

أثر الأمولة الاقتصادية على الاستثمار- التحول من الاستثمار الحقيقي الى الاستثمار المالي-

The impact of the financialization of the economy on investment -The shift from real investment to financial investment-

هدير عبد القادر

جامعة الجزائر 03 – الجزائر

Hadirwata@hotmail.fr

تاريخ النشر: 2026/05/25

بولحجل كريمة*

مخبر رأس المال البشري والأداء، جامعة الجزائر 03 – الجزائر

boulahdjel.karima@univ-alger3.dz

تاريخ القبول للنشر: 2026-04-13

تاريخ الاستلام: 2026-03-09

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على ظاهرة الأمولة الاقتصادية، والعلاقة التي تربطها بالاستثمار، والسلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، من خلال تبيان التغير الحاصل في هذا الأخير، والدور الذي يلعبه المستثمرون المؤسسيون في هذا التغير، اذ تشهد العقود الأخيرة تضخم في حجم الاستثمار المالي يقابله ثبات في حجم الاستثمار الحقيقي، ناجم عن هيمنة للقطاع المالي على القطاع الحقيقي، الذي لم يعد المصدر الرئيسي لخلق الثروة. وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة، الى أن هذا التباين في حجم ونوع الاستثمار، كان ناجما عن انفصال القطاع المالي عن القطاع الحقيقي، مما حث المؤسسات غير المالية على تغيير سلوكها الاستثماري، مدفوعة بالحاجة لتحقيق أرباح أكبر، والسعي لتعظيم قيمتها السوقية، في ظل ظغوط متزايدة من المستثمرين المؤسسيين وعلى رأسهم صناديق التقاعد، كما توصلنا الى أن الركود الصناعي يؤدي الى مزيد من الأمولة الاقتصادية، وهذه الأخيرة تزيد من حدة الركود الصناعي. الكلمات المفتاحية: الأمولة الاقتصادية، الاستثمار المالي، الاستثمار الحقيقي، المؤسسات غير المالية، المستثمرون المؤسسيون

تصنيفات JEL: G1، G3.

Abstract:

This study explores the financialization of the economy and its impact on the investment behavior of non-financial corporations. It shows that financial investment has expanded while real investment has remained relatively stable, reflecting the growing dominance of the financial sector.

This divergence results from the separation between the financial and real sectors. Consequently, firms increasingly prioritize profit maximization and market value under pressure from institutional investors, especially pension funds. The study also finds that industrial stagnation fuels financialization, which in turn deepens industrial stagnation.

Keywords: The financialization of the economy; Financial investment; Real investment; Non-financial firms, Institutional investors.

Jel Classification Codes: G1، G3.

* بولحجل كريمة.

1. مقدمة:

أدت موجة التحرير المالي على المستوى العالمي، بداية من سبعينات القرن الماضي، والتي ازدادت وطئتها في تسعينات هذا الأخير، الى تزايد كبير في حجم التدفقات العالمية لرؤوس الأموال، وازداد معها التباين بين حجم التدفقات طويلة وقصيرة الأجل، بحيث بدأت تظهر معالم اقتصاد رأسمالي جديد، يشغل فيه القطاع المالي الحيز الأكبر، وبدأ الحديث عن الانتقال الى مرحلة جديدة من مراحل الاقتصاد الرأسمالي، مرحلة لما بعد التحرير المالي، في ظل ظاهرة اصطلاح عليها "أمولة الاقتصاد".

أثرت الأمولة الاقتصادية على مختلف الجوانب، بما في ذلك الاستثمار، حيث لوحظ في العقود الأخيرة تضاعف في حجم الاستثمار المالي، وثبات في حجم الاستثمار الحقيقي، وكذا تغير في السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية.

انطلاقا مما سبق فان الإشكالية الرئيسية لهذه الورقة البحثية، تتمثل في التساؤل التالي:

كيف أدت الأمولة الاقتصادية الى ارتفاع حجم الاستثمار المالي مقارنة بالاستثمار الحقيقي؟

الإشكالتين الفرعيتين:

1- كيف تغير السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، بفعل الأمولة الاقتصادية؟

2- ما هو الدور الذي يلعبه المستثمرون المؤسسيون في التأثير على السلوك الاستثماري؟

الفرضيتين:

1- خلق الثروة وتحقيق الأرباح من خلال الاستثمار المالي عوض الاستثمار الحقيقي، هو ما جعل المؤسسات غير المالية تغير سلوكها الاستثماري.

2- كبر حجم رؤوس أموال المستثمرين المؤسسيين، واستثماراتهم المالية الضخمة، جعل منهم قادرين على فرض الضغوط على المؤسسات لتحقيق الأرباح ورفع قيمتها السوقية.

أهمية البحث:

تكمن أهمية هذا البحث، في الأثر الذي تسببه الأمولة الاقتصادية كظاهرة، على الاقتصاد ككل، وبالأخص على العملية الاستثمارية. بما انجر عنه من تغير في السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، وزيادة هيمنة المستثمرين المؤسسيين على النشاط الاستثماري.

أهداف البحث:

1- تبين عمق ظاهرة الأمولة الاقتصادية، وأثرها على العملية الاستثمارية.

