسم البياني لمعاملq	62
11	علاقة دالة الإنتاج في المنشأة باستخدام عامل رأس المال والكفاءة الإنتاجية بتكلفة التمويل	79
12	تغيرات التكلفة والمتغيرات الخارجية وأثرها على منحنى الكفاءة الحدية لرأس المال	80
13	مراحل ومعايير دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري	90
14	تحديد نقطة التعادل بيانيا	101
15	الهيكل الأمثل لتمويل المؤسسة المقترضة مع وجود الوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس	127
16	مدخل شجرة القرارات في اعتبار المخاطرة	157
17	أثر التنويع على مخاطر المحفظة الاستثمارية	163
18	التمثيل البياني لنموذج$CAPM$وتوضيح المنحنى CML	167
19	نموذج بناء مؤشر التمويل في الاقتصاد الاسلامي (معدل عائد المشاركة)	169
20	التوازن العام في الفكر التقليدي	177
21	التوازن الكلي بين الطلب الكلي والدخل لدى كينز	180
22	التوازن الكلي عند كينز	181
23	تغير حجم الاستثمار وأثره على الدخل وأثر المضاعف	189
24	زيادة عرض النقود وأثره على الفائدة والدخل	189
25	أثر زيادة كل من الاستثمار وعرض النقود على التوازن الكلي في نموذج IS-LM	190
26	فعالية السياسات المالية والنقدية بمختلف مستويات نموذج IS-LM	192
27	ميل منحنيي IS-LM وفعالية السياستين النقدية والمالية	194
28	نموذج تدفق الدخل وعناصر التبادل الكلي لاقتصاد من ثلاث قطاعات في نموذج المشاركة	207
29	تحديد نقطة التوازن بين دالة الادخار ودالة الاستثمار على أساس معدل العائد على المدى الطويل	209
30	التوازن سوق الإنتاج (القطاع الحقيقي) في الإقتصاد الإسلامي	210
31	منحنى الطلب على النقود لغرض المضاربة أو الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي	215
32	التوازن النقدي في الإقتصاد الإسلامي	216

33	إستخراج منحنى LM في الإقتصاد الإسلامي بيانيا	216
34	أثر السياسة النقدية التوسعية على التوازن النقدي والكلي	217
35	التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي	220
36	التوازن بين سوق السلع والخدمات وسوق النقود ودور مؤشرات القطاعات الاقتصادية	221
37	منحنيات السواء لمنفعة وعائد الاستثمار مع المخاطر (منحنى إمكانية الاستثمار)	224
38	تساوي كل من معدل العائد الحقيقي والعائد النقدي والمستوى التوازني من الخطر	224
39	الطلب على الائتمان قصير الأجل	225
40	عرض الائتمان قصير الأجل	225
41	العلاقة بين العائد النقدي قصير الأجل وطويل الأجل	227
42	زيادة الدخل من خلال كمية وكفاءة رأس المال	231
43	أثر زيادة رأس المال على سوق العمل وعائد التمويل والدخل	231
44	الانتقال في منحنى الإنتاج–الدخل YQ الناجم عن تغيرات الإنتاجية الحدية لرأس المال	232
45	الانتقال في منحنيي IS-LM وأثره على سوق العمل	233
46	تطور عدد وقيمة المشاريع الاستثمارية ومناصب العمل المصرح بها حالة الجزائر للفترة 2002-2014	253
47	التوزيع القطاعي للمشاريع المصرحة من حيث: المبلغ	258
48	التوزيع القطاعي للمشاريع المصرحة من حيث: العدد	258
49	توزيع المشاريع الاستثمارية المصرح بها حسب الطابع القانوني من حيث العدد	260
50	توزيع المشاريع الاستثمارية المصرح بها حسب الطابع القانوني من حيث القيمة	260
51	توزيع المشاريع الاستثمارية المصرح بها حسب الغرض منها من حيث المبلغ	261
52	توزيع المشاريع الاستثمارية المصرح بها حسب الغرض منها من حيث العدد	261
53	الإستثمار العمومي وتطور معدل النمو الاقتصادي الحقيقي للفترة *2001-2011*	265
54	الإستثمار الخاص وتطور معدل النمو الاقتصادي الحقيقي للفترة *2001-2011*	265
55	مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج الوطني الخام للفترة *1984 – 2006*	271
56	مستوى ونمو إنتاجية العمل والنمو الاقتصادي في ماليزيا *2010-2014*	296
57	مكونات مداخيل الخزينة العمومية للفترة *1993-2005*	321
58	تطور نسبة مداخيل المحروقات إلى الناتج الوطني الخام الإجمالي وخارج المحروقات وإلى إجمالي المداخيل	322
59	تطور توجيه التمويل للأعوان الاقتصاديين في ماليزيا للفترة *2010-2014*	361
60	تطور نسبة التمويل الإسلامي في ماليزيا من إجمالي التمويل الإسلامي العالمي	373

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

الكتب العربية:

1- إبدجمان مايكل، **الاقتصاد الكلي**، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن، دار المريخ ، الرياض، *1988*.

2- إلمان مُحَمَّد الشريف، **محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي**، الجزائر، *1994*.

3- أرشيد عبد المعطي رضا وخربوش حسين علي، **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق**، دار الزهران للنشر، الأردن *1999*.

4- الأشقر أحمد ، **الإقتصاد الكلي**، الدار العلمية، عمان، *2002*

5- بامخرمة أحمد سعيد، **اقتصاديات جدوى المشروعات الاستثمارية**، دار الزهراء، الرياض، المملكة العربية السعودية، *2001*.

6- البلاوي حازم، **دليل الرجل العادي إلى تاريخ الفكر الإقتصادي**، دار الشروق، القاهرة، *1995*.

7- بوراس أحمد، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، دار العلوم ،عنابة الجزائر، *2008*.

8- بريبش السعيد، **الاقتصاد الكلي، نظريات نماذج وتمارين محلولة**، دار العلوم للنشر، عنابة، الجزائر،*2007*

9- برونسون ريتشارد، **نظريات ومسائل في بحوث العمليات**، ترجمة حسن حسيني الغباري، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية،مصر، *2003*.

10- جابر طه عبد الرحيم عاطف، **دراسات الجدوى التأصيل العلمي والتطبيق العملي**، دار الجامعة، القاهرة، مصر، *2003*.

11- جاسم عقيل، **مدخل في تقييم المشروعات**، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر *1999* .

12- هادي كاظم الحسناوي أموري، **طرق القياس الاقتصادي**، دار وائل، عمان، الأردن،*2002*.

13- الهواري سيد، **الإدارة المالية**، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، *1996*.

14- هندي منير إبراهيم: **الفكر الحديث في التمويل**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط4: *2003* .

15- الوزني خالد، الرفاعي أحمد، **مبادئ الاقتصاد الكلي– بين النظرية والتطبيق**،دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، *2001*.

16- الزامل يوسف بن عبد الله ، بن جيلالي بوعلام: **النظرية الاقتصادية الإسلامية: اتجاه تحليلي**، الرياض، دار عالم الكتب للطباعة والنشر *1996*

17- حماد طارق عبد الله: **إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات، بنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، *2003*.

18- الحناوي مُحَمَّد صالح، فريد مصطفى نهال، العبد جلال إبراهيم، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، *2003*.

19- الحناوي مُحَمَّد صالح: **دراسات جدوى مشروع، أساسيات ومفاهيم**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،*2005*.

20- حسون توفيق: **الإدارة المالية وقرارات الاستثمار وسياسات التمويل في المشروع الاقتصادي**، منشورات جامعة دمشق،*1993*.

21- ضياء مجيد، **الفكر الاقتصادي الإسلامي في وظائف النقد**، مؤسسة شباب الجامعة–الإسكندرية، *1997*.

22- منصور الحريب، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، منشورات جامعة الإمام مُحَمَّد بن سعود الإسلامية، الرياض، *2011*.

23- طايل مصطفى كمال السيد ، **القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية** ،مطابع غباشي، طنطا، مصر، *1999*.

24- طايل مصطفى كمال السيد: **البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي**: دار أسامة، عمان، الأردن، *2012*.

25- يوجين أ. ديوليو، ترجمة : العدل مُحَمَّد رضا، حمدي رضوان عبد العزيز، **النظرية الاقتصادية الكلية** ، سلسلة ملخصات شوم، دار ماكجروهيل للنشر، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، *1983*.

26- يسري أحمد عبد الرحمان ، **قضايا إسلامية معاصرة**، الدار الجامعية، الاسكندرية *2001*.

27- كراجة عبد الحليم وآخرون: **الإدارة والتحليل المالي**، دار صفاء، عمان *2000*.

28- لسلوس مبارك، **التسيير المالي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، دون سنة نشر .

29- مجيد علي حسين، عفاف عبد لجبار سعيد: **الاقتصاد الرياضي**، دار وائل، عمان، الأردن، *2000*.

30- مُحَمَّد عبد العزيز سمير: **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات** (مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، *1997*).

31- المصري رفيق يونس، الأبرش مُحَمَّد رياض: **الربا والفائدة: دراسة اقتصادية مقارنة**:دار الفكر، دمشق،1999.

32- ناصر سليمان، **علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل المتغيرات الدولية الحديثة**، مكتبة الريام، الجزائر، *2006*.

33- ناصر عثمان صديق: **المعدل الصافي لأرباح الحقيقية كآلية للنشاط الاقتصادي**، السودان، الجهاز المركزي للإحصاء، 1995.

34- النمري خلف بن سليمان: **شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000

35- نصر عبد المحمود عبد الرحمن: **الاقتصاد الكلي**، دار الخريج، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1996.

36- السيد حجازي المرسي عطية عبد القادر مُحَمَّد: **مقدمة في الاقتصاد القياسي: المبادئ والتطبيقات**، النشر العلمي، الرياض، 2001

37- السيد حجازي المرسي: **اقتصاديات المشروعات العامة**، الدار الجامعية، الإسكندرية ،*2004*

38- السيد علي عبد المنعم ، **اقتصاديات النقود والمصارف في النظم الرأسمالية والإشتراكية والأقطار النامية– مع إشارة خاصة للعراق**، الجامعة المستنصرية، بغداد، الجزء الأول، 1984 .

39- السيسي صلاح الدين حسن: **دراسات الجدوى وتقييم المشروعات بين النظرية والتطبيق**، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، *2003*.

40- سمحان حسين مُحَمَّد، مبارك موسى عمر ، أبو صقري عبد الحميد: **إدارة الإستثمار في البنوك الإسلامية**، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة 2012.

41- سميسم سلام، **التوازن الاقتصادي العام في النظام الاقتصادي الوضعي والنظام الاقتصادي الإسلامي**، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2011.

42- عبد الهادي مُحَمَّد سعيد: **الإدارة المالية**، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008.

43- عبد الحميد عبد المطلب: **دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الإستثمارية**، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، *2002*.

44- عبد العزيز سمير محمود: **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات** ، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية 1997.

45- عبد العزيز عثمان سعيد: **دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر *2002*.

46- عبد الغفار هناء ، **الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية الصين أنموذجاً**، منشورات بيت الحكمة، بغداد، 2002

47- العبيدي فاضل مُحَمَّد ، **البيئة الاستثمارية**، مكتبة المجمع العربي، عمان، 2012.

