



المركز الجامعي أحمد بن يحيى الوشكري تيمسبيلت

معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير

الموضوع

دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

في ظل إنهيار أسعار النفط

– دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة ( 2010–2015 ) –

مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

– تخصص: مالية المؤسسة –

إشراف الأستاذ:

\* كروش نور الدين

إعداد الطالبتين:

• لكاف أسماء

• نقاب نوال

لجنة المناقشة

الأستاذ: دراجي عيسى.....رئيسا

الأستاذ: كروش نور الدين..... مقرر و مشرفا

الأستاذ: فتح الله معزوز.....ممتحنا

السنة الجامعية 2018/2017



## إهداء

أحمد الله وأشكره على جزيل نعمائه ووفر عطائه

وله الشكر على توفيقه وإحسانه وخيراته وأفضاله حمداً وشكراً مبلغاً رضاه أما بعد

أهدي ثمرة جهدي المتواضع هذا إلى من قال فيهما الرحمان (وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً)

إلى (أم..... ي) الحنونة التي تعبت وسهرت لأصل لقمة النجاح وغرست في روح العمل

والأخلاق

إلى من أخذ بيدي حتى وصلت إلى غايتي وأمدني بالدعم والهمة وكان مناه نجاحي وفرحتي (أبي)

كما أهدي هذا العمل إلى عائلتي (سميرة، سارة، نسرين، يحي عبد النور)

وإلى كل الأحبة "نوال، خالد، بوحاج"

إلى من جمعني معهم المحبة في الله من لا أنسى طيبتهم "آسيا، ليلي، سارة، صابرينة، خيرة، ضاوية،

مريم، فاطمة"

إلى كل من نساهم قلبي ولم ينساهم قلبي

إلى كل من يقرأ هذه المذكرة

## أسماء

## إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى من غمرتني بالحب والحنان.....إلى رمز العطاء  
والوفاء.....إلى من كان دعائها سر نجاحي (أمي الغالية)

إلى من كلله الله بالهبة والوفاء .....إلى من علمني العطاء دون انتظار.....إلى  
من أحمل اسمه بكل افتخار (أبي العزيز)

إلى من كانوا لي سندا في الحياة إخوتي (سهام، أبو بكر، محمد، ريم)

إلى الأهل و الأحبة أينما كانوا وأينما وجدوا

إلى من قاسمني عناء هذا البحث "أسماء"

إلى من يحن القلب للقائهم وتدمع العين لفراقهم "كريمة، خديجة، نعيمة، جميلة، عبلة، فاطمة"

إلى جميع طلبة تخصص مالية مؤسسة دفعة 2018.

## نوال

## الشكر

الحمد لله الذي وفقنا وأعانا على إعداد هذه المذكرة

نتقدم بتشكراتنا وثناءنا إلى الوالدين الكريمين

إلى الأستاذ الفاضل المشرف "كروش نور الدين" الذي أفادنا بالنصح والارشاد وكان

له الفضل في توجيهنا إلى أن انتهينا من انجاز مذكرتنا.

وعرفانا منا بالجميل إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في انجاز مذكرتنا هاته،

نتقدم لهم بالشكر الجزيل

إلى جميع أساتذة معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير فلولاهم ما وصلنا

إلى هذا.



## المخلص:

تعتبر سوق الاوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر تمويل التنمية الاقتصادية وفي ظل انهيار أسعار النفط أصبحت تعاني من مشاكل تمويل الاقتصاد، ولحاولة توضيح دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر في ظل انهيار اسعار النفط، قسمنا بحثنا إلى ثلاثة فصول حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى إلقاء نظرة شاملة للأسواق المالية ، ثم يلي ذلك الفصل الثاني الذي كان موضوعه دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، أما الفصل الثالث قمنا بدراسة تحليلية للاقتصاد الوطني وبورصة الجزائر خلال 2010-2015 وفي آخر هذه الدراسة استخلصنا النتائج التالية:

- السوق المالي هو ذلك المكان الذي يتم فيه تحويل الموارد المالية من وحدات الفئات المالي إلى وحدات العجز المالي.

- التنمية الاقتصادية هي تقدم المجتمع من خلال استحداث أساليب التنمية.

- يتجلى دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في ظل انهيار أسعار النفط في توفير السيولة اللازمة لذلك.

- لم تتوصل البورصة إلى هدفها الرئيسي وذلك لضعف الدخل القومي.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي، تمويل، التنمية الاقتصادية، بورصة الجزائر.

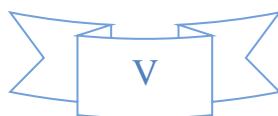
**Resume:**

Le marché boursier est l'un des plus importants mécanismes d'économie de marché en tant que source de financement pour le développement économique et l'effondrement des prix du pétrole souffrent des problèmes de financement de l'économie, et d'essayer de clarifier le rôle du marché financier dans le financement du développement économique et les éléments d'activation de la Bourse d'Alger sous l'effondrement des prix du pétrole, nous avons divisé notre recherche à trois chapitres où nous avons eu affaire au premier trimestre de jeter un regard global sur les marchés financiers, puis suivi par le deuxième chapitre, qui était le thème du rôle du marché financier dans le financement du développement économique, le troisième chapitre, nous avons une étude analytique de l'économie nationale et l'échange de l'Algérie au cours de 2010-2015 et dans ces derniers Afin d'étudier, nous avons obtenu les résultats suivants :

- Le marché financier est le lieu où les ressources financières sont transférées des unités excédentaires financières vers les unités déficitaires.

- Le développement économique est le progrès de la société à travers le développement des méthodes de développement.

- Le rôle du marché financier dans le financement du développement économique à la lumière de l'effondrement des prix du pétrole en lui fournissant les liquidités nécessaires.





- Le marché boursier n'a pas atteint son objectif principal en raison de la faiblesse du revenu national.

Mots-clés: Marché financier, Finance, Développement économique, Bourse d'Algérie



فهرس المحتويات

رقم الصفحة	البيان
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	فهرس المحتويات
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
XI	قائمة الاختصارات والرموز
أ-و	المقدمة.
<b>الفصل الأول: مدخل نظري للأسواق المالية</b>	
02	تمهيد الفصل الأول
03	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها
06	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
07	المطلب الثالث: أهمية و وظائف الأسواق المالية
10	المبحث الثاني: المتعاملون في الأسواق المالية وأدواته
10	المطلب الأول: المتدخلون في السوق المالية
12	المطلب الثاني: أدوات المالية المتداولة في السوق المالية
19	المطلب الثالث: المشتقات المالية
23	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية
23	المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية
26	المطلب الثاني: المؤشرات المالية للأسواق المالية
30	المطلب الثالث: عوامل نجاح الأسواق المالية.
31	خلاصة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: الإطار النظري للتنمية الإقتصادية</b>	





33	تمهيد الفصل الثاني
34	المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية
34	المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية
41	المطلب الثاني: محددات وخصائص التنمية الاقتصادية
44	المطلب الثالث: الأهداف وأهمية التنمية الاقتصادية
48	المبحث الثاني: ماهية تمويل التنمية الاقتصادية
48	المطلب الأول: تعريف التمويل
52	المطلب الثاني: المصادر الداخلية لتمويل التنمية الاقتصادية
54	المطلب الثالث: المصادر الخارجية لتمويل التنمية الاقتصادية
56	المبحث الثالث: دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية
56	المطلب الأول: موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي
57	المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي:
58	المطلب الثالث: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية:
61	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث : دراسة تحليلية للاقتصاد الجزائري وبورصة الجزائر و مؤشرات أدائها	
63	تمهيد الفصل الثالث
64	المبحث الأول: طبيعة الاقتصاد الجزائري
64	المطلب الأول: تقديم عام للاقتصاد الجزائري
76	المطلب الثاني: الاقتصاد الجزائري بين التسيير الموجه وآليات السوق:
78	المطلب الثالث: تنوع الاقتصاد الجزائري كأداة للتغلب على تقلبات أسعار النفط:
82	المبحث الثاني: مفهوم بورصة الجزائر
82	المطلب الأول: دوافع إنشاء بورصة الجزائر ونشأتها
84	المطلب الثاني: أقسام بورصة الجزائر والأدوات المتداولة فيها
85	المطلب الثالث: المتعاملون في بورصة الجزائر:
86	المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر ومؤشرات أدائها خلال الفترة 2010-2015
86	المطلب الأول: هيئات تنظيم ادارة بورصة الجزائر والأسواق المكونة لها.



89	المطلب الثاني: تحليل أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015
95	المطلب الثالث: آليات وسبل تطوير بورصة الجزائر
96	خلاصة الفصل الثالث
98	الخاتمة
101	قائمة المراجع

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
19	الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية	الشكل رقم ( 1-1 )
46	الأهداف الجوهرية للتنمية الاقتصادية	الشكل رقم ( 1-2 )
67	تطور الولادات الحية في الجزائر (بالآلاف) خلال الفترة 2000-2014.	الشكل رقم ( 3-1 )
76	تطور وضعية الموازنة العامة في الجزائر 2000-2016.	الشكل رقم ( 3-2 )
79	تطور مساهمة القيمة المضافة للزراعة في زراعة الناتج الإجمالي 2000-2014	الشكل رقم ( 3-03 )
80	تطور مساهمة القيمة المضافة للصناعة في الناتج المحلي الإجمالي 2000-2014.	الشكل رقم ( 3-4 )
88	تطور عدد الشركات المدرجة أسماؤها في السوق الرسمي 2010-2015	الشكل رقم ( 3-5 )
89	مكونات سوق بورصة القيم المنقولة في الجزائر	الشكل رقم ( 3-6 )
89	تطور أداء مؤشر دزاير اندكس خلال فترة 2011-2015 .	الشكل رقم ( 3-7 )
90	تطور قيمة التداول أسواق بورصة (2010-2015)	الشكل رقم ( 3-8 )
90	تطور حجم التداول أسواق البورصة الجزائر (2010-2015)	الشكل رقم ( 3-9 )
91	توزيع قيمة تداول البورصة الجزائر علي أسواقها خلال 2015	الشكل رقم ( 3-10 )
93	تطور قيمة التداول سوق السندات 2010-2015	الشكل رقم ( 3-11 )
94	تطور قيمة التداول بسوق سندات الخزينة العمومية 2010-2015	الشكل رقم ( 3-12 )



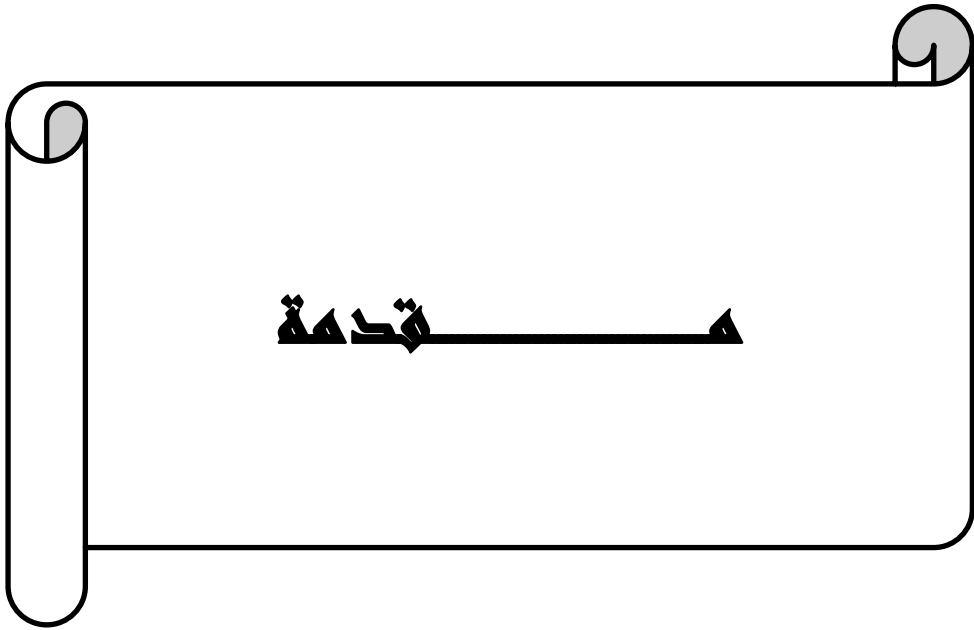
قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
26	مستويات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية	الجدول رقم ( 1-1 )
65	أداء بعض مؤشرات الاقتصاد الجزائري للفترة 1999-2010.	الجدول رقم ( 1-3 )
67	طبيعة الموارد والثروات المادية بالجزائر	الجدول رقم ( 2-3 )
69	مكانة عائدات تصدير المحروقات في الميزان التجاري.	الجدول رقم ( 3-3 )
71	نسبة تغطية الجباية البترولية لإيرادات الدولة العامة المدرجة ضمن الموازنة العامة للدولة خلال الفترة 2004-2014.	الجدول رقم ( 3-4 )
72	أثر تذبذب أسعار النفط على الصادرات للفترة 2001-2014.	الجدول رقم ( 3-5 )
73	تطور الواردات الجزائرية للفترة 2001-2014.	الجدول رقم ( 3-6 )
74	توزيع الجباية البترولية في الجزائر: (2002-2014).	الجدول رقم ( 3-7 )
81	واقع السياحة في الجزائر (2010-2013):	الجدول رقم ( 3-8 )
84	أنواع الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر.	الجدول رقم ( 3-9 )



قائمة الرموز و المختصرات

الرمز	المصطلح بالفرنسية	المصطلح بالعربية
SGBV	Prévention et réponse à la violence sexuelle et sexiste	لجنة تسير بورصة القيم
NCAC	Nationale Council Acoustical Consultants	أليانس للتأمينات
SAI	Saidal	مجمع صيدال
AUR	Auras Hôtel de L' Fondation pour le fonctionnement	مؤسسة التسيير الفندقية الأوراس
ALL	La société Illanes Assurances	شركة أليانس للتأمينات
ALLIANCE	Alliance Assurance	أليانس للتأمينات
ROUI	Nouvelle Conserverie Algérienne de Rouiba	شركة أن سي رويبة
COSOB	La Commission de contrôle des opérations de bourse	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
OAT	Le marché de bons du Trésor public	سوق سندات الخزينة العمومية
(Index500SSP)	L'indice De Stananderandp	مؤشر ستاناندراندبور
MSCI	L'indice de marchés Europe, en Australie et Extrême-Orient	مؤشر الأسواق أوروبا وأستراليا و الشرق الأقصى
NASDAK	L'indice du complexe NASDAK	مؤشر لمجمع ناسداك
NYSE	L'indice NYSE	مؤشر نايس





## مقدمة

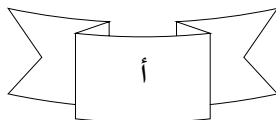
لقد أصبح وجود نظام مالي قادر على تعبئة وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة العمليات الإنتاجية من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو مستمرة و قابلة للاستمرار، وتمازس سوق الأوراق المالية دورا مهما ومحوريا في توجيهه وتعبئة المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى تحفيز وحدات التنمية الاقتصادية.

أصبحت أسواق الأوراق المالية من المواضيع المهمة التي تبحث في عالم الاقتصاد والادارة بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة التي تنتهج سياسة الانفتاح الاقتصادي والمالي، وأصبحت المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي قطاعي الأعمال و المالية، حيث يقوم قطاع الأعمال بإنتاج السلع والخدمات ويقوم القطاع المالي بتمويل ذلك الانتاج، كما تحتل الأسواق المالية مركزا بالغ الأهمية في الاقتصاد، فهي تمثل فرصا استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية.

كون الأسواق المالية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومحركها الأساسي، فإن تناوله بالدراسة يطرح أماننا إشكالا عويصا وجديرا بالاهتمام في الوقت ذاته وهو تحديد الأساليب التمويلية الناجعة والجدية والتي من شأنها دفع عجلة المؤسسات الاقتصادية نحو الأمام، ومن ثم عجلة التنمية الاقتصادية في نفس الاتجاه، وتمثل هذه الأساليب في المصادر الداخلية، وهي التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الأفراد أو مؤسسات أخرى، أما المصادر الخارجية فتتمثل في اللجوء إلى الاستثمارات الأجنبية أو المنح و المعونات الأجنبية وكل ذلك من خلال آلية السوق المالية المتبعة .

فبالأسواق المالية تعتبر ذات أهمية كبرى للاقتصاد الوطني والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها وتمويل عمليات التنمية الاقتصادية والتوسع في الشركات القائمة، فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

فالجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت اصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية التي تعتبر أداة لتوفير السيولة اللازمة مما جعلها في مقدمة الدول الواعدة اقتصاديا إذا ما أديرت هذه الأخيرة بعناية واستغلت برشاد، لكنها وعلى الرغم من توفرها على كل المصادر المتجددة وغير المتجددة بقيت عاجزة عن دفع عجلة التنمية و تحقيقها في ظل انهيار أسعار النفط، لذا كان لا بد من إيجاد بدائل أخرى إما في شكل طاقات بديلة متجددة أو التأهيل و النهوض





بالقطاعات الناشئة الذي ظل الحل الوحيد أمامها في ظل امكانية ظهور بدائل طاقوية تغني عن البترول والغاز مستقبلا، وإيجاد سبل تطوير وتنمية هذه السوق التي تستهدف إلى خلق التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

### الإشكالية:

باعتبار التنمية الاقتصادية المحدد الرئيسي لتطور اقتصاد الدولة ومدى نجاحه، حيث يتم تمويل التنمية الاقتصادية عن طريق الموارد المالية التي توفرها الأسواق المالية والنظام المصرفي الذي يعد بمختلف أجهزته القلب النابض للاقتصاد الوطني وذلك في ظل انهيار أسعار النفط.

وعلى هذا الأساس نطرح التساؤل التالي:

- ما هو الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية؟ وماهي مقومات تفعيل بورصة الجزائر في ظل انهيار أسعار النفط؟

و لتبسيط الإشكالية الرئيسية ارتأينا إلى إرفاقها بالأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالسوق المالي؟

- ما معنى التنمية الاقتصادية؟

- ما هو دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية؟

- هل توصلت بورصة الجزائر إلى تحقيق الهدف الرئيسي لها وهو تمويل الاقتصاد عن طريق تحريك ادخار الأفراد؟

### الفرضيات:

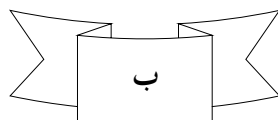
للإجابة على اشكالية البحث والوصول إلى الأهداف تم وضع الفرضيات التالية:

- السوق المالي هو ذلك المكان الذي يتم فيه تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز.

- التنمية الاقتصادية هي تقدم المجتمع من خلال استحداث أساليب التنمية.

- يتجلى دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في توفير السيولة اللازمة لذلك.

- نعم توصلت بورصة الجزائر إلى تحقيق الهدف الرئيسي لها وهو تمويل الاقتصاد عن طريق ادخار الأفراد.







### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في توضيح الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في توفيرها للموارد المالية في الاقتصاد، حيث تصرف الفائض من موارد احتياجاتها المالية إلى جهات العجز من أجل القيام بالنشاطات الاقتصادية الجديدة، وتبيان أنواع الأسواق المالية والأوراق المالية المتداولة فيها، ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية في ظل انهيار أسعار النفط.

### أهداف الدراسة:

باعتبار موضوع بورصة الجزائر من المواضيع الحديثة والتي تمت معالجته مسبقا بصور متعددة لكن بشكل مختلف، قمنا بمعالجة موضوع الأسواق المالية وتأثيرها على التنمية الاقتصادية محولين ابراز أنواع الأسواق المالية والمؤسسات المكونة لها، و دورها الفعال في التنمية، وكذلك نهدف إلى اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز العقبات وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الجزائري.

### الدراسات السابقة:

في حدود الدراسة قمنا بتناول موضوع دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في ظل انهيار أسعار النفط من خلال الدراسات السابقة:

- بوضياف عبير، **سوق الأوراق المالية في الجزائر**، عبارة عن مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير بجامعة منتوري قسنطينة عام 2007، حيث تدور إشكالية البحث حول بورصة الأسواق المالية وسبل تفعيلها وحتمية ضمان حقوق المتعاملين و حمايتهم من التيارات التي قد تعصف بمصالحهم و أموالهم التي قد تعود بالسلب على التنمية الاقتصادية، وقد قسم الباحث رسالته غلى ثلاثة فصول كما يلي:

الفصل الأول تعرض إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية من خلال تعريفها والأدوات المتداولة فيها وأنواعها ودور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، أما الفصل الثاني فقد خصص إلى مفهوم بورصة الأوراق المالية، ماهيتها، وظائفها، أنواعها، أما الفصل الثالث الذي جاء بعنوان بورصة الجزائر من خلال نشأتها، المعوقات، الشركات المساهمة في تفعيلها، وقد توصلت إلى النتائج التالية:

مازالت أسواق الأوراق المالية تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق إلى آخر، والسبب في ذلك فقر الأسواق إلى الأدوات المالية ونوعيتها، ضرورة القضاء على العقبات وتجاوزها وذلك من خلال تكثيف الجهود وفتح الأسواق



على التداول الاقليمي، تعتبر بورصة الجزائر أسواق نامية وذلك من خلال عدم وجود قواعد ونظم تحكم شروط اصدار القيم المنقولة.

- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، عبارة عن مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه، بكلية العلوم الاقتصادية و التسيير بجامعة الجزائر 03، حيث تدور إشكالية البحث حول المتطلبات الاساسية لإقامة أسواق مالية فعالة، وسبل تفعيلها. وقد قسم الباحث رسالته إلى 03 فصول كما يلي:

الباب الأول تعرض إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية من خلال ماهيتها وخصائصها ووظائفها، وكذا تنظيمها و الأدوات المتداولة فيها، أما الفصل الثاني جاء تحت عنوان أسواق الأوراق المالية كفاءتها، مؤشراتنا، أما الفصل الثالث عرض الأسواق المالية الناشئة و الأكثر تقدما من خلال مفهومها وتصنيفها.

الباب الثاني جاء بعنوان واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، حيث عالج في الفصل الرابع واقع الاقتصاديات العربية، و الإطار التشريعي والتنظيمي بها وتطورات وأداء السوق خلال الفترة 1999-2003 والفصل الخامس عالج أهم المعوقات التي تعترض تطوير أسواق الأوراق المالية، كما تطرق إلى المعوقات التي تعترض بورصة الجزائر، أما الفصل السادس فقد ألقى الضوء على سبل تفعيل وترابط الأسواق العربية، بحيث تعرض إلى اسهامات صندوق النقد الدولي، وكذا التجربة المصرية ثم تقديم بعض الاقتراحات لتفعيل الأسواق المالية، وقد توصل إلى النتائج التالية:

ضيق الفرص المتاحة للتنويع الاقتصادي، ضعف السيولة، ضآلة الانفتاح نحو الخارج، عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لتأثير معدل التضخم.

- تقيية إلياس، **عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر**، عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير بجامعة الجزائر 03، حيث تدور إشكالية البحث حول العوامل و الشروط التي تعمل على تنشيط وتطوير السوق المالية الجزائرية، وقد قسم الباحث رسالته إلى 03 فصول كما يلي:

الفصل الأول تعلق بعموميات حول الأسواق المالية من مفاهيم وظوابط التعامل، كما تطرق إلى واقع الاسواق المالية في الدول المتقدمة والناشئة والعربية من حيث تنظيمها وأدائها، أما الفصل الثاني تطرق إلى نشأة السوق المالية الجزائرية ، الهيئات التنظيمية والتسييرية لبورصة الجزائر وكذا ادبيات التعامل في هذه السوق، أما الفصل الثالث والأخير فتطرق إلى مختلف العراقيل التي لاقتها السوق المالية في الجزائر، ومن ثم التحدث عن متطلبات تطوير السوق المالية الجزائرية في ضوء المعطيات السابقة، وقد توصل إلى النتائج التالية:



تعتبر السوق المالية قناة تعمل على تسهيل عملية انتقال فوائض بعض الأعوان الاقتصادية والتي تزيد من احتياجاتها الشخصية لفترة مانحو البعض الآخر من الأعوان التي تبحث عن الأموال الكافية لتغطية عجزها، تؤدي السوق المالي وظيفة اقتصادية عامة لكل من المؤسسات والمستثمرين، يعتبر أداء السوق المالي ضعيفا مقارنة بالأسواق المالية للدول المجاورة أو العربية.

### نتائج الدراسة الحالية:

وبمقارنة الدراسات السابقة التي تم التطرق إليها مع الدراسة الحالية توصلنا إلى أن الدراسة الحالية تكمن في دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بصفة خاصة في ظل انهيار أسعار النفط وتمويل الاقتصاد الجزائري بصفة عامة، حيث توصلنا إلى النتائج التالية:

- السوق المالي هو ذلك المكان الذي يتم فيه تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي.
- التنمية الاقتصادية هي تقدم المجتمع من خلال استحداث أساليب التنمية.
- يتجلى دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في ظل انهيار أسعار النفط في توفير السيولة اللازمة لذلك.