2- التعرف على التغير الحاصل في نمط الاستثمار، بالنسبة للمؤسسات غير المالية.

3- دراسة أثر المستثمرين المؤسسيين على السلوك الاستثماري.

منهجية الدراسة:

بالنسبة للمنهج المتبع في الدراسة، فهو مزيج ما بين الوصفي التحليلي، التاريخي والاستقرائي؛ بالاعتماد على دراسة وتحليل الاحصائيات المتعلقة بكل من الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي، مختلف المؤشرات الاقتصادية الميمنة لهيمنة القطاع المالي على القطاع الحقيقي، بإضافة الى كل الاحصائيات الخاصة بالمستثمرين المؤسسيين.

أقسام البحث:

للإجابة على الإشكالية، سنقوم بتقسيم هذه الورقة البحثية الى ثلاثة أقسام، يتناول القسم الأول ظاهرة أمولة الاقتصاد، في حين يتطرق القسم الثاني الى السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، وقسم ثالث يركز على المستثمرين المؤسسيين.

2. الأموال الاقتصادية:

لقد كان لتنامي دور القطاع المالي في النظام الاقتصادي ككل، الدافع الأكبر للاقتصاديين للكلام عن الدخول في مرحلة جديدة للنظام الرأسمالي، مرحلة لما بعد العولمة المالية والتحرير المالي، استخدم للتعبير عنها مصطلح la financiarisation de l'économie باللغة الفرنسية، و The financialization of the economy باللغة الانجليزية. ترجم هذا المصطلح إلى اللغة العربية بـ "أموال الاقتصاد" من قبل مجموعة من الاقتصاديين، وعلى رأسهم الاقتصادي سمير أمين.

2.1. تعريف الأموال الاقتصادية:

" تشير الأموال إلى الأهمية المتزايدة للأسواق المالية، الدوافع المالية، المؤسسات المالية والنخب المالية، في سير الاقتصاد ومؤسساته الحاكمة على المستويين المحلي والدولي ". كما تعرف أيضا بأنها "منح استقلالية أكبر للقطاع المالي، من خلال انتشار المؤسسات والادوات المالية، واندماج مجموعة كبيرة من الأعوان الاقتصاديين في الاسواق المالية" (EPSTIEN, 2025, Page2)

فأموال الاقتصاد هي تلك الظاهرة التي تميزت بتعاظم حجم القطاع المالي، وهيمنتته على القطاع الحقيقي، حيث أصبح الاقتصاد تربيحي، من تجارة دولية بلا سلع و سلع بلا انتاج في اشارة الى المشتقات المالية والتطور الذي وصلت اليه، بالإضافة الى التطور الكبير لعمليات المضاربة في بورصات الأوراق المالية، من أجل تشغيل الأموال المتأتية من النشاط المصرفي، والتي تفوق قيمتها ثلاثين مرة قيمة التجارة العالمية من السلع والخدمات (القطاطشة، 2013، صفحة 229).

وتتجلى آثار الأموال في ثلاثة نقاط رئيسية:

-رفع أهمية القطاع المالي بالنسبة للقطاع الحقيقي.

-تحويل الدخل من القطاع الحقيقي إلى القطاع المالي.

-المساهمة في زيادة التفاوت في الدخل، وركود الأجور (PALLEY, 2013, Page17).

2.2. الانفصال ما بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي:

أصبحت معدلات الربح التي يحققها القطاع الحقيقي في العقود الأخيرة، أقل بكثير من تلك التي يحققها القطاع المالي، هذا أدى الى استقلال الثروة المالية عن الثروة العينية، أي انفصال الدائرة النقدية عن الدائرة الحقيقية، وهو ما عمق الانفصال بين أسواق رأس المال وتكوين رأس المال الثابت. بعد أن أصبحت الأوراق المالية سلعا في حد ذاتها، يتحدد العرض والطلب عليها وفق عوامل مستقلة (السيسي، 2014، صفحة 70).

وبهذا أصبح القطاع المالي من أهم القطاعات المدرة للأرباح، زد على ذلك أن هذه الأخيرة تكون بنسب كبيرة وفي فترات وجيزة، حيث يلاحظ أن الشركات متعددة الجنسيات والتي تنشط في المضاربات المالية، عادة ما يحذر المسؤولون فيها من الاستثمار الانتاجي، بحجة تفضيل استعمال فائض السيولة لديها في عمليات المضاربة في أسواق الصرف وأسواق الأوراق المالية (القطاطشة، 2013، صفحة 253). مما يؤدي إلى تفاوت كبير في الدخول ما بين الأعوان الاقتصاديين. كل هذا على حساب الطبقة العاملة، التي دخلت أجورها في مرحلة من الركود، على الرغم من الضغوط المفروضة عليها من قبل ما يسمى بالنخب المالية، للرفع من انتاجيتها والتي لم تقابلها زيادة في الأجور. فلم يعد القطاع الحقيقي هو المسؤول عن خلق الثروة، كنتيجة لخلق القيمة المضافة. فالقطاع المالي اليوم هو المصدر الأكبر للثروة، وهذا ما يبينه الجدول الموالي.