48- عطية عبد القادر مُحَمَّد: **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005

49- عطية عبد القادر مُحَمَّد ، **النظرية الاقتصادية الكلية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، *1997*

50- عيد عادل عبد الفضيل ، **الربح والخسارة في معاملات البنوك الإسلامية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، *2007*.

51- – العيساوي كاظم جاسم: **دراسات الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات**، دار المناهج، عمان،الأردن، *2002*.

52- علي حسين عبد المجيد ، عبد الجبار سعيد عفاف: **الاقتصاد القياسي**: النظرية والتطبيق، دار وائل، عمان، الأردن، *1998*،

53- عليوش قربوع كمال، **قانون الإستثمارات في الجزائر**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، *1999*

54- عرب عاصم بن طاهر، حسن محمود عبد الحميد ، **مقدمة في مبادئ الإقتصاد الرياضي (النظرية الجزئية)**، ط*2* مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، السعودية، *2006*.

55- رمضان زياد، **الإدارة المالية في شركات المساهمة**، دار صفا، عمان، *1995*

56- صالحي صالح، **السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي**، دار الوفاء، المنصورة، مصر *2000*.

57- صالحي صالح، **المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي**، دار الفجر، القاهرة، *2006*.

58- صوان محمود حسن، **أساسيات الاقتصاد الاسلامي**: دار المناهل عمان، الأردن، *2004*.

59- الصيرفي أحمد عبد الفتاح: **دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات**، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، مصر،*2002*

60- صخري عمر: **التحليل الاقتصادي الكلي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، *1994*.

61- الصحن مُحَمَّد فريد، أبو بكر مصطفى: **بحوث التسويق، مدخل تطبيقي لفاعلية القرارات التسويقية**، الدار الجامعية، مصر، *2000*.

62- قدي عبد المجيد، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية –دراسة تحليلية تقييمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، *2003*.

63- القصاص جلال جويدة: **دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع في اقتصاد إسلامي**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، *2010*.

64- الراوي خالد وهيب، **الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية**، دار المسيرة، عمان *1999*.

65- رحيم حسين: **أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية**، مكتبة إقرأ، قسنطينة، *2011*.

66- رمضان زياد، **مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)**، دار وائل، عمان، (1998م)،

67- رمضان زياد، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل،عمان، الأردن، ط*2*. *2002*

68- الرفاعي فادي مُحَمَّد، **المصارف الإسلامية**: منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، *2004*.

69- شرابي عبد العزيز، **طرق إحصائية للتوقع الرياضي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، *2000*.

70- شوقي حسين عبد الله، **التمويل والإدارة المالية**، مكتب دار النهضة، القاهرة، *1980*،

71- شيحة مصطفى رشدي، **البناء الإقتصادي للمشروع**، مؤسسة الثقافة الجامعية،الإسكندرية، مصر، *1998*.

72- شيخون مُحَمَّد ، **المصارف الإسلامية**، دار وائل، عمان، الأردن *2000*.

73- الشيخي حمزة، الجزراوي ابراهيم، **الإدارة المالية الحديثة**، دار صفاء، عمان، الأردن، *1998*.

74- الشراح رمضان، **الاستثمار: النظرية والتطبيق** منشورات ذات السلاسل الكويت،*2005*.

75- تومي عبد الرحمن، **الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والآفاق**، دار الخلدونية، الجزائر، *2011*.

76- تومي صالح، **مدخل لنظرية القياس الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج*1*، *1999*.

77- تومي صالح، **مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي: مع تمارين ومسائل محلولة**، دار أسامة، الجزائر، *2004*

78- خبابة نور الدين، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية، بيروت*1997*.

79- خواجكية أحمد هشام، **دراسات الجدوى للمشروعات الصناعية**، مكتبة دار الثقافة، عمان،الأردن، *2004*.

80- خليل عبد القادر، **مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني: إضاءات حول الجهاز المصرفي والسيسات النقدية في تحاليل نظرية ومقاربات كمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، *2014*.

81- خنفر مؤيد راضي وغسان فلاح المطارنة، **تحليل القوائم المالية تحليل نظري وتطبيقي**، دار المسيرة، عمان، الأردن، *2006*.

82- خريوش حسين علي، أرشيد عبد المعطي رضا: **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق**، الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، عمان الأردن، *1996*.

الكتب باللغات الأجنبية:

83- Albouy Michel: **structure financière et coût de capital** : encyclopédie de gestion 2eme édition. Economica.Paris1997.

84- Albouy Michel**: finance** ; **investissement; financement ; aquisitions**. 2eme édition. economica. Paris.2000.

85- Ang James: **Financial development and economic growth in malaysia**; Routledge publishing ; Oxon; U.K;2009.

86- Barro Robert**, Macroeconomics; A modern approach**, Thomson higher education.Ohio.USA.2008.

87- Bain Keith and Howells Peter, Monetary economics, policy and its theoretical basis, palgrave McMillan, Hampshire, UK, 2003.

88- Bialès Ch, **Modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique**, publications de l'universite de Lyon, Paris 2005

89- Boughaba Abdallah. **Analyse & évaluation de projets**; édition berti, Paris,1998.

90- Brealey Richard, Stewart Myers, Franklin Allen; **Principles of corporate finance**. 11th edition. Mc Graw Hill; NY; USA; 2014.

91- Brigham Eugene, Houston Joel: **Fundamentals of financial management**; 12th edition; south Western. Cencage learning; Mason ; USA.2009.

92- Burda Michael; Wiplosz Charles:**Macroeconomics ;A european text**.3rd edition;Oxford university press.UK.2001.

93- Bussery, Chartois, **Analyse et Evaluation des Projets d'Investissements**,Dunod, Paris, 1999.

94- Choudhury Masudul alam, Uzir Abdulmalik; **The foundations of Islamic political economy**; St Martin's press ; New york:USA;1992.

95- Choudhury Masudul Alam, **Comparative economic theory. Occidental and islamic persprctive**, Keuwer academic publishers. Massachusets . USA.1999.

96- Epingard Patrick, **investir face aux enjeux technologiques et informationnels**, Edition.Ellipes; Paris,1991.

97- Ghazali Sheikh, Abod Sheikh, Omar Sayed Agil Sayed, **An Introduction to Islamic economics and -finance**; Cert publications; Kuala Lumpur; Malaysia. 2005.

98- Glenn Hubbard; O'Brien Anthony; Raffert Matthiew; **Macroeconomics**:2nd edition;Pearson education; Essex; UK; 2014.

99- Goffin Robert: **principes de finance moderne**: 3eme édition ; Economica, Paris, 2001.

100- Greffe Xavier, Mairesse Jacks, Reifers Jean Louis: **Encyclopédie économique**; Economica; paris 1990).

101- Hawawini Gabriel; Claude viallet: **Finance for executives; managing for value creation** south western thomson learning; 2nd edition; Ohio; USA 2002.

102- Heim Jhon**; The investment function: determinants of demand for investment goods**; working paper -rensselaer polytechnic institute. new york 2008.

103- Higgins Robert; **Analysis for financial management**;10th edition; Mc Graw Hill; NY.USA.2012.

104- Hasan Zubair, **Introduction to Microeconomics. An Islamic perspective**, Pearson Prentice Hall. Selangor, Malaysia. 2006.

105- Hoag John, **Calculus and techniques of optimization with microeconomic applications**. World scientific. Singapore.2008.

106- Kabir Hassan, Mervin Lewis; **Islamic Finance**; Edward Elgar Publishing limited;Glos;UK.2007.

107- Keat Paul, Young Philip; **Managerial economics; economic tools for today's decision makers**; 4th edition; pearson education; 2006; New Jersey;USA.

108- Koehl Jacky **: les choix d'investissement** , Dunod. Paris. 2003.

109- Mergerin Jacks & Ausset Gérard; **Investissement et financement** : Collection multimédia Finance Sedifor, Paris. 1993.

110- Lee Alice, Lee jhon, Lee Cheng; **Financial Analysis: Planing & forcasting; Theory & application**: world scientific 2nd editon 2009; Singapore.

111- Meshkin Fredeic: **Macroeconomics; Policy & practice** ; pearson education; Essex; UK;2012.

112- Mussavian Massoud: **évaluation de risque: L'Alternative du modèle (APT) ; l'art de la finance**

113- Rees Bill**; Financial Analysis;** BPCC Wheatons; Exester; UK; 1990.

114- Rees Bill; **Financial Analysis**, Redwood Books; Trowbridge; Wiltshire; second edition; UK.1995.

115- Peterson Craig, Lewis Criss; **Managerial Economics**, 4th edition .Practice Hall; New Jersey.USA.1999.

116- Reilly Frank; Keith Brown: **Investment analysis and portfolio management**;6th edition; Harcourt. Florida. USA.2000.

117- Rérolle Jean Florent**: L'art de la finance : financement de l'entreprise et création de valeur**, version française, Village mondiale – Paris. 1998.

118- Rossana Robert; **Macroeconomics,**Routledge, Oxon, UK,2011

119- Samuel Weaver; Fred Weston: **Strategic financial management: Applications of corporate finance**. Thomson south western; Mason. USA.2008.

120- Samuelson Paul, Nordhaus William; **Macroeconomics;** 19th ed, Mc Graw Hill series economics, Quebec, Canada, 2010.

121- Samuelson William, Marks Stephen; **Managerial Economics** : 5th Edition;

122- Jhon willey &sons .New Jersey ;USA;2006.

123- Silbeberg Eugen: Wing suen; **The structure of economics.a mathematical analysis**. 3rd edition Mc Graw Hill. New York. USA , 2001.

124- Temmar Hamid; **L'économie de l'Algérie, les stratégies de développement ;** Tome1, Office des publications universitaires, Alger. 2015.

125- Toumanoff Peter, Farroukh Nourzad; **A mathematical approach to economic analysis**, west publishing, minneapolis. USA .1994.

126- Toutounchian Iraj, **Islamic Money and Banking; Integrating money in capital theory**, Wiles finance, Wiley and sons,singapore,2009.

127- Vernimmen Pierre, Quiry Pascal, Dillaccio Maurizio, Le Fur yann, Salvi Antonio; **Corporate finance: theory and practice**;2nd edition; John Wiley & Sons; West Sussex.UK.2009.

128- Paul Wachtel, **Macroeconomics**, society of actuaries, USA. 4th edition.1997

129- Webster Thomas; **Managerial economics: Theory & practice**; academic press; California; USA2003.

المقالات والدراسات:

130- أحمد حسن سحر: مشكلة البطالة وآلية العلاج (دراسة تطبيقية مقارنة بين حالتي مصر وماليزيا بين *1991* و*2013*)، بحوث اقتصادية عربية، العددان *69 – 70* لسنة *2015*، ..... الموقع الالكتروني

131- بوجلال مُحَّد: **التمويل المصرفي في النظام الإسلامي والنظام التقليدي،** الملتقى العلمي الوطني الأول حول النظام المصرفي بين البنوك التقليدية وبنوك المشاركة أيام *12 –13* أفريل *2004* كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة سطيف.

132- بوجلال مُحَّد ، بورقبة شوقي: **تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الاسلامية: دراسة مقارنة،** مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي مجلد *23* العدد*2* السنة *2010*.

133- بن جيلالي بوعلام، **إطار نظري ورياضي لآلية السوق في الإسلام،** الكويت، جامعة الكويت، مجلة العلوم الاجتماعية،المجلد 20 العدد3/4/1992 **ص*85* .**

134- البشير عبد الكريم: **تقدير دالة الاستثمار الكلية –حالة الاقتصاد الجزائري–،** مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية –المجلد *23*– العدد الأول،*2007*.