### أسباب اختيار الموضوع:

**الأسباب الموضوعية:** - كون السوق المالي من المواضيع الحساسة والهامة في الدولة بصفة عامة والفرد بصفة خاصة، لذا تم اختياره لإثراء الساحة العلمية عموما والمكتبة الجامعية خصوصا بمرجع يخص دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في ظل انهيار أسعار النفط.

- قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع.

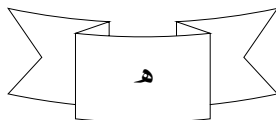
**الأسباب الذاتية:** - باعتبار بورصة الجزائر ناشئة والأوراق المتداولة فيها من أهم الأوراق المالية التي تمتاز

بالتداول، هذا ما جذبنا لدراستها من أجل معرفة مدى أهميتها وكيفية التعامل فيها.

- الموضوع يندرج ضمن التخصص المدروس.

### متغيرات الدراسة:

إبراز دور المتغير المستقل (الأسواق المالية) وتأثيرها على المتغير التابع (التنمية الاقتصادية وانهيار أسعار النفط).





### منهج الدراسة:

تجلى المنهج المتبع في المزج بين المنهج الوصفي و التحليلي، حيث تم ابراز المنهج الوصفي من خلال استعراض المفاهيم حول الأسواق المالية والتمويل والتنمية الاقتصادية، أما المنهج التحليلي فيتجسد في تحليل اداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015.

### حدود الدراسة:

تمثلت حدود دراستنا في الدراسة التطبيقية على بورصة الجزائر أما فيما يخص الاطار الزماني تمتد فترة الدراسة من 2010 إلى 2015، وهي بهذه تحتوي على تحليل أدائها و دراسة اقتصادها وإبراز المقومات والآليات التي تساعد على تفعيلها وتطويرها.

### صعوبات الدراسة:

رغم اتمام البحث إلا أنه كانت هناك صعوبات عدة أهمها:

- نقص المعطيات المتعلقة بنشاط البورصة.

- قلة الكتب في المكتبة.

### تقسيمات البحث:

للإجابة على الاشكالية قدمنا خطة عمل مقسمة إلى ثلاث فصول، حيث اندرج تحت كل

فصل ثلاثة مباحث:

الفصل الأول بعنوان مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية وقسمناه إلى ثلاث مباحث، فكان عنوان المبحث الأول ماهية الأسواق المالية، أما المبحث الثاني فهو المتعاملون في الأسواق المالية وأدواته، أما المبحث الثالث فكان عنوانه كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية

أما الفصل الثاني فكان بعنوان التنمية الاقتصادية وكيفية تمويلها ودور الأسواق المالية في تمويلها وتم

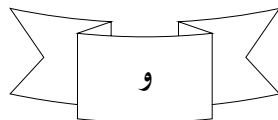
تقسيمه إلى ثلاث مباحث، فكان المبحث الأول بعنوان عموميات حول التنمية الاقتصادية، أما المبحث الثاني

فعنون بماهية تمويل التنمية الاقتصادية والمبحث الثالث كان بعنوان دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

أما فيما يخص الفصل الثالث فعنوانه دراسة تحليلية للعلاقة بين الاقتصاد الجزائري وبورصة الجزائر، حيث اندرج

تحت ثلاث مباحث فكان المبحث الأول بعنوان طبيعة الاقتصاد الجزائري والمبحث الثاني مفهوم بورصة الجزائر، أما

المبحث الثالث فكان بعنوان واقع بورصة الجزائر ومؤشرات أدائها خلال 2010-2015.





**الفصل الأول :  
الأسواق المالية**



تمهيد:

يعتبر المال عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة، ومن ثم لا بد أن يتوفر المال في الوقت المناسب وأيضاً بالقدر المناسب لتلبية هذه الحاجة. إن وجود الأسواق المالية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسستها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، فهي تتوفر على منتجات متنوعة من الأسهم والسندات بمختلف أنواعها وأدواتها تسمح للمستثمرين تنوع محافظهم المالية للتقليل من المخاطر السوقية وتحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب، كما أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات وتوفر المعلومات للمستثمرين نظراً للمكانة الكبيرة التي تحتلها الأسواق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

ولمعرفة أكثر عن الأسواق المالية سنتطرق في هذا الفصل إلى ماهية الأسواق المالية، حيث نهدف في هذا الفصل إلى إبراز المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: المتعاملون في الأسواق المالية وأدواته.
- المبحث الثالث: كفاءة و مؤشرات الأسواق المالية.



## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

لقد ظهرت الأسواق المالية منذ القدم ولكن لم تكن لها الأهمية التي لها اليوم، حيث أصبحت في الوقت الراهن تشكل المصدر الأول لتمويل أكبر المؤسسات حول العالم، كما أن لها دور هام في تنمية اقتصاديات الدول خاصة في جانب توفير السيولة، فهي تعتبر بديلاً مهم وضرورياً من مصادر التمويل.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها

#### أولاً: تعريف الأسواق المالية:

الأسواق المالية هي نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السوق أو عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ومع التقدم التكنولوجي للحاسبات وشركات ووسائل الاتصال قلت أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.<sup>1</sup>

وعرفت كذلك أنها عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفئات إلى تلك التي تعاني من العجز، وهذا معناه أن السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة تبادل بين البائع والمشتري بغض النظر عن تنفيذ عملية البيع و الشراء باللقاء المباشر أو الغير المباشر بواسطة الهاتف أو الانترنت... الخ.<sup>2</sup>

كما عرفت على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين (المستثمرين)، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت للتوسع في المشاريع والحكومات عند سعر معين، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) أو التنازل عن نقودهم.<sup>3</sup>

ومن التعاريف السابقة نستنتج أن الأسواق المالية هي مكان يلتقي فيه المتعاملين (أفراد أو مؤسسات) من أصحاب الفوائض النقدية مع متعاملين آخرين من أصحاب العجز الذين هم في حاجة إلى هذا الفوائض.

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصل العلمية و التحليل الأساسي، ط1، زمزم ناشرون و موزعون. عمان، الأردن، 2009، ص: 22 .

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و النقدية، ط1، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. عمان، الأردن، 2012، ص: 37.

<sup>3</sup> محمد البناء، أسواق النقد و المال (الأسس النظرية و العلمية)، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 100.



## ثانيا: نشأة الأسواق المالية:

إن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبطت بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة.

ونتيجة للتطور الاقتصادي للمجتمعات وازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بسبب اتساعها وزيادة المدخرات لدى الأفراد، ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخل القومي، ظهرت مؤسسات تحاول الاستفادة من مدخرات الأفراد في مجالات إنتاجية، ومع زيادة هذه المؤسسات الاستثمارية نشأت الأسواق المالية والتي يتم عن طريقها إجراء الصفقات المالية، وتمكين المساهمين من بيع حصصهم أو زيادتها .

وتعتبر بلجيكا أول دولة شهدت ميلاد أول سوق لتداول الأوراق المالية، وذلك في القرن الثالث عشر الميلادي حيث وجد التجار مع تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها فوائد في اعتماد وسائل الائتمان من سحوبات وسندات أذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا فيليب الذي عاش خلال الفترة 1268-1314م مهنة سمسرة الصرف، وفي نفس الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا، وكان التجار في بلدة بروج ليتبادلوا الصفقات (vander boursen)

وقد تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر إلى إن أصبحت كلمة البورصة تطل على أسواق الأوراق المالية.

ونتيجة لهذا التطور ظهرت خلال القرنين السادس عشر والسابع عشر الميلادي أسواق لتداول الأوراق المالية في بلدان أخرى كهولندا وبريطانيا والدايمرك وألمانيا، ومع التطور والنمو المستمر في الحركة التجارية زادت الحاجة إلى وجود مصارف وشركات تأمين، كما أن التطورات السياسية دفعت الحكومات إلى البحث عن موارد مالية جديدة لمواءمة النمو التجاري مما أدى إلى إصدار الأوراق المالية من الحكومات والمصارف وشركات التأمين وبعض شركات الأشخاص المساهمة خاصة الكبيرة منها، ومع وجود أسواق لتداول الكمبيالات والسندات التجارية تطور الأمر بسهولة مع توفر ظروف سياسة مساعدة، فنشأت الأسواق المالية التي تجري في تداول الأسهم والسندات، حتى شهد القرن السابع عشر ولادة أسواق لتداول هذه الأوراق في هولندا والولايات المتحدة الأمريكية، ومع حلول القرن التاسع عشر أصبح التعامل في هذه الأوراق يجري بشكل رسمي في أكثر الدول الصناعية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، ط1، مؤسسة الورقة للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2014، ص:9.



وعموماً يمكننا إيجاز المراحل التي مرت بها الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجودة عليه حالياً وذلك كما يلي :

### 1 - المرحلة الأولى :

تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة والمحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، وبالتالي كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة ، و أصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أدى إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض، وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة .

### 2 - المرحلة الثانية :

بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.<sup>1</sup>

### 3 - المرحلة الثالثة :

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة .

### 4 - المرحلة الرابعة :

ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

5 - المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع السوق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء أوراق مالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

<sup>2</sup> حسين علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات)، دار زهران، الأردن، 2010، ص: 15-16.



## المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تتنوع الأسواق المالية بتنوع أساس التقسيم فعلى سبيل المثال، غالبا ما تقسم الأسواق المالية على الأسس التالية:

**أولاً: من حيث الإصدار:** تتكون من الأسواق الأولية والأسواق الثانوية:

**1- الأسواق الأولية :** هي الأسواق التي يتم بها طرح الإصدارات الجديدة التي تصدر لأول مرة من قبل الهيئات والشركات التي تصدرها، حيث يكون البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي، هذا السوق يعتبر مصدر تمويل للمشروعات الجديدة، كما تتطلب آلية التعامل في هذا السوق وجود مؤسسات مالية تساعد على تسويق الإصدارات الجديدة تعرف بالمؤسسات الاستثمارية ومن أهم وظائف مؤسسات الاستثمار:

- التأكد من مدى قابلية الأوراق المالية المقررة إصدارها للتسويق .
- تحديد وبيع هذه الأوراق.
- ضمان تغطية الإصدارات الجديدة... الخ.

وتقوم المؤسسات الاستثمارية بطرح الأوراق المالية الجديدة، إما من خلال الطرح العام، أي من خلال توزيع هذه الأوراق للجمهور بصفة عامة أو طرح خاص، وذلك من خلال بيع الأوراق المالية المباشرة لأحد أو بعض المستثمرين الكبار مثل شركات التأمين أو صناديق الضمان <sup>1</sup>.

**2 - السوق الثانوية:** هي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الاسواق الأولية، وتعمل في المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الاوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية، وتمتع الأوراق المالية الحكومية خاصة أدونات الخزينة بوجود سوق ثانوي نشط.

**أ- السوق المنظمة:** وهي السوق التي تتميز بوجود مكان محددة يلتقي فيه متعاملون للبيع أو الشراء (البورصات) ويدير هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

**ب- السوق غير منظم:** وهو المكان الذي تجري فيه المعاملات التجارية خارج البورصة، والتي تتولاها بيوت السمسرة، ولا يوجد مكان محدد لاجراء هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية(خطوط هاتفية، أنترنت... إلخ) تربط بين السماسرة و التجار والمستثمرين <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد البروك أبو زيد، التحليل المالي، شركات وأسواق مالية، ط2، دار المريخ للنشر، مصر، 2009، ص:254.

<sup>2</sup> حسام الدين محمد السيد، البورصة و الأسهم، شركة ألف، القاهرة، مصر 2005، ص:16.



ثانياً: من حيث فترة الاستحقاق للأدوات المالية: وتتكون من:

يمكن تقسيمها إلى سوق نقدي و سوق رأس مالي على حسب فترة استحقاقها إلى:

- السوق النقدي هو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، ويقصد بالأدوات المالية قصيرة الأجل تلك الأدوات التي تكون فترة استحقاقها أقل من سنة، أي يمكن تحويلها إلى نقدية سائلة خلال سنة وبأقل تكلفة مثل أذونات الخزانة والأوراق التجارية و شهادات الإيداع... الخ.

ويجب الإشارة هنا إلى أنه وفي أغلب الأحيان، لا يوجد مكان محدد للتعامل في السوق النقدي إلا أن الاتصال يتم بين المتعاملين من خلال وسائل الاتصال الحديثة.

أما بالنسبة لسوق رأس المال : فهو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، ويقصد بالأدوات المالية متوسط وقصيرة الأجل، تلك التي تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة مثل الأسهم و السندات الخاصة بشركات المساهمة أو أجهزة الدولة، و على العكس من السوق النقدي، فإن التعامل في هذا السوق يتم في مكان محدد ومعروف وفق شروط معلومة و محددة مسبقاً.

ثالثاً: من حيث نوع الأدوات المالية: وتتكون من ما يلي:

أسواق القروض و أسواق الأوراق المالية:

**1 - أسواق القروض :** هي الأسواق التي يتم فيها الحصول على الأموال من خلال المفاوضة المباشرة بين المقرض والمقترض وجها لوجه، فالعلاقة والمعرفة الشخصية بينهما تلعب دوراً مهماً في إتمام التعامل، وتشمل هذه الأسواق غالبية تعاملات الائتمان الاستهلاكي المقدم لشراء السلع المعمرة والعقارات، بالإضافة إلى القروض التي تحصل عليها شركات الأعمال من البنوك التجارية قصيرة الأجل.

**2 - سوق الأوراق المالية :** لا توجد علاقة مباشرة بين المشتري والبائع فيها، حيث يتم التعامل غالباً من خلال الوسيط أي سمسرة الأوراق المالية أو بيوت التعامل في هذه الأوراق مع وجود بعض الاستثمارات التي يتم فيها التفاوض مباشرة بين المصدر والمشتري للأوراق المالية كما يطلق عليها (اتفاقيات تمويل الشركات) بإصدار سندات والاتفاق مع شركات التأمين لشرائها.<sup>1</sup>

المطلب الثالث: أهمية و وظائف الأسواق المالية

<sup>1</sup> محمد المبروك أبوزيد، مرجع سبق ذكره، ص: 255.



إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات حيث تساهم في زيادة الوعي المستثمرين كما لها دور كبير في خلق السيولة.

### أولاً: أهمية الأسواق المالية

يمكن إجمال أهمية الأسواق المالية كما يلي :

- 1 - نشر سلوك الاستثمار: من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، وهذا ما يحفز هؤلاء على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات المختلفة.
- 2 - تعبئة المواد المالية: وهذا يؤدي إلى تحفيز المدخرين لتعظيم عوائد مدخراتهم .
- 3 - تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيها بين الأشخاص والمؤسسات كأطراف اقتصادية .
- 4 - تقوم الأسواق المالية بربط النشاطات قصيرة الأجل بالأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل وهذا ما ساهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية في الأسواق المالية
- 5- تقديم النصح والإرشاد للشركات المصدرة للأدوات المالية المتنوعة: وذلك من خلال إدارتها ومكانتها المتخصصة في تقديم المشورة المستهدفة المبنية على الخبرة والتجربة العلمية.
- 6 - ضمان التوازن : من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية عن طريق عمليات التحوط.<sup>1</sup>
- 7 - تتمثل الأسواق المالية حلقة وصل بين المنظمات الاقتصادية ذات الحاجة المتزايدة للأموال والمنظمات التي تملك الفائض من المال لتسهيل انسياب الأموال بين كلا النوعين من المنظمات.
- 8 - تحديد الأسعار بدرجة عالية من العدالة في حالة ما إذا كان السوق كفاء.<sup>2</sup>

### ثانياً- وظائف الأسواق المالية

تتمثل وظائف السوق المالية فيما يلي :

#### 1- تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم لاستثماراتهم في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني و رائد عبد الخالق عبدالله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية ، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 164-165.

<sup>2</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والادارة المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، 2008، ص: 288 .



## 2- المحافظة على الثروة وتنميتها:

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو القوة الشرائية، حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل، فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق لا تستهلك ولا تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا، وبذلك تساعد على نمو ثروة من يكتنيها .

## 3 - تسهيل الحصول على سيولة:

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وماشبهها ) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

## 4- تسهيل الحصول على سيولة على الائتمان:

والمقصود به اقتراض النقود مقابل الوعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

## 5- تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكيميالات والبطاقات الائتمانية والمقبولات ) وما شابهها والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.<sup>1</sup>

## 6 - المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار :

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بإحدى الأساليب التالية :

أ - التأمين: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتأمين السيارات... الخ، وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي.

ب - التنويع: أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار عملا بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة )، وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد، وتساعد الأسواق المالية على التنويع.

ج - التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة (الدولار مثلا أو الأسهم أو سلعة) بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه في المستقبل .

<sup>1</sup> زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص ص:10-11.

7 - اكتشاف السعر: في السوق المالية يوفر الوسائل لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي أو المعدل المطلوب.<sup>1</sup>

8 - أداة لتمويل الاقتصاد: عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد.

9 - تضمن للمؤسسات المالية الموارد المالية على المدى الطويل كما تسهل لها عملية النمو، وتسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الاداء.<sup>2</sup>

### المبحث الثاني: المتعاملون في الأسواق المالية وأدواته

تلعب الأسواق المالية دور الوسيط وذلك بنقل الأموال بين أصحاب الوفرة المالية وأصحاب العجز المالي عن طريق الوسطاء الماليين، وتتنوع وتختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال وسوق النقد.

### المطلب الأول: المتدخلون في السوق المالية

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع و الشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

أولاً: المضاربون: وينقسم إلى قسمين:

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

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية :

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق التوازن.

- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقبلها.

- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

2 - المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق.

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني و رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2005، 03-2008 ص: 47.

ثانياً: المتآمرون : تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوفير الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم و يستفيد هؤلاء من الانحرافات في الاتجاهات الطبيعية للأسعار أسهم السوق.<sup>1</sup>

ثالثاً: المستثمرين: هناك نوعان من المستثمرين:

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

2 - **المستثمر العادي**: ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري رابعاً: **السماورة**: يقوم السماسار بتأدية خدمات للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل ذاته، ومن هذه الأوامر ما يلي:<sup>2</sup>

- **أمر السوق**: وبموجبه يتم إعطاء السماسار صلاحيات القيام بعمليات البيع والشراء، وبكلمات أخرى يجب على السماسار أن ينفذ أمر البيع في قاعة السوق عندما يصل مستوى الأسعار إلى أعلى نقطة محتملة، والذي يحدد مستوى السعر هو السماسار.

- **الأمر المحدد**: و بموجبه يحدد العميل لسماساره سعراً معيناً لسعر الورقة المالية، ويتم تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد.

- **أمر وقف الخسارة**: وهو نوع من الأوامر المحددة، بحيث يعطي العميل أمر وقف الخسارة إلى سمساره.

- **الأمر اليومي**: أي الأمر الذي يعطي يومياً للسماسار، ومدة هذا الأمر يوم واحد، وقد يختلف الأمر بين يوم ويوم.

- **أمر المبلغ**: على أساس هذا الأمر يكون للسماسار حرية تحديد كمية ونوعية الأوراق المالية للاستثمار ولكنه فقط مقيد في المبلغ الذي تتم به الصفقة.

- **صانع السوق**: وهو وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق المالي الثانوي من خلال بيع وشراء الأوراق المالية إما لصالح عملائه أو لحسابه الخاص.

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص: 53.

- **متعهد الإصدار:** وهو الوسيط (بنك استثمار، أو شركة وساطة) الذي يقوم بشراء الأوراق المالية من مصدرها الأول بهدف إعادة بيعها مقابل عمولة معينة

**المطلب الثاني: أدوات المالية المتداولة في السوق المالية**

وتصنف إلى قسمين :

**أولاً: أدوات المالية المتداولة في السوق النقد:**

1 - **أذونات الخزنة:** هي أداة التمويل بالمدىونية، وتصدر الحكومة هذه الأذونات من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لأجل قصيرة (أقل من سنة) وتشمل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات وكذلك سداد الأذونات التي يحل آجال استحقاقها، وتحقق أذونات الخزنة العديد من الفوائد أهمها:

- **غياب المخاطر الائتمانية:** حيث أن الجهة المصدرة للورقة المالية لها قدرة مطلقة على سداد ديونها وذلك من خلال قدرتها على فرض ضرائب جديدة.

- **السيولة العالية:** وذلك من خلال إقبال الكثير من المستثمرين على شراء هذه الأذونات في السوق الثانوية خاصة وكلاء الأوراق المالية الحكومية الذين يقومون بشراء الأذونات بأسعار منخفضة بهدف إعادة بيعها بسعر مرتفع لتحقيق هامش من الربح .

- **لها سوق مستمر " سوق ثانوي":** فالمتعاملين فيها على استعداد دائم لشراء أو البيع لكل الإصدارات الحالية منها.

2 - **الأوراق التجارية :** هي أداة من أدوات المدى القصيرة الأجل تصدرها الشركات المعروفة أو التي لها سمعة ائتمانية عالية للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها دون استخدام أي ضمانات للحصول على تلك الأموال، وتحقق الأوراق التجارية عديدة من امتيازات أهمها :

- تمثل ورقة تجارية إحدى صور التمويل في المدىونية حيث تتضمن الورقة تاريخ استحقاق الذي يتم سداد القيمة الاسمية لحامل الورقة فيه

- يقتصر إصدار الأوراق التجارية على الشركات التي تتمتع بمراكز مالية قوية تسمح لها باكتساب ثقة المستثمرين الذين يقومون بشراء تلك الورقة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص:53.



- الورقة التجارية إحدى صور التمويل قصير الأجل حيث تتراوح آجال الأوراق التجارية بين عدة أيام وعدة شهور.<sup>1</sup>

### 3 - شهادات الإبداع المصرفية القابلة للتداول :

وهي إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة معلومة، ويمكن لحامله إما الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يظل متمتعاً بضمان البنك، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي إذا اضطر إلى ذلك لكي يوفر الأرصدة السائلة لمواجهة التزاماته المستحقة وتختلف الشهادات عن أذونات الخزنة والأوراق التجارية في أمرين :

- أنها تحمل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الاستحقاق، فهي لا تباع بخخص.

- تحسب الفائدة عليها على أساس 365 يوماً بدلاً من 360 يوم.<sup>2</sup>

### 4 - القبولات المصرفية :

تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد وقد أنشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية، فهي أمر بالدفع يطلب العميل من خلاله البنك بأن يقوم بالدفع له أو لشخص ثالث معين في تاريخ محدد، ويصبح هذا الأمر مقبول إذا قام البنك بختمه، وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقود أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه والذي يتراوح عادة بين 30 يوم إلى 170 يوم .

### ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأسمال:

**1- الأسهم :** وتمثل الملكية في الشركات التي تقوم بطرحها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عند ما تحتاج إلى تمويل إضافي في الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية، كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية .

### أ- أنواع الأسهم :

**الأسهم العادية :** هي عبارة عن وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباين وهكذا، فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة إنها آخر

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص: 55-56.

ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية، وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل : في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأسمال الشركة، وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب.<sup>1</sup>

ومن جهة المنشأة تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة، كما أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تحقق فيها أرباح، هذا إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأسمال ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الافتراضية للمنشأة، أي يزيد من قدرتها في الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.<sup>2</sup>

#### ❖ خصائص الأسهم العادية :

- القابلية للتداول .
- تساوي القيمة بالنسبة لأسهم كل شركة.
- المسؤولية المحدودة لحامل السهم .
- عدم تقادم حق المساهم إلا بعد تصفية الشركة أو استهلاك السهم ودفع رأسمال.
- لا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداده، فليس أمام حامل السهم سوى عرضه في سوق الأوراق المالية.<sup>3</sup>
- ليس من حق صاحب السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباح وتقرر توزيعها، إلا أنه له الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل وله الحق كذلك في التصويت في الجمعية العمومية، كما أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأسمال .
- في حالة إفلاس الشركة مصدرة الأسهم ليس هناك ما يضمن لحامل السهم استرداد قيمة ما دفعه.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواء وعلي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2006، ص:88.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار تحليل الأوراق المالية(الأسهم والسندات)، ط2، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2010، ص:07.

<sup>3</sup> طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص:109.

<sup>4</sup> عصران جمال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، ط1، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، ص:263.