الجدول رقم (01): مؤشرات مختارة تبين انفصال القطاع الحقيقي عن القطاع المالي خلال الفترة 1990-2025

المؤشر	التطور الكمي والدلالة التحليلية
نسبة الأصول المالية الى الناتج العالمي	ارتفعت من خمسة أضعاف سنة 1990 الى 14 ضعفا سنة 2025 تضخم القطاع المالي بوتيرة تفوق الإنتاج الحقيقي.
حجم المشتقات المالية	تجاوز 600 ترليون دولار أمريكي بما يمثل ستة أضعاف الناتج العالمي. تضخم حجم الأدوات المالية غير المرتبط مباشرة بالنشاط الحقيقي.
نصيب القطاع المالي من الأرباح عالميا	من 15% في الثمانينات القرن الماضي الى ما بين 35% و 40% في عشرينات هذا القرن. تحول الربحية من الصناعة والإنتاج الى القطاع المالي.
نسبة الاستثمار الإنتاجي الى الناتج العالمي	نسبة شبه ثابتة خلال الفترة 1990/2025 ما بين 23-27% ثبات في حجم الاستثمار الحقيقي، رغم توسع حجم الائتمان والسيولة.
تطور مؤشر S&P 500 مقارنة بالناتج المحلي الاجمالي الأمريكي.	ما بين 2010/2025 ارتفع المؤشر بنسبة 250% مقابل 35% بالنسبة للناتج المحلي الاجمالي الأمريكي. انفصال التقييم في أسواق الأوراق المالية عن الاقتصاد الحقيقي.
حصة الائتمان الموجهة للأسواق المالية والعقارية	أكثر من 65% من إجمالي حصة الائتمان في الاقتصاديات المتقدمة. تحول التمويل من الإنتاج الى المضاربة والأصول العقارية.
NBFI حجم أصول المؤسسات غير المصرفية	49.1% من الأصول المالية العالمية سنة 2023 توسع حجم التمويل خارج القنوات البنكية المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي.

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على:

- The Bank of International Settlement, (2024), Quarterly Review: Global Financial Assets and Derivatives Statistics..
- Financial stability board, (2024), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation.
- World Bank, (2025), World Development Indicators.
- The Organisation for Economic Co-operation and Development, (2024), Financial Accounts of OECD Countries.
- McKinsey Global Institute, (2021), The Rise and Rise of the Global Balance Sheet.
- International Monetary Fund, (2024), Global Financial Stability Report.

يبرز الجدول رقم 01، أهم المؤشرات التي تعكس الانفصال المتزايد للقطاع المالي عن القطاع الحقيقي عالميا، من خلال مقارنة تطور الأصول المالية، المشتقات المالية، نصيب الأرباح المالية وغيرها، مقابل نسب الاستثمار الحقيقي.

حيث تبين هذه المؤشرات أن النشاط المالي، قد أصبح ينمو بمعزل عن النشاط الإنتاجي الحقيقي، ففي حين تضاعفت الأصول المالية 14 ضعفا بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي العالمي، وأصبحت المشتقات المالية تمثل ستة أضعافه، ظل

الاستثمار الحقيقي شبه ثابت منذ أكثر من ثلاثة عقود. كما أن نصيب القطاع المالي من الأرباح ارتفع من 15% في ثمانينات القرن الماضي إلى ما يقارب 40% في السنوات الأخيرة.

3. أثر الأمولة الاقتصادية على السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية:

قبل التطرق إلى العلاقة بين الأمولة الاقتصادية والسلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، سنعرج على مفهومين رئيسيين هما الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي. بالإضافة إلى التغير الحاصل في حجمهما عالمياً.

1.3. الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي:

الاستثمار الحقيقي هو النشاط الاستثماري القائم على اقتناء سلع رأسمالية، من مباني، أراضي، تجهيزات إنتاج ومواد الإنتاج ولوازمه، في حين أن الاستثمار المالي فيقوم على اقتناء الأصول المالية بمختلف أشكالها (شموط وكنجو عبود كنجو، 2008، صفحة 17)

يهدف الاستثمار الحقيقي إلى تحقيق أرباح إيرادية مستمرة بينما يهدف الاستثمار المالي إلى تحقيق أرباح رأسمالية. وبالرجوع إلى التعريف الكلاسيكي لها، فقد عرفها نيكولاس كالدور سنة 1939 بأنها عملية شراء أو بيع السلع بنية إعادة بيعها (أو شرائها) في تاريخ لاحق، عندما يكون الدافع مرتبطاً بالأمل في تغير سعر السلعة، وليس بالمزايا المتعلقة باستخدامها (Page 109, 2018, PLIHON). فالأرباح الرأسمالية هي نتاج لعملية المضاربة، والتي يمكننا تعريفها بأنها الأرباح الناتجة عن التقلبات المتوقعة في أسعار السلعة أو الورقة المالية (رمضان، 2002، صفحة 14). وفيما يلي جدول يبين التغير في كل من حجم الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي خلال الثلاث عقود الماضية.