135- البشير عبد الكريم: **معدل الربح كبديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية والاقتصادية –دراسة نظرية وقياسية–،** الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، *20 –21* أكتوبر *2009* ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس –سطيف.

136- الجباري أكبر عمر محي الدين: **الاقتصاد السياسي**: الأكاديمية العربية المفتوحة بالدانمارك: *2008*.

137- الجزيري خيري علي، أبو ناعم عبد الحميد مصطفى، **"تقييم استراتيجيات إعادة الهيكلة لمواجهة تحديات اتفاقية الجات:** دراسات في التمويل والاستثمار: **سوق المال المصري بين النظرية والتطبيق،** القاهرة.

138- هتهات سعيد: **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر،** مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة ورقلة، *2005 –2006*.

139- كارستن أنجو، **الإسلام والوساطة المالية**؛ ترجمة خالد كتبي، مقبل الذكير، عبد القادر التجاني، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي؛ المجلد*02* العدد*01/1984*.

140- الكسواني ممدوح الخطيب: **دراسة قياسية لسلوك الاستثمار في الجمهورية العربية السورية**، مجلة جامعة دمشق المجلد الثالث عشر، العدد الأول، *1997*.

141- مدوري عبد الرزاق: **عرض وتقييم آثار البرامج الاستثمارية على النمو الاقتصادي في الجزائر (نظرة تحليلية)**،المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة *2001-2014*، *11-12* مارس *2013* جامعة سطيف*1*.

142- نايف علوان قاسم ، الزعلوك إبراهيم مُحَّد: **أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج *CAPM***، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف، العدد *5/ 2005* .

143- نينهاوس فولكر: **الآثار التنموية للمؤسسات المالية الإسلامية**، الملتقى العلمي الدولي حول السياسة الاقتصادية من منظور إسلامي، -جامعة سطيف- : المعهد الإسلامي للبحوث والتنمية. *14-20* ماي*1991*.

144- سحنون محمود ، **دور دراسة الجدوى في تأهيل المؤسسة الاقتصادية**، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة سطيف *29 -30* أكتوبر*2001*.

145- فهيم خان مُحَّد: **اقتصاديات مقارنة لبعض وسائل التمويل الإسلامي**: مجلة دراسات إقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية: العدد1 المجلد2- 1994.

146- عبد الحميد الساعاتي عبد الرحيم، **نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد *21* العدد *2*، *2008*.

147- عبد المنعم عفر مُحَّد، **التوازن في سوق النقود في الاقتصاد الإسلامي**، جدة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، *1981*.

148- عبد العظيم عادل، **دالة الاستثمار الخاص في الاقتصاد المصرفي**: المعهد العربي للتخطيط 30/04- 2005/05/04.

149- عبد العظيم عادل، **التجارب الدولية في الاستثمار الأجنبي المباشر: تجربة ماليزيا**، المعهد العربي للتخطيط على الموقع: www.arab-api.orgimagestraining...32_C22-4.pdf

150- فاضل عباس فضلي نادية: التجربة التنموية في ماليزيا من العام *2000 -2010* دراسات دولية : العدد *54*.

151- الفولي أسامة مُحَّد أحمد: **تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي**؛ مجلة دراسات اقتصادية – مؤسسة ابن خلدون للدراسات والبحوث- دار الخلدونية، الجزائر. العدد*02/.2000*.

152- الصاوي عبدالحافظ رقم العدد *451* الشهر *5* السنة *3*، مجلة الوعي الإسلامي – دولة الكويت.

153- صالحي صالح: **تأثير البرامج الاستثمارية العامة على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكينزية واستراتيجية النمو غير المتوازن الفترة *2001-2014***، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف*1*، العدد *13* سنة *2013*.

154- قراوي أحمد الصغير: **محددات وموجهات الاستثمار من المنظور الإسلامي**، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- سطيف، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب: *25- 28* ماي *2003*.

155- شاهين علي عبد الله، **العوامل المؤثرة في توليد النقود المصرفية من منظور نظام نقدي إسلامي (دراسة فكرية تحليلية)**، مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، جوان *2007* .

156- شيبي عبد الرحيم، شكوري مُحَمَّد: **معدل الاستثمار الخاص بالجزائر: دراسة تطبيقية**، المعهد العربي للتخطيط، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، *23-25* مارس، بيروت، لبنان،*2009*.

157- شلاش سليمان، علي البقوم، سالم العون: **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي**: المنارة، المجلد *14*، العدد *1*، *2008*.

158- خان محسن، ميراخور عباس: **النظام المالي والسياسة النقدية في الإقتصاد الإسلامي**: صندوق النقد الدولي، مارس*1987*.

159- الغمراوي طارق: **سبل تحقيق التنمية من خلال النظام المصرفي القائم على المشاركة في الربح والخسارة**، المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

160- غراب رزيقة: **آثار البرامج الاستثمارية على نمو وتطور المؤسسات المصغرة والصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة *2001-2014*،المنعقد في *11-12* مارس *2013* جامعة سطيف*1*.

باللغات الأجنبية:

161- Ahmed Habib : **Operational structure for Islamic equity finance (lessons from venture capital)**: research paper 69. Islamic Research and Training Institute(IRTI). 2005 Jeddah.

162- Bachir.B.A; **portfolio management of Islamic Banks "Certainty Model"**;published in the "Journal of Banking and Finance"7 (1983) North Holland.

163- Chemingui Mohamed Abdelbasset, **What Macroeconomics Factors Explain Algeria's Poor Economic Growth Performance**. Revised version January 2003

164- Choudhry Masudul Alam.**The rate of capitalization in valuation models in an Islamic economy.** international centre for research in Islamic economics, king abdulaziz university, Jeddahand institute of policy studies Islambad,1983.

165- Kahf Monzer; Khan Tarikullah: **principles of Islamic financing**- research paper 16 Islamic research and training institute-Jeddah. Saudi Arabia.

166- Hasan Zubair: **Islamic Banks: Profit Sharing Equity and Credit Control** .JKAU: Islamic Econ., Vol. 23 No. 1, pp: 129-146 (2010 A.D./1431 A.H.).

167- Hussain Muhammed: **-A Comprehensive Macroeconomic Model for An Islamic Economy** –The pakistan development review 33-4 part 2.

168- IMF country report 12/20 Algeria 2011 Article 4 Consultation staff report;public information Notice.2012

169- Talla Abdi Hani; Rifaat Ahmaed Abdelkarim;Victor Mutende; **The Capital Structure of Islamic Banks under the contractual obligation of profit sharing;** International journal of theoritical and applied finance; vol 2n03.1999

المذكرات والرسائل:

170– موسى آدم عيسى، **التوازن النقدي والحقيقي في الإقتصاد الإسلامي: دراسة نظرية مقارنة بالإقتصاد الرأسمالي**، رسالة دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، *1990*.

171– بابا عبد القادر: **سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة**، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر،*2004*.

172– بلعيدي عبد الله: **التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بالمشاركة**، مذكرة ماجستير غير منشورة تخصص الاقتصاد الإسلامي، جامعة باتنة، *2008*.

173– بعلوج بوالعيد: **المنهج الإسلامي لدراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية– دراسة مقارنة–** أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، غير منشورة.

174– موهون صفية، **الإستثمار في الجزائر ودور البنوك التجارية في ترقية الإستثمارات الخاصة**، رسالة ماجستير غير منشورة معهد العلوم الإقتصادية, الجزائر،*1991*

175– منصوري الزين، **آلية تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية**، رسالة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،*2005–2006*.

176– المصري مأمون صلاح سليمان: **معايير تقييم جدوى المشاريع الاستثمارية الخاصة وتطبيقاتها المعاصرة في الاقتصاد الإسلامي**، ماجستير غير منشورة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، *1991*.

177– عبد الباري مُحَمَّد مشعل،**آلية التوازن الكلي في الاقتصاد الإسلامي**: دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة الإمام مُحَمَّد بن سعود الإسلامية، الرياض، *2002*.

178– المشعل خالد بن عبد الرحمن: **الجانب النظري لدالة الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي**: رسالة ماجستير من سلسلة نشر الرسائل الجامعية– كلية الشريعة جامعة الرياض– *2002*.

179– سحنون فاروق: **قياس أثر بعض المتغيرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر–حالة الجزائر–**، مذكرة ماجستير غبر منشورة في علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف،*2009–2010*،

180– سعدو الجرف مُحَمَّد مكي: **اقتصاديات المشروع الخاص في الاقتصاد الإسلامي**، رسالة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي غير منشورة، جامعة أم القرى *1989*.

181– سعيج عبد الحكيم: **الناتج الوطني والنمو الاقتصادي دراسة اقتصادية قياسية للنمو– حالة الجزائر** *1974–1999*، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة الجزائر *2001*.

182– السرحي لطف مُحَمَّد عبد الله: **مشكلات احتساب الأرباح وتوزيعها في البنوك الإسلامية**: رسالة ماجستير غير منشورة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك الأردن، *1995*.

183– عبد الله حسن هند: **التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي**، دكتوراه في الإقتصاد، غير منشورة، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، *2008*.

184– علاش أحمد: **محفزات النشاط الاقتصادي في الإسلام**: أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر *2006*.

185- قاسم عبد الخالق نصر عبد الله، **تحليل دوال الإنتاج والإنتاجية في الصناعة الفلسطينية**، مذكرة ماجستير في إدارة السياسات الاقتصادية بكلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين *2004*.

186- قريشي يوسف، **سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**: "دراسة ميدانية" أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة في العلوم الاقتصادية: جامعة الجزائر *2005*.

187- توفيق مصطفى جهاد، **محددات الطلب على التسهيلات المصرفية من البنك الإسلامي الأردني**: رسالة ماجستير غير منشورة في الاقتصاد الإسلامي بمركز الدراسات الإسلامية- جامعة اليرموك الأردن *1989*.

المواقع والتقارير الالكترونية:

188- دانية عيسى: محاضرات: **تعظيم الأرباح** *www.drwidan.com*

189- **موقع الوكالة الوطنية لتنمية الاستثمارات**

http://www.andi.dz

190- المجلس الاقتصادي والاجتماعي، التقرير الاقتصادي والاجتماعي، جويلية 2005. www.cnas.dz

191- الديوان الوطني للإحصائيات ONS ووزارة المالية

192- التقارير السنوية لبنك الجزائر

193- قاعدة البيانات لدى صندوق النقد الدولي

194- IMF;World Economic Outlook Database

195- القاعدة الاقتصادية الشاملة TED

196- https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=TED---AllData.txt&type=subsite

197- دليل الاستثمار الماليزي: **investors guide ; economic report;** www.treasury.gov.my/pdf/.../er/.../InvestorGuide.pdf

Ministery of intarnational trade and industry; **Investment and Manufacturing - Energising the Economy;** MITI report 2014 http://www.miti.gov.my/miti/resources/auto%20download%20images/55555e0d16051.pdf.

198- Investment performance report Malaysia 2014, Malaysian Investment Development Authority MIDA.

199- **تقارير البنك الوطني الماليزي:** Bank Negara reports www.bnm.gov.my

200- تقرير وزارة التجارة الدولية والصناعة: حول الاستثمار والتصنيع:

Ministery of intarnational trade &industry; Investment and Manufacturing, Energising the Economy report 2014. www.miti.gov.my/miti/resources/auto%20download%20images/55555e0d16051.pdf.