❖ أنواع الأسهم العادية :

تجدر الإشارة هنا إلى ضرورة التعريف بين أنواع الأسهم العادية العديدة والمختلفة من وجهة نظر المستثمر بهدف إرشاده لاختيار الأوراق المالية المناسبة المكونة لمحفظةه المالية ومن هذه الأسهم:

- **أسهم قيادية:** ويطلق عليها أيضا أسهم الأمان والاستقرار أو الأسهم المتميزة، وهي تلك الشركات القوية التي تملك أصول ثابتة وهي تمثل كبرى الشركات، وتكون قيمها السوقية عالية ونشطة وتحقق أرباح مجدية وتوزع قسم منها بشكل منتظم على مر السنوات الماضية.

كما أنها هي التي تحدد مسار المؤشر العام للسوق، ومن أمثلة ذلك البنك الراجحي، وتتميز هذه الأسهم بالاستقرار النسبي بالظروف العادية لأن سعرها السوقي يتحرك ببطء، وقد لا يرتفع إلى درجات كبير وهذا النوع من الأسهم يناسب المستثمر المحافظ الذي يبحث عن الأمان والاستقرار لاستثماراته ولا يتقبل درجة عالية من المخاطر.

- **أسهم دفاعية :** وهي تلك الشركات التي لا تتأثر بشكل مباشر بالركود الاقتصادي وتنتج سلع وخدمات لا يمكن الاستغناء عنها كشرركات تسويق النفط والاتصالات والكهرباء والماء وشركات الأدوية وشركات المواد الاستهلاكية، إلا أن المستثمر يجب أن يدرك أن بعض الشركات قد تلجأ إلى توزيع أرباح تفوت المعدل المتوقع كوسيلة لجذب المساهمين نحوها

أو لتغطية مشاكلها الحالية التي قد تؤثر على أرباحها المستقبلية .

- **أسهم النمو :** وهي أسهم شركات قابلة للنمو والتوسع بمعدل يفوق معدل النمو الاقتصادي بشكل عام، حيث تنمو مبيعاتها وأرباحها بمعدل يفوق نمو الصناعة التي تنتمي إليها، وتكون إدارات هذه الشركات على النمو والتوسع من خلال إعادة استثمار جل أرباحها، فهي نادرا ما توزع أرباح سنوية، إلا أن قيمة الأسهم وسعرها قد يرتفعان مع مرور الوقت بشكل كبير.

- **أسهم مضاربة :** وهي تلك الأسهم التي تتقلب قيمتها بشدة، ويلجأ المضارب لمثل هذا النوع من الأسهم لاقتناص الفرص عند تغير الأسعار بشكل كبير خلال فترات قصيرة لتحقيق أرباح سريعة، ويتصف هذا النوع من الاستثمار بالمخاطر العالية، ويعتبر دخول صغار المستثمرين إلى هذا المضمار بدون دراية من أكثر الأخطاء المرتكبة وسبب رئيسي في خسارة أموالهم <sup>1</sup>.

<sup>1</sup>عصران جمال عصران، مرجع سبق ذكره، ص: 238.

• **الأسهم الممتازة :** هي فئة من الأسهم تمنح لمالكيها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب الأسهم العادية فهي تعطي لحاملها حق الحصول على نسبة محددة من أرباح الشركة قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية كما أنهم يتمتعون بأولوية في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات وبشكل عام ليس لحملة الأسهم الممتازة حقوق تصويت، إلا أن أغلبية الأسهم في أسواق الأوراق المالية هي أسهم عادية، وتلجأ الشركات إلى إصدار أسهم ممتازة لتحفيز المستثمرين على الاكتتاب فيها بهدف زيادة رأسمال الشركة أو لتمويل مشاريعها، لاسيما عند عدم إقبال الجمهور على عملية الاكتتاب أو تصدرها كوسيلة لتقدير حملة الأسهم من المؤسسين تقديرا لجهودهم المبذولة في تحقيق أهداف الشركة.<sup>1</sup>

### ❖ **مزايا و عيوب الأسهم الممتازة:**

#### ✓ **المزايا:**

- المنشأة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح كما أن التوزيعات محددة بمقدار معين.
- لا يحقق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة.
- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة .

#### ✓ **العيوب:**

- ارتفاع تكلفتها نسبيا فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة يفوق التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق وفر ضريبي كلما أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها من المقترضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى.<sup>2</sup>

### ❖ **أنواع الأسهم الممتازة:**

- ✓ **أسهم ممتازة مجمعة الأرباح:** وهي التي ينطبق عليها ما ذكر أعلاه بحيث أنه في حالة عجز الشركة عند دفع نسبة الأرباح السنوية في سنة من السنوات يتم تدويرها إلى السنة الثانية.
- ✓ **أسهم ممتازة غير مجمعة الأرباح:** بحيث إذا عجزت الشركة عن دفع الأرباح السنوية المقررة لحملة الأسهم الممتازة لا يتم تدويرها إلى السنة التالية وبذلك يسقط حق حامل السهم في هذا الربح.

<sup>1</sup> سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم، ط1، دار الراجحة للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2013، ص ص:75-76.

<sup>2</sup> عصران جلال عصران، مرجع سبق ذكره، ص ص:240-241.

2 - السندات: هو عبارة عن عقد طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض ( المصدر للسند ) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند ( المقرض ) ويحمل السند قيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة معين.<sup>1</sup>

#### أ- أنواع السندات :

- **السندات المضمونة :** وهذا النوع هو الأكثر شيوعا من غيره والتي تصدر بضمانة معينة إما برهن أو كل موجودات المنشأة أو غير ذلك، وفي حالة إفلاس المنشأة يجوز لحملة السندات بيع تلك الموجودات المرهونة واستعادة أموالهم كاملة، وقد تستطيع المنشأة في حالة الغلق أن تصدر سندات جديدة لنفس الضمان وقد لا تستطيع في حالة الفتح .
- **السندات غير المضمونة:** وهي السندات التي تصدرها المنشآت دون أن تكون مضمونة برهن عقاري أو حجز موجودات أو آية ضمانة أخرى وهي أبسط أنواع السندات وأكثرها خطورة على حامل السند وهذا النوع يصدر من الشركات الخدمية التي لا تتوفر فيها موجودات للرهن .
- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هناك ستة طرق يمكن للسند أن يسترد ولكن التحويل هي الطريقة الوحيدة التي يستطيع المستثمر أن ينهي السند ويجوله إلى سهم .
- فالخيار هنا للمستثمر، فله حرية استبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية من أسهم الشركة وغالبا ما يتم تحديد عدد الأسهم لكل سند عند الاستبدال ولكونه يقدم خيار أفضل للمستثمر فإن كلفته عادة تكون أقل أي سعر الفائدة أقل من السندات الأخرى ويستفيد حامل السند من هذه الميزة في حالات ازدياد التضخم أو ارتفاع أسعار الفائدة السوقية والذي يسبب تآكل الفوائد الثابتة التي يدرها السند، وحامل هذا النوع من السندات يتمتع بنفس الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم إذا رغب بتحويل السند إلى سهم .
- **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يحقق للمنشأة التي أصدرتها تسديدها قبل حلول موعد الاستحقاق وفي الوقت الذي تراه المنشأة مناسباً ويجوز للمنشأة تسديد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الاستدعاء قبل موعد استحقاقها، ميزة هذا النوع للمنشأة أنها تستطيع استدعاء هذه السندات في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية، وإصدار سندات جديدة بسعر فائدة أقل .
- **سندات الدخل:** وهي سندات تدفع لحاملها الفوائد في حالة اكتساب المنشأة للفوائد لا يعني إفلاسها وبالتالي فإن مخاطرتها بالنسبة للمستثمر أعلى من السندات الأخرى، وهي أقل مخاطرة للشركة

<sup>1</sup> أعصاب أبو النصر، أسواق الأوراق المالي (البورصة)، ط1، دار النشر للجامعات، مصر، ص:347.



• ب-محددات إصدار السندات:

- تمثل السندات تكلفة ثابتة على المنشأة المقترضة وزيادة الالتزامات.  
- هناك حدود على قدرة المنشأة على الاقتراض تتمثل بالعلاقة بين الديون القصيرة والطويلة وحقوق الملاك والتدفق النقدي.

- هناك حدود قانونية على إصدار السندات تتمثل بالشروط الآتية:

✓ أن يكون رأسمال المنشأة مدفوع بالكامل.

✓ أن لا يتجاوز القرض رأسمال المنشأة.

✓ موافقة الهيئة العامة لسوق المال وموافقة الجمعية العمومية للشركة.<sup>1</sup>

✓ 3 - الفرق بين السند والسهم:

للسند بعض خصائص التي تميزه من أسهم ونذكر منها:

- السند يمثل حصة من دين طويل الأجل على الشركة بينما السهم يمثل جزء من رأسمال مال الشركة لذلك فإن حامل السند هو دائن بينما حامل السهم مالك.

- يحق لحامل السهم التدخل في إدارة الشركة بينما لا يحق لحامل السند ذلك حيث يتم انتخاب مجلس إدارة الشركة من حملة الأسهم.

- يتمتع حامل السند بفائدة دورية ثابتة سواء تم تحقيق أرباح أو لم يتم خلال الفترة أما حامل السهم فهو يحصل على أرباح غالباً متغيرة من فترة إلى أخرى لاعتمادها على نتيجة أعمال الشركة.

- يسترد حامل السند قيمته في موعد محدد مسبقاً في إصدار السندات والقيمة التي يستردها محددة أيضاً بينما حامل السهم لا ترد له قيمة سهمه إلا عند تصفية الشركة وبقية غير معروفة مسبقاً حيث تعتمد على نتائج التصفية.

- يسترد حامل السند قيمة سنده في حالة تصفية الشركة قبل حامل السهم<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، اثره للنشر و التوزيع، عمان، الأردن 2013، ص:400.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في البورصة (مدخل اتخاذ القرارات) ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر 2009، ص:75.



### المطلب الثالث: المشتقات المالية

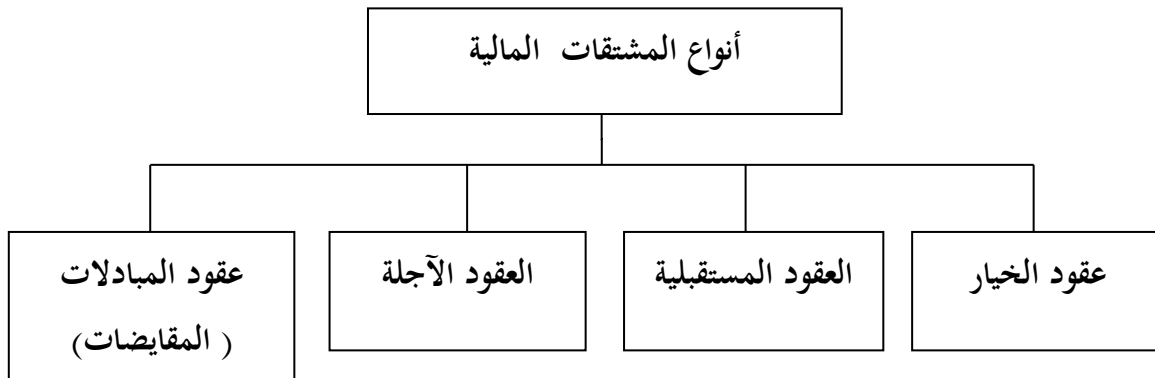
تتعدد الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي خلال السنوات القليلة الماضية فنجد ما كان التعامل بالأسهم والسندات أصبح هناك نوع جديد من الأدوات المالية هو المشتقات المالية.

#### أولاً: تعريف المشتقات المالية:

هي أدوات مالية تشتق قيمتها من سعر عقد مالي أو معدله أو مؤشرها وهذا السعر أو المعدل الأساسي يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو معدلات، والهدف من المشتقات هو التحوط عن طريق نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وتمثل خصائص المشتقات المالية في : أنها أداة للتغطية ضد المخاطر، كما أنها أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر، إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية إتاحة فرص استثمارية للمضاربين، تسهيل التعامل في الأصول محل التعاقد وتنشيطه.<sup>1</sup>

#### ثانياً: أنواع المشتقات المالية :

#### الشكل 1 - 1 - الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية



المصدر: مروان شرموط، كنجو عبود وكنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد مصر 2008، ص 66

**1 - عقود الخيارات :** هي عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار أو محرره وبموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري ( إذا ما رغب ) من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع ( إذا ما رغب ) للطرف الثاني أصلا معين بسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول ( المشتري ) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني، وتسري عقود الخيارات

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري ، مرجع سبق ذكره ، ص:410.

عادة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات، وتشمل على : تاريخ التعاقد، نوع الأصل محل التعاقد، كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد، سعر التنفيذ أي السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد، تاريخ التنفيذ، قيمة العلاوة أو المكافأة .

#### أ- أنواع عقود الخيار :

##### ● على أساس نوع الصفقة: وتنقسم إلى:

● **عقود خيار الشراء:** هو قيام المستثمر الذي لديه توقع بارتفاع السعر مستقبلاً بشراء حق الخيار من مستثمر آخر يعرف باسم محرر حق الخيار، وغالباً ما يكون محرر حق الخيار لديه توقع بانخفاض السعر فيقوم المستثمر الأول بدفع مبلغ معين عن كل سهم يسمى المكافأة هذا المبلغ يعطيه الحق في أن يقوم بشراء السهم مستقبلاً بسعر التنفيذ.<sup>1</sup>

● **عقود خيار البيع:** هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو سعر الخيار. وبطبيعة الحال فإن المشتري سوق يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار كما أنه سوق يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

##### ● على أساس تاريخ تنفيذ الاتفاق أو العقد: وتنقسم إلى:

- **عقود الخيار الأمريكية:** عقود يسمح فيها المشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

- **عقود الاختيار الأوروبية:** هي عقود يكون فيها المشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.<sup>2</sup>

##### ● على أساس ملكية الأوراق المالية: وتنقسم إلى:

- **عقود اختيار الشراء المغطاة:** هي عقود يمتلك فيها محرر العقد أو البائع الأصول موضوع العقد أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في البورصة (مدخل اتخاذ القرارات)، مرجع سبق ذكره، ص: 279.

<sup>2</sup> مروان شمطون وكنجو بدو كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2008، ص ص: 165-166.



- عقود اختيار الشراء غير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد ( البائع ) الأصول موضوع العقد، ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصول من السوق ثم تسليمه للمشتري.

2- العقود المستقبلية : هي التزام نمطي إما لبيع أصل معين وإما لشراؤه بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينهما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل.<sup>1</sup>

أ- خصائص عقود المستقبلية :

- الكمية: وهي الكمية و الوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي إذ تختلف مكونات العقد باختلاف الموجود محل التعاقد.

- أشهر التنفيذ: وهي الأشهر التي يلتزم فيها بائعو العقود المستقبلية بتسليم الموجود إلى مشتري العقود المستقبلية بمعنى آخر الأشهر التي تنفذ فيها العقود المستقبلية المتداولة في كل سنة.

- شروط التسليم: وتتضمن شروط تسليم الموجود محل العقد، وهي الأشهر التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي فيها التسليم ودرجة جودة الموجود محل التعاقد والوسيلة الفعلية التي يمكن للبائع فيها تسليم الموجود.

- تاريخ التسليم: وهو التاريخ الذي فيه يسلم البائع الموجود ويدفع المشتري قيمة ذلك الموجود وتاريخ التسليم يمكن أن يكون في أي عمل في شهر التسليم.

- أيام وساعات التداول: تحدد أسواق المستقبلية أوقات التعامل بالعقود المستقبلية من حيث ساعات التداول بعقد المستقبلية خلال اليوم وأيام التداول بعقد المستقبلية من أول أيام وحتى اليوم الأخير لتداول العقد وهذا يختلف من عقد إلى آخر.<sup>2</sup>

3- العقود الآجلة: عبارة عن اتفاق بين طرفين البائع و المشتري لتبادل أصل في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه في الوقت الحالي.<sup>3</sup>

أ- خصائص العقود الآجلة :

العقود الآجلة هي ضمان لا مكانية الحصول على تحويل العملة المطلوبة مستقبلا بسعر الصرف المحدد مسبقا.

<sup>1</sup> مروان شمطون وكنجو بدو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص: 170.

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 513-514.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفتح للتجليد الفني 2007، ص: 251.

- إن صفقة العقد الآجل يمكن تصميمها لكي تلائم وعلى وجه الدقة متطلبات أو شروط الزبون الأساسية من حيث مقدار القرض وموعد التسليم .
- إن معظم الصفقات الآجلة يتم تداولها وعلى نطاق واسع في أسواق نيويورك وطوكيو .
- يشمل العقد الآجل على المخاطرة الائتمانية للطرف الآخر، والمتمثل بعدم القدرة على السداد .
- يمكن استخدام العقود الآجلة لتحويط المقبوضات والمدفوعات المستقبلية المتوقعة بالعملة الأجنبية من قبل المصدرين والموردين.

#### ب- مزايا وعيوب العقد الآجل:

##### ✓ المزايا :

- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية .
- حجم العقد المرن.
- موعد العقد المرن.
- وقت التعامل غير محدد بوقت معين.
- لا يتطلب وجود الهامش.

##### ✓ العيوب:

- لا تخضع لنظم السوق المنظمة.
- العقد قد يصعب إلغاؤه .
- قد تتضمن شروط جزائية.
- مخاطرة ائتمانية كبيرة.

**4 - عقود المبادلة أو المقايضة:** هي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية يطلق عليها تاريخ التسوية وعلى أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن الأرباح أو الخسائر لا تتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا تتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مروان شموط وكنجوعبدو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص: 199-201.



أ- أنواع عقود المبادلة أو المقايضة: وتنقسم إلى الأنواع الرئيسية التالية:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة : تهتم إدارة المنشآت والمؤسسات المالية اهتماما متزايدا بمشكلة تغير أسعار الفائدة والمخاطر الناجمة عن ذلك، ولتوضيح فكرة هذا الأسلوب كان من أهمها أسلوب الملائمة النقدية، تفترض أن إحدى المنشآت كان عليها التزام في صورة سندات تبلغ قيمتها 200000 دينار تستحق بعد مرور 15 سنة ويمكن لهذه المنشأة الآن شراء سندات بدون كوبون وأن هذه السندات خالية من مخاطر عدم القدرة على السداد وتستحق هذه السندات بعد مرور 15 سنة من الآن، وتبلغ قيمتها 200000 دينار، فإذا ما قامت المنشأة بشراء هذه السندات فإن ذلك من شأنه أن يمكنها من مقابلة التزامها بعد مرور 15 سنة أما عن مخاطر تغير سعر الفائدة المرتبطة بهذه الأموال يمكن التحوط ضدها، بشراء سندات بدون كوبون إن أسلوب الملائمة النقدية ينطوي إذن على شراء أصول ملائمة للتحوط ضد مخاطر عدم القدرة على سداد الالتزامات في المستقبل. فمن هنا نشأت عقود المبادلة وعلى وجه الخصوص، مبادلة أسعار الفائدة .

- عقود مبادلة العملات: إن تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار الصرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء عملة أو بيعها مقابل عملة أخرى في السوق الآجل وذلك لبيع العملة التي سبق بيعها مثل : ترغب شركة بدفع سعر محدد (ثابت) للبترول خلال فترة معينة من الوقت وعلى هذا الأساس تقوم الشركات باتخاذ موفق مبادلة طويلة الأجل، وذلك للحصول على الفرق بين السعر الحاضر للبترول، وسعر محدد مسبقا فإذا كان السعر الحاضر أقل من السعر المحدد سلفا فإن هذه الشركة تقوم بدفع هذا الفرق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجوعبدو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص: 199-201.



### المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية

إن توازن سوق الأوراق المالية ضرورة لا بد منها وذلك لضمان حق المستثمرين و المضاربين وخاصة المستثمرين الصغار منهم، حيث من المؤكد اقتصادياً أن سعر الأداة المالية من أسهم والسندات يكون مساوياً لقيمتها عندما تكون السوق المعروضة فيها في حالة توازن، وعادة ما يتحقق توازن السوق عندما تكون قوى العرض والطلب داخل السوق متساوية .

#### المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية

يسعى أي مستثمر إلى جمع أكبر قدر من المعلومات تمكنه من تحقيق ربح وتفادي الخطر.

#### أولاً: مفهوم السوق الكفاء:

السوق المالي الكفاء هو السوق الذي يحدد السعر الحقيقي و الواقعي للأوراق المالية المتداولة فيه، حيث تعبر القيمة الحقيقية للورقة عن المبلغ الذي يجب الحصول عليه أو دفعه مقابل هذه الورقة نظير عائد من ورائها، وحتى يقف المستثمر على الصورة الحقيقية.<sup>1</sup>

كما تمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية وتأسيساً على ذلك ولكي تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه، يجب أن تتصف بالكفاءة، وتتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية.<sup>2</sup>

#### ثانياً: متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصصاً كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ويتطلب تحقيق هذا الهدف توفر الشروط التالية:

- **كفاءة التسعير:** تعرف كفاءة التسعير بأنها الكفاءة الخارجية لأنها تعتمد على وصول المعلومات الى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة ويكون امام كل المتعاملين الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الارباح.<sup>3</sup>
- **كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع

<sup>1</sup> محمد المبروك أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها)، ط1، دار الفكر الجامعي، 2008، ص: 149.

<sup>3</sup> إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 34.

السوق)، فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، ويتمثل الهامش أو الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها .

وباختصار يقصد بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات .

- **عدالة السوق** : بمعنى أن يتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات.

- **درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين**: يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملين في السوق، ومن الأمثلة على تلك المخاطر مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذي يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

- **السيولة** : يقصد بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري للأوراق المالية إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من سعر الذي أبرمت فيه آخر صفقة على ذات نفس الورقة، وهذا يعني أن السيولة تتطلب سهولة التسويق واستقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.<sup>1</sup>

- **دقة وسرعة وصول المعلومات** : على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية.<sup>2</sup>

**3- مستويات كفاءة الأسواق المالية** : هناك ثلاثة مستويات للكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية هي :

- **المستوى القوي**: في هذا النوع تعكس الأسعار (أسعار الأوراق المالية) السائدة في السوق المالية جميع أنواع المعلومات التاريخية والمنشورة والخاصة أو أية معلومات أخرى غير منشورة ولكنها ذات العلاقة بالأسهم والشركات والأوضاع الاقتصادية والسياسية وغيرها وبذلك فإن المستثمر والوسطاء الذين لهم علاقات وطيدة بالشركات والمؤسسات والمشاريع تجعلهم يحصلون على معلومات خاصة أو غير منشورة لا يستطيع الاستفادة منها في تحقيق أرباح فائضة (غير عادية) عما يحققه أي من المتعاملين الآخرين في السوق بمن فيهم المستثمرين العاديون الذين لا تتوفر لديهم فرص الوصول إلى تلك المعلومات الخاصة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ضياء مجيد، البورصات، أسواق المال وأدواتها، مؤسسات الجامعة، إسكندرية، مصر، 2005، ص:11.

<sup>2</sup> سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، اطروحة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، منشورة، 2014-2015، ص:59.

<sup>3</sup> زياد رمضان ومرون الشموط، مرجع سبق ذكره، ص:204.

- **المستوى شبه قوي:** يكتسب السوق المالي الكفاءة شبه القوية عندما تنعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل كامل وسريع بالأسعار السوقية، ويقصد بالمعلومات العامة تلك المتعلقة بالشؤون الدولية والظروف الاقتصادية المحلية أو ظروف الشركة ذات العلاقة عبر تقاريرها المنشورة مثل الإعلام عن الأرباح الفصلية أو توزيعات الأرباح على المساهمين وغيرها من الظواهر التي تؤثر بالأسعار السوقية للورقة المالية.<sup>1</sup>

- **المستوى الضعيف:** وتكون المعلومات التاريخية المعروفة لدى الجميع (والمثلة بأسعار الأسهم والحجم التعامل اللذين كانا سائدين في الماضي) هي وحدها التي تقرر مستويات الأسعار السائدة حالياً كما أنها لا تحتوي على المعلومات مفيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية.

ففي هذا المستوى لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية عن طريق تحليل البيانات التاريخية و أن التغيرات في أسعار الأسهم مستقلة و ليس هناك جدوى من القيام بتحليل سلوك الأسعار في الماضي للتنبؤ بما ستكون عليه هذه الأسعار في المستقبل.<sup>2</sup>

### جدول 1 - 1 : يمثل مستويات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية

المستوى	المواصفات
المستوى القوي	تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع أنواع المعلومات : التاريخية والمنشورة والخاصة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليل تلك المعلومات لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية .
المستوى شبه القوي	تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية المنشورة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها لا تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية .
المستوى الضعيف	تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط و لا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار تسلك سلوكا عشوائيا ( نموذج السلوك العشوائي ) ولا يتمكن مع وجود ذلك السلوك من أن يتنبأ بالأسعار .

المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق والنشر، مصر 2008، ص 206.

### المطلب الثاني: المؤشرات المالية للأسواق المالية

تستعمل المؤشرات لقياس مستوى الأسعار في السوق ومعرفة السعر الحقيقي للأسهم ولها أهمية كبيرة لدى المستثمرين .

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ، مرجع سبق ذكره، ص:90.

<sup>2</sup> زياد رمضان و مروان الشموط، مرجع سبق ذكره، ص:205.



## أولاً: تعريف المؤشرات المالية:

تعتبر المؤشرات المالية أداة إحصائية في شكل قيمة مطلقة أو متوسطات أو أرقام قياسية أو معدلات وموازين مصممة بعناية لقياس التغيرات في أسعار الأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية وتحديد اتجاهاتها ككل من ارتفاع وانخفاض في لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء في أسواق الأوراق المالية وذلك بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأسمال المنظمة وغير المنظمة أو كليهما ويجب أن يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأسمال المستهدف قياسه، ومن ناحية أخرى يمكن استخدامها للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية والتغيرات والاتجاهات في أسعار الأدوات المالية بالسوق.<sup>1</sup>

ويتم إتباع المؤشر من قبل المستثمرين في الأسواق المالية بهدف كسب الأموال، ويرى بعض الباحثين بأن من يتبع المؤشر يحقق أرباح ملموسة لأن قراراتهم تقوم على أساس معلومة واحدة من المعلومات الأساسية وهي السعر لأن العنصر المشترك بين كافة الأسهم المتداولة في السوق هو السعر الذي يعكس البيانات الموضوعية فيمكننا اتخاذ القرار عند مقارنة الأسعار وقياس حركتها من خلال المؤشر لأن السعر هو الذي يصنع الأخبار.<sup>2</sup>

## ثانياً: المؤشرات المالية في الأسواق المالية:

أهمها ما يلي:<sup>3</sup>

**1- مؤشر ستاندر أند بور (Index500SSP):** يوصف بأنه المؤشر للشركات القيادية في الصناعات القائدة، ويقاس هذا المؤشر متوسط أسهم 500 شركة أمريكية، ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأسمال الأمريكي لحوالي ثلاثة إلى أربع أسواق مالية في الو.م.أ.

ويستخدم هذا المؤشر لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء، الاتصالات والماء، ويحتوي المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأسمال، ويتكون من أربع مجموعات رئيسية كل مجموعة مكونة من 40 شركة صناعية و 40 خدمات، كهرباء وماء واتصالات وفي مجال شركات الخدمات المالية و البنوك والتأمين، وتمثل هذه المجموعة 80 بالمائة من أسهم بورصة نيويورك .

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص:90.

<sup>2</sup> محمد البروك أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص:280.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص:91.

2 - مؤشر الأسواق أوروبا وأستراليا و الشرق الأقصى (MSCI) : وهو اختصار لكلمة Mrgar Stanly International: ويقيس هذا المؤشر أداء 1000 سهم للشركات من مختلف دول العالم في أسواق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى ، ويتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين :

- استناد إلى القيمة الرأسمالية

- استناد إلى الناتج المحلي الإجمالي.

3- مؤشر لمجمع ناسداك (NASDAQ) وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي الذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الإلكترونية، ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة .

4 - مؤشر داوجونز: وهو أول مؤشر مالي بدأ عام 1896، يتكون هذا المؤشر الأمريكي من 30 شركة رئيسية تشكل أسهمها حوالي 30 بالمائة من أسهم بورصة نيويورك وهو مؤشر يقيس حالة السوق لمتوسط الشركات الصناعية الأمريكية وهي تعكس أداء البورصة الأمريكية والشركات المدرجة في السوق المالي الأمريكي و يحتسب باستخدام أسلوب متوسط المتحرك لأسعار أسهم أهم هذه الشركات وعندما نقول هبط مؤشر داوجونز بثلاثين نقطة مثلاً فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الثلاثين شركة قد انخفضت 30 نقطة، وهو مؤشر يعبر عن طبيعة الوضع العام في السوق الأمريكي و يمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات البيع وشراء وتقييم أداء السوق واتجاهاته، ومن ثم تقييم السعر محل بحث واستثمار وقد يكون مؤشر داوجونز لصناعة معينة مثل داوجونز لصناعة النقل .

5- مؤشر نايس (NYSE) وهو اختصار ل (Newyork stock Exchange) :وهو مؤشر سوق نيويورك المالي ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات الصناعية والخدمية والالكترونية.<sup>1</sup>

ثالثاً: استخدام المؤشرات في الأسواق المالية:

يتم استخدام مؤشرات الأسواق المالية من قبل المتعاملين بالسوق المالي لأهداف متعددة أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعيه وجود علاقة طردية بين الغير في السهم والتغير الذي يطرأ على مؤشر الأسعار، وعليه فإن المؤشر يمكن المستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد المحفظة المختلفة الاوراق المالية - ايجابيا أو سلبيا - بمجرد

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص:92.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، ص:129.



معرفته لاتجاه التغيير الذي يطرأ على مؤشر حالة السوق، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى.

## 2- الحكم على أداء المديرين المحترفين:

إن المديرين المحترفين الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليباً متقدمة في التنويع والتي منها تنويع ماركويتز ويكون عليه إلزاماً أن يحقق عائد أعلى، للتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة.

## 3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق:

إن التحليل التاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، وإذا ما توصل المحلل الى ذلك النمط فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار .

## 4- تقدير مخاطر المحفظة:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الاوراق المالية، تقاس تلك المخاطر بمعامل الانحراف بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدورة العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

## رابعا: أهمية مؤشرات الأسواق المالية

يعتمد مؤشر سوق الأوراق المالية على حركة ومستوى الأسعار في الأسواق، حيث تلعب المؤشرات دوراً فعالاً في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية كونها تعكس الأسعار وحركتها، وتأتي أهمية المؤشرات فيما يلي:<sup>1</sup>

- يعد تلخيص لأداء الأسواق المالية كونه يعكس أسعار الأسهم و شركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما أن المؤشر يكشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية للبلد و نتائج التداول في السوق المالي.

- يساعد المؤشر القائمين على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة .

- أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 94-95.

- تعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشرات توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: عوامل نجاح الأسواق المالية.

لنجاح السوق المالي لابد من توفر الشروط التالية:<sup>2</sup>

#### 1- الشروط الموضوعية :

- عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين و ذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية. بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.

- تنظيم المعاملات التجارية: ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.

- تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية: وذلك بالتزام بالأنظمة و القوانين.

- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة: يحدث هذا تمهيداً لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.

- إذ أن المدخر قد يرغب في الاستغناء عن استثمار أو تنوعيه و بدون سوق مالي فإنه يصعب عليه بيع الأوراق المالية بسعر معقول، كذلك يكون في مقدرة المستثمر شراء أوراق مالية في أي وقت يشاء ولذلك فإنه لنجاح أي سوق مالية، لابد من نشر بيانات ومعلومات عن الشركات القائمة .

- الحصول على عائد معقول للمستثمر: وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على الحصول على سندات المطروحة للاكتتاب أو الإعفاء من العائد الضريبي.

#### 2- الشروط الشكلية:

- الوضع الجغرافي، ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية.

- الاهتمام بالمرافق العامة، وفي مقدمتها سهولة المواصلات السلوكية واللاسلكية، والمسكن - وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار.

- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.

- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

- عدم وضع رقابة على الصرف.

عندما تتوفر الشروط الموضوعية و الشكلية فإنها تمهيداً لقيام سوق فعالة وناجحة.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 94-95.

<sup>2</sup> عبد المعطي رضا رشيد، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات)، ط1، دار زهران للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص ص: 22-23.



## خلاصة:

من خلال دراستنا لهذا الفصل تعرفنا على الأسواق المالية بحيث تعتبر المكان الذي يتم بموجبه الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال، وتتكون من أسواق النقد و أسواق رأسمال، فهي تعتبر وسيط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز كما توفر السيولة وتساهم في التوازن الاقتصادي .

وتختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق النقد عن تلك المتداولة في السوق رأسمال ومن أهم الأموال المتداولة في أسواق النقد هي : شهادات الإيداع المصرفية، قبولات مصرفية، أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، أما أهم الأوراق المتداولة في سوق رأسمال نجد الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات.

كما تعتبر المشتقات المالية آلية من آليات الاستثمار الجديدة تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي، ومن أنواعها: عقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلة أو المقايضة وعقود الآجلة.

السوق المالي مثل أي سوق يحتاج المتعاملون فيه إلى معلومات تمكنهم من أخذ نظرة عن السوق وهو ما يسمى بكفاءة الأسواق المالية التي تصنف إلى ثلاثة مستويات: كفاءة قوية، كفاءة شبه قوية وكفاءة ضعيفة، والمعرفة التغيرات الحادثة في السوق المالي تستخدم المؤشرات المالية في معرفة أو التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوثها .



**الفصل الثاني :**  
**التنمية الاقتصادية**



## تمهيد:

إن جوهر عملية التنمية الاقتصادية هو تلبية حاجيات الأفراد وإشباع رغباتهم والحرص على تحقيق أقصى قدر ممكن من الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية والطبيعية والاستفادة من الطاقات البشرية في تسخير العلم والتكنولوجيا لأغراض التنمية، كما تحتاج التنمية الاقتصادية إلى مصادر التمويل الداخلية والخارجية من أجل تنمية مختلف قطاعاتها، كما تعتبر الأسواق المالية المنظم لرؤوس الأموال فإن لها دورا في تحقيق التنمية وتطويرها وسنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على ماهية التنمية الاقتصادية، ومصادر تمويل التنمية الاقتصادية إضافة إلى ذلك تبيان دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وهذا من خلال تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية:

- المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية.
- المبحث الثاني: مفهوم تمويل التنمية الاقتصادية.
- المبحث الثالث: دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية.



### المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية:

تمثل التنمية الاقتصادية إحدى الرهانات الكبرى للدول النامية على اعتبار أنها الخيار الوحيد للتحرر من التخلف الاقتصادي، فوجدت في سبيل ذلك مواردها المختلفة، ورغم تباين سياساتها ونظرياتها إلا أن هدفها واسع، وسنحاول في هذا المبحث التعرف على مفهوم التنمية الاقتصادية، عناصرها، ونظرياتها، مع الإشارة إلى أهميتها وأهدافها، وكذلك محدداتها وخصائصها.

### المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية:

يعتبر مفهوم التنمية الاقتصادية أوسع من مفهوم النمو، ويختلف عنه لذلك ارتأينا في هذا المطلب التعريف بالتنمية الاقتصادية، عناصرها ونظرياتها.

### أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية:

ينقسم الفكر الاقتصادي في تعريف التنمية الاقتصادية إلى تيارين رئيسيين أولهما يمثل الفكر الغربي والثاني فيمثل اقتصاديو العالم الثالث.

ومن أهم تعريفات كلاسيكيات الفكر التنموي عن الغربيين أمثال: (Meier Baldwin) التنمية الاقتصادية أنها عملية يزداد فيها الدخل القومي ودخل الفرد في المتوسط بالإضافة إلى تحقيق معدلات عالية من النمو في قطاعات معينة تعبر عن التقدم، أما (Kaldor Nicolass) فعرف التنمية الاقتصادية على أنها مجموعة إجراءات وسياسات وتدابير معتمدة موجهة لتغيير بنية وهيكل الاقتصاد القومي، تهدف في النهاية إلى تحقيق زيادة سريعة ودائمة في متوسط دخل الفرد الحقيقي عن فترة ممتدة من الزمن، وبحيث يستفيد منها الغالبية العظمى من الأفراد".

أما الاقتصادي (Kindleberger) فيؤكد أن التنمية الاقتصادية عبارة عن "الزيادة التي تطرأ على الناتج القومي في فترة معينة مع ضرورة توفر تغيرات تكنولوجية وفنية وتنظيمية في المؤسسات الإنتاجية القائمة أو التي ينتظر إنشاؤها"<sup>1</sup>.

أما التيار الثاني فيمثل اقتصاديو العالم الثالث ومن أمثلة ذلك:

يعرفها مدحت العقاد: "أنها العملية التي تستخدمها الدولة غير المستكملة النمو في استغلال مواردها الاقتصادية الحقيقية بهدف زيادة دخلها القومي الحقيقي، وبالتالي زيادة متوسط نصيب الفرد منه".

<sup>1</sup> حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب)، ط1، دار البداية، ناشرون، وموزعون، عمان، الأردن، 2014، ص:62.

أما محمد زكي شافعي فيرى أنها: "عبارة عن عملية تحول من أوضاع اقتصادية واجتماعية قائمة وموروثة وغير مرغوب فيها إلى أوضاع مستهدفة وأفضل منها قبل حدوث التنمية".<sup>1</sup>

بينما عرفها صبحي محمد قنوص على أنها: "تحسن المستوى الفردي في مستويات المهارة والكفاءة الإنتاجية، وحرية الإبداع، والاعتماد على الذات وتحديد المسؤولية، وتعرف كذلك على أنها العملية التي تسمح بمرور بلد ما من وضعية معينة من تخلف إلى وضعية التقدم".<sup>2</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة نتطرق إلى تعريف شامل حول التنمية الاقتصادية وهو كالتالي:

التنمية الاقتصادية عبارة عن التغيرات الهيكلية التي تحدث في الاقتصاد القومي بأبعادها المختلفة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتنظيمية من أجل تحسين نوعية الحياة وتوفير حياة كريمة لجميع أفراد المجتمع.<sup>3</sup>

ثانيا: عناصر التنمية الاقتصادية:

تتوفر التنمية الاقتصادية على عدة عناصر مهمة نذكر منها:<sup>4</sup>

### 1- خلق الإطار الملائم لعملية التنمية:

ويتمثل هذا الإطار في إيجاد تغييرات متعددة، تشمل جميع المجالات السياسية والاجتماعية، والثقافية في المجتمع، فعلى صعيد المجال السياسي تتطلب التنمية وجود سلطة سياسية نابعة من المجتمع وتؤمن بمفهوم التنمية الاقتصادية وعلى مستوى عالي من الوطنية والانتماء التي تؤهلها لتحقيق هذا الهدف، وفي المجالين الاجتماعي والثقافي تتطلب التنمية الاقتصادية إحداث تغييرات جوهرية في نظام التعليم لمواكبة التطور التكنولوجي.

### 2- التصنيع:

يعتبر التصنيع أساس عملية التنمية الاقتصادية ومظهرا من مظاهر قوة الدولة وعظمتها، ومن أهم الأسباب التي تدعم الاهتمام بعملية التصنيع نبرزها فيما يلي:

- الاعتقاد بأن الطلب على المنتجات الصناعية يزداد بسرعة أكبر من الطلب على المنتجات الأولية.
- الاعتقاد بأن التصنيع يسمح بتحقيق تنوع أكبر في هيكلية الدول النامية الإنتاجية، وهو ما يساعدها على الحصول على قدر أكبر من الاستقلال الاقتصادي والسياسي، ويقلل من حالة التبعية التي تعيشها الدول النامية في علاقتها الدولية.

<sup>1</sup> حربي محمد موسى عريقات، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط1، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2014، ص:340-341.

<sup>2</sup> عبد الرزاق محمد الدليمي، الإعلام والتنمية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، ص:22.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص:473.

<sup>4</sup> إياد عبد الفتاح النصور، أساسيات الاقتصاد الكلي، ط 2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص:284.



### 3- زيادة حجم الاستثمار:

فالتنمية الاقتصادية تقضي بتوفر المواد والتجهيزات الرأسمالية اللازمة لها، لذلك فهي بحاجة إلى الموارد المالية اللازمة لامتلاك هذه التجهيزات وعليه بات من الضروري زيادة حجم الاستثمار في الدول النامية.<sup>1</sup>

### 4- تحقيق النمو الاقتصادي:

بمعنى حدوث زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي الحقيقي

### 5- حدوث تغير في نوعية السلع والخدمات بما يتلاءم واحتياجات الطبقة الفقيرة:

هذه الطبقة تعاني أساسا من نقص الغذاء والخدمات الأساسية من مسكن وتعليم ورعاية صحية ولذلك يجب أن ينصب اهتمام التنمية الاقتصادية على توفير الحاجات الأساسية لأفراد الطبقة الفقيرة في المجتمع.

### 6- التغير في هيكل التجارة الخارجية:

وذلك عن طريق التحول من هيكل يعتمد على تصدير المواد الأولية واستيراد السلع الصناعية إلى هيكل يتميز بارتفاع نسبة الصادرات المصنعة على أن تبدأ بتصدير الصناعات التي تتمتع فيها بقدرة نسبية، أي التي تستطيع أن تنتجها اعتمادا على المواد الأولية المتوفرة فيها اعتمادا على استغلال عنصر العمل المتوفر لديها.<sup>2</sup>

### 7- تغيير هيكل الإنتاج:

بما يضمن توسيع الطاقة الإنتاجية بطريقة تسمح بالتراكم الذي يمر عبر تنويع الإنتاج من القطاعات المختلفة، مما يسمح بخلق سوق لمختلف المنتجات، الأمر الذي يسمح للمزيد من التوسع، وخاصة إذا اعتمد الإنتاج على القطاعات الصناعية ذات المرونة الإنتاجية.<sup>3</sup>

### ثالثا: نظريات التنمية الاقتصادية

اهتم الاقتصاديون في وقت مبكر بالنمو الاقتصادي غير أن الأساس النظري للتنمية قد تشكل غداة الحرب العالمية الثانية، بعد جدية الدول الفقيرة المشاركة في التغيير الاقتصادي، ومن أهم تلك النظريات نجد:

### 1- نظرية الدفعة القوية:

صاحب هذه النظرية هو (Rosentein Rodon) الذي يؤكد على القيم المفروضة على التنمية في البلدان المختلفة مفادها أن التصنيع هو سبيل التنمية في البلدان المتخلفة، ومجال لاستيعاب فائض العمالة المتعطلة جزئيا

<sup>1</sup> إياد عبد الفتاح النصور، أساسيات الاقتصاد الكلي، ط2 دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص:284.

<sup>2</sup> إيمان عطية ناصف، النظرية الاقتصادية الكلية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، ص:336-338.

<sup>3</sup> محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة الجزائر03، 2009، ص:14.



أو كليا في القطاع الزراعي على، أن تبدأ عملية التصنيع بشكل دفعة قوية من خلال توظيف حجم ضخم من الاستثمارات في بناء مرافق من طرق ومواصلات، وإضافة إلى ذلك يتعين أيضا توجيه حجم ضخم من الاستثمارات في إنشاء صناعات متكاملة إلى جانب الاستفادة من اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية واستيراد السلع الإنتاجية، ويؤكد الاقتصاديون المؤيدون لفكرة الدفعة القوية بأن الاستثمار على نطاق واسع سوف يؤدي إلى حصول زيادة سريعة في الدخل القومي، ومن ثم زيادة في الميل الحدي للادخار، وبالتالي ارتفاع حجم الادخار مع تصاعد في مسار التقدم الاقتصادي وزيادة الاعتماد على المواد المحلية.

من الطبيعي أن يكون لكل نظرية مؤيدون ومعارضون، ومن جملة الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية ما يأتي:

- تتطلب الدفعة القوية رؤوس أموال ضخمة لإقامة القاعدة الصناعية الضرورية، وهي مشكلة النسبة للبلدان النامية التي لا تتوفر لديها مثل هذه الموارد.

- كما تحتاج الدفعة القوية إلى كوادرات كثيرة ومتنوعة، اقتصادية وإدارية ومحاسبية وهندسية والتي لا تتوفر في مثل هذه البلدان.

- إن تطبيق هذه النظرية يزيد من مستوى الطلب على العديد من السلع والمواد ومستلزمات الإنتاج الأمر الذي يولد ضغطا تضخميا في الاقتصاد.<sup>1</sup>

## 2- نظرية النمو المتوازن:

لقد صاغ (Rodon) فكرة الدفعة القوية، والتي قدمها فيما بعد نيركس (Nurkse) في صيغة حديثة أخذت تسمية نظرية النمو المتوازن، والتي تتطلب تحقيق التوازن بين مختلف الصناعات الاستهلاكية، وكذلك التوازن بين القطاع المحلي والقطاع الخارجي، وفي النهاية تحقيق التوازن بين جهة العرب وجهة الطلب، وتجدد الإشارة إلى أن أهمية التوازن بين القطاع المحلي والقطاع الخارجي تكمن في حقيقة أن عوائد الصادرات هي مصدر مهم لتمويل التنمية، فالاستيرادات تزداد مع زيادة الإنتاج، كما أن التشغيل يتوسع، ولمواجهة متطلبات الاستيرادات المتنامية ولتمكين الصادرات من أن تمول التنمية، فإن البلد لا يمكن أن يوسع من تجاربه الداخلية على حساب تجارته الخارجية والتوجه نحو الاستغلال الأمثل للموارد المحلية.

ولتوفير الموارد المالية للبرنامج الاستثماري الضخم يدعو (Nurks) إلى الاعتماد على الموارد المحلية والتي ينبغي أن تأتي من القطاع الزراعي، كما يدعو إلى استيعاب فائض العمالة في بناء مرافق الاستثمار الاجتماعي

<sup>1</sup>حري محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 82-84.



والذي يؤدي إلى رفع إنتاجية القطاع الزراعي، وبسبب عدم فاعلية السوق في البلدان المتخلفة فإنه يلقي على الدولة مهمة القيام بدور في مجال التخطيط والتنفيذ والمتابعة والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة،

ومن الانتقادات الموجهة للنظرية: من بينهم ألبرت هيرشمان وسنجر (Singer، Hirschman) ما يأتي:

- أن إقامة الصناعات جميعها في آن واحد قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج مما يجعلها غير مرحة للتشغيل في غياب العدد الكافي من المعدات الرأسمالية.

- يرى البعض بأن هذه النظرية صوف يشجع على الضغوط التضخمية، لأنه يتطلب موارد كثيرة ليست متوفرة لهذه البلدان.

لهذا فإن فكرة النمو المتوازن ليست فكرة خاطئة في نظر البعض، ولكنها غير ناضجة لأنها قابلة للتطبيق في مراحل لاحقة من النمو المستدام، ولكنها غير ملائمة لكسر الجمود الذي تتميز به البلدان المتخلفة<sup>1</sup>

### 3- نظرية النمو غير المتوازن:

جاءت هذه النظرية على يد الاقتصادي الأمريكي ألبرت هيرشمان ، وتتلخص هذه النظرية في فكرة مؤداها أن التنمية الاقتصادية يجب أن تبدأ بتنمية بعض الصناعات أو القطاعات القائدة أو الرائدة، وهو ما يؤدي إلى انتشار التنمية تلقائياً إلى بقية قطاعات الاقتصاد القومي لما لهذا القطاع القائد أو الرائد من آثار أمامية وخلفية على المشروعات في القطاعات الأخرى، وهو ما يتغلب على ضعف قدرة الدول النامية على التنمية في كل القطاعات والأنشطة في وقت واحد، والتي كانت تنادي بما نظرية الدفعة القومية والنمو المتوازن.

ويرى هيرشمان أن التنمية الاقتصادية في الدول النامية تتمثل في خطوات متتابعة نقود الاقتصاد القومي بعيداً عن التوازن وبالتالي فهي سلسلة تضم حلقات من النمو غير المتوازن.

وفي شرح وجهة النظر الخاصة بالتنمية غير المتوازنة يقول هيرشمان أن اتخاذ قطاع رائد أو قائد مثل قطاع النسيج والملابس الجاهزة يؤدي إلى آثار أمامية وخلفية كبيرة على صناعات أخرى متعددة، فمن الناحية الخلفية أن زراعة القطن وغزله لا بد أن تنمو لتلبي احتياجات صناعات النسيج كما أن صناعة الصياغة والتجهيز سوف تنهض لتمشى مع تقدم صناعات الغزل وهكذا.

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول أن سياسة التنمية للنمو غير المتوازن تتلخص في تركيز جهود التنمية على عدد معين من الصناعات في الصناعات التي تتميز بأن لها آثاراً أمامية وخلفية على صناعات ومشروعات أخرى،

<sup>1</sup> حربي موسى عريقات، التنمية و التخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 85-88.



وبالتالي تكون الاستراتيجية للتنمية قائمة على أن يكون عدم التوازن حافزا على رفع معدل النمو في قطاع تلو الآخر في حدود إمكانيات الدول النامية.