الجدول رقم (02): التغير في حجم الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي عالمياً خلال عقود الفترة 1990-2025

السنوات	حجم الأصول المالية بالنسبة إلى حجم الإنتاج العالمي	تكوين رأس المال بالنسبة لحجم الإنتاج العالمي (%)
1990	4.5-5 أضعاف	24-25
2000	8.5 أضعاف	24
2010	9.5-10 أضعاف	23-24
2020	12 ضعف	26-27
2025/2024	14-16 ضعف	26-27

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على

- World Bank, (2024), Global Economic Prospects.
- The Bank of International Settlement, (2024), Global Financial Assets and Liabilities Database, Basel.
- Financial Stability Board, (2024), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation.
- McKinsey Global Institute, (2021), The Rise and Rise of the Global Balance Sheet.
- The Organisation for Economic Co-operation and Development, (2023), Financial Statistics Yearbook.

يبين هذا الجدول حجم التغير في الاستثمار المالي (الأصول المالية بالنسبة للناتج العالمي)، مقارنة بالاستثمار الحقيقي (تكوين رأس المال بالنسبة للناتج العالمي)، حيث تشير فترة التسعينات من القرن الماضي بداية توسع العولمة المالية مع

ارتباط معتدل ما بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، في حين نلاحظ ما بين الفترة 2000-2010 تضاعف الأصول المالية بما يقارب عشرة أضعاف الناتج العالمي، فيما بقي الاستثمار الحقيقي في حالة من الاستقرار، وبالرغم من مرور الاقتصاد العالمي بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، إلا أن حجم الاستثمار المالي واصل الارتفاع ليمثل 12 مرة الإنتاج العالمي سنة 2020، نظرا لتبني سياسات نقدية توسعية، وأسعار فائدة منخفضة، في حين لم ينمو الاستثمار الانتاجي بأكثر من 27 %، وهو ما استمر في السنوات الأخيرة، بالرغم من مواصلة الاستثمارات المالية لنموها لتمثل حوالي 16 مرة الإنتاج العالمي، وهو ما يعمق الأموال الاقتصادية ويؤكد تحول الموارد نحو الاستثمار المالي عوض الاستثمار الحقيقي.

2.3. التغير في السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية:

من المسلم به أن الهدفين الرئيسيين لنشاط المؤسسة، هما تحقيق الأرباح والنمو، من خلال التوسع في أنشطتها التقليدية، غير أنه قد لوحظ في العقود الأخيرة تغيرا في السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، وإعادة توجيه في أولويات الإدارة نحو خلق قيمة للمساهمين، تؤدي الى انخفاض في معدل النمو المطلوب، وذلك راجع الى كون أهداف المديرين في إدارة المؤسسة تختلف عن أهداف المساهمين، حيث يهتم المدير على وجه الخصوص بالنمو، وتعظيم الأرباح، في حين يهتم المساهم حصريا بالأرباح. (STOCKHAMMER, 2004)

كما بينت الدراسات، أن المؤسسات الناشطة في صناعات تشهد اتجاهات قوية نحو الركود الصناعي، أصبحت أكثر توجها نحو شراء أسهمها الخاصة، لزيادة قيمتها السوقية، بدلا من إعادة استثمار الفوائض المالية في رأس المال الثابت، ففي الفترات التي تتراجع فيها فرص الاستثمار المربحة في القطاعات الإنتاجية، تحول المؤسسات تركيزها الى الأنشطة المالية، وعلى رأسها عمليات إعادة شراء الأسهم، وهو النشاط الذي ازداد منذ ثمانينيات القرن الماضي. حيث أن الركود الصناعي يمثل عاملا مهما في تفسير السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، إذ تبرز عمليات إعادة الشراء كعنصر محوري لتحقيق قيمة مضافة في ظل ضعف الاستثمار الحقيقي (DAVIS & MACKORMACK, 2021)

وقد تختلف أسباب التغير في السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، في الاقتصاديات المتقدمة التي يلعب فيها المستثمرون المؤسسيون دورا رئيسيا في الضغط على المؤسسة للزيادة من أرباحها والتعظيم من قيمتها السوقية (وهو ما سنتطرق له في القسم الموالي من هذا المقال)، عنها في الاقتصاديات النامية، التي يرجع التغير في السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية فيها الى تباطؤ النمو الصناعي وليس ضغوط رأس المال المالي، فبعض القطاع الصناعي عن تحقيق نمو وربحية كافية، تلجأ المؤسسات الى الاستثمار المالي لتعويض هذا النقص، مما يعمق الركود الصناعي (SHROMANA, 2021)

يبين الجدول الموالي التطور في نسب الاستثمارات المالية للمؤسسات غير المالية خلال العقدين الماضيين، وكذا مكونات الاستثمارات المالية لهذه المؤسسات.

سنركز من خلال هذا الجدول، على التغير الحاصل في استراتيجيات الاستثمار المالي للمؤسسات الصناعية والتجارية (غير المالية)، في حين سنتطرق من خلال الشكل رقم 01 أدناه الى التطور الحاصل في حجم الأصول المالية للمؤسسات غير المالية.