تقارير الشركة الماليزية للإنتاجية : Malaysia Productivity Corporation; Productivity report 2014-2015 ; www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000209&sstr_lang=en&t=3

201- Malaysia Productivity Corporation; Productivity report 2014-2015; Economic growth through productivity, www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000209&sstr_lang=en&t=3.

202- MPC productivity report 2015-2016 .p03 www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000214&sstr_lang=en&t=3

203- www.mpc.gov.my/home/?kod1=k&kod2=announcement&item=000214&sstr_lang=en&t=3 ; ww3.weforum.org/.../gcr/2015-2016/Global_Co

تقارير حول التنافسية العالمية: *204-*

205- Malaysia in IMD World competitiveness yearbook, www.mpc.gov.my nd www.imd.org/wcy15

206- Malaysia in IMD World competitiveness yearbook, www.mpc.gov.my and www.imd.org/wcy15.

207- (Malaysia in doing business 2016 measuring regulatory Quality and efficiency page11,available at http://www.doingbusiness.org/

208- Bernama and ARCADIS's press release on GIII. http://www.mida.gov.my/home/2266/news/malaysia-is-7th-most-attractive-country-for-infrastructure-investment/

الملاحق

الملحق رقم 01) المتوسط السنوي لأسعار صرف الدينار الجزائري والرنجت الماليزي إلى الدولار الأمريكي

DZD	Average	
	bid	ask
1990	0.00000	0.00000
1991	0.00000	0.00000
1992	0.00000	0.00000
1993	23.93656	23.95155
1994	24.24251	24.25751
1995	28.40345	28.41845
1996	54.72685	54.75451
1997	57.70069	57.71589
1998	58.70674	58.72395
1999	66.49378	66.57697
2000	72.20054	76.82733
2001	73.99751	78.96333
2002	76.48649	82.02392
2003	74.59177	79.80898
2004	69.27486	74.15061
2005	71.16329	74.39440
2006	70.53928	75.17632
2007	68.81288	70.58204
2008	63.33686	65.80425
2009	70.90402	74.14429
2010	72.32776	75.45329
2011	72.43428	73.58165
2012	77.13466	78.17426
2013	79.08402	80.13338
2014	80.13611	81.00233
2015	99.83893	100.84885

Base Currency: USD

MYR	Average	
	bid	ask
1990	2.70349	2.70455
1991	2.74893	2.75022
1992	2.54656	2.54778
1993	2.57296	2.57402
1994	2.62176	2.62299
1995	2.50737	2.50833
1996	2.51506	2.51596
1997	2.81501	2.81906
1998	3.91436	3.92610
1999	3.79927	3.80007
2000	3.79980	3.80016
2001	3.79890	3.80104
2002	3.79709	3.80271
2003	3.79748	3.80117
2004	3.79869	3.80131
2005	3.78517	3.78860
2006	3.65300	3.67834
2007	3.42625	3.44713
2008	3.32474	3.33913
2009	3.51349	3.53322
2010	3.21099	3.23034
2011	3.05283	3.06385
2012	3.07766	3.09797
2013	3.13720	3.16231
2014	3.27117	3.27353
2015	3.89755	3.90839

Base Currency: USD

الملحق رقم 02) أهم المتغيرات الإقتصادية في الجزائر وماليزيا المستخدمة في الدراسة القياسية

- **حالة الجزائر**

Year	Y- القطاعات المنتجة Added value	K (GDCF)	L (000)	GDP (NH) value added	saving	Change in stocks	Iv	Net Operating Surplus-capital income
1990	429306	141877	4517	304112	139785	18340	160217	231559
1991	679500	215779	4538	443555	264990	50955	266734	398164
1992	838624	277974	4578	588222	290745	41837	319811	493955
1993	919931	324135	5042	671933	236784	12068	336203	487417
1994	1155644	407545	5154	828296	306405	60396	467941	633685
1995	1568788	541826	5436	1063225	422442	91205	633031	918490
1996	2047686	639449	5625	1297271	606274	5194	644643	1221978
1997	2215176	638119	4719	1376190	680060	9339	647458	1354552
1998	2214545	728754	4858	1785800	530301	45201	773955	1318687
1999	2598956	789798	4898	1911300	704896	60152	849950	1574763
2000	3430857	852625	4977	2082400	1481270	119032	971657	2224300
2001	3451958	965463	5197	2311000	1453140	169139	1134602	2219980

2002	3645911	1111309	5435	2546400	1494895	275073	1386382	2340029
2003	4296970	1265164	6684	2831100	2002980	328424	1593588	2859358
2004	5099673	1476903	7798.5	3226100	2512236	568511	2045414	3411998
2005	6436135	1661214	8044	3577300	3568432	702213	2363427	4462962
2006	7345468	1967262	8869	3954800	4198458	595525	2562787	5193946
2007	8035492	2444912	8594	4474800	5798505	761767	3206679	5629877
2008	9348416	3228343	9146	5004700	5750328	896307	4124650	6518689
2009	8093797	3811419	9492	5700500	4043686	861238	4672657	5411289
2010	9699617	4350922	9736	6266900	5222039	617218	4968140	6674179
2011	11302905	4620306	9599	6867400	5930543	919097	5539403	7907228
2012	12483052	4992412	10170	7347652	6928662	1344088	6336500	8757846
2013	12850474	5690894	10788	7869335	6601510	1529813	7220707	8812969
2014	13251301	6311828	10239	8262800	6298759	1534383	7846211	8902935

Year	**Consum fixed capital**	**GOS**	NOS_{Hydrbn}	NOS_{NH}	**Credits**	**G**
1990	39745	271304			246949	142740
1991	55315	453479			325343	239630
1992	56632	550587			412310	308724
1993	98815	586232			220249	390484
1994	121980	755665			305843	461895
1995	141742	1060232			565644	589085
1996	195448	1417426			776843	724609
1997	189876	1544428			741281	845196
1998	218993	1537680			906200	875739
1999	265478	1840241			1150700	961700
2000	267105	2491405	1125142	1099158	993700	1178122
2001	283956	2503936	976749	1243231	1078400	1321400
2002	301457	2641486	989574	1350455	1268000	1550600
2003	343120	3202478	1315345	1544013	1379500	1690200
2004	402020	3814018	1642832	2096653	1534400	1891800
2005	466144	4929106	2473198	1989764	1778900	1985900
2006	496170	5690116	2927875	2266071	1904100	2453000
2007	581997	6211874	3050909	2578968	2203700	3108500
2008	648322	6059611	3729840	2788849	2614100	4191000
2009	727702	6138991	2157261	3254028	3085100	4246300
2010	743906	7418085	3052486	3621693	3266700	4466900
2011	830764	8737992	3864833	4042395	3724700	5853000
2012	899407	9657253	4066045	4691801	4265400	7058100
2013	1050021	9862990	3529306	5283663	5154500	6024100
2014	1269868	10172803	3133762	5769173	6502900	6980200

- **حالة ماليزيا**

Year	**Y- القطاعات المنتجة Added value**	**K (GDCF)**	**L-000-**	**invstmnt**	**Change in inventories**	**saving**	**Compensation of Employees**	**(GOS) capital income**
1990	87839		6685				36878	71449
1991	95698	30600					41735s	83777

1992	106196	53500	7048				46416	93423
1993	118688	62460	7383	63356	-896	54534	60582	99873
1994	135153	76903		76357	546	62133	60051	119231
1995	155049	95149	7645	94120	1029	73324	65731	140157
1996	177876	105246	8399	107825	-2579	94016	78814	156048
1997	198418	121096	8569	121494	-398	104400	82552	180408
1998	205150	75555	8600	75982	-427	112952	86552	176373
1999	216720	67317	8838	65841	1476	115211	84818	194794
2000	250796	93711	9269	87729	5982	125964	104882	212793
2001	240347	80006	9357	83345	-3339	107693	108101	203986
2002	258646	85981	9543	83764	2217	116476	110323	224207
2003	287090	95326	9870	93864	1462	145952	120383	259637
2004	333407	109266	9979	99336	9930	166807	137023	293932
2005	371601	105317	10045	107185	-1868	180279	151195	362569
2006	410509	117491	10275	119213	-1722	213519	171183	377408
2007	458514	138403	10538	138393	10	240593	194541	419258
2008	538236	142949	10660	144634	-1685	272462	217086	503817
2009	473024	127143	10897	156660	-29517	210606	225263	457654
2010	533687	185748	11899	179793	5955	272930	251158	515871
2011	600053	205765	12284	197415	8350	308191	282423	580782
2012	626711	244201	12723	241562	2639	298661	309901	614151
2013	651873	257446	13210	265013	-7566	297354	331400	633900
2014	712198	269687	13532	282600	-12913	319195	379400	692900

year	Consum fixed capital	NOS	Cred-finance	G	in	ir	inflation	CPI-2000-	PPI
1990	12211	59238		35715	7.4	4.8	2.6	70.6	74.5
1991	13897	69880		37861	10	5.6	4.4	73.6	74.5
1992	15523	77900		41763	12.4	7.6	4.8	77.1	77.6
1993	17786	82087	209801	42341	9.3	5.8	3.5	79.9	77.9
1994	20242	98989	242498	46341	8.3	4.6	3.7	83.0	81.9
1995	24645	115512	305751	50624	8.4	4.9	3.5	85.9	85.8
1996	28184	127864	384261	58493	9.5	6	3.5	88.9	88.2
1997	31363	149045	486615	60415	9.6	6.9	2.7	91.1	90.4
1998	31454	144919	484333	62687	8.9	3.6	5.3	95.8	100.5
1999	33473	161321	471857	69313	11.3	8.5	2.8	98.5	96.6
2000	41591	171202	512425	84488	0.7	-1	1.7	100	100
2001	41164	162822	531746	98992	10.3	8.8	1.5	101.4	98.3
2002	44805	179402	560460	104676	5.2	3.3	1.9	103.2	97.9
2003	49054	210583	599285	114577	4	2.9	1.1	104.4	102.6
2004	55666	238266	655668	120162	1.5	0.03	1.5	105.9	109
2005	61525	301044	721462	128278	0.3	-2.7	3	109.1	117
2006	67684	309724	784426	143501	6	2.4	3.6	112.9	121.5
2007	75557	343701	864471	163643	3.5	1.5	2	115.2	130.1
2008	87538	416279	960362	217105	1.5	-3.9	5.4	121.5	147.2
2009	81042	376612	1014912	230643	12.4	11.8	0.6	122.3	131.3
2010	100923	414948	1125899	221643	2.5	0.8	1.7	124.3	141.4
2011	112144	468638	1076413	250477	2.6	-0.6	3.2	128.2	158.4

2012	119578	494573	1204346	279700	5.7	4	1.7	130.3	158
2013	126100	516300	1323876	289000	6.7	4.6	2.1	132.9	152.7
2014	139300	562600	1439327	298175	5.4	2.3	3.1	137.1	154.8
2015(p)				300000			4.1		

الملحق رقم 03: التقدير الإحصائي لمعادلات الإستثمار، الإنتاج والإنتاجية

1) حالة الجزائر: - الإستثمار ورأس المال وأهم المؤشرات الإقتصادية المؤثرة

Dependent Variable: INV
Method: Least Squares
Date: 03/06/16 Time: 19:07
Sample(adjusted): 1991 2014
Included observations: 24 after adjusting endpoints