ولعل نقطة الضعف الواضحة في هذه النظرية أنها تعتمد على نظام للحوافز كفاء لترغيب وإغواء وجذب الاستثمار الخاص والقطاع الخاص، وزيادة استجابة رجال الأعمال نحو المشروعات التي لها آثار إيجابية وأمامية وهذه مسألة تأخذ وقتا وتتوقف على مدى تحسن مناخ الاستثمار، وكلها تحتاج إلى علاج ووضع الأساليب الكفيلة بالتغلب على تلك الأوضاع.<sup>1</sup>

#### 4- نظرية المراحل الخطية (نظرية مراحل النمو ل (Rostow):

تشكل فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بداية جهود الدول الفقيرة في البحث عن التغيير في ظل اقتصاد ريفي كبير ومجتمعات تتصف بالغياب الحقيقي لهماكل الاقتصاد الحديث وتشكل الخبرات التاريخية المستمدة من خطة مارشال التي من خلالها استطاعت دول أوروبا إعادة بناء وتحديث اقتصادياتها في سنوات قليلة بمساعدة الولايات المتحدة المالية والتكنولوجية الكبيرة، جهر نظرية المراحل الخطية التي في اعتقادهم أن هذه الدول اتبعت نمطا معيناً مكنها من تحويل مجتمعاتها الزراعية الفقيرة التي تعيش على حد الكفاف إلى مجتمعات صناعية حديثة، اعتمد (Rostow) على مقارنة تاريخية لعملة التنمية الاقتصادية حيث الانتقال من التخلف إلى التنمية يمكن وصفه في شكل سلسلة من المراحل أو الخطوات التي ينبغي أن تمر بها كل الدول، حيث إذا سارت الدول النامية في هذا الطريق فإنها ستصل لا محالة إلى المراحل الأخيرة التي ينعم فيها المواطنون بالاستهلاك الوفير للسلع والخدمات، وهو يشير إلى مراحل عملية النمو الاقتصادي بقوله: "أنها ليست إلا نتائج عامة مستتبطة من الأحداث الضخمة التي شهدتها التاريخ، وحيث يمكن التعرف على أوضاع كل المجتمعات بوضعها داخل أحد خمس مراحل:

**أولاً: مرحلة المجتمع التقليدي:** يتميز فيها الهيكل الاجتماعي للمجتمعات بالطبيعة الهرمية، حيث العائلة والقبيلة تلعب دوراً مهماً، وتتصف بوجود سقف محدود من الإنتاج يفرضه مستوى العلم والمعرفة.

**ثانياً: مرحلة ما قبل الانطلاق:** حيث تنهياً ظروف الانطلاق بتوفير المتطلبات الاقتصادية الضرورية لذلك، مثل حد أدنى من الاستثمارات تكون موجهة للنقل ولرأس المال الاجتماعي، والذي يجب أن يفوق 10% من الدخل القومي، ويكون محكوما برغبة الأفراد واستعدادهم لإقراض رأس المال وتحمل المخاطر الاستثمارية مع توفر عدد

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 482-483.

كاف من المنظمين الذي يحفز على إقامة مجتمع صناعي بتوجيه الفائض الزراعي إلى الصناعة في ظل حكومة حديثة معاصرة وفعالة تعمل على تنظيم الاقتصاد وفق مبدأ تقسيم العمل.

**ثالثاً: مرحلة الانطلاق:** وهي المرحلة الفاصلة، حيث يتوقع أن تحدث دفعة قوية سواء كانت ثورة سياسية أو تكنولوجية أو علمية تقضي على عوامل الجمود والفشل وتؤسس إرساء نظم اقتصادية واجتماعية وسياسية وثقافية جديدة تحفز النشاط الاقتصادي بكل متغيراته من ادخار واستثمار ودخل وطني، وأسواق داخلية وخارجية، ويشترط (Rostow) أن تكون نسبة الاستثمار على الأقل تتراوح بين 5% من الدخل الكلي، وأن تكون نسبة الزيادة في الدخل تفوق معدل الزيادة السكانية بما يضمن تحقيق النمو الاقتصادي وإنشاء القطاعات القائدة.

**رابعاً: مرحلة النضوج:** هي المرحلة التي يطبق فيها المجتمع التكنولوجيا الحديثة لاستغلال موارده ويحقق النمو المستدام، وتحل القطاعات القائدة الجديدة محل القديمة، ويرافق ذلك تغيرات هيكلية اجتماعية ونمو سكان المدن.

**خامساً: مرحلة الاستهلاك الوفير:** في هذه المرحلة يصل المجتمع بعمله المتواصل لزيادة الاستثمار إلى تحويل القطاعات الرئيسية في القطاع الوطني إلى إنتاج السلع المعمرة بكميات كبيرة ومستوى رفيع من الفن الإنتاجي... وعندئذ يدخل المجتمع إلى عصر الاستهلاك الكبير، وتعتبر الولايات المتحدة وألمانيا الغربية آنذاك واليابان من المجتمعات التي حققت النضج الاقتصادي في القرن العشرين، وقد تيسر لها ذلك بفضل عاملين: أحدهما هو ارتفاع الدخل الحقيقي للفرد في المتوسط ودوام هذا الارتفاع إلى نقطة حقق عندها عدد كبير من الأفراد سيطرة خاصة على الاستهلاك تجاوزت حاجاتهم الأساسية كالمأكل والملبس والمسكن، وأما الآخر فهو تغير تركيب القوى العاملة حيث زادت نسبة سكان المدن بالنسبة لمجموع السكان مما أدى إلى زيادة نسبة المشتغلين في المؤسسات والشركات والمجال التجاري وهي الأعمال التي تتطلب توافر مهارات علمية وثقافية خاصة.<sup>1</sup>

وإذا كان (Rostow) يعتقد أن نهاية هذه المرحلة التي يصل فيها الأفراد إلى أعلى مراتب الرفاهية المادية ستكون مصحوبة باهتمامهم بالجانب الروحي والعقائدي، حيث ثبت أن الدول المتقدمة مرت جميعها بمرحلة الانطلاق نحو النمو المستدام، أما الدول المتخلفة فما زالت تصارع في إحدى هذه المراحل، ومن الصعوبات الأساسية التي تواجهها الدول النامية هو تعبئة الادخار المحلي والأجنبي كي يحدث الاستثمار الكافي للتعجيل بالنمو الاقتصادي".

<sup>1</sup> كامل بكري، التنمية الاقتصادية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ص: 15-17.



## 5- نظرية التغير الهيكلي وأنماط التنمية:

إن تحليل أنماط التنمية والتغيرات الهيكلية التي تصاحبها يهدف إلى التركيز على العمليات المتعاقبة والتي من خلالها يتحول الهيكل الاقتصادي والصناعي والمؤسسي الاقتصاد المتخلف خلال الزمن، وذلك بالسماح للصناعات الجديدة أن تحل محل الزراعة التقليدية كمحرك للنمو الاقتصادي، وتجدر الإشارة هنا إلى أن الادخارات والاستثمارات المتنامية هي شروط ضرورية، ولكنها ليست كافية لتحقيق النمو الاقتصادي، كما هو الحال في نظرية (Lwis) ونظرية المراحل، بل هناك حاجة إلى تغيرات مترابطة في هيكل الاقتصاد من أجل التحول من نظام اقتصادي تقليدي إلى نظام حديث.

وتتضمن التغيرات الهيكلية عمليا جميع دوال الاقتصاد وهيكل طلب المستهلك والتجارة الدولية واستخدام الموارد بالإضافة إلى التغيرات في العوامل الاجتماعية والاقتصادية مثل التحضر والنمو وتوزيع السكان. ويؤكد مؤيدو النظرية الهيكلية على تأثير القيود المحلية والدولية على التنمية فالقيود الدولية تضمن إمكانية الوصول إلى رأسمال الأجنبي والتكنولوجيا والتجارة الدولية، وإن الاختلاف بين البلدان النامية في مستويات التنمية لديهم بدرجة كبيرة إلى هذه القيود الداخلية والخارجية، حيث يمكن لها التحول بمعدلات أسرع من معدلات تحول البلدان الصناعية خلال الفترات الأولى لتنميتها الاقتصادية، ولهذا فإن نموذج التغير الهيكلي يعترف بحقيقة أن البلدان النامية في مستويات التنمية لديهم بدرجة كبيرة إلى هذه القيود الداخلية والخارجية، حيث يمكن لها التحول بمعدلات أسرع من معدلات تحول البلدان الصناعية خلال الفترات الأولى لتنميتها الاقتصادية، ولهذا فإن نموذج التغير الهيكلي يعترف بحقيقة أن البلدان النامية هي جزء من نظام عالمي متكامل يستطيع أن يحقق لها التنمية.<sup>1</sup> وفي نهاية عرض أهم نظريات التنمية فإن حرية الاختيار مفتوحة أمام كل دولة نامية لتختار النظرية وسياسة التنمية التي تتماشى مع ظروفها وإمكانيات

## المطلب الثاني: محددات وخصائص التنمية الاقتصادية

إن محددات التنمية وخصائصها هي مجموع العوامل التي تساعد على دفع التنمية وتسريع وتيرتها التي يجب الاهتمام من أجل تحقيق تنمية اقتصادية ناجعة، ونذكر ما يلي:

<sup>1</sup> حربي محمود موسى عريقات، مبادئ الاقتصاد الكلي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.



أولاً: محددات التنمية الاقتصادية: وتتمثل في

### 1- الأسواق المحلية:

باعتبار أن الأسواق المحلية مجموعة من العلاقات المتبادلة بين البائعين والمشتريين الذي تتلاقى رغباتهم أو حاجاتهم في تبادل سلعة أو خدمة داخل البلد، وبفعل التقدم التقني والتكنولوجي وثروة الاتصالات والمواصلات أصبح السوق يمثل العالم بأسره، وبالتالي فإن السوق يوفر للمجتمع حاجاته المتعددة<sup>1</sup>، ويقوم بتوزيع وتدوير الثروة داخل المجتمع عن طريق البيع والشراء وما شابه، وقد ارتبطت ظاهرة السوق من النشأة والتكوين بتطور وتقدم النشاط الاقتصادي حيث يرى الاقتصادي كيندر لبوغر (Kind leboeger) أن الأسواق المحلية لها أهمية كبيرة في عملية التنمية الاقتصادية، لأنه يرى أن التصنيع لا بد أن يعتمد في بدايته على الأسواق المحلية لأنه في المراحل الأولى للتصنيع يمر المنتج بمرحلة البحوث والابتكارات، وذلك من أجل تحسين نوعية وجودة المنتج، ثم تأتي مرحلة تقديم السلعة بالسوق المحلي، لأن فرص التصدير تكون محدودة في البداية بسبب المنافسة الدولية التي تتطلب مواجهتها كفاية إنتاجية عالية كلما تتوفر في المراحل الأولى للتصنيع، أما المرحلة الأخيرة تتمثل في نمو الإنتاج والتسويق المحلي، وبالتالي بداية تسبع السوق المحلي، وهذا الأخير يعتبر بدوره بداية لعملية الانفتاح على الأسواق الخارجية والتي تعتبر مصدراً هاماً جداً لدفع عجلة التنمية الاقتصادية وقد يؤدي ضيق الأسواق المحلية إلى تقييد حجم المشروعات ووجود فائض غير مستغل في طاقتها الإنتاجية مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف حجم تكاليف الإنتاج وعدم الانتفاع بمزاياه.

### 2- الموارد الطبيعية:

إن توفر الموارد الطبيعية وتنوعها يشكل عاملاً مساعداً على سرعة تحقيق التنمية الاقتصادية ويهيئ لها فرصاً أفضل، وقد لا يؤدي النقص في بعض هذه الموارد إلى الوقوف في تحقيق التنمية<sup>2</sup>، إذ يمكن إحلال عامل إنتاجي محل عامل آخر، ولكن من معرفتنا لأهمية الموارد الطبيعية بصفة عامة في عمليات الإنتاج المختلفة، وللأهمية الخاصة للموارد الطبيعية غير المتجددة وباعتبار أن رصيد العالم منها يتضاءل مع زيادة معدلات استهلاكها، فإنه يساوره القلق من عدم إمكانية استمرار النمو في المستقبل، فالموارد الطبيعية غير المتجددة، أي مصادر الطاقة الحفريّة والمعادن بأنواعها هي موارد ضرورية لأي عملية إنتاجية، ومهما بلغت عمليات الإحلال بين هذه الموارد وبين عناصر الإنتاج المتجددة كالعامل والرأس المال إلى جانب الموارد الطبيعية المتجددة وكذلك البدائل الصناعية، فإن

<sup>1</sup> موزاوي بلال، الاستثمار والتنمية الاقتصادية، تجربة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2002/2003، ص: 17-20.

<sup>2</sup> مايزو روبرت بالدوين، التنمية الاقتصادية، ج 1، مترجم، مصر، 1979، ص: 25.



الإحلال لن يكون كاملاً، أي أن الإنسان سيبقى بحاجة إلى حد أدنى من هذه الموارد من أجل القيام بنشاطه الإنتاجي وهذا راجع إلى التنمية الاقتصادي والنمو السريع الذي يعتمد على الاستخدام المكثف لمصادر الطاقة والمعادن، والذي يؤدي بدوره إلى الإسراع بنفاذ رصيد الموارد الطبيعية قبل السماح باكتشاف بدائل أخرى، وهذا ينتج عنه انهيار النشاط الاقتصادي، ومن جهة أخرى يساهم استخدام هذه الموارد في استمرار النمو الاقتصادي عن طريق التجارة والتبادل.

ويرى الاقتصادي الهندي "كوريهارا" أن الاقتصاد يتمتع بوفرة الموارد الطبيعية ولكن تنقصه التكنولوجيا أو رؤوس الأموال اللازمة لتنمية هذه الموارد<sup>1</sup>.

### 3- البنية الأساسية اللازمة:

وهي تشمل البنية التحتية للمشروعات العامة، كشبكات المواصلات ومحطات المياه والمدارس وغيرها والتي يطلق عليها اسم مشروعات البنية التحتية أو القاعدية، ولذلك ينصح الاقتصاديون الدول النامية بتخصيص نسب عالية من الدخل لإقامة هذه المشروعات الحيوية، والتي لا يمكن أن ينهض اقتصادها دون أن تتوفر هذه المشروعات الكبيرة مما تتطلبه من مبالغ ضخمة، وهذا ما يعكسه عدم كفاءة أدائها الاقتصادي، وهنا ذهب فولر (Foler) ليروجح أن الجميع يلاحظ أن مشاريع البنية التحتية لا تقتصر فقط على المشاريع الكبيرة بل أيضاً يجب إعارة المشاريع الصغيرة التي فيها منافع عامة بعضاً من الاهتمام، ومن هنا نستخلص أن البنية التحتية تعتبر كمحرك اقتصادي في إمكانية أن تأخذ مشاريع البنية التحتية أولوية في زمن ندرة توافر رؤوس الأموال<sup>2</sup> واستطاعت مشاريع تنمية البنية التحتية مساعدة الدول للتغلب على الاضطرابات الاقتصادية، إضافة إلى إمكانية تحديد أولويات هذه المشاريع في الأوقات التي تتوفر فيها التمويلات اللازمة، وقد أشار فولر Foler إلى أنه خلال القرن الماضي كان هناك تحول من المال إلى رأس المال البشري وأعطيت التكنولوجيا إلى رأس المال والموارد البشرية مبيناً أنه من الجيد أن يكون هناك توافق بين البنية التحتية والهدف العام، ومثل ذلك نراه السوق التي تساعد على توفير استهلاك جيد، وشدد على ضرورة الاهتمام بالتفكير في البنية التحتية وعوامل الإنتاج الأخرى وتعزيز الذكاء الصناعي، وروح المبادرة مهمة في إطلاق المشاريع من أجل تنويع الاستثمارات التي تؤدي في الأخير إلى تحريك عجلة التنمية الاقتصادية وتحدد مدى نجاحها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> علي لطفي، التنمية الاقتصادية، دراسة تحليلية، القاهرة، مصر، 1972، ص: 111.

<sup>2</sup> محمد عبد العزيز عجمية ومحمد البثي، التنمية الاقتصادية، مفهومها، نظرياتها، سياساتها، ط1، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 224.

<sup>3</sup> عبد الوهاب إسلامي، البنية التحتية كمحرك اقتصادي، مجلة الشرق الأوسط، القاهرة، مصر، العدد 87/55، 2009، ص: 15.



### ثانيا: خصائص التنمية الاقتصادية

وعليه يمكن استنتاج أهم خصائص التنمية، وهي كالآتي:

- التنمية عملية وليست حالة، وبالتالي فإنها مستمرة ومتصاعدة تعبيراً عن احتياجات المجتمع وتزايدها.
- التنمية عملية مجتمعة يجب أن تساهم فيها كل الفئات والقطاعات والجماعات في المجتمع.
- التنمية عملية واعية، إذا هي ليست عملية عشوائية بل محددة الغايات والأهداف.
- التنمية عملية موجهة بموجب إدارة للتنمية تعنى بالغايات المجتمعة وتلتزم بتحقيقها.
- إيجاد تحولات هيكلية تمثل إحدى السمات التي تميز عملية التنمية الشاملة عن النمو الاقتصادي.
- هذه التحولات بالضرورة هي تحولات في الإطار السياسي والاجتماعي والاقتصادي.
- بناء قاعدة وإيجاد طاقة إنتاجية ذاتية لا تعتمد على الخارج، أي أن تكون مرتكزات البناء محلية.
- تحقيق تزايد منتظم، أي عبر فترات زمنية طويلة.
- زيادة في متوسط إنتاجية الفرد أي بتعبير اقتصادي آخر تزايد متوسط الدخل الحقيقي للفرد.
- تزايد قدرات المجتمع السياسية والاقتصادية والاجتماعية ويجب أن يكون التزايد تصاعدياً وهو الوسيلة لبلوغ غاياته.
- الإطار الاجتماعي السياسي يتضمن آلية التغيير وضمانات استمراره ويتمثل ذلك في نظام الحوافز القائم على أساس الربط بين الجهد والمكافأة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: أهداف وأهمية التنمية الاقتصادية:

تمثل أهداف وأهمية التنمية الاقتصادية فيما يلي:

#### أولاً: أهداف التنمية الاقتصادية

إن أهداف التنمية الاقتصادية تختلف من دولة إلى أخرى، ويعود ذلك إلى ظروف الدولة وأوضاعها الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، وحتى السياسية، غير أن هناك أهداف أساسية ومشتركة تسعى إليها الدول النامية في خططها الإنمائية ومن بين هذه الأهداف ذكر ما يلي:

- 1- زيادة الدخل القومي والارتقاء بمستوى معيشة الإنسان وتقليل الفجوة الداخلية مع تعديل تركيبة هيكل الاقتصاد القومي لصالح قطاع الصناعة والتجارة، وتلك الأهداف هي في الواقع بمثابة علاج للمشكلات الناتجة عن الخصائص الأساسية التي تتمثل في اقتصاديات الدول الفقيرة، وهي أنها:

<sup>1</sup> عبد الرزاق محمد الدليمي، مرجع سبق ذكره، ص: 26.





- دول منتجة للموارد الأولية وبعضها قابل للنفاذ.
- تواجه ضغوطا سكانية وارتفاع معدلات المواليد.
- تمتلك موارد طبيعية لم يتم تطويرها نظرا لضعف الاستثمارات خاصة بالبنية التحتية<sup>1</sup>.

## 2- تحسين مستوى المعيشة

يعتبر تحسين مستوى المعيشة من الأهداف المهمة التي تسعى التنمية المستدامة لتحقيقها، كما أن زيادة الدخل الوطني لا يؤدي بالضرورة إلى تحسن مستوى المعيشة، فزيادة السكان بنسبة أكبر من زيادة الدخل الوطني تجعل تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل أمرا صعبا، وعليه يجب أن يكون هناك ترابط بين زيادة الدخل بتنظيم الزيادة السكانية والتحكم في معدلات المواليد، وتحقيق توزيع عادل للدخل الوطني، ومنه تعمل التنمية المستدامة على تحسين نوعية حياة الأفراد.<sup>2</sup>

## 3- تقليل التفاوت في توزيع الدخل والثروات

يعتبر تقليل التفاوت في توزيع الدخل والثروات هدفا من الأهداف الاجتماعية في عملية التنمية الاقتصادية، فأغلب الدول النامية التي تعاني من انخفاض الدخل القومي ومن انخفاض متوسط نصيب الفرد تعاني أيضا من اختلالات في توزيع الدخل والثروات، ولا شك أن التفاوت في توزيع الدخل والثروات له آثار سلبية على المجتمع تتمثل في عدم شعور الأغلبية بالعدالة الاجتماعية، وكذلك هدر الموارد الاقتصادية فالأغنياء سينفقون أموالهم في السلع الكمالية، وستوجه إلى ناحية عجز الجهاز الإنتاجي لتلبية الاستهلاك للفقراء، وكذلك فإن زيادة الطاقات الإنتاجية الناجمة عن عملية التنمية في حاجة إلى خلق الطلب عليها، وأحد وسائل خلق الطلب هي إعادة توزيع الدخل لصالح الشرائح الأوسع في المجتمع.

## 4- التوسع في الهيكل الإنتاجي

يجب أن تسعى التنمية الاقتصادية إلى توسيع قاعدة الهيكل الإنتاجي، لأن التنمية الاقتصادية لا تقتصر على مجرد زيادة الدخل القومي وزيادة متوسط نصيب الفرد، بل التوسع في بعض القطاعات الهامة من الناحية الاقتصادية والفنية، كما يجب على الدولة بناء الصناعات الثقيلة إن أمكن ذلك من أجل أن تمتد هذه الصناعات الاقتصاد القومي بالاحتياجات اللازمة.<sup>3</sup> ويمكن عرض ما تم شرحه من خلال الشكل التالي:

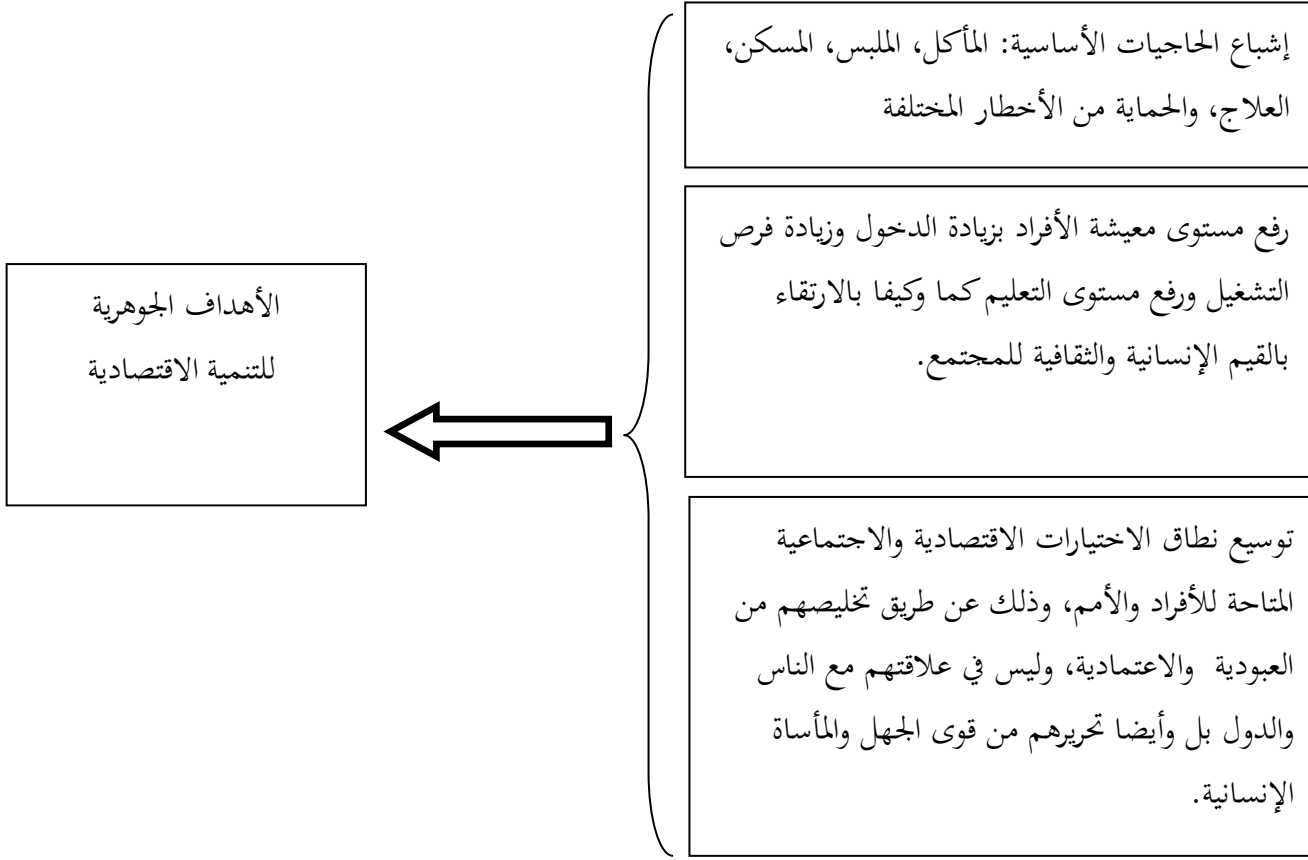
<sup>1</sup> سهيلة فريد النباي، التنمية الاقتصادية (دراسات ومفهوم شامل)، ط1، دار الرابية، عمان، الأردن، 2003، ص:100.