الجدول رقم (03): نسب تطور الاستثمارات المالية للمؤسسات غير المالية (2010-2025 سنوات مختارة)

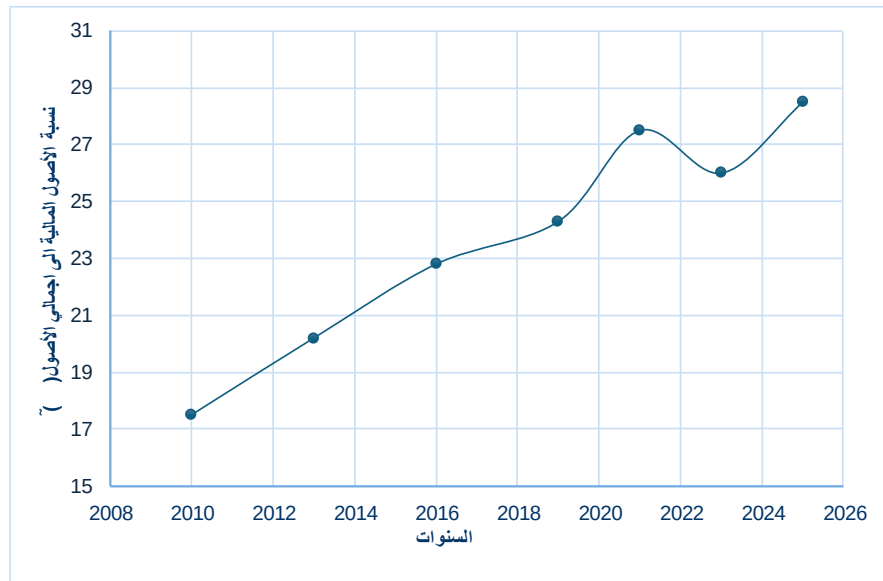
السنوات	2010	2013	2016	2019	2021	2023	2025
نسبة الأصول المالية اجمالي الأصول (%)	17.5	20.2	22.8	24.3	27.5	26	28.5
مكونات الاستثمارات المالية الأساسية	الودائع البنكية، السندات القصيرة الأجل، الأسهم القابلة للتداول	أدوات الدين الحكومية، صناديق السوق النقدي	الأسهم والسندات الخاصة، الأدوات المشتقة للتحوط	استثمارات طويلة الأجل في محافظ مالية وشركات تابعة	سندات الشركات، الصناديق الاستثمارية، أدوات التمويل الأخضر	مزيج من الأصول السائلة والمالية الرقمية (crypto-assets)	أدوات مالية طويلة الأجل واستثمارات بيئية ومستدامة (ESG)

المصدر: من اعدادا الباحثان بالاعتماد على:

- International Monetary Fund, (2022), Global financial stability report.
- World Bank, (2024), Global economic prospects.
- The Bank of International Settlement, (2023), Quarterly Review: Global Financial Assets and Derivatives Statistics.
- The Organisation for Economic Co-operation and Development, (2023), The Financial accounts of OECD countries.

بالعودة الى الجدول رقم (03) نلاحظ أن المؤسسات غير المالية في مرحلة ما بعد الأزمة المالية العالمية، ركزت على الأصول السائلة قصيرة الأجل للحفاظ قدر الإمكان على السيولة، تلاها توسع مؤقت في حجم التوظيفات قصيرة الأجل سنة 2013، نتيجة سياسات التيسير الكمي المنتهجة من قبل مجموعة من الدول في اطار مختلف خطط الإنقاذ التي تلت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، مع تركيز مستمر على الأدوات والاستثمارات المالية قصيرة الأجل، ولكن ابتداء من سنة 2016 نلاحظ أن المؤسسات غير المالية قد بدأت البحث عن عوائد أكبر في ظل أسعار فائدة منخفضة تاريخياً، من خلال توجيه استثماراتها الى الأسهم والسندات والمشتقات المالية، وقد ازداد الميل نحو التنوع المالي داخل المؤسسات الصناعية والتجارية في السنوات التالية، ليسجل زيادة حادة في حجم الأصول المالية عقب جائحة كوفيد-19 لتليه عودة تدريجية للسياسات النقدية التقليدية سنة 2023، بعد رفع معدلات الفائدة، مما جعل هذه المؤسسات تعود الى التوظيفات قصيرة الأجل، والتوجه الى الاستثمار في الأصول المالية الرقمية، وما يلاحظ في السنتين الأخيرتين قيام المؤسسات الإنتاجية والصناعية، بتغيير استراتيجيتها الاستثمارية والتوجه الاستثمار غير النشط الذي يركز على الأجل الطويل والاستثمارات البيئية والمستدامة.

الشكل رقم (01): تطور نسبة الأصول المالية من إجمالي أصول المؤسسات غير المالية (1995-2025)



المصدر: معد بالاعتماد على الجدول رقم (03).

يمثل هذا الرسم الاتجاه التصاعدي التدريجي في حصة الأصول المالية من إجمالي أصول المؤسسات غير المالية خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2025، يُظهر المنحنى تصاعداً مستمراً في درجة "تمويل" المؤسسات غير المالية (Financialization)، حيث ارتفعت النسبة من نحو 10٪ في منتصف التسعينيات إلى أكثر من 28٪ بحلول عام 2025. هذا الاتجاه يعكس التحول البنوي في استراتيجيات الشركات الصناعية والتجارية نحو إدارة المحافظ المالية لتحقيق الاستقرار والعائد طويل الأجل.