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-5.824048	163791.7	-953931.0	C
0.0000	5.681343	0.105122	0.597235	YNH(-1)
0.0145	2.704230	0.066464	0.179735	NOS(-1)
0.0164	2.647531	11671.64	30901.05	IN
0.0001	-4.913893	5034.016	-24736.61	IR
0.0003	4.448116	0.085867	0.381948	CRED

2538022.	Mean dependent var	0.997461	R-squared
2376012.	S.D. dependent var	0.996756	Adjusted R-squared
26.68116	Akaike info criterion	135331.3	S.E. of regression
26.97567	Schwarz criterion	3.30E+11	Sum squared resid
1414.341	F-statistic	-314.1739	Log likelihood
0.000000	Prob(F-statistic)	1.966375	Durbin-Watson stat

Dependent Variable: K
Method: Least Squares
Date: 11/03/15 Time: 21:32
Sample(adjusted): 2001 2014
Included observations: 14 after adjusting endpoints

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0901	-1.898661	785767.9	-1491907.	C
0.0000	7.842665	0.443132	3.475332	Y(-1)
0.0001	-6.599788	0.623664	-4.116052	NOS(-1)
0.8924	-0.139113	109543.7	-15238.92	IN
0.2126	-1.341623	30098.26	-40380.51	IR

3135596.	Mean dependent var	0.992337	R-squared
1824730.	S.D. dependent var	0.988931	Adjusted R-squared
27.44060	Akaike info criterion	191977.4	S.E. of regression
27.66883	Schwarz criterion	3.32E+11	Sum squared resid
291.3665	F-statistic	-187.0842	Log likelihood
0.000000	Prob(F-statistic)	2.392335	Durbin-Watson stat

Dependent Variable: INV
Method: Least Squares
Date: 03/07/16 Time: 19:11
Sample(adjusted): 1991 2014
Included observations: 24 after adjusting endpoints

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0007	-4.078111	270205.8	-1101929.	C
0.0067	3.063440	0.584188	1.789625	Y(-1)
0.0257	-2.431073	0.760696	-1.849306	NOS(-1)
0.2279	1.248242	15429.25	19259.44	IN

0.0007	-4.107598	8541.493	-35085.02	IR
0.0092	2.919272	0.133466	0.389622	CRED

2538022.	Mean dependent var	0.995339	R-squared
2376012.	S.D. dependent var	0.994044	Adjusted R-squared
27.28874	Akaike info criterion	183371.6	S.E. of regression
27.58325	Schwarz criterion	6.05E+11	Sum squared resid
768.7082	F-statistic	-321.4648	Log likelihood
0.000000	Prob(F-statistic)	2.235579	Durbin-Watson stat

- **سببية غرانجر**

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 11/03/15 Time: 22:34
Sample: 2000 2014
Lags: 1

Probability	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.02091	7.25351	14	Y(-1) does not Granger Cause K
0.31607	1.10331		K does not Granger Cause Y(-1)
0.02442	6.79257	14	NOS(-1) does not Granger Cause K
0.31354	1.11547		K does not Granger Cause NOS(-1)
0.58805	0.31131	14	IN does not Granger Cause K
0.04116	5.34470		K does not Granger Cause IN
0.87394	0.02637	14	IR does not Granger Cause K
0.67651	0.18368		K does not Granger Cause IR
0.63985	0.23149	14	RE does not Granger Cause K
0.07948	3.73377		K does not Granger Cause RE

- **دالة الإنتاج اللوغارتمية وعوامل الإنتاج (الإنتاج الكلي والإنتاج خارج المحروقات)**

Dependent Variable: LNYNH
Method: Least Squares
Date: 11/02/15 Time: 22:09
Sample: 2000 2014
Included observations: 15

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	14.83243	0.584559	8.670427	C
0.0000	19.52479	0.030900	0.603325	LNK
0.0294	2.471711	0.082190	0.203149	LNL

29.10755	Mean dependent var	0.996636	R-squared
0.464696	S.D. dependent var	0.996075	Adjusted R-squared
-4.058440	Akaike info criterion	0.029113	S.E. of regression
-3.916830	Schwarz criterion	0.010170	Sum squared resid
1777.511	F-statistic	33.43830	Log likelihood
0.000000	Prob(F-statistic)	1.087926	Durbin-Watson stat

Dependent Variable: INV
Method: Least Squares
Date: 03/06/16 Time: 19:55
Sample(adjusted): 2001 2014
Included observations: 14 after adjusting endpoints

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.3630	-0.958242	781252.1	-748628.5	C
0.0452	2.323492	0.297582	0.691429	YNH(-1)
0.1601	1.530976	0.430763	0.659487	NOSNH(-1)
0.8900	-0.142260	115701.7	-16459.71	IN

0.3995	-0.884323	41687.82	-36865.52	IR

3928653.	Mean dependent var	0.994371	R-squared
2224952.	S.D. dependent var	0.991870	Adjusted R-squared
27.52864	Akaike info criterion	200617.6	S.E. of regression
27.75688	Schwarz criterion	3.62E+11	Sum squared resid
397.4985	F-statistic	-187.7005	Log likelihood
0.000000	Prob(F-statistic)	1.274850	Durbin-Watson stat

Dependent Variable: LNY
Method: Least Squares
Date: 11/02/15 Time: 22:07
Sample: 2000 2014
Included observations: 15

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0072	3.228003	1.745008	5.632892	C
0.0004	4.885702	0.092243	0.450673	LNK
0.0147	2.847212	0.245351	0.698565	LNL

29.59620	Mean dependent var	0.972920	R-squared
0.488934	S.D. dependent var	0.968406	Adjusted R-squared
-1.871125	Akaike info criterion	0.086906	S.E. of regression
-1.729515	Schwarz criterion	0.090632	Sum squared resid
215.5642	F-statistic	17.03344	Log likelihood
0.000000	Prob(F-statistic)	1.438756	Durbin-Watson stat

2) حال ماليزيا: وباقي المتغيرات، دالة الإنتاج اللوغارتمية وسببية غرانجر

Dependent Variable: INV
Method: Least Squares
Date: 03/07/16 Time: 21:31
Sample(adjusted): 1993 2014
Included observations: 22 after adjusting endpoints

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.2354	1.236085	25624.95	31674.61	C
0.0039	-3.411277	0.434807	-1.483246	Y(-1)
0.0223	-2.547637	1.280409	-3.262016	NOS(-1)
0.0026	3.608352	1.147277	4.139781	GOS(-1)
0.4297	0.811593	3814.103	3095.498	IN
0.7190	-0.366586	3434.163	-1258.915	IR
0.0595	2.038526	0.082232	0.167633	CRED

131158.2	Mean dependent var	0.944150	R-squared
64416.93	S.D. dependent var	0.921811	Adjusted R-squared
22.68889	Akaike info criterion	18012.50	S.E. of regression
23.03604	Schwarz criterion	4.87E+09	Sum squared resid
42.26309	F-statistic	-242.5778	Log likelihood
0.000000	Prob(F-statistic)	1.674344	Durbin-Watson stat

Dependent Variable: INV
Method: Least Squares
Date: 03/07/16 Time: 21:56
Sample: 2000 2014
Included observations: 15
Convergence achieved after 35 iterations

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7575	-0.318316	51254.25	-16315.05	C
0.6274	0.502536	0.278026	0.139718	Y(-1)
0.1836	-1.440420	3068.749	-4420.288	IN

0.4615	0.769206	2562.814	1971.332	IR
0.2679	1.180912	0.332201	0.392300	NOS(-1)
0.0077	3.417984	0.223292	0.763208	AR(1)

152033.7	Mean dependent var	0.970607	R-squared
67444.59	S.D. dependent var	0.954278	Adjusted R-squared
22.27999	Akaike info criterion	14421.45	S.E. of regression
22.56322	Schwarz criterion	1.87E+09	Sum squared resid
59.43991	F-statistic	-161.1000	Log likelihood
0.000001	Prob(F-statistic)	1.662444	Durbin-Watson stat

.76	Inverted AR Roots

Dependent Variable: LNY
Method: Least Squares
Date: 11/02/15 Time: 22:11
Sample: 2000 2014
Included observations: 15

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7570	0.316591	13.98713	4.428207	C
0.1243	1.652483	0.507741	0.839034	LNK
0.9761	0.030583	1.647506	0.050385	LNL

26.77043	Mean dependent var	0.902198	R-squared
0.370871	S.D. dependent var	0.885898	Adjusted R-squared
-1.139727	Akaike info criterion	0.125277	S.E. of regression
-0.998116	Schwarz criterion	0.188331	Sum squared resid
55.34847	F-statistic	11.54795	Log likelihood
0.000001	Prob(F-statistic)	0.545808	Durbin-Watson stat

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 11/04/15 Time: 00:08
Sample: 2000 2014
Lags: 1

Probability	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.91514	0.01189	14	IN does not Granger Cause INV
0.60067	0.29045		INV does not Granger Cause IN
0.89283	0.01901	14	IR does not Granger Cause INV
0.80366	0.06487		INV does not Granger Cause IR
0.10596	3.10132	14	Y(-1) does not Granger Cause INV
0.30022	1.18188		INV does not Granger Cause Y(-1)
0.10596	3.10132	14	Y does not Granger Cause INV
0.30022	1.18188		INV does not Granger Cause Y
0.36798	0.88139	14	RE does not Granger Cause INV
0.01320	8.70426		INV does not Granger Cause RE
0.36798	0.88139	14	RE(-1) does not Granger Cause INV
0.01320	8.70426		INV does not Granger Cause RE(-1)

خطة الأطروحة

خطة المذكرة	الصفحة
المقدمة	أ – ز
الفصل الأول: النموذج الاقتصادي ومفاهيم أساسية حول مؤشر الاستثمار	
مقدمة الفصل	1
المبحث الأول: النماذج الاقتصادية	**2**
المطلب الأول: مفهوم النموذج الاقتصادي ومكوناته	2
الفرع الأول: مفهوم النموذج الاقتصادي وأهميته للمتغيرات الاقتصادية	2
الفرع الثاني: مفهوم وخصائص النموذج الجيد	2
الفرع الثالث: مكونات النموذج الإقتصادي	3
الفرع الرابع: بناء النموذج الاقتصادي	3
المطلب الثاني: توصيف وتعيين النموذج	4
الفرع الأول: تحديد متغيرات الشكل الرياضي للنموذج	4
الفرع الثاني: تقدير معلمات النموذج	6
المطلب الثالث: أهم الطرق المستخدمة في بناء النماذج الاقتصادية وتقدير جودة النموذج	9
الفرع الأول: نموذج الإنحدار الخطي البسيط	9
الفرع الثاني: طريقة تحليل الانحدار الخطي المتعدد	12
المطلب الرابع: تقييم المعلمات المقدرة، تقدير معامل السببية وعملية التنبؤ	13
الفرع الأول: تقييم المعلمات المقدرة وجودة النموذج	13
الفرع الثاني: اختبار السببية لغرانجر	16
الفرع الثالث: استعمال النموذج للتنبؤ	18
المبحث الثاني : مفاهيم عامة للاستثمار	**19**
المطلب الأول: الاستثمار، تعاريف، المفهوم، النشوء، والأنواع	19
الفرع الأول: تعاريف للاستثمار	19
الفرع الثاني: مفاهيم الاستثمار	20
الفرع الثالث: المشكلة الاقتصادية في مجال الاستثمار	22
الفرع الرابع: أهمية ودور الإستثمار	22
المطلب الثاني : مجالات الاستثمار	23
الفرع الأول: التبويب النوعي لمجالات الاستثمار	23
الفرع الثاني: التبويب حسب علاقة الاستثمار بالدخل	25
الفرع الثالث: التبويب حسب الأهمية والغرض من الاستثمار	25