<sup>2</sup> محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية)، ط1، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2003، ص:131.

<sup>3</sup> حربي محمد عربيات، التنمية و التخطيط الاقتصادي (مفاهيم و تجارب)، مرجع سبق ذكره، ص:70-71.



الشكل 2-1: الأهداف الجوهرية للتنمية الاقتصادية



المصدر: محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 03، 2009، ص:16.

ثانيا: أهمية التنمية الاقتصادية

إن أهمية التنمية الاقتصادية تتجلى في العنصرين التاليين:

**أولا:** التنمية وسيلة لتقليل الفجوة الاقتصادية والتقنية بين الدول النامية والمتقدمة، فالتنمية الاقتصادية والاجتماعية ضرورية للدول النامية لتقليل حدة الفجوة الاقتصادية والتقنية مع الدول المتقدمة، هناك عوامل اقتصادية وغير اقتصادية ساعدت على حدة هذه الفجوة، والتي ما زالت متأصلة ومتوازنة في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والبلدان النامية، ويمكن إيجاز هذه العوامل في المجموعتين التاليين:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> جمعون نوال، دور التمويل في التنمية الاقتصادية، حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2005/2006، ص:25



1- مجموعة العوامل الاقتصادية وتتمثل في:<sup>1</sup>

- التبعية الاقتصادية للخارج.
- سيادة نمط الإنتاج الواحد.
- ضعف البنيان الصناعي.
- ضعف البنيان الزراعي.
- نقص رؤوس الأموال.
- انتشار البطالة بأشكالها المختلفة وخاصة البطالة المقنعة.
- انخفاض متوسط دخل الفرد ومستوى المعيشة.
- سوء إدارة المنشأة وعدم كفاءة الجهاز الحكومي.
- استمرارية أزمة المديونية الخارجية.

2- مجموعة العوامل غير الاقتصادية وتتمثل في:<sup>2</sup>

- الزيادة السكانية الهائلة.
- انخفاض المستوى الصحي.
- سوء التغذية.
- انخفاض مستوى التعليم الكمي والنوعي.
- تراجع القدرات والإنجازات العلمية والتكنولوجية.
- ارتفاع نسبة الأميين من السكان.

ويمكن تجاوز هذه الأوضاع الاقتصادية تدريجياً بإحداث تنمية اقتصادية واجتماعية حقيقية تعتمد اعتماداً كبيراً على رؤية واستراتيجية مدروسة وواضحة.

ثانياً: التنمية أداة للاستقلال الاقتصادي

فالتنمية الحقيقية لا بد وأن تقوم على الاستقلال الاقتصادي وليس على أساس التبعية، ونود أن نؤكد هنا أنه مجرد حصول القطر المتخلف على الاستقلال السياسي لا يترتب عليه انقضاء حالة التبعية هذه، بل أن التعامل التكنولوجي والمالي ونوع المشروعات التي تقيمها الدول المتخلفة بعد استقلالها.

<sup>1</sup> جمعون نوال، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

<sup>2</sup> حربي محمد عربيات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم و تجارب)، مرجع سبق ذكره، ص: 344.



### المبحث الثاني: ماهية تمويل التنمية الاقتصادية

تحتاج التنمية الاقتصادية إلى تكوين الموارد وتعبئتها وتوجيهها إلى الاستثمارات المختلفة للتنمية ورأس المال متلازمان، فلا يمكن أن تحدث تنمية بدون رأسمال، لذا تهتم سياسة التمويل بكيفية الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة كما تهتم بأنواع الأموال والضمانات الممكن تقديمها والالتزامات الممكن قبولها مقابل الحصول على هذه الأموال، كما تتضمن مسائل تتعلق بتوزيع الأرباح واحتجازها.

ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى مفهوم التمويل، ومصادر تمويل التنمية الاقتصادية.

#### المطلب الأول: تعريف التمويل

**التعريف 1:** يقصد بالتمويل الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها لأغراض الاستثمار، وهو عملية تشمل كل نواحي الحياة، ومختلف أنماط المشروعات الصغيرة منها والكبيرة، ولذلك فهو العصب الأساسي لعملية التنمية، إذ بدون توفر المال يصبح من الصعب تصور إمكانية أن تنجح عملية التنمية في أي مجتمع.<sup>1</sup>

**التعريف 2:** التمويل وهو الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط.

ومن خلال التعاريف المقدمة يمكن استخلاص ما يلي:

- يتعلق التمويل بالمبالغ النقدية.
- التمويل ضروري لدفع عملية التنمية سواء كان في صورة مالية أو حلي أو معدات.
- يكون الهدف الرئيسي من التمويل هو تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأعوان الاقتصاديين.<sup>2</sup>

#### ثانيا: وظائف التمويل

لسيرورة وديمومة المشاريع الاقتصادية لا بد من تمويل لأنه يعتبر من الأدوات اللازمة لاستمرارها وتنميتها وبالتالي فللتمويل عدة وظائف والمتمثلة فيما يلي:

##### أ- التخطيط المالي

يهدف التخطيط المالي إلى تحقيق الاستخدام الأفضل لرأس المال والوصول إلى أفضل تشكيلة من هذه الموجودات (كما وكيفاً) وتدبير الأموال اللازمة للمشروع من مختلف مصادرها، وهو ما يؤدي إلى تحقيق الإدارة المالية، فالتخطيط السليم للقرار يجب أن يمر بالمراحل التالية:

- التعرف على المشكلة.

<sup>1</sup> إدريس عزام، مشكلات إدارة التنمية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط 1، القاهرة، مصر، 2009، ص: 89.

<sup>2</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، ط 1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 43.



- تحديد وتنمية عدة حلول بديلة للمشكلة.
- تقييم كل بديل.

### ب- الرقابة المالية

تم الرقابة المالية من خلال تقييم أداء النشاط مقارنة بالمخطط الموضوع، وهذا التقييم يتم من خلال الاطلاع على تقارير الأداء باكتشاف الانحرافات ثم البحث عن أسباب حدوثها، وعادة ما تكون هذه الرقابة المالية من مسؤوليات المراقب المالي، والذي يشرف على الحسابات.

### ج- الحصول على الأموال

يعتبر تخطيط الهيكل المالي (التخطيط التمويلي) واحدا من أهم موضوعات الإدارة المالية، إذ يبين مختلف التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال الفترة التي تشملها الخطة، ويبين كذلك مقدار الأموال التي يحتاجها المشروع ومواعيد حاجة هذه الأموال، ولتغطية هذه الحاجة يقوم المدير العام باللجوء إلى مصادر خارجية للحصول على هذه الأموال وعليه البحث عن الأموال المناسبة والتي تكون بشروط سهلة وتكلفة قليلة.

### د- استثمار الأموال

بعد حصول الأموال من مصادرها على المدير المالي السهر على استخدام هذه الأموال بحكمة في المشروع، وعليه التأكد بأن استخدامها يؤدي إلى تحقيق أو تحصيل أكبر عائد ممكن.<sup>1</sup>

### ثالثا: أشكال التمويل

يمكن النظر إلى أشكال التمويل من عدة جوانب أهمها:

- المدة التي يستغرقها.
- مصدر الحصول عليه.
- الغرض الذي يستخدم لأجله.

### 1- أشكال التمويل من حيث المدة

وبموجب معيار المدة تنقسم أشكال التمويل إلى:

<sup>1</sup>قشيدة صورية، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمات "فيناليب"، رسالة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2012/2011، ص ص: 76-77.

أ-تمويل قصير الأجل: يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

ب- تمويل متوسط الأجل: يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.

ج- تمويل طويل الأجل: وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحياة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل، وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.

## 2- أشكال التمويل من حيث مصدر الحصول عليه

وينقسم التمويل تبعاً لمصادره إلى:

أ- تمويل ذاتي: ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصفة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية.

ب- تمويل خارجي: ويتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاته التمويلية وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة.<sup>1</sup>

## 3- أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله:

وينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

أ- تمويل الاستغلال: ويتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية الذي يتم التضحية به في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، أي هو تمويل الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساساً بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها.

ب- تمويل الاستثمار: يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلف طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كإقتناء الآلات والتجهيزات.

<sup>1</sup> رابح زرقاني، أبعاد واتجاهات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2013/2014، ص: 77-78.



كما أن لتمويل الاستثمار خاصيتين أساسيتين هما:

- إن عائد الأموال المنفقة على الاستثمار يتحقق بعد فترة زمنية طويلة نسبيا بعد حدوث الإنفاق، كما أن العائد لا يتحقق دفعة واحدة وإنما يتوزع على فترات ودورات إنتاجية.
- زيادة عنصر عدم التأكد المرتبط بتقدير أن إيرادات وتكاليف الاستثمار الناتج عن طول الفترة التي يستغرقها النشاط الاستثماري وما تفتحه من احتمالات لتغير المعطيات في نهاية الفترة عن بدايتها.

#### رابعاً: أهمية التمويل

- تتجلى أهمية التمويل من خلال تسهيل وتأمين عملية انتقال الفائض النقدي من المؤسسات ذات الفائض إلى تلك الوحدات التي بها عجز مالي، ويمكن أن نبرز أهمية التمويل من خلال العناصر التالية والمتمثلة فيما يلي:
- توافر رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع، والتي تترتب عليها جملة من الأهداف كتوفير مناصب شغل جديدة تؤدي إلى القضاء على البطالة، تحقيق التنمية الاقتصادية.
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم، بحيث يتجلى ذلك في توفير السكن العمل... إلخ.

- تشغيل الموارد المالية يؤدي إلى الرفع من الإنتاج والإنتاجية وهذا ما يساعد في التحكم في التضخم.
- ضمان استمرار نشاط المؤسسة وتوسيعها، وحتى القيام بمشاريع جديدة.
- مساعدة المؤسسة على تسوية توازنها المالي.
- يساهم التمويل في تفعيل وتنشيط ميكانزمات الجهاز المصرفي من خلال حركة رأسمال.
- يساهم التمويل في إعطاء الحركة والحيوية الضرورية لتحقيق وتيرة النمو الاقتصادي وتنمية شاملة<sup>1</sup>

#### خامساً: مخاطر التمويل

يمكن أن نقسم مخاطر التمويل إلى:

- مخاطر مادية.
- مخاطر فنية.
- مخاطر اقتصادية.

<sup>1</sup> راجع زرقاني، مرجع سبق ذكره، ص: 78.



### 1- المخاطر المادية

وهي تلك المخاطر التي قد تتلف بعض السلع المادية التي هي نتاج العمل الذي موله، فنحن في هذه الحالة لا يتم تسديد المبالغ التي تم اقتراضها مما يلحق خسائر كبيرة، أي تكاليف إضافية. ومن أمثلة ذلك تلف المخزون من الطعام بسبب الحشرات أو الحيوانات، أو تلف المنزل بسبب حريق أو فيضان، أو تلف السفينة بسبب الأعاصير... إلخ.

### 2- المخاطر الفنية

وهي تلك المخاطر التي تنبع من حقيقة أن مهارة المنتج قد لا تتناسب مع طموح خطته، ومن أجل ذلك فإنه بالرغم من الوسائل المعروفة فإن المنتج قد يفشل في عمل الشيء المرغوب، لأنه غير مؤهل فنيا لاستخدام عناصر الإنتاج، خاصة التعامل مع الآلات الحديثة، أو إذا نجح في عمله فإنه قد يستهلك من أجل ذلك موارد أكثر من تلك التي حددها عند وضع الخطة، وهذا هدر للموارد، وبالتالي يلحق بالمنتج خسائر لم تكن بالحسبان لذا تركز المصانع على الفنيين المهرة في العملية الإنتاجية حتى ولو كانت تكلفة تشغيلهم عالية.

### 3- المخاطر الاقتصادية

وهي تلك المخاطر الناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة، وتنقسم في هذا السياق إلى نوعين:  
أ- خطر انخفاض الطلب على المنتج الذي مولناه، مما يعني عدم الحصول على مردود مال نسدد من خلاله أقساط التمويل وباقي الالتزامات الأخرى، والأسباب التي تؤدي إلى انخفاض الطلب عن السلعة المنتجة، أو الخدمة.  
ب- مخاطر عدم كفاية عرض الموارد اللازمة لصنع المنتج المخطط له، وبالتالي قد لا يمكن إنتاجه.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: المصادر الداخلية لتمويل التنمية الاقتصادية

يقصد بالتمويل الداخلي مصادر التمويل التي توفرها المصادر المحلية الوطنية، والموجهة إلى تنمية القطاعات الاقتصادية المختلفة، وتمثل أهم مصادر التمويل الداخلية للتنمية الاقتصادية في الادخار، وتمثل أهم المدخرات الوطنية الاختيارية في مدخرات الأفراد، وهي كل ما يدخره الأفراد من دخولهم، ومدخرات قطاع العمال، وهي ما تدخره المشروعات في أرباحها في صورة أرباح غير موزعة (محتجزة)، واحتياطات اختيارية للشركات، ومدخرات إجبارية للقطاع الحكومي، ويمكن تصنيف وتوضيح أهم المصادر الداخلية كما يأتي:

#### 1- الادخار العائلي (الشخصي)

<sup>1</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص: 22-23.



يعرف بأنه ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على السلع الاستهلاكية والخدمات، أو هو الفرق بين الدخل الجاري والإنفاق الجاري، كما يعرفه البعض أيضا بأنه الجزء من الدخل الذي لا ينفق ولا يخصص للاكتناز. إن مدخرات هذا القطاع تتحدد بمجموعة من العوامل الشخصية والموضوعية، فمن العوامل الموضوعية نجد حجم الدخل الوطني، وتشكل توزيعه، فالزيادة في الدخل الوطني، وزيادة نصيب الفرد منه ينعكس ذلك في زيادة مقدرة الفرد على الادخار، كما أن التغيرات في مستويات الأجور الحقيقية والأسعار والتغيرات في السياسة الضريبية كل هذه العوامل تحدد إلى حد كبير حجم مدخرات الأفراد، ومن المعروف أن قدرة الدول المتخلفة على تكوين الادخار هي قدرة محدودة والسبب في ذلك هو انخفاض الدخل القومي بصورة يخصص معها الجزء الأكبر للاستهلاك وتمثل مصادر الادخار فيما يلي:<sup>1</sup>

- مدخرات التقاعد كأقساط التأمين والمعاشات.
- الودائع في البنوك وصناديق التوفير.
- الاستثمار المباشر في اقتناء الأراضي.
- سداد الديون ومقابلة التزامات سابقة.

## 2- مدخرات قطاع الأعمال

ويقصد به كافة المشاريع الإنتاجية التي تستهدف تحقيق الأرباح من مبيعاتها، والتي تشكل بدورها مصدرا للدخارات، وتنقسم هذه المدخرات إلى نوعين هما: ادخارات قطاع الأعمال الخاص، وادخارات قطاع الأعمال العام، فادخارات قطاع الأعمال الخاص تكون عن طريق الأفراد والمؤسسات، بينما ادخارات قطاع الأعمال العام تتكون من الضرائب، القروض، شهادات الاستثمارات، الإصدار النقدي أو ما يسمى بالتمويل بالعجز (هو زيادة في حجم السيولة النقدية عن طريق إصدار نقود جديدة وهذا الأمر قد يتسبب أحيانا في حالات تضخمية).

ويجب الإشارة إلى أن ادخارات قطاع الأعمال العام قد ارتبط اسمها بالدول التي كانت تنهج النهج الاشتراكي، حيث كان هذا القطاع يقوم بشطر كبير من النشاط الاقتصادي، ويقع على عاتقه تنفيذ القسم الأكبر من خطط وبرامج التنمية، وعله فإن العوامل التي تحدد مدخراته تتمثل في:

- السياسة السعرية للمنتجات، أين كانت غالبا ما تخضع لاعتبارات اجتماعية أو سياسية وفي حالات أخرى تحوي أرباحا احتكارية.
- السياسة السعرية لمستلزمات الإنتاج (المواد الأولية): تخضع كذلك لنفس الاعتبارات مع دعم من الدولة.

<sup>1</sup> إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتيجيات)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص ص: 294-295.



- سياسة التوظيف والأجور كثيرا ما تفرضها الدولة على شركات القطاع العام فتكلفتها بعمالة زائدة خاصة من خريجي المعاهد، الجامعات، ومراكز التكوين حلا لمشكلة البطالة، إضافة لتحديد الأجور التي لا ترتبط بالكفاءة الإنتاجية ونتائج الأعمال.

### 3- الادخار الحكومي

يتحقق الادخار الحكومي بالفرق بين الإيرادات الحكومية الجارية والمصروفات الحكومية الجارية، فإذا كان هناك فائض اتجه إلى تمويل الاستثمارات وتسديد أقساط الديون (في حالة مديونية الحكومة)، أما إذا زادت النفقات الجارية عن الإيرادات الجارية أي في حالة وجود عجز فإنه يتم تمويله عن طريق السحب من مدخرات القطاعات الأخرى، وتمثل أهم إيرادات الدولة في حصيلة الضرائب والرسوم، أما أهم مصروفات القطاع الحكومي فتتمثل في مصاريف المؤسسات والوزارات والمرافق الحكومية كالرواتب والمصاريف الإدارية المختلفة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: المصادر الخارجية لتمويل التنمية الاقتصادية:

نظرا لعدم تغطية المصادر المحلية لاحتياجات التنمية الاقتصادية فإن الدول تلجأ إلى الحصول على التمويل المطلوب عن طريق الاعتماد على المصادر الأجنبية والتي نذكر منها ما يلي:

#### 1- التدفقات والتحويلات من المؤسسات الدولية

أصبح للمنظمات الدولية أهمية كبيرة في مجال التمويل الدولي، ولعل أهم هذه المؤسسات هي البنك الدولي للإنشاء والتعمير، وهي مؤسسات تقوم بتقديم المعونات والقروض إلى الدول النامية، وكذلك مؤسسة التنمية الدولية التي تعتبر مصدرا هاما للقروض ذات الآجال الطويلة، وهي تقدم للدول النامية ذات الدخل المنخفض مؤسسة التمويل الدولي وينحصر نشاطها في الإسهام في مشروعات القطاع الخاص لدى الدول، وتتحصل على أموالها عن طريق الاقتراض من البنك الدولي وعن طريق إصدار سندات تقوم بتسويقها في الأسواق المالية الدولية.<sup>2</sup>

#### 2- الاستثمارات الأجنبية

تعد الاستثمارات الأجنبية سندا هاما للدول النامية حيث تعوض العجز في المدخرات الوطنية المتاحة للاستثمار، كما أنها تعمل على الحد من مشكلات عبء الديون الخارجية وعبء خدمتها، كما أنها تساهم في حل مشكلة العجز في الموازنات العامة للدول وما يتصل بها من مشكلات أخرى كقصور التمويل الحكومي عن

<sup>1</sup> إسماعيل محمد بن قانة، مرجع سبق ذكره، ص: 295-296.

<sup>2</sup> محمد عبد العزيز عجمية ومحمد الليثي، مرجع سبق ذكره، ص: 282.

الإنفاق الاستثماري وارتفاع الأسعار الذي يؤدي إلى انخفاض الأرباح ومن ثم إضعاف الحافز على الاستثمار لاقترانه بزيادة مضطربة في النفقات، وعدم القدرة على المنافسة في سوق السلع والخدمات، ويعدد الاقتصاديون الهدف من الاستثمارات الأجنبية فيما يلي:<sup>1</sup>

- الاستفادة من الوارد المتاحة (البشرية، المادية).
- الوفاء بالاحتياجات المحلية بدلا من الاعتماد على الاستيراد.
- تحسين الموارد واستغلالها استغلالا أمثالا.
- يوفر الاستثمار الأجنبي المباشر الموارد المالية بالإضافة إلى التكنولوجيا المتقدمة التي تساعد على رفع جودة الإنتاج.
- تحسين موازين المدفوعات والحد من تأثير الديون الخارجية وفوائدها.

### 3- المنح والمعونات الأجنبية

تعتبر المعونات والمنح من الدول الصناعية والمتقدمة ومن دول النفط والتي يطلق عليها مساعدات التنمية الرسمية، ومن أهم مصادر التمويل للدول النامية ذات الدخل المنخفض، ومع ذلك فمن الصعب إيجاد علاقة ارتباط بين المعونات ودرجة تحسن الأداء الاقتصادي وذلك لعدة أسباب منها : صغر المعونات في حالات عديدة توجه إلى الدول الأكثر حاجة إليها، حيث أن الدول المتلقية للمعونات في معظم الأحوال تفتقر إلى السياسات الاقتصادية الملائمة التي تمكنها من تحقيق أقصى فائدة منها.

ومع ذلك فإن المعونات لعبت دورا هاما في مساعدة تلك الدول منها إسهامها في توفير قدر من حاجاتها من الغذاء، وتوفير بعض الخدمات، وكذلك فإن المعونات كثيرا ما ترتبط بالمعونة الفنية ونظم الإدارة الحديثة، والتي لا توجد عادة في القروض الخاصة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سهيلة فريد النباتي، مرجع سبق ذكره، ص: 107- 108.

<sup>2</sup> محمد عبد العزيز عجمية ومحمد الليثي، مرجع سبق ذكره، ص: 271-272.



### المبحث الثالث: دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية

إن تخلف الدول النامية ودخولها عالم التخلف يكمن سببها الرئيسي في عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة وتختلف طرق الإنتاج في هذه البلاد وأنه من الغير المتصور إحداث تنمية اقتصادية من غير وجود التكوينات الرأسمالية واستراتيجيات تتلاءم مع الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية ومن أجل إحداث تلك التنمية يجب أن يتحقق جهاز إنتاجي كافي لتشغيل الموارد العاطلة، وإلى فن إنتاجي متقدم.

#### المطلب الأول: موقع السوق المالية في النشاط الاقتصادي

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين إحداهما مادية وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل انتقال وتداول للسلع والخدمات ومستلزمات الإنتاج.

وأخرى مالية تتعلق بحركة انتقال وتداول الأصول المالية، وقد ترتب على هذا انقسام المعاملات التي تصدر عن أي وحدة اقتصادية إلى معاملات خاصة بالسلع والخدمات المقترنة بالإنتاج والاستهلاك والاستثمار وعمليات أخرى داخلية يترتب عليها دخل أصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع إلى آخر وهنا يمكن تصنيف نوعين من الأسواق.<sup>1</sup>

#### 1- السوق الحقيقية: وتشمل سوق السلع الاستهلاكية والاستثمارية وخدمات عناصر الإنتاج.

2- السوق المالية: وتظهر سوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية والتي لا تحتاج إليها في زمن معين، وقد ترغب في استثمار هذا الفائض بدلا من الاحتفاظ به في شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل في حين قد توجد من الناحية الأخرى وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزا في الموارد المالية وتسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة.

ولهذا تلجأ الوحدات ذات العجز إلى الفئة الأولى، وهي ذات الفائض، والتي تمثل جانب العرض ينتج عن ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع إلى آخر من خلال السوق المالية.<sup>2</sup>

ونعلم أن السوق المالي يقوم باستقطاب مدخرات الافراد والهيئات والمؤسسات، فهو بذلك يؤدي إلى تحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى قطاعات ذات عجز مالي، وهي بذلك تمارس تأثيرا محسوسا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع، وعلى تجميعه في مرحلة التوظيف.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، القاهرة، مصر، 1996، ص: 246.

<sup>2</sup> منى عيسى العيوطي، التدفقات المالية في الاقتصاد المصري، دار الوفاء، مصر، 2003، ص: 194.

ويرى الاقتصاديون دور الوساطة التي يقوم بها السوق المالي أخذاً في الاعتبار أن الذي يقوم بالاستثمار هم الأفراد والمؤسسات (لمنتجون)، بينما هناك مجموعة أخرى تقوم بالادخار للمستهلكين، ويمكن أن نلخص كل هذا فيما قاله الاقتصاديون وهو رفع معدلات تكوين رؤوس الموال وتوجيه الاستثمارات إلى المجالات التي تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي لها أموال وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أصبحت ضرورة حتمية استلزمته المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، كما تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادلة الفردية والجماعية وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها، ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب التي يقوم بها، فهي أداة فعالة تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت ذاته تتأثر بما يحدث، كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب فائض رأسمال الغير الموظف والغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوّله من مال عاطل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفر المواد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال: أ- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

<sup>1</sup> كامل فهمي بشرى، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي، دار الكندي، الاسكندرية، مصر، 2009، ص: 140.

<sup>2</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص ص: 34-35.



ب- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.

ج- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.

د- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج، وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.