4- دور المستثمرين المؤسسيين في تغير السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية:

في ظل اقتصاد عالمي أكثر أمولة، لم تعد البنوك الأعوان الرئيسية المسؤولة عن التمويل، حيث أصبحت المؤسسات الكبرى التي تستثمر بصورة تقليدية، باستخدام الأرباح غير الموزعة أو بالحصول على قروض بنكية، تستطيع رفع رأسمالها من خلال قنوات مالية جديدة، هي أسواق الأوراق المالية والمستثمرون المؤسسيون (بنوك الاستثمار، صناديق التقاعد، صناديق التوظيف الجماعي، صناديق المضاربة وغيرها).

ومما ساهم في تعميق هذه الظاهرة، الدور البارز الذي يلعبه المستثمرون المؤسسيون، نظرا للحجم الكبير للمساهمات التي يمتلكونها في رؤوس أموال المؤسسات المختلفة (كما يوضحه الجدول رقم 05 أدناه)، ومن تم قدرتهم على التأثير في سياساتها، زد على ذلك سعيهم الدائم لتحقيق الربح، مهما كانت الأساليب المستخدمة لتحقيق ذلك (FREITAS, 2018, Page121)، وهو ما سنوضحه في العنصر الموالي.

4-1- إستراتيجية المستثمرين المؤسسيين:

يهتم المستثمرون المؤسسيون، بعوائد الأسهم والأرباح المحققة، أكثر من نشاط المؤسسة، الأمر الذي غير عالم الأعمال وأعاد تحديد معايير المردودية. كما خلق نظام تقييم المؤسسة فيه يكون أولا وقبل كل شيء وفقا لتقييمها في البورصة.

وقصد جذب المستثمرين المؤسساتيين، تلجأ المؤسسات الى استراتيجيات قصيرة المدى، تركز على التلاعب بمستوى مديونيتها، لتجنب تمويل مشاريع انتاجية طويلة المدى، وفي نفس الوقت تبتعد عن أساليب الادارة التقليدية، التي تعمل على استقرار العلاقة بين ارباب العمل والموظفين مثل العمالة المستدامة او المساومة الجماعية. للتوجه إلى أساليب جديدة كالتسيير المرن، الاستعانة بالتعاقد الخارجي لتقديم خدمات، كان من المفروض أن ترفع من انتاجية المؤسسة. ترجمت هذه التطورات بخلل في سوق العمل وركود في الأجور، ظاهرتان تؤديان بدورهما ليس فقط إلى تدهور الظروف المعيشية للعمال، بل الى تباطؤ في الطلب الكلي.

ونظرا لحجم الأسهم التي يمتلكها المستثمرون المؤسساتيون في رؤوس أموال الشركات متعددة الجنسيات الكبرى، فقد حصلوا على قوة مالية، تجعل التحويلات تتم بينهم بصورة كبيرة، وعليه يستمر سعر الأسهم في الارتفاع، لتفادي وقوع أي صندوق من صناديق المضاربة في الخسارة، وهذا الارتفاع يفوق الزيادة في الانتاج في المؤسسة التي يتم تداول أوراقها. وبهذا يولد الميكانيزم المسمى بالفقاعة المالية الذي لا يعبر الا عن رأس المال الوهمي، حيث يعمل هؤلاء المستثمرون المؤسساتيون، وفق استراتيجية تتألف من طريقتين متكاملتين: تعظيم عوائد الأسهم لحملتها، وتعظيم القيمة السوقية للأسهم قصد تحقيق ارباح عند بيعها. (Harribey, 2000)

فالجيل المقبل من كبار المدراء في أوروبا، يتم تدريبهم على وضع المصالح التجارية لشركاتهم، فوق أية اعتبارات أخرى، دون مراعاة لأهداف التنمية أو غيرها من الاعتبارات الوطنية. (القطاطشة، 2013، صفحة 238)

الجدول رقم (05): تطور الأصول تحت الإدارة في صناعة إدارة الأصول عالميًا (2010-2025 سنوات مختارة)

السنة	2010	2015	2019	2022	2024	2025
إجمالي الأصول تحت الإدارة AUM	65	76.7	89	120	128	147

(الوحدة: ترليون دولار)

(أمريكي)

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- Financial Stability Board, (2010- 2015), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation.
- McKinsey Global Institute, (2025), Assets management, The great convergence.
- Boston consulting group, (2010, 2020, 2024), Global asset management report.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، ارتفاع إجمالي الأصول تحت الإدارة التي تدار لحساب المستثمرين المؤسساتيين (صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق سيادية....الخ)، من 65 ترليون دولار أمريكي سنة 2010 إلى 147 ترليون دولار أمريكي خلال النصف الأول من سنة 2025، وهذا يشير الى حجم سيطرة المستثمرين المؤسساتيين على هيكل الملكية في الأسواق المالية العالمية.