الفرع الرابع : التبويب حسب مدة الاستثمار	26
الفرع الخامس: التبويب حسب الموطن لمجالات الاستثمار	27
المطلب الثالث: الاستثمار في الفكر الاقتصادي	27
الفرع الأول: الاستثمار في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي	27
الفرع الثاني: الاستثمار في النظرية الكينزية	28
الفرع الثالث: الاستثمار في الفكر الاقتصادي الماركسي	28
الفرع الرابع:مكانة الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي	29
المطلب الرابع: مخاطر الاستثمار	30
الفرع الأول: مفاهيم حول المخاطرة	30
الفرع الثاني: أساليب إدارة المخاطر الاستثمارية	31
المبحث الثالث: عائد وتكلفة الاستثمار بين الفكر الرأسمالي والمنهج الإسلامي	**34**
المطلب الأول: مفهوم سعر الفائدة والنظريات الواردة في موضوعه، وتحديد سعر الفائدة التوازني	34
الفرع الأول: مفهوم سعر الفائدة	34
الفرع الثاني: النظريات المفسرة لمعدل الفائدة	34
الفرع الثالث: علاقة سعر الفائدة بالاستثمار	37
الفرع الرابع: تقدير وتقييم أهمية ووظائف الفائدة في نظرية الإستثمار	38
المطلب الثاني: الربح كبديل للفائدة كتكلفة وعائد للاستثمار	39
الفرع الأول: تعريف ومفهوم الربح	39
الفرع الثاني: الربح والاستثمار من منظور اقتصاد المشاركة	40
الفرع الثالث: الفرق بين الربح والفائدة	41
المطلب الثالث: إلغاء الفائدة وإحلال معدل الربح وتحليل اقتصاد المشاركة	42
الفرع الأول: تفسير العائد على رأس المال	42
الفرع الثاني: تخصيص الموارد والادخار بين الاستخدامات المختلفة	42
الفرع الثالث: الحافز على الاستثمار	43
الفرع الرابع: أهمية الربح في تحديد مستوى الإنتاج	44
الفرع الخامس: الربح والاستقرار الاقتصادي	45
المطلب الرابع: معدل عائد المشاركة ودوره في تحقيق آلية المشاركة	45
الفرع الأول: مبدأ الربحية وأثره في قرار الاستثمار	45
الفرع الثاني: بناء ومكونات مؤشر اقتصاد المشاركة لحساب العائد	46
الفرع الثالث: محددات الاستثمار من المنظور الإسلامي	47

المبحث الرابع: محددات ونظريات الاستثمار وعلاقتها بدالة الإنتاج	**49**
المطلب الأول: علاقة الاستثمار الكلي بمختلف المتغيرات الاقتصادية	49
الفرع الأول: الإستثمار وعلاقته بالإدخار والاستهلاك	49
الفرع الثاني: الاستثمار والعلاقة التبادلية بمستوى الدخل (الناتج)	50
الفرع الثالث: الاستثمار وسعر الفائدة والكفاءة الحدية لرأس المال	52
الفرع الرابع: الاستثمار والنظام المالي	53
الفرع الخامس: العلاقة بين الاستثمار ورصيد رأس المال الخاص والعام	54
المطلب الثاني: المحددات الداخلية لقرار الاستثمار في المشروع	56
الفرع الأول: الكفاية الحدية لرأس المال وتكلفة التمويل	56
الفرع الثاني: نظرية الأرصدة الداخلية	59
الفرع الثالث: النظرية الكلاسيكية الحديثة للاستثمار	60
الفرع الرابع: نظرية Q لتوبن ونظرية γ للاستثمار	61
الفرع الخامس: عدم اليقين *Uncertainty* ونظريات الطلب على الاستثمار	62
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار الخارجية عن المشروع	63
الفرع الأول: نظرية المعجل وأثر الدخل والناتج على الاستثمار	63
الفرع الثاني: النماذج الحديثة للإستثمار والناتج الكلي (الدخل)	67
الفرع الثالث: التقدم التقني وعوامل أخرى وبناء دالة الاستثمار	71
الفرع الرابع: محددات الإستثمار الخاص في الدول النامية	72
المطلب الرابع: الاستثمار ودالة الإنتاج	72
الفرع الأول: نظرية الإنتاج وغلة الحجم	72
الفرع الثاني: دالة الربح وتعظيم العائد من العملية الإنتاجية	75
الفرع الثالث: المسلمة المحدودة لسلوك تعظيم الربح	77
الفرع الرابع: القرار الاستثماري في المؤسسات الإنتاجية وتوازن المشروع	78
الفرع الخامس: استخدام البرمجة الخطية للوصول لأهداف المنشأة	80
خاتمة الفصل	82
الفصل الثاني: الدراسة التمويلية وتقييم الاستثمار الحقيقي	83
مقدمة الفصل	
المبحث الأول: مفهوم، أهمية وأهداف دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري	**84**
المطلب الأول: المشروع الاستثماري	84
الفرع الأول : تعاريف وخصائص المشروع الاستثماري	84

الفرع الثاني: معالم المشروع الإستثماري	85
الفرع الثالث: خطوات التخطيط للمشروع الاستثماري	86
المطلب الثاني: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري	86
الفرع الأول: تعاريف لدراسة الجدوى الاقتصادية	86
الفرع الثاني: متطلبات وأهمية تقييم ودراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع	87
الفرع الثالث: خصائص دراسة الجدوى الاقتصادية	88
المطلب الثالث: مراحل وصعوبات دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري	89
الفرع الأول: مراحل دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري	89
الفرع الثاني: صعوبات إجراء دراسات الجدوى الاقتصادية	90
الفرع الثالث: أنواع دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع الإستثماري	91
المطلب الرابع: دراسة الجدوى الفنية	92
الفرع الأول: تعريف ومراحل وأهداف دراسة الجدوى الفنية للمشروع	92
الفرع الثاني: أهداف دراسة الجدوى الفنية	93
المطلب الخامس: دراسة الجدوى التسويقية (أو السوقية)	94
الفرع الأول: تعريف وأهداف الدراسة التسويقية	94
الفرع الثاني: العوامل المحددة للطلب	95
الفرع الثالث: العوامل المحددة للعرض	96
الفرع الرابع: طرق التنبؤ وتقدير حجم الطلب على منتجات المشروع	97
الفرع الخامس: تحليل التعادل ومنطقة عتبة الأرباح	101
المبحث الثاني: دراسة الجدوى التمويلية للمشروع	**104**
المطلب الأول: مفهوم ومهام وظيفة التمويل للمشروع الاستثماري	104
الفرع الأول: تعريف التمويل	104
الفرع الثاني: وظيفة التمويل وسياسات التمويل	105
الفرع الثالث: العوامل المحددة لمصادر التمويل	106
الفرع الرابع: مخاطر التمويل	107
المطلب الثاني: مصادر تمويل المشروع الاستثماري	108
الفرع الأول: المصادر الداخلية (التمويل الذاتي)	108
الفرع الثاني: المصادر الخارجية للتمويل	108
المطلب الثالث: تكلفة الأموال	109
الفرع الأول: أهمية تكلفة التمويل ومدلولاتها	110

الفرع الثاني: مفهوم تكلفة التمويل	110
الفرع الثالث: العوامل المحددة لتكلفة الأموال	111
الفرع الرابع: ملاحظات حول حساب تكلفة الأموال	112
المطلب الرابع: تقدير تكلفة مصادر الأموال	112
الفرع الأول: تكلفة الأموال المقترضة	112
الفرع الثاني: حساب تكلفة الأسهم الممتازة	114
الفرع الثالث: حساب تكلفة الأسهم العادية	115
الفرع الرابع: تكلفة الأرباح المحتجزة	116
المطلب الخامس: حساب التكلفة المرجحة للأموال	117
الفرع الأول: هيكل التمويل والتكلفة المرجحة الأموال	117
الفرع الثاني: مداخل تقدير التكلفة المرجحة للأموال	117
الفرع الثالث: التكلفة المرجحة للتمويل وخلق القيمة المضافة للمنشأة	119
المطلب السادس: هيكل التمويل والرافعة المالية	119
الفرع الأول: الهيكل الأمثل لرأس المال	120
الفرع الثاني: مفهوم الرفع والرافعة المالية	120
الفرع الثالث: تأثير الرفع المالي على اختيار هيكل رأس المال	123
المبحث الثالث: هيكل، مصادر وأدوات التمويل في نموذج المشاركة مع دراسة مقارنة بالمنهج الوضعي	**128**
المطلب الأول: مصادر وتكلفة صيغ التمويل بالمشاركة	128
الفرع الأول: مصادر وتكلفة التمويل في المنهج الإسلامي	128
الفرع الثاني: مبدأ الاستثمار وعائد التمويل الأمثل في الاقتصاد الإسلامي	130
الفرع الثالث: معدل المشاركة، أساس توزيع الأرباح والخسائر في اقتصاد المشاركة	131
الفرع الرابع: أثر تطبيق منهج التمويل الإسلامي على ربحية الوحدات الاقتصادية مقارنة التمويل بصيغتي المشاركة والمضاربة بالقرض بفائدة	132
الفرع الخامس: الرافعة المالية والتمويل في اقتصاد المشاركة	134
الفرع السادس: عائد البنك من محفظة استثمار الودائع	140
المطلب الثاني: أثر المخاطرة، الضريبة والزكاة في اقتصاد المشاركة	140
الفرع الأول: أثر المخاطرة والرفع المالي: في النظامين الوضعي والإسلامي	140
الفرع الثاني: تأثير الوفر الضريبي والزكاة على تكلفة رأس المال	142
المطلب الثالث: النموذج النظري للوساطة المالية في النظامين المصرفيين التقليدي والإسلامي التشاركي	

(علاقة المدخر–المصرف الإسلامي–المستثمر)	142
الفرع الأول: دالة الاستثمار الجزئية في إطار الوساطة المالية التقليدية وبالمشاركة	143
الفرع الثاني: معدل المشاركة المقارن في الربح المتوقع في إطار اقتصاد المشاركة	144
الفرع الثالث: أوجه المقارنة وتقييم تكلفة التمويل بين اقتصادي المشاركة والوضعي	144
المبحث الرابع: دراسة وتقييم الجدوى المالية للمشروع الإستثماري	**146**
المطلب الأول: طرق التقييم التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود (طرق التقييم الساكنة)	146
الفرع الأول: طريقة فترة الاسترداد	146
الفرع الثاني: معدل العائد المحاسبي	147
المطلب الثاني: طرق التقييم التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود (طرق التقييم الحركية)	148
الفرع الأول: طريقة صافي القيمة الحالية	148
الفرع الثاني: معيار مؤشر الربحية	149
الفرع الثالث: معدل العائد الداخلي	150
الفرع الرابع: تقييم لمعايير قياس العائد والتطبيق العملي لها	151
الفرع الخامس: معدل عائد المشاركة ومفهوم القيمة الزمنية للنقود	152
المطلب الثالث: طرق تقييم الاستثمار في حالة المخاطرة وعدم التأكد	154
الفرع الأول: المخاطرة وحالة عدم التأكد	154
الفرع الثاني: المتغيرات المتأثرة بعنصر المخاطرة وعدم التأكد	155
الفرع الثالث: قياس معدل العائد في ظل ظروف المخاطرة للمشاريع	156
الفرع الرابع: أساليب لأخذ المخاطرة بالاعتبار لحساب معدل العائد	159
الفرع الخامس: إتخاذ القرار في حالة عدم التأكد (المستقبل المجهول)	161
المطلب الرابع: تعدد المشاريع وقيد الموازنة (برنامج الاستثمار)	162
الفرع الأول: برنامج الاستثمار	162
الفرع الثاني: أثر التنويع على إجمالي مخاطر المحفظة الاستثمارية	162
الفرع الثالث: تنويع المحفظة الاستثمارية	163
الفرع الرابع: قياس المخاطر النظامية (السوقية) بمعامل بيتا	164
المطلب الخامس: نموذج تسعير الأصول المالية والمبادلة بين العوائد والمخاطرة	165
الفرع الأول: معالم نموذج تسعير الأصول المالية	165
الفرع الثاني: معادلة النموذج	166
الفرع الثالث: عائد ومخاطرة المحفظة	168
الفرع الرابع: تقييم لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية	168