هـ- تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية:**

إن التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية يكمن في النقاط التالية:<sup>2</sup>

### 1- التعامل في الأوراق المالية

يسمح سوق البورصة للمتعاملين الاقتصاديين بالتعامل ببيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة، إذ يتحدد السعر الحقيقي للورقة المالية على أساس العرض والطلب عليها بعد إتاحة المعلومات الخاصة عن الجهة المصدرة للأوراق المالية، وهذا ما يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامتها.

### 2- استثمار رؤوس الأموال

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية سهلاً مقارنة مع الاستثمار في إقامة المشاريع الكبرى، أين تحتاج المستثمر إلى خبرة ورأسمال كبير، إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية متاح لجميع المدخرين، مهما كبرت أو صغرت مدخراتهم ويستفيد المدخر من ربح المؤسسة، وكذا من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة لما تحققه المؤسسة من نشاط كما يمكنه تنويع استثماراته وتقليل الخطر باقتناء أنواع مختلفة من الأوراق المالية ولمختلف الشركات.

### 3- خلق رؤوس أموال جديدة

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة العربية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص:195.

<sup>2</sup> بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج للدراسات العليا المتخصصة PGS، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، الجزائر 2007، 03، ص:33.



بمجرد أن يشتري المستثمر ورقة مالية ويدفع سعرها يرتفع رأسماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للورقة، كما قد تقوم بعض الشركات باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة، وعندما تجد نفسها بحاجة إلى هذه المبالغ تقوم بتوزيع أسهم مجانية لزيادة رأسمالها وبالتالي يرتفع رأسمال المساهم.

#### 4- توجيه الاستثمار

إن ارتفاع الأسعار بسوق الأوراق المالية يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة، وهذا ما يجعل المدخرين يبيعون الأوراق المالية ويضعون أموالهم في البنوك أين يكون سعر الفائدة بها مرتفع كسياسة للرفع من الودائع، وهذا ما يمكن تفسيره كون الحالة أو الوضعية التي يكون عليها السوق المالي يؤدي إلى توجيه استثمارات الأفراد نحوه أو نحو البنوك.

#### 5- تشجيع الادخار

تعمل البورصة وعن طريق المزايا التي توفرها للمستثمرين، على تشجيع الادخار، حيث يمكن لأصحاب الفوائد المالية اقتناء سندات والحصول على معدلات فائدة ثابتة دون مواجهة خطر عدم التسديد، كما أن إمكانية توفير السيولة في الوقت الذي يزيد يعتبر حافزا للمدخرين باستثمار أموالهم في البورصة. إن الاقتصاديات التي تتصف أموالها بالنشاط والحيوية تعمل على إصدار منتجات مالية مختلفة لجلب أكبر عدد من المدخرين والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات.

#### 6- الوضعية الإعلامية للبورصة

تسمى سلطات البورصة، وذلك للحصول على المعلومات الخاصة بالجهات التي تريد الدخول إلى البورصة وتقديمها للمدخرين الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في شراء الأوراق المالية، هذا لأن العامل في البورصات مبني أساسا على المعلومات التي توفرها الشركات المصدرة للأوراق المالية للمستثمرين، والشركة التي ترفض هذا تعاقب من طرف إدارة البورصة.<sup>1</sup>

#### 7- ترشيد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة

وهذا عن طريق تقنياتها في نشر جدول الأسعار الخاص بالأوراق المالية وللمستثمرين الحرية في اقتناؤه أو عدم اقتناؤه للورقة المالية.

#### 8- الاستمرارية والمرونة

<sup>1</sup> بوضيف عيبر، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

إمكانية تنفيذ الصفقة المالية بسعر مقارب لسعر الصفقة السابقة واللاحقة لنفس الورقة، ويتحقق من خلال قوى السوق وقانون العرض والطلب، والمرونة في امتصاص الهزات والتقلبات بحد أدنى من العقبات<sup>1</sup>.

### 9- تعبئة المدخرات وتوفير السيولة

لقد هدفت جميع الإصلاحات التي تمت إلى تحديد دور سوق الأوراق المالية من حيث كونه يمثل آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مختلف مجالات الاستثمار بما يخدم عملية التنمية الاقتصادية، وهو الأمر الذي يتطلب تشييد أساليب التعامل مع السوق بالطريقة التي تكفل سلامة المعاملات ودقتها، وتوفير الحماية للمتعاملين وتنشيط استقرار أسواق المال، وهذا وتلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة، إذ تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، عن طريق تمكين المستثمرين من الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع الأوراق المالية التي هي بحوزتهم بسرعة ويسر.

### 10- تقليل الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية

إن إقامة سوق الأوراق المالية أو تفعيل دورها في دول النامية يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وعلاج التشوهات السعرية، وبالتالي جعل معدلاتها مستقرة، وذلك من خلال مساهمة هذه السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل لإضافة فرص استثمارية جديدة وللتوسع في الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال، وهو ما يزيد من معدلات النمو في العرض الكلي من السلع والخدمات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب الكلي.

### 11- تحسين الوضع المالي للحكومة من خلال تنفيذ برامج الخصخصة

تشير تجارب الخصخصة في دول العام بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق أوراق مالية منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى عاقبة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها، ومن هذا تلعب الأسواق المالية دورا في إتمام عملية الخصخصة بنجاح<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بوضياف عيبر، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

<sup>2</sup> شمام عبد الوهاب وزودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، العدد الرابع، ديسمبر، 2016، ص: 8-9.





## خلاصة:

تهدف عملية التنمية الاقتصادية إلى إحداث تغييرات في الهيكل الاقتصادي و الاجتماعي، ويتحقق بموجبها الرفاه الاجتماعي، ويتوقف نجاح تطبيق نظريات التنمية التي تضمنها الفكر الاقتصادي بالدرجة الأولى إلى مدى ملائمة هذه النظريات مع خصوصيات الدول النامية، و لبلوغ ذلك عليها الإلمام بجميع متطلبات التنمية. ونظرا لارتباط التنمية بالتمويل فهو يعتبر أفضل أداة تستخدمها الدول للتأثير على متغيرات النشاط الاقتصادي ومحور عمليات التنمية من خلال مختلف مصادره الداخلية والخارجية التي تساهم من شأنها في زيادة الاستثمار في الأوراق المالية والتخصيص الأمثل للموارد، كما لعبت الأسواق المالية دورا مهما في تمويل التنمية الاقتصادية خاصة في الدول النامية، وذلك من أجل تحسين الوضع الاقتصادي ومختلف الهياكل التنموية وتحقيق الاستقرار في المجتمع.

**الفصل الثالث : دراسة تحليلية  
للاقتصاد الجزائري وبورصة  
الجزائر و مؤشرات أدائها**



تمهيد:

يعتبر الاقتصاد الجزائري أحد الاقتصاديات الريعية التي تعتمد بصورة مطلقة على المحروقات. وهذا الارتباط الشديد يجعل الجزائر من أكثر الدول تأثراً بتقلبات أسعار الموارد الطاقوية، حيث باشرت الجزائر اصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجهة نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية "البورصة"، ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر تعاني من مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية، ومنه سوف نقوم بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: طبيعة الاقتصاد الجزائري.

- المبحث الثاني: مفهوم بورصة الجزائر.

- المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر ومؤشرات أدائها خلال 2010-2015.



### المبحث الأول: طبيعة الاقتصاد الجزائري

رغم غنى الجزائر وامتلاكها الكثير من المؤهلات والمقومات (البشرية والسياحية والطبيعية والاقتصادية)، إلا أن نمو اقتصادها بقي ضعيفا مقارنة بما تمتلكه من إمكانيات ضخمة، ومن خلال هذا المبحث سنحاول التطرق إلى المحاور التي تعنى بتقديم عام للاقتصاد الجزائري وخصائصه ومقارنته بين التسيير الموجه وآليات السوق، وكذلك تنوع الاقتصاد الجزائري.

### المطلب الأول: تقديم عام للاقتصاد الجزائري

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى شرح ما يمتاز به الاقتصاد الجزائري من خصائص مع لمحة عامة عن تطور أدائه.

### أولا: لمحة عامة عن تطور أداء الاقتصاد الجزائري

لقد عرف الاقتصاد الجزائري جملة من التحولات انعكست على أدائه في مختلف الميادين خلال فترات زمنية متعاقبة وساهمت في تشكيله بالصورة التي يعرف عليها اليوم، بداية بإتباعه لنظام التخطيط في فترة السبعينيات، وما نتج عنه من آثار سلبية كالبيروقراطية والفساد والرشوة وغيرها من النتائج التي أثرت سلبا على أداء الاقتصاد، بالإضافة إلى عجزه عن تسديد أقساط الديون خاصة مع تراجع مداخيل العملة الصعبة المتأتية من تصدير النفط بداية من سنة 1984، وفي سنة 1986 ومع انهيار أسعار النفط تجلّى ضعف الاقتصاد الجزائري كليا، حيث عرفت ميزانية الدولة عجزا نتيجة الانخفاض في أسعار البترول، ومنه الجباية البترولية في ظل تقييم مبالغ فيه للدينار الجزائري مقابل العملات الأجنبية الأخرى.

وكرد على هذه الأزمة لجأت الجزائر إلى جدولة ديونها الخارجية التي قدرت بأكثر من 25 مليار دولار في بداية التسعينات، وسمحت هذه العملية المرفقة ببرنامج التصحيح الهيكلي المقترح من طرف صندوق النقد الدولي بتقليص خدمة الديون السنوية المستحقة على الجزائر التي وصلت إلى 76% من الصادرات سنة 1992 علما أن قدرة الدولة على تسديد الديون تتوقف على حصيلة العوائد النفطية نظرا لنصيبها الكبير في هيكل الصادرات وقد ألزم الاتفاق مع صندوق النقد الدولي الجزائر بدفع مبالغ كبيرة كل سنة إلى غاية 2006 وخصخصة المؤسسات العمومية، وتخفيض قيمة الدينار وهو ما نجم عنه فقدان مئات الآلاف من مناصب العمل بالإضافة إلى انهيار متوسط الدخل الجزائري، وهذا بغية التحول إلى نظام اقتصاد السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> كلثوم كباي، التنافسية وإشكالية الاندماج في الاقتصاد العالمي، دراسة حالة الجزائر، المغرب، تونس، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2008، ص: 128.

## الفصل الثالث : دراسة تحليلية للاقتصاد الجزائري وبورصة الجزائر و مؤشرات أدائها

لتدخل الجزائر فيما بعد مرحلة ما بعد الإصلاحات وبرامج الإنعاش الاقتصادي، حيث تميزت هذه الفترة بعودة الارتفاع في أسعار المحروقات ابتداءً من الثلاثي الأخير لسنة 1999، وتم إطلاق برامج الإنعاش الاقتصادي، والتي خصصت لها مبالغ مالية ضخمة لم يشهد وأن خصصتها الجزائر للبرامج السابقة، حيث ارتفعت نسبة الإنفاق العمومي من الناتج المحلي الخام من 28.3% سنة 2000 إلى حوالي 34.87% سنة 2003 وقد تم انتهاز سياسة مالية تنموية تهدف إلى تنشيط الطلب الكلي من خلال تحفيز المشاريع الاستثمارية العمومية الكبرى، والتي ساهمت بشكل ملحوظ في تحسين بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، حيث بلغت نسبة النمو الاقتصادي 6.8% سنة 2003، وانخفاض نسبة البطالة إلى 11.8% سنة 2007، ووصلت معدلات التضخم إلى أدنى مستوياتها حيث بلغت 0.33% سنة 2000، وتم فيما بعد إطلاق برنامج الإنعاش الخماسي 2010 و2014 والذي خصص له مبلغ 1500 مليار دج لدعم تنمية الاقتصاد الوطني منها مبلغ 250 مليار دج لتطوير اقتصاد المعرفة، حيث تضاعف الناتج المحلي الإجمالي إلى أكثر من ثلاث مرات من سنة 2000 إلى سنة 2012، فمن 4123.5 مليار دج سنة 2000 ليبلغ 15843 مليار دج سنة 2013<sup>1</sup>.

ولكن مع مطلع 2015 عرفت الجزائر وضعية اقتصادية حرجة، وذلك بالانخفاض الحاد الذي عرفته أسعار النفط، الذي أفقدها 50% من إيراداتها، مما دفع الحكومة إلى إعادة النظر في البرنامج الاقتصادي الجديد للفترة 2015-2019 وذلك بمراجعة سياسة إنفاقها الحكومي حتى تتمكن من تخطي هذه الأزمة.

ويمكن توضيح أداء بعض مؤشرات الاقتصاد الجزائري من خلال الجدول التالي:

### الجدول 3-1: أداء بعض مؤشرات الاقتصاد الجزائري للفترة 1999-2010.

السنوات	معدل النمو%	معدل البطالة%	معدل التضخم%	المديونية(مليار دولار)	احتياطات الصرف
1999	3.2	29.20	2.64	28.31	04.40
2000	2.2	29.50	0.33	25.56	11.90
2001	2.2	27.30	4.22	22.57	17.96
2002	4.1	25.90	1.41	22.54	23.94
2003	6.8	23.71	2.58	23.35	32.11

<sup>1</sup> ناصر الدين قربي، أثر الصادرات على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران، 2014، ص: 114-115.

43.11	21.28	3.56	17.70	5.2	2004
56.18	16.40	1.64	15.26	5.1	2005
77.78	15.50	1.80	12.30	1.8	2006
110.10	5.57	4.60	11.20	4.6	2007
140.00	4.80	4.40	11.30	4.8	2008
148.90	4.60	5.70	10.20	4.8	2009
162.20	4.60	4.10	10.00	3.5	2010

www. Bank. Of Alegria. Dz.04/04/2018.10:00min

المصدر:

ومن الجدول أعلاه نستخلص أن:

- المديونية الخارجية التي كانت تشكل في السابق عائقا كبيرا على الاقتصاد الجزائري أصبحت الآن قابلة للتسيير ولا تشكل أي خطر على الاقتصاد الوطني، حيث بلغت 4.6 مليار دولار نهاية 2010 بعدما وصلنا 28.31 مليار دولار في 1999 و 28،21 مليار دولار في 2004.

- أما بالنسبة للبطالة فهي في انخفاض مستمر، حيث تقلصت من 29.50% سنة 2000 إلى 15.25% سنة 2005 ثم 10% سنة 2010.

- أما احتياطات الصرف فهي في ارتفاع مستمر فبعدما كانت تقدر بـ 4.4 مليار دولار عام 1999 وتجاوزت 43 مليار دولار سنة 2004 و 148.9 مليار سنة 2009 لتصل إلى 162.2 مليار دولار نهاية 2010.

ثانيا: خصائص الاقتصاد الجزائري

يتميز الاقتصاد الجزائري كغيره من اقتصاديات العالم بجملة من الخصائص الاقتصادية التي يمكن إيجازها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

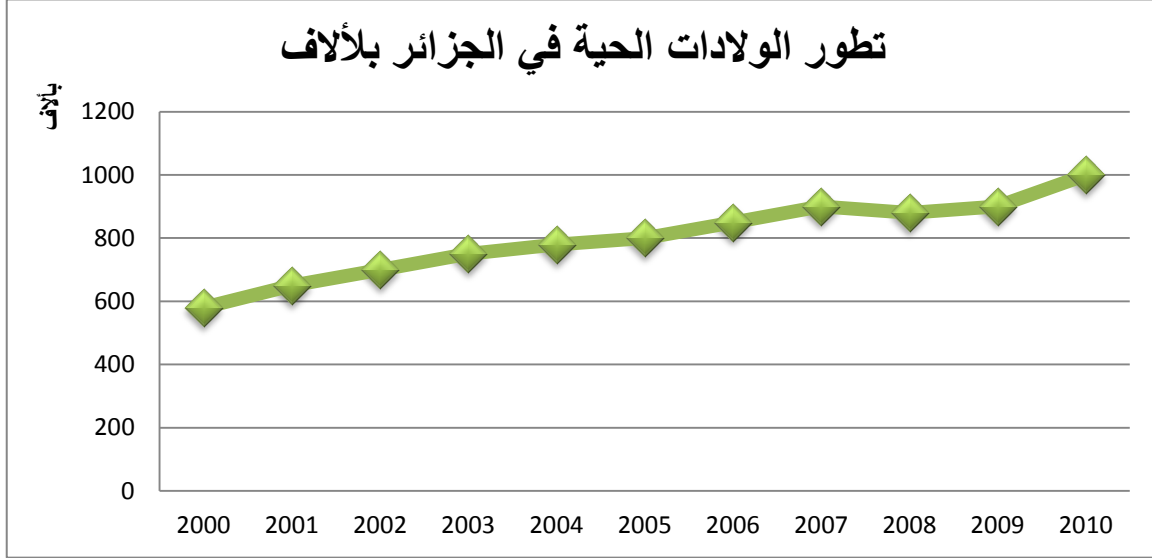
### 1- حجم الطاقات الإنسانية التي تتمتع بها الجزائر

من منطلق أن الجزائر تمتلك العديد من الطاقات والموارد البشرية، هذا بدوره جعلها تختلف عن غيرها من الاقتصاديات، إذ تمتلك الجزائر كما هائلا من المؤهلات البشرية والتي قدرت بـ 39.5 مليون نسمة في 1 جانفي 2015 لترتفع إلى قرابة 40.4 مليون نسمة في 1 جانفي 2016، حيث بلغت المواليد 10.144.000 ولادة

<sup>1</sup> خديجة خالدي، أثر الانفتاح التجاري على الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 02، 2010، ص: 87.

حية مقابل 174000 وفاة و 386000 حالة زواج 2014، ويمكن إبراز تطور الولادات الحية من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم 3-1 تطور الولادات الحية في الجزائر (بالآلاف) خلال الفترة 2000-2014.



المصدر: خديجة خالدي، أثر الانفتاح التجاري على الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا العدد 02، 2010، ص 87.

2- طبيعة الموارد والثروات المادية بالجزائر: تمتلك الجزائر كل مقومات ومؤهلات النمو والتنمية، هذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 3-2: طبيعة الموارد والثروات المادية بالجزائر

الموارد	مكان تركيزها
البتترول	يرتكز في حاسي مسعود وعين أميناس، أكتشف سنة 1956 باحتياطي 2م طن، ينقل عبر أنابيب إلى موانئ سكيكدة، أرزيو، بجاية، وهران... وتحتل الجزائر الرتبة 7 عالميا في إنتاجه.
الغاز الطبيعي	يرتكز في حاسي رمل باحتياطي 3650 مليار م <sup>3</sup> (الرابعة عالميا) والثالثة في إنتاجه، ينقل عبر أنابيب رئيسية إلى موانئ سكيكدة، أرزيو، يمثل نسبة 74% من مجموع الصادرات الجزائرية.
الفحم الحجري	يتركز في قنادسة، يتميز ببعده عن موانئ التصدير وارتفاع نسبة الكبريت فيه.
الكهرباء	90% منها تستخرج حراريا (حرق البترول والغاز و 10% فقط من مصدر مائي السدود منها سد أراغن بجيجل).
الحديد	تركز في منجم الوزرة على الحدود التونسية يتميز بقربه من السطح والسواحل، مما يسهل استغلاله



وتصديده اكتشف في العشرينيات من القرن الماضي عبر خط حديدي مكهرب، أهمه خط الونزة عنابة.	
يتركز في مناطق متفرقة من الشمال أهمها مناطق سكيكدة وعنابة وتلمسان	الزنك والرصاص والنحاس
في منطقة الهقار في تمنراست	الذهب والأورانيوم

المصدر: عبد الحق بوعتروس، قارة ملاك، أثر تغيرات سعر الصرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي على الاقتصاد الجزائري، مجلة العلوم الانسانية، جامعة قسنطينة، العدد 27، 2010، ص: 209.

**3- توفر المساحات الزراعية الصالحة للاستثمار:** تمتلك الجزائر مساحات زراعية من الممكن أن تكون قابلة للاستثمار وهذا تبعا للمؤهلات الرئيسية التي تتمثل في:<sup>1</sup>

- التنوع الكبير للأوساط الزراعية والمناخية.
- استعمال ضئيل ومحدود للمواد الكيميائية.
- سوق معتبرة (محلية وجوارية للأسواق الخارجية والحوض المتوسط، والبلدان الإفريقية)، ومع هذا فإن توالي الاختيارات الاقتصادية المتناقضة أحيانا من جهة، وتقاطع المصالح التي تعترض تطور الاقتصاد الجزائري من جهة أخرى، أفرزت أوضاعا اقتصادية جعلته يتميز بخصائص سلبية ساهمت في إضعاف كفاءته الاندماجية في الاقتصاد العالمي، حيث تحول الاقتصاد الجزائري إلى:

**3-1- اقتصاد مديونية:** مما سبق ذكره من معوقات وتقاطع للمصالح التي اعترضت تطور الاقتصاد الجزائري أدت هذه الأخيرة إلى جعل اقتصاد الجزائر اقتصاد مديونية، وذلك على مر المراحل الزمنية المتعاقبة، حيث تركزت جهود كل الحكومات منذ الاستقلال على تسيير وإدارة أزمة المديونية والتي كانت تشكل قيادا وتؤثر على طبيعة القرارات الاقتصادية المتخذة، إذ أن مصادر التمويل لإنجاز المشاريع الإنمائية الطموحة كانت في الغالب عن طريق المديونية الخارجية، الأمر الذي انعكس سلبا على الاقتصاد الجزائري مع التباين الكبير ما بين حجم المديونية والنمو الاقتصادي المحقق، أدى ذلك إلى هدر الموارد المالية الوطنية المتاحة باستمرار وهي الأساس متمثلة في العوائد البترولية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> فوزية غربي، الزراعة الجزائرية بين الاكتفاء والتبعية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2008، ص ص: 253-270.

<sup>2</sup> عبد الحق بوعتروس، قارة ملاك، آثار تغيرات سعر الصرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي على الاقتصاد الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة العدد 27، 2004، ص ص: 208-210.



**3-2- اقتصاد ريعي:** يعتبر البترول مصدرا هاما للطاقة التي تحرك الصناعة العالمية من جهة، ومصدر بالغ الأهمية للموارد المالية بالنسبة للدول المنتجة والمصدرة من جهة أخرى، وباعتبار أن الجزائر من بين الدول المنتجة والمصدرة والمستهلكة أيضا، فإن البترول أخذ مكانته الهامة في كل الاستراتيجيات التنموية التي باشرتها الجزائر منذ الاستقلال، وعلى الرغم من عزم صناع القرار في الجزائر بضرورة خلق منتجات أخرى تساهم في ضمان الموارد المالية إلى جانب المحروقات، إلا أن البترول لا يزال المصدر الأول وشبه الوحيد في تأمين الموارد المالية من العملة الصعبة، وتمويل الإيرادات العامة للدولة بنسبة لا تقل عن 55%.

#### 4- ارتباط الموارد المالية بقطاع المحروقات:

احتلت صادرات المحروقات مكانة هامة في الصادرات الجزائرية منذ الاستقلال إلى مرحلة المخططات وخلال مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق وإلى يومنا هذا، فطالما كانت صادرات المحروقات المصدر الأول للعملة الصعبة للجزائر، والتي مكنتها من تحقيق فوائض مالية مهمة على مستوى الميزان التجاري، وتمكنت من خلال ذلك على توازن واستقرار ميزان المدفوعات.

#### 4-1- أهمية عائدات البترول كمصدر مالي في الصادرات الجزائرية:

لتبيان أهمية صادرات البترول في صناعة الفوائض المالية على مستوى التجارة الخارجية نقدم الجدول التالي الذي يظهر اعتماد الميزان التجاري في تحقيق الفائض على صادرات المحروقات.<sup>1</sup>

#### الجدول رقم 3-3: مكانة عائدات تصدير المحروقات في الميزان التجاري.

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنوات	إجمالي الصادرات	صادرات المحروقات	النسبة % من الإجمالي	الميزان التجاري
2004	32148	31389	97.64	13854
2005	45036	53456	98.03	24989
2006	54613	53456	97.88	33157
2007	60163	58831	97.78	32532
2008	79298	77361	97.55	39819
2009	45194	44128	97.64	5900

<sup>1</sup> بوشليط هاجر أميرة، إشكالية الإنفاق العمومي في الجزائر وأزمة تراجع أسعار النفط سنة 2014، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 7، 2016، ص ص: 172-177.

16580	97.32	55527	57053	2010
26242	97.19	71427	73484	2011
24376	97.13	69804	71866	2012
11065	96.71	63752	65917	2013
6264	95.53	60146	62956	2014

المصدر: بوشليط هاجر أمينة، إشكالية الإنفاق العمومي للجزائر وأزمة تراجع أسعار النفط سنة 2014، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص 178.