4-2- دور صناديق التقاعد:

من بين المستثمرين المؤسساتيين، تجدر الاشارة بشكل خاص إلى صناديق التقاعد، ذلك أن تأثيرها على الدول القومية وعلى الاقتصاد العالمي بارز لدرجة أن البعض يتحدث عن "رأسمالية صناديق التقاعد"، والجدول رقم 04 يبين حجم أصول صناديق التقاعد.

الجدول رقم (04): تطور أصول صناديق التقاعد العالمية في أكبر 22 سوقا للمعاشات P22 (2015-2025)

السنوات	2015	2019	2021	2023	2024	2025
قيمة الأصول	36	46.7	56.6	55.7	58.5	68.3

الوحدة: ترليون دولار أمريكي

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على

- Thinking Ahead Institute, (2015, 2019, 2021, 2023, 2024, 2025), Global Pension Assets Study.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن حجم أصول صناديق التقاعد، المدرجة في أكبر 22 سوق معاشات (ما يرمز له في تقارير المعهد ب P22)، حسب تقديرات المعهد، قد تضاعفت خلال العقد الماضي، ورغم مرور الاقتصاد العالمي بجائحة كوفيد 19، والاضطرابات الجيوسياسية والاقتصادية، بفعل الحرب الروسية على أوكرانيا سنة 2022 وما تلاها من حروب وصراعات في الشرق الأوسط، إلا أن نشاط هذه الصناديق لم يشهد تراجعاً كبيراً، وسرعان ما بلغ حجم أصولها أرقاما قياسية سنة 2024 ب 58.5 ترليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل 68% من الناتج الداخلي الخام لاقتصادياتها مجتمعة. ثم 68.3 ترليون دولار سنة 2025.

كما تميل صناديق التقاعد الى تنويع أصولها على الصعيد العالمي، حيث تبلغ نسبة التدويل لبعض صناديق التقاعد في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، أيرلندا وهولندا، ما بين 15 % و 37 %، وهو ما يدل على حجم أنشطتها العابرة للقارات (FREITAS, 2018, Page119).

5. تحليل النتائج:

توصلنا من خلال هذا البحث الى النتائج التالية

- انفصال القطاع المالي على القطاع الحقيقي، أدى الى زيادة حجم الاستثمارات المالية وثبات حجم الاستثمارات الحقيقية.
- السعي لزيادة الأرباح وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسات، دفع المؤسسات غير المالية الى تغيير سلوكها الاستثماري.
- التغيير في السلوك الاستثماري للمؤسسات غير المالية، كان من أسبابه الضغوط المفروضة من المستثمرين المؤسساتيين، وعلى رأسهم صناديق التقاعد، نظرا لضخامة حجم رؤوس أموال هذه الكيانات واتساع استثماراتها.
- الركود الصناعي يدفع الى مزيد من الأمولة الاقتصادية، وهذه الأخيرة تزيد من حدة الركود الصناعي.
- التغيير في السلوك الاستثماري للمستثمرين المؤسساتيين، من الاستثمار النشط القائم على المضاربات الى استثمار غير نشط، يمتد في أجاله، يدل على تغيير في نمط الاستثمار المالي، قد يجعل منه أكثر استقرارا.
- على عكس الدول المتقدمة، فالأمولة الاقتصادية في الدولة النامية ناجمة عن ضعف النمو في القطاع الحقيقي، وبالتالي تلجأ المؤسسات غير المالية، الى الاستثمار المالي لتحقيق الأرباح، وليس بسبب هيمنة رأس المال المالي.

6. خاتمة:

لقد كان للتحول الذي عرفه الفكر الرأسمالي عبر العقود، من الرأسمالية التجارية والصناعية الى الرأسمالية المالية، التي تسارعت وتعاظمت بفعل العولمة المالية والانفتاح المالي، وما شهده العالم من ثورة تكنولوجية، أثر مباشر على عملية خلق الثروة، حيث أصبح القطاع المالي يسيطر على التراكم الرأسمالي وآلياته المختلفة، مما جعله عملية تتم بدون انتاج.

هذا الخلل الحاصل أدى الى ظهور الأمولة الاقتصادية، التي تتميز بهيمنة القطاع المالي على القطاع الحقيقي، ليس فقط من خلال خلق الثروة، وانما بمقدرته على التأثير على استراتيجيات المؤسسات غير المالية، بجعلها تركز على زيادة الأرباح وتعظيم القيمة السوقية، ناهيك عن أن هذه المؤسسات بدورها، أصبحت تفضل الاستثمار المالي على الاستثمار الحقيقي، كنتيجة للركود الصناعي. ومن كل ما سبق، توصلنا الى مجموعة من التوصيات، نسردها فيما يلي:

-دعم وتطوير أسس الحوكمة في المؤسسات غير المالية، بما يسمح بالعودة الى الهدف الرئيسي من نشاط المؤسسة، ألا وهو النمو، وليس تحقيق الأرباح مهما كانت الوسيلة.

-معالجة مشكلة الركود الصناعي من شأنه أن يعيد توجيه المؤسسات غير المالية الى الاستثمار الحقيقي.

-على الدول المختلفة، خصوصا النامية منها التركيز على نظمها الضريبية بنفس قدر تركيزها على استقطاب رؤوس الأموال الدولية، لتفادي مخاطر الأمولة الاقتصادية.