الفرع الخامس: تكوين معدل عائد المشاركة وعلاقته بالمتغيرات الإقتصادية والأعوان الإقتصاديين	169
خاتمة الفصل	171
الفصل الثالث: التوازن الكلي بين النموذج الاقتصادي الرأسمالي واقتصاد المشاركة	
مقدمة الفصل	172
المبحث الأول: الاستثمار والفائدة وفعالية نموذج التوازن الكلي الرأسمالي	**173**
المطلب الأول: النموذج الاقتصادي التقليدي (الكلاسيكي)	173
الفرع الأول: النظرية الكلاسيكية في الإنتاج والنقود	173
الفرع الثاني: النظرية الكلاسيكية في التوظيف والأجور	174
الفرع الثالث: التوازن في النموذج الكلاسيكي	175
المطلب الثاني: نموذج التوازن العام في الفكر الكينزي	176
الفرع الأول: المعالم الأساسية للنظرية الكينزية في الدخل والتوظيف	176
الفرع الثاني: مفهوم ومكونات الطلب الفعال عند كينز	178
الفرع الثالث: النموذج الكينزي في التوازن الاقتصادي	179
الفرع الرابع: التوازن في القطاع الحقيقي عند كينز	179
الفرع الخامس: التوازن النقدي في الفكر الكينزي	183
الفرع السادس: تشابك القطاعين النقدي والحقيقي لتحقيق التوازن الكلي	183
المطلب الثالث: نموذج هيكس– هانسن *IS-LM* للتوازن الكلي	185
الفرع الأول: الاستنتاج الجبري لمعادلة IS	185
الفرع الثاني: الاستنتاج الجبري لمعادلة LM	185
الفرع الثالث: التوازن الشامل	186
المطلب الرابع: كيفية عمل النموذج وآليات الإنتقال في منحنيي *IS-LM*	187
الفرع الأول: مبدأ نموذج IS-LM وانتقال المحنيين	187
الفرع الثاني: أثر انتقال منحنيي ISوLM على المستوى التوازني للدخل	188
الفرع الثالث: أثر التضخم والانكماش المتوقع للأسعار على سعر الفائدة والدخل	191
المطلب الخامس: مرونة كل من المنحنى IS والمنحنى LM	191
الفرع الأول: محددات الفاعلية في النموذج	192
الفرع الثاني: العلاقة بين الطلب على النقود ومستوى الدخل	193
الفرع الثالث: عوامل نجاح السياسة النقدية وظاهرة الإزاحة	197
الفرع الرابع: عوامل نجاح السياسة النقدية وظاهرة الإزاحة	198
الفرع الخامس: آلية الأجر الحقيقي والتوازن في سوق العمل والتوازن الكلي	199

المبحث الثاني: خصوصيات النظام الاقتصادي الإسلامي الكلي وأثرها على الأسواق الكلية	**201**
المطلب الأول: إلغاء الفائدة وأثره على المتغيرات الاقتصادية الكلية في اقتصاد المشاركة	201
الفرع الأول: تقييم أهمية الفائدة في نظرية الاستثمار	201
الفرع الثاني: نقد وتقويم أهمية الفائدة في نظرية الاستثمار	202
الفرع الثالث: إعادة تحليل نظرية الاستثمار بدلالة الربح كبديل عن الفائدة	202
المطلب الثاني: البديل الإسلامي لسعر الفائدة كآلية للنشاط الاقتصادي	203
الفرع الأول: الادخار والاكتناز في الاقتصاد الإسلامي	203
الفرع الثاني: نظرية الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي	204
الفرع الثالث: مزايا الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي والقطاع الحقيقي	204
الفرع الرابع: تكلفة وتعظيم العائد من الادخار والاستثمار في اقتصاد المشاركة	205
المطلب الثالث: التوازن في سوق السلع والخدمات (القطاع الحقيقي) في الاقتصاد الإسلامي	206
الفرع الأول: معالجة مشكلة الفصل بين الادخار والاستثمار في اقتصاد المشاركة	206
الفرع الثاني: تقييم الوساطة المالية الإسلامية بالمشاركة	208
الفرع الثالث: التوازن الكلي الحقيقي	210
الفرع الرابع : اشتقاق وميل المنحنى IS في اقتصاد المشاركة	211
الفرع الخامس: التوازن في سوق العمل في الاقتصاد الإسلامي	211
المطلب الرابع: التوازن النقدي في الاقتصاد الإسلامي	211
الفرع الأول: أهمية ووظائف النقود	211
الفرع الثاني: عرض النقود في النظام النقدي الإسلامي	212
الفرع الثالث: الطلب على النقود في الاقتصاد الإسلامي	213
الفرع الرابع: التوازن في سوق النقود في الاقتصاد الإسلامي	215
الفرع الخامس: اشتقاق منحنى LM من توازن سوق النقود	216
الفرع السادس: ميل منحنى LM في اقتصاد المشاركة	218
المطلب الخامس: التوازن العام في الاقتصاد الإسلامي	218
الفرع الأول: التوازن العام رياضيا	218
الفرع الثاني: التوازن العام IS-LM بيانيا في اقتصاد المشاركة	219
المبحث الثالث: تقييم فاعلية نموذج معدل عائد المشاركة في التوازن الكلي والسياسات النقدية والمالية	**222**
المطلب الأول: نموذج للتوازن الكلي على أساس العائد والتكلفة وبتأثير المخاطرة	222
الفرع الأول: متغيرات توازن القطاع الحقيقي	222

الفرع الثاني: معدل العائد الحقيقي التوازني في الأجل الطويل	223
الفرع الثالث: الطلب على الائتمان ومخاطر التمويل في الأجل القصير	224
الفرع الرابع: علاقة معدل العائد النقدي قصير الأجل مع طويل الأجل	226
المطلب الثاني: مرونة واتجاه المتغيرات في نموذج التوازن في اقتصاد المشاركة	228
الفرع الأول: تكلفة ومرونة الاستثمار لمعدل العائد في اقتصاد المشاركة	228
الفرع الثاني: منحنيي الطلب والعرض الكليين *AD-AS*	229
الفرع الثالث: جانب العرض من النموذج ومنحنى *YQ*	230
الفرع الرابع: أثر المضاعفات على تغيرات مكونات منحنيات الطلب الكلي	232
المطلب الثالث: السياسة النقدية من منظور اقتصادي إسلامي	233
الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية المحايدة والتي لا تتعارض مع قاعدة المشاركة	234
الفرع الثاني: تطوير أدوات السياسة النقدية القائمة على أساس سعر الفائدة	234
الفرع الثالث: فعالية أدوات السياسة النقدية في اقتصاد المشاركة	236
خاتمة الفصل	238
الفصل الرابع: تقدير دوال الاستثمار، الإنتاج والإنتاجية حالتي الجزائر وماليزيا	
مقدمة الفصل	239
المبحث الأول: المناخ الاستثماري في الجزائر	**240**
المطلب الأول: سياسة الاستثمار في الجزائر	240
الفرع الأول: السياسة العامة للاستثمار	240
الفرع الثاني: الإطار المؤسسي للاستثمار في الجزائر	245
الفرع الثالث: واقع بيئة أداء الأعمال في الجزائر	246
المطلب الثاني: أهم العقبات التي تعترض نمو الاستثمار الوطني	249
الفرع الأول: مشكل الحاكمية والعائق القانوني والإداري	249
الفرع الثاني: عرقلة البنوك للاستثمار والتقيد بقروض الاستغلال	249
الفرع الثالث: مشكل العقار الصناعي المعرقل لنمو الاستثمار	250
الفرع الرابع: هيمنة النشاط التجاري المتعلق بالاستيراد والاقتصاد الموازي	250
الفرع الخامس: ضعف المناولة والمحيط الاستثماري	250
الفرع السادس: انعدام الأداء الفعال لدراسة الجدوى الفنية للمشروع الاستثماري	251
الفرع السابع: مشكل النظام القضائي غير الفعال ورفض التحكيم الدولي	251
المطلب الثالث: الاستثمارات المنجزة مقارنتها بالاستثمارات المصرح بها	252
الفرع الأول: التقسيم السنوي للإستثمارات من حيث عددالمشاريع، قيمتها، ومناصب الشغل المرتبطة بها	252

الفرع الثاني: بيانات الاستثمارات المصرح بها والمنجزة حسب مصدر رؤوس الأموال	254
الفرع الثالث: بيانات الاستثمارات المصرح بها والمنجزة حسب قطاع النشاط	257
الفرع الرابع: بيانات المشاريع الاستثمارية حسب الطابع القانوني لها بين القطاعين العام والخاص	259
الفرع الخامس: بيانات المشاريع الاستثمارية حسب نوع الاستثمار	261
الفرع السادس: المشاريع المنجزة حسب شرائح المبالغ المالية المجمعة	262
المطلب الرابع: حجم البرامج الإستثمارية العامة ومجالاتها القطاعية وتوزيعاتها الفرعية للفترة 2000-2014	263
الفرع الأول: أهداف البرامج الإستثمارية العامة وإستراتيجية التنمية	263
الفرع الثاني: حجم البرامج الإستثمارية وتوزيعها على المجالات القطاعية ومستوى الطاقة الإستيعابية للإستثمارات	263
الفرع الثالث: النمو الاقتصادي والعلة الهولندية في الجزائر	264
الفرع الرابع: الملاحظات الجوهرية على مخططات البرامج الإستثمارية العامة والطاقة الإستيعابية لها	266
المطلب الخامس: أثر مخططات الانعاش الاقتصادي على المؤشرات الكلية للاقتصاد الوطني	267
الفرع الأول: تأثير البرنامج الإستثمارية العامة على النمو الإقتصادي وتطور الإنتاج الصناعي مع الإندماج والترابط القطاعي	267
الفرع الثاني: برنامج الانعاش الإقتصادي 2001-2004	268
الفرع الثالث: تحليل أثر البرنامج التكميلي لدعم النمو على النمو الاقتصادي 2005 - 2009	269
الفرع الرابع: تحليل لآثار البرنامج الخماسي على النمو الاقتصادي *2010- 2014* وحتى *2015*	273
المبحث الثاني: تحليل دالة الإنتاج وانتاجية الاستثمارات وربط عواملها بمصادر النمو الاقتصادي	**275**
المطلب الأول: تقدير معالم دالتي الإنتاج والاستثمار الكلية وتقييمها	275
الفرع الأول: نتائج تقدير نماذج الاستثمار وأهم المتغيرات الكلية	275
الفرع الثاني: تقدير دالة الإنتاج الوطنية بشكل كوب دوغلاس	279
الفرع الثالث: ربط إنتاجية رأس المال بكل من معدلات الفائدة ومردودية رأس المال	280
المطلب الثاني: الاستثمار، عوامل الإنتاج ومصادر النمو الاقتصادي	280
الفرع الأول: منهج ومصادر الدراسة التطبيقية في حساب الانتاجية ومصادر النمو	281
الفرع الثاني: تطور تراكم عوامل الإنتاج وإنتاجيتها الكلية، ونتائج تحليل دالة الانتاج	281
الفرع الثالث: تحليل خصائص القطاع الإنتاجي والاقتصاد الحقيقي الجزائري	283
الفرع الرابع: مصادر النمو الاقتصادي ووزن عوامل الانتاج في تحقيقه	284
المبحث الثالث: تطور وتوزيع الاستثمارات الحقيقية وتحليل دالة الإنتاج ومصادر النمو في تجربة ماليزيا التنموية	**286**