-تفعيل وزيادة نظم الرقابة على الأنشطة المالية سواء على مستوى الدولة أو على المستوى العالمي.

-المخاطر التي تحملها رؤوس الأموال الدولية، لا تعني بالضرورة عدم السعي لاستقطابها بالنسبة للدول النامية، وانما عليها أن تحاول الاستفادة من التغيرات الحاصلة في السنوات الأخيرة، في ظل توجهها الى الاستثمار طويل الأجل.

7-قائمة المراجع:

- 1- القباطشة، م. ح. (2013). النظام الاقتصادي السياسي الدولي. (éd.1). عمان، الأردن: داروائل للنشر.
- 2- شموط، م. & كنجو عبود كنجو. (2008). أسس الاستثمار. مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- 3- السيسي، ص. ا. (2014). الموسوعة الاقتصادية الدولية، الاقتصاد الدولي، العولمة والتحويلات الاقتصادية الدولية. (éd.1). القاهرة، مصر: دار الكتاب الحديث.
- 4- رمضان، ز. (2002). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. (éd. 2). عمان، الأردن: داروائل للنشر.
- 5- World Bank. (2025). World Development Indicators. Récupéré sur <https://www.worldbank.org>
- 6- World Bank. (2024). Global economic prospects. Récupéré sur <https://www.worldbank.org>
- 7- World Bank. (2024). Global Economic Prospects. Récupéré sur <https://www.worldbank.org>
- 8- Thinking Ahead Institute. (2015, 2019, 2021, 2023, 2024, 2025). Global Pension Assets Study. Récupéré sur <https://www.thinkingaheadinstitute.org>
- 9- The Organisation for Economic Co-operation and Development. (2024). Financial Accounts of OECD Countries. Récupéré sur <https://www.oecd.org>
- 10- The Organisation for Economic Co-operation and Development. (2023). Financial Statistics Yearbook. Récupéré sur <https://www.oecd.org>
- 11- The Bank of International Settlement. (2023). Quarterly Review: Global Financial Assets and Derivatives Statistics. Récupéré sur <https://www.bis.org/>
- 12- The Bank for international settlements. (2024). Global Financial Assets and Liabilities Database, Basel. Récupéré sur <https://www.bis.org>
- 13- The Bank for international settlements. (2024). Quarterly Review: Global Financial Assets and Derivatives Statistics. Récupéré sur <https://www.bis.org/>
- 14- STOCKHAMMER, E. (2004, 9 1). Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, 28(5), pp. 719-741. Consulté le 10 6, 2025, sur <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>
- 15- SHROMANA, G. (2021, 7 19). Financialization of the Real Economy: New Empirical. Journal of Quantitative Economics, 19, pp. 493-523. Consulté le 11 11, 2025, sur <https://link.springer.com/article/10.1007/s40953-021-00242-2>
- 16- PLIHON, D. (2018). la spéculation. Dans D. PLIHON, les désordres de la finance, crises boursières, corruption, mondialisation (éd. 2eme, pp. 109-114). Alger, Algérie: Office des publications universitaires.

- 17- PALLEY, T. (2013). Financialization: The Economics of Finance Capital Domination. London: Palgrave Macmillan UK. Consulté le 3 28, 2023, sur https://doi.org/10.1057/9781137265821_2
- 18- McKinsey Global Institute. (2021). The Rise and Rise of the Global Balance Sheet. Récupéré sur <https://www.mckinsey.com>
- 19- Mckinsey Global Institute. (2025). Assets management, The great convergence. Récupéré sur <https://www.mckinsey.com>
- 20- International Monetary Fund. (2024). Global Financial Stability Report. Récupéré sur <https://www.imf.org>
- 21- Harribey, J.-M. (2000). la financiarisation de l'économie et la création de la valeur. groupe d'économie du développement de l'université montesquieu Bourdeaux IV. Consulté le 11 11, 2025, sur <https://ideas.repec.org/p/mon/ceddtr/45.html>
- 22- Fund, I. M. (2022). Global financial stability report. Récupéré sur <https://www.imf.org>
- 23- FREITAS, N. E. (2018). Les fonds de pension. Dans D. PLIHON, Les désordres de la finance, crises boursières, corruption, mondialisation (éd. 2, pp. 115-122). Alger, ALGERIE: Office des publication universitaires.
- 24- Financial stability board. (2024). Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation,. Récupéré sur <https://www.fsb.org>
- 25- Financial Stability Board. (2010-2015). Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation. Récupéré sur <https://www.fsb.org>
- 26- EPSTIEN, G. (2025). Financialization. London, United kingdom: Palgrave Macmillan UK. Consulté le 10 6, 2025, sur https://doi.org/10.1057/978-1-349-95121-5_3087-1
- 27- DAVIS, L., & MACKORMACK, S. (2021, 06 9). Industrial stagnation and the financialization. Evolutionary political economy, 2, pp. 459-491. Consulté le 11 11, 2025, sur <https://link.springer.com/article/10.1007/s43253-021-00043-6#citeas>.
- 28- Boston Consulting Group. (2010,2020,2024). Global asset management report. Récupéré sur <https://www.bcg.com>