المطلب الأول: الملامح العامة للجغرافيا الماليزية وسياستها الاستثمارية:	286
الفرع الأول: الملامح الجغرافية والموارد والإمكانيات الاقتصادية لماليزيا	286
الفرع الثاني: مسيرة التنمية في ماليزيا	287
الفرع الثالث: السياسات الاقتصادية والتمويلية كأهم عوامل للنمو	287
الفرع الرابع: التحفيزات الاستثمارية المتخذة لتحسين الأداء الاقتصادي الحقيقي في ضوء التجربة الماليزية	289
الفرع الخامس: الاستثمار في ماليزيا ودوره في مواجهة الأزمات والحفاظ على البيئة في المشاريع الاستثمارية	291
المطلب الثاني: تطور الاستثمار الحقيقي ومؤشراته والقطاع الإنتاجي في ماليزيا	292
الفرع الأول: الاستثمارات ومجالاته في أهم القطاعات الإقتصادية	292
الفرع الثاني: الكفاءة الإنتاجية للعمل ورأس المال والإنتاج	295
الفرع الثالث: ترتيب ماليزيا في التنافسية الإجمالية وتقارير الأداء الاقتصادي ومجال الأعمال	299
المطلب الثالث: تقدير معالم دالتي الإنتاج والاستثمار الكلية وتقييمها	302
الفرع الأول: نتائج تقدير نماذج الاستثمار وأهم المتغيرات الكلية	303
الفرع الثاني: تقدير دالة الإنتاج الوطنية بشكل كوب دوغلاس– حالة ماليزيا	304
المطلب الرابع: الاستثمار، عوامل الإنتاج ومصادر النمو الاقتصادي حالة ماليزيا	305
الفرع الأول: تطور تراكم عوامل الإنتاج وإنتاجيتها الكلية، ونتائج تحليل دالة الانتاج	305
الفرع الثاني: مصادر النمو الاقتصادي ووزن عوامل الانتاج في تحقيقه	306
خاتمة الفصل	307
الفصل الخامس: النظام المالي والتمويل وآفاق اقتصاد المشاركة في حالتي الجزائر وماليزيا	
مقدمة الفصل	308
المبحث الأول: النظام المالي والتمويل في حالة الجزائر	**309**
المطلب الأول: العوامل المؤثرة في الاستثمار في الجزائر	309
الفرع الأول: معدل الفائدة الحقيقي	309
الفرع الثاني: القروض الموجهة للقطاع الخاص	310
المطلب الثاني: النظام البنكي في ظل برنامج الإصلاح الهيكلي وأهم نتائج إعادة هيكلة القطاع للفترة *1990–1999*	311
الفرع الأول: إعادة هيكلة القطاع المالي	311
الفرع الثاني: اتفاق التسهيلات المالية الموسع	312
الفرع الثالث: الوضعية الاقتصادية ونتائج إعادة الهيكلة	313
المطلب الثالث: السياسات المتخذة ووضعية القطاع البنكي للفترة *1990–1999*	313
الفرع الأول: أهداف السياسة النقدية والصرف	313

الفرع الثاني: تقسيم القروض البنكية حسب وجهتها القانونية	314
الفرع الثالث: تطور تكلفة التمويل الإسمية والحقيقية	314
الفرع الرابع: تطور الاستثمار وارتباطه بالمؤشرات الكلية والتمويل	315
الفرع الخامس: تطور حجم الودائع والإئتمان للقطاع الخاص	316
الفرع السادس: مؤشرات تناسب الإئتمان مع النشاط الإقتصادي ومردودية البنوك	316
المطلب الرابع: تمويل الاستثمار والنظام المالي للفترة *2000-2015*	317
الفرع الأول:أهم بنود إصلاحات قانون النقد والقرض*2003*	317
الفرع الثاني: مصادر تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي في الجزائر	318
الفرع الثالث: واقع التوازنات النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2011 وأثر التمويل البنكي عليها	324
المطلب الخامس: تدابير لدعم تمويل الاستثمار	330
الفرع الأول: تدابير لدعم قانون الإستثمار والجانب التشريعي	330
الفرع الثاني: تدابير لدعم مؤسسات التمويل والتمويل المصرفي	331
المبحث الثاني: استراتيجية تنمية العمل البنكي الإسلامي والنظام المالي في الجزائر لتشجيع الاستثمار	**336**
المطلب الأول: واقع ومتطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر	336
الفرع الأول: عوائق العمل المصرفي الإسلامي	336
الفرع الثاني: النشاط البنكي الإسلامي في الجزائر	337
الفرع الثالث: قيام وتنمية سوق مالي إسلامي	339
المطلب الثاني: تجربة البنوك الإسلامية العاملة في النظام البنكي الجزائري وأهميتها النسبية	339
الفرع الأول: البنوك الإسلامية العاملة	340
الفرع الثاني: الإطار القانوني وعمليات البنوك الإسلامية	341
الفرع الثالث: مؤشرات الحجم ونشاط استثمار وتمويل البنوك الإسلامية إلى إجمالي البنوك العاملة	344
المطلب الثالث: تطوير السوق المالي كجزء من خطة تطوير النظام المالي	347
الفرع الأول: إعداد وتنفيذ خطة إعلامية للتعريف بسوق رأس المال والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية	347
الفرع الثاني: العمل على زيادة المعروض من الأوراق المالية والطلب عليها	348
الفرع الثالث: تهيئة البورصة ووسطاء سوق المال للاضطلاع بالدور المرتقب منهم في تنشيط السوق	349
الفرع الرابع: تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامي	349
المبحث الثالث: النظام المالي وتمويل الاستثمار والقطاعات الإنتاجية في ماليزيا	**350**
المطلب الأول: القواعد السارية على غير المقيمين في الاستثمار وتحويل الأموال	350
الفرع الأول: الاستثمار وإدارة النقد الأجنبي في ماليزيا	350

الفرع الثاني: فتح حسابات بالعملة المحلية والعملات الأجنبية	351
الفرع الثالث: الاقتراض من الداخل ومن الخارج	351
المطلب الثاني: النظام المالي الماليزي	351
الفرع الأول: البنك المركزي الماليزي	352
الفرع الثاني: المؤسسات المالية	353
الفرع الثالث: المؤسسات المالية الإسلامية	354
الفرع الرابع: المؤسسات المالية الإنمائية	354
الفرع الخامس: سوق الأوراق المالية	355
المطلب الثالث: النظام المالي الماليزي وتمويل الاستثمار	356
الفرع الأول: محددات الرافعة المالية للشركات الماليزية	356
الفرع الثاني: تمويل الاستثمار في الخدمات المالية وتطور موارد وأصول النظام المالي	358
الفرع الثالث: تطور بعض المؤشرات المالية للمنشآت الماليزية وموقع التمويل الإسلامي منها	361
المطلب الرابع: تطور الصيرفة الإسلامية بماليزيا	365
الفرع الأول: مراحل تطور الصيرفة الإسلامية في ماليزيا	365
الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي	370
المطلب الخامس: حجم التمويل الإسلامي الماليزي، عوامل نجاحه ومعوقاته	371
الفرع الأول: معدل نمو حجم التمويل الإسلامي	371
الفرع الثاني: دور التمويل بالصكوك الإسلامية في تمويل التنمية في ماليزيا	374
الفرع الثالث: عوامل ومعوقات نجاح الصناعة المالية الإسلامية الماليزية	377
خاتمة الفصل	380
الخاتمة	386-381
خطة البحث	
قائمة الأشكال والجداول	
قائمة المراجع	
الملاحق	


تم بحمد الله

الملخص:

تم التطرق إلى النموذج الاقتصادي عامة، ومختلف مفاهيم الاستثمار، أنواعه، محدداته، وعلاقته وأثره على مختلف الأعوان الاقتصادية والمتغيرات الكلية، وعرض مختلف النظريات الاقتصادية للإستثمار، وأساس الاختلاف النظري بين الإقتصادين الوضعي والإسلامي.

إضافة لقرارات الاستثمار وتكلفة التمويل بين البنوك التقليدية والإسلامية، وعلى هذا الأساس سعى هذا البحث تحديد تكلفة التمويل التي تقدمها البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية وإبراز المصدر الأقل تكلفة، ووضع قواعد لتحديد تكلفة التمويل في نموذج المشاركة.

كما تناول معايير تقييم المشروعات الاستثمارية في نموذج خال من الفائدة، وبناء نموذج لدالة الاستثمار وعلاقتها بمختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية، ومحاولة وضع الأسس وبناء نموذج متكامل للتمويل الاقتصادي والإنتاج من خلال الربط بين الدائرتين النقدية والحقيقية.

دراسة اقتصادية تحليلية لتطور الاستثمار ومؤشراته كمتغير اقتصادي كلي وأهميته ومحدداته في نموذج الاقتصاد الكلي في الجزائر، والنظام المالي ومقارنة مع وضع المصرفية التقليدية للتمويل وتبيان تجربة البنوك الإسلامية في ماليزيا كنظام مختلط.

الكلمات المفتاحية: النموذج الإقتصادي، تقييم الإستثمار الحقيقي، معدل الفائدة، معدل عائد المشاركة، التمويل الإسلامي.

Abstract;

It has been studied the general economic model, and various investment concepts, types, its determinants, and its relationship and its impact on various economic agents, Macroeconomic Variables, display different economic theories of investment, and the theoretical basis of the difference between the two economic models (conventional and Islamic).

In addition to investment decisions and the cost of funding between conventional and Islamic banks, the basis of this research sought to determine the cost of funding provided by conventional banks, Islamic banks and to highlight the least expensive source, and set rules for determining the cost of finance in the participation model.

Also addressed the standards of evaluating investment projects in the interest-free model, and building the investment function and its relationship to various macroeconomic indicators, and try to lay the foundations of an integrated economic model for the financing and production through linkage between the monetary and the real circles.

Economic analysis of the development of investment and economic indicators and its importance and its determinants in the macroeconomic model in Algeria, with comparison to conventional banks, and demonstrate the experience of Islamic banks in Malaysia as a mixed system.

Key Words; Economic model, Real investment evaluation, Interest rate, Participation Return rate, Islamic finance.