من خلال الجدول نلاحظ أن صادرات المحروقات سجلت تزايدا ملحوظا حيث قدرت عام 2004 بـ 31389 مليون دولار أمريكي لتصل 71427 مليون دولار أمريكي عام 2011، لتعود وتنخفض عام 2012 لتقدر بـ 60146 مليون دولار أمريكي، وتستمر إلى غاية 2014 لتصل 60146 مليون دولار أمريكي.

كما يمكننا أن نلاحظ أن نسبة صادرات المحروقات من إجمالي الصادرات بقيت متساوية ومتزنة من 2004 إلى غاية 2012، أما عام 2013 نلاحظ نزول طفيف، حيث بلغت سنة 97.71% أما بالنسبة إلى عام 2014 فقد سجلنا انخفاض بنسبة 4.47% مقارنة مع 2013.

وبالنظر إلى هذه النسبة التي تقارب 100% فإنه يمكن تصنيف الاقتصاد الجزائري ضمن الاقتصاد الريعي بدلا من اقتصاد منتج يتصف بأسس متينة لا يتأثر بتقلبات الأسعار في الأسواق.<sup>1</sup>

#### 4-2 أهمية البترول كمصدر لإيرادات الموازنة العامة في ميزانية الدولة:

إن الإيرادات العامة للجزائر تعتمد بشكل كبير على عائدات البترول من خلال الجباية البترولية المدرجة ضمن الجباية غير العادية في الموازنة العامة للدولة طيلة الفترة 2004-2014، وفيما يلي نسبة تغطية الجباية البترولية لإيرادات الدولة العامة المدرجة ضمن الموازنة العامة للدولة خلال الفترة 2004-2014 من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> بوشليط هاجر أميرة، إشكالية الإنفاق العمومي في الجزائر وأزمة تراجع أسعار النفط سنة 2014، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص: 178.



الجدول رقم 3-4: نسبة تغطية الجباية البترولية لإيرادات الدولة العامة المدرجة ضمن الموازنة العامة للدولة خلال الفترة 2004-2014.

السنوات	الإيرادات العامة	الموارد العادية	الجبائية البترولية	نسبة الجباية %
2004	1528000	665800	862200	56.66
2005	1629760	730760	899000	55.16
2006	1683294	767294	916000	54.41
2007	1831288	858288	973000	53.13
2008	2763000	1047600	1.715400	62.08
2009	2786600	1158100	1628500	58.44
2010	3081500	1245700	1245700	40.42
2011	2992400	1520000	1520000	50.79
2012	3455650	1894050	1894050	54.81
2013	3820000	2204100	2204100	59.69
2014	4218180	2640450	2640450	62.59

المصدر: بوشليط هاجر أمينة، اشكالية الانفاق العمومي للجزائر وأزمة تراجع أسعار النفط سنة 2014، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص: 174.

من تحليل الإيرادات العامة المدرجة في ميزانية الدولة للفترة 2004-2014 نلاحظ استقرار الجباية البترولية لإيرادات الدولة النهائية المطبقة على الميزانية العامة بين 53 و 62% مما يظهر أهمية ومكانة البترول كمصدر تمويلي أول في تغطية احتياجات الإنفاق، وهكذا يتبين استحواذ الجباية البترولية على دورها التمويلي لإيرادات الموازنة العامة للجزائر خلال الفترة 2004-2014.

#### 3-4 أثر تذبذب أسعار النفط على الواردات للفترة 2001-2014

في الجدول الموالي سوف نبين تطورات الواردات الجزائرية خلال الفترة 2001-2014.



جدول رقم 3-5: أثر تذبذب أسعار النفط على الصادرات للفترة 2001-2014.

الوحدة :مليون دولار

السنوات	إجمالي الصادرات	الصادرات من المحروقات	الصادرات خارج المحروقات	أسعار النفط(دولار أمريكي)
2001	19132	18484	648	24.3
2002	18825	18091	734	25.2
2003	24612	23939	673	29
2004	32148	31389	781	38.5
2005	45036	53456	1099	54.6
2006	54613	53456	1158	65.9
2007	60163	58831	1332	71.4
2008	79298	77361	1937	99.9
2009	45194	44128	1066	62.3
2010	57053	55527	1526	80.2
2011	73489	71427	2062	112.9
2012	71866	69804	2062	111
2013	65917	63752	2165	109
2014	62956	60146	8102	100.2

www.sghv.com 10/04/2018.

المصدر: موقع بنك الجزائر.

من خلال الجدول نلاحظ أن الصادرات من المحروقات تمثل الحصة الأكبر، إلا أن الصادرات الغير نفطية عرفت تطورا ملحوظا خلال الفترة، حيث انتقلت من 648 مليون دولار سنة 2001 إلى 8102 مليون دولار سنة 2014، وهذا ما يفسر جهود الدولة في تنمية الصادرات خارج المحروقات، والمتمثلة في البرامج التنموية (برنامج الإنعاش الاقتصادي، برنامج النمو الاقتصادي، وبرنامج توطيد النمو الاقتصادي).

## الفصل الثالث : دراسة تحليلية للاقتصاد الجزائري وبورصة الجزائر و مؤشرات أدائها

إلا أن حجم هذه القيمة يبقى بعيدا عن ما كانت تتوقعه السلطات العمومية في الجزائر في بلوغ الهدف الذي تم التخطيط له من قبل، والمتمثل في تصدير 2 مليار دولار أمريكي من المنتجات غير النفطية في آفاق سنة 2000، أما فيما يتعلق بالصادرات الإجمالية فإن قيمتها عرفت تزايدا ملحوظا في الفترة 2001-2014 متزامنة مع الزيادة المستمرة مع الصادرات النفطية المختلفة بدورها بالزيادة المستمرة في أسعار النفط خلال هذه الفترة.

كما نلاحظ أن حصيلة الصادرات الإجمالية والتي تمثل الصادرات النفطية فيها أكثر من 96% من 18484 مليون دولار سنة 2001 إلى 60146 مليون دولار سنة 2014، وهذا التطور في حصيلة الصادرات مرتبط بأسعار المحروقات التي انتقلت من 24.3 دولار للبرميل سنة 2001 إلى 100.2 دولار للبرميل سنة 2014.

من خلال التحليل السابق للجدول أعلاه نستنتج أن حجم الصادرات الجزائرية متعلق بشكل كلي بأسعار النفط، حيث أن التغيرات في هذه الأخيرة ينعكس بشكل كلي على التغيرات التي تصيب حصيلة الصادرات الكلية.

جدول رقم 3-6: تطور الواردات الجزائرية للفترة 2001-2014.

الوحدة: مليون دولار

السنوات	الواردات الإجمالية	أسعار النفط
2001	9940	24.3
2002	12009	25.2
2003	13534	29
2004	18308	38.5
2005	20048	54.6
2006	21056	65.9
2007	27631	71.4
2008	39479	99.9
2009	39294	62.3

## الفصل الثالث : دراسة تحليلية للاقتصاد الجزائري وبورصة الجزائر و مؤشرات أدائها

80.2	40473	2010
112.9	47247	2011
111	47490	2012
109	54852	2013
100.2	58330	2014

المصدر: بوشليط هاجر أمينة، إشكالية الانفاق العمومي للجزائر وأزمة تراجع أسعار النفط سنة 2014، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص: 177.

من خلال الجدول أعلاه يتبين أن حصيلة الصادرات عرفت خلال هذه الفترة ارتفاعا مستمرا، منتقلة من 9940 مليون دولار سنة 2001 إلى ما يقارب 583030 مليون دولار سنة 2014، وهذا الارتفاع والتطور في حجم الواردات مرتبط بالتزايد المستمر في أسعار النفط، والتي انتقلت أسعارها من 24,3 دولار للبرميل سنة 2001 إلى 100.2 دولار للبرميل سنة 2014، وإن هذا الارتفاع يعود كذلك إلى السياسة التنموية التي اعتمدها الجزائر خلال هذه الفترة والمتمثلة في البرامج التنموية التي اعتمدت فيها على زيادة حجم الواردات. ومنه يتبين لنا أن حصيلة الواردات خلال الفترة متعلقة بارتفاع أسعار النفط التي عرفت أرقاما قياسية.

### الجدول رقم 3-7 توزيع الجباية البترولية في الجزائر: (2002-2014).

السنة	نتاج الجباية البترولية الموجه لميزانية الدولة	نتاج الجباية البترولية الموجه لصندوق ضبط الموارد	نتاج الجباية البترولية الفعلية الإجمالي
2002	916.4	26.504	942.904
2003	836.06	448.914	1284.974
2004	862.2	623.561	1485.761
2005	899	1368.836	2267.836
2006	916	1798.001	2711.848
2007	973	1738.848	4003.559
2008	1715.4	2288.159	2327.674
2009	1927	400.674	2327.674



2820.10	1318.31	1501.7	2010
3829.720	2300.32	1529.4	2011
4054.349	2535.309	1519.04	2012
3678.130	2062.23	1615.9	2013
3390.421	1812.691	1577.73	2014

المصدر: فوقة فاطمة ومرقوم كلثوم، مجلة الاقتصاد والمالية، تقلبات أسعار النفط، أي بدائل متاحة عن الاقتصاد الجزائري، العدد 03، 2016، ص: 25.

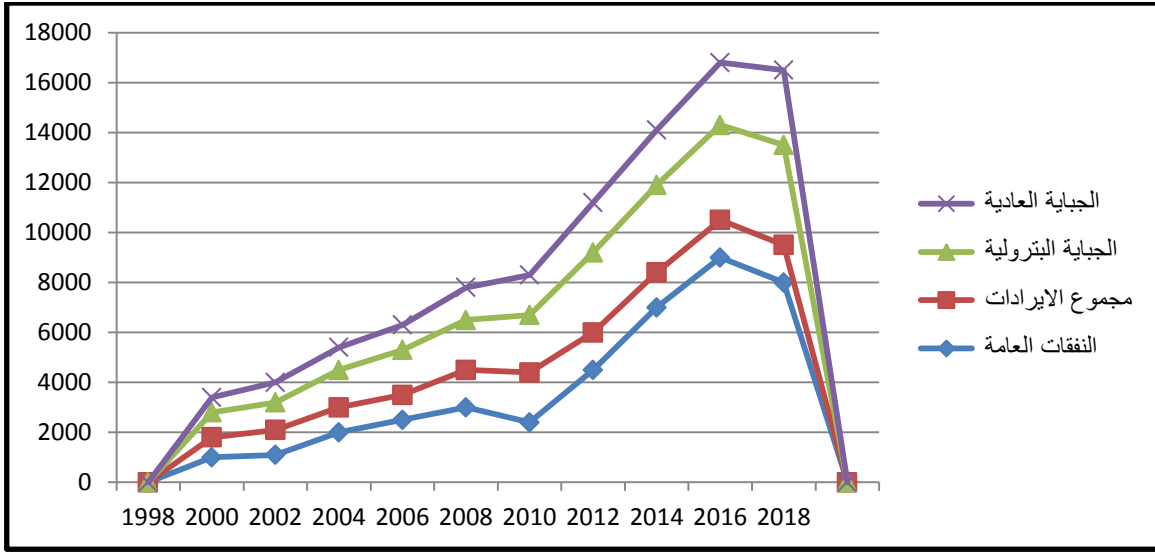
الملاحظ من الجدول هو أن رصيد صندوق ضبط الموارد في ارتفاع مستمر منذ 2002 إلى غاية 2009 والتي شهدت انخفاض موارد هذا الصندوق نتيجة انخفاض عوائد الجباية البترولية، ارتفع بعد ذلك رصيد الصندوق سنتي 2011 و 2012 لينخفض بعدها هذا الرصيد بشكل مستمر انطلاقا من 2013، وهذا راجع لانخفاض مداخيل الجباية البترولية نتيجة انخفاض أسعار البترول عالميا كما تمت الإشارة إليه سابقا، وهذا كان له أثر كبير على انخفاض عوائد الجباية البترولية، وبالتالي رصيد ضبط المواد، كما نجد أن ارتفاع نفقات الدولة الجزائرية خاصة في جانب نفقات التسيير كانت من أهم أسباب ارتفاع عجز الموازنة العامة، ونتيجة لهذا انخفاض رصيد صندوق ضبط الموارد المغطى لهذا العجز.

وللإشارة ففي أفريل 2015 قدر رصيد صندوق ضبط الموارد بـ 77 مليار دولار، ليصبح هذا الرصيد في نوفمبر 2015 يقدر بـ 50 مليار دولار، أي في ظرف 8 أشهر خسر الصندوق أكثر من 35% من إجمالي أصوله وهو رقم كبير جدا للصندوق احتل المرتبة 17 عالميا إلى المرتبة 25 أي خسر 8 مراتب كاملة.

كما تعتبر الجزائر إحدى الدول الريعية والتي تعتمد أساسا على الجباية البترولية، ويمكن إبراز مدى مساهمة هذه الجباية في إيرادات الدولة الجزائرية ووضعية الموازنة العامة للدولة من خلال الشكل الموالي:



الشكل 3-2: تطور وضعية الموازنة العامة في الجزائر 2000-2016.



المصدر: فوقة فاطمة ومرقوم كلثوم، مجلة الاقتصاد والمالية، تقلبات أسعار النفط، أي بدائل متاحة متاحة للاقتصاد الجزائري، العدد 03، 2016، ص 24.

الملاحظ من الشكل هو أن الارتفاع المستمر لعجز الموازنة الذي انتقل من (177.8) مليار دج سنة 2002 إلى 4173.3 مليار دج سنة 2015 أي بارتفاع قدره 22.47% والذي بدأ في الظهور سنة 2002 انخفض هذا العجز في سنة 2008 متزامنا مع الأزمة المالية العالمية حيث حاولت الجزائر تجنب بعض الآثار السلبية لهذه الأزمة، لكن انطلاقا من 2009 نجد العجز بلغ أحجاما قياسية، وهذا راجع لتوسع الدولة في الإنفاق العام وخاصة نفقات التسيير، كما تزامنت هذه الفترة مع ارتفاع أسعار المحروقات.

من جهة أخرى نجد أن الجباية البترولية والجباية العادية مرت بمرحلتين أساسيتين الأولى من 2000 إلى 2005 حيث فاقت الجباية البترولية الجباية العادية، لتصبح قيمة الجبايتين تقريبا متساوية في سنة 2006 إلى 2007، وفي مرحلة ثانية تجاوزت الجباية العادية الجباية البترولية انطلاقا من سنة 2008، ورغم هذا تجاوز إلا أن تغطية عجز الموازنة المشار إليه سابقا يتم أساسا من موارد النفط، وذلك بواسطة صندوق ضبط الموارد.

### المطلب الثاني: الاقتصاد الجزائري بين التسيير الموجه وآليات السوق

عرف الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال تغيرات عمدة ساهمت بشكل كبير في تغير المفاهيم الإيديولوجية، وكذا الاستراتيجية، وبالتالي تغيير القرارات والأنظمة، فالواقع الحالي للتسيير في الاقتصاد الجزائري يحتم علينا الرجوع إلى الماضي لتفسير الوضعية التواجد عليها، حيث مر الاقتصاد الوطني بمرحلتين هما:



أولاً: مرحلة التسيير الموجه للاقتصاد: يمكن تلخيص مميزات وسمات الاقتصاد الجزائري في ظل هذه المرحلة في الآتي<sup>1</sup>:

- الدولة هي المالكة والمحتكرة للقرار الاقتصادي إنتاجاً واستهلاكاً وتبادلاً.
- غياب المناخ الاستثماري في البيئة الخارجية والداخلية للمؤسسة الاقتصادية والتي يفترض فيها اتخاذ القرار الاقتصادي.
- حجم المؤسسة الاقتصادية كبير بحيث تمثل في أغلب الأحيان قطاعاً بعينه مما جعل أكبر المؤسسات تشارك في تخصيص الموارد حسب رغباتهم دون القدرة على استغلالها مما يعطل الموارد.
- عجز في تنظيم هذه المؤسسات وتسييرها.
- غياب المنافسة الداخلية والخارجية.
- غياب ثقافة الجودة.
- تضخم المشاريع وارتفاع تكاليف الاستثمار والاستغلال.
- النظرة الساكنة للاقتصاد.
- جمود الجهاز الإنتاجي وعدم مرونة العرض.
- الصعوبة في التمويل.
- الاعتماد على الأسواق الخارجية بشكل كبير.

في هذه المرحلة كانت أهداف الاقتصاد الوطني غير محددة حسب قانون العرض والطلب، وإنما حسب منطق الخطة الاقتصادية الموضوعية، وهذا ما جعل التحكم في عملية التخطيط الاقتصادي خارج الشركات الوطنية وإنما من قبل طرف الجهاز المركزي وهو ما دفع إلى نمط آخر للتسيير.

ثانياً: الاقتصاد الجزائري في حالة التوجه إلى اقتصاد السوق

بعد أن مست الأزمة الاقتصادية بصورة عامة أو الأزمة المالية لسنة 2008 بصورة خاصة الجزائر ظهرت الحاجة إلى إعادة تصور البناء الاقتصادي وهيكلته مما يجعله متكيفاً مع ظروف الأزمة أولاً ومعالجتها ثانياً، ومن ثم دفعا لعملية التنمية في اتجاهها الصحيح، وقد بدأت الدولة التخلي عن إدارتها الشمولية للاقتصاد وتغيير دورها

<sup>1</sup> علي كساب، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية وتأهيلها، ملتقى كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003، ص: 07.



فيما يتناسب مع التوجه إلى الاقتصاد الليبرالي، ومن ثم تفعيل قوى السوق وذلك عن طريق جملة من المبادئ والقواعد لنظام اقتصاد السوق نذكر منها:<sup>1</sup>

- المصلحة الذاتية: هي أهم مبدأ ترتكز عليه الرأسمالية وهي حق الملكية الفردية لوسائل الإنتاج.
- المصلحة الاقتصادية: ويقصد بها أن يتعامل الفرد مع من يشاء ومع من يريد في أي وقت.
- المنافسة والمبادرة الحرة: إن المنافسة تسمح بالديناميكية وهي تمارس على المستويين الدولي والوطني، حيث تعرض رجال الأعمال والمؤسسات إلى منافسة دولية متكافئة، أما المبادرة فتسمح بالتفتح والارتقاء وتنمي قدرات الإبداع.

حيث كانت الدولة الجزائرية تبحث عن الكفاءة والفعالية كأحد الثوابت، وذلك بإدخال الاقتصاد الوطني في السوق الدولية، ولتحفيز ذلك يجب المرور أولاً بمحاربة التضخم وامتصاص عدم التوازن السلبي في ميزانية الدولة وتحديد دورها في الظروف الجيدة والقيام بإصلاحات في القطاع العمومي.

#### المطلب الثالث: تنوع الاقتصاد الجزائري كأداة للتغلب على تقلبات أسعار النفط

رغم أن تكلفة إنتاج برميل النفط في الجزائر تقدر بحوالي 20.4 دولار أي كل زيادة عن هذا المبلغ تعتبر ربحاً إلا أنه ولتغطية النفقات العامة يجب ألا تنخفض أسعار برميل النفط عن 71 دولار حسب آراء بعض الخبراء، وبالتالي يتضح أن الجزائر من أكثر الدول تضرراً من انهيار أسعار النفط والوقوف على أهم القطاعات التي يجب دعمها والتركيز عليها لتنوع الاقتصاد الجزائري نذكر ما يلي:<sup>2</sup>

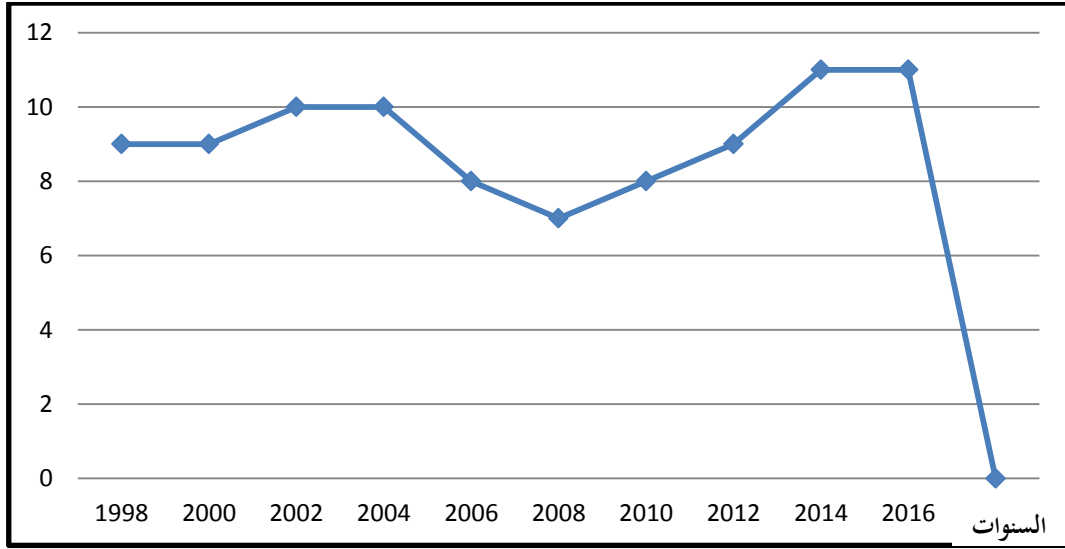
**1/ الإنتاج الزراعي:** تعتبر التنمية الزراعية أحد جوانب التنمية الاقتصادية فمفهومها لا يكاد يختلف عن الأهداف والوسائل عن مفهوم التنمية الاقتصادية وأهدافها، فقد عرفت التنمية الزراعية على أنها كافة الإجراءات التي من شأنها زيادة الإنتاج الزراعي المتاح لعملية التنمية الاقتصادية، وتحاول الجزائر كغيرها من دول العالم تطوير قطاع الزراعة لما لهذا القطاع من أهمية استراتيجية في تطوير الاقتصاد وتحقيق التنمية المستدامة والشكل التالي يوضح تطور مساهمة القيمة المضافة للزراعة في الناتج المحلي الإجمالي 2000-2014

<sup>1</sup> علي كساب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 08-09.

<sup>2</sup> فوفاة فاطمة، مرقوم كلثوم، تقلبات أسعار النفط، أي بدائل متاحة للاقتصاد الجزائري، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة حسينية بن بوعلي العدد 03، 2016، ص ص: 26-27.



الشكل 3-3: تطور مساهمة القيمة المضافة للزراعة في زراعة الناتج الإجمالي 2000-2014



المصدر: فوقة فاطمة ومرقوم كلثوم، مجلة الاقتصاد والمالية، تقلبات أسعار النفط، أي بدائل متاحة عن الاقتصاد الجزائري، العدد 03، 2016، ص 27.

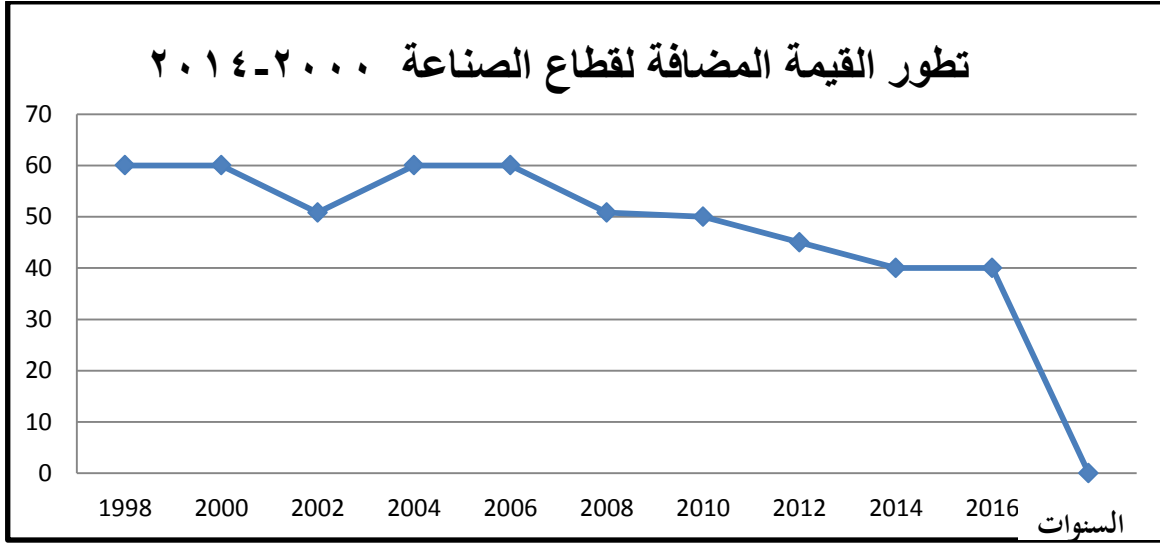
الملاحظ من الشكل هو أن الأرقام المحققة في هذه الفترة تراوحت نسبة القيم المضافة المحققة بين 6.68% سنة 2008 كأضعف نسبة و 11.09 سنة 2014 كأحسن نسبة محققة دون أن يكون هناك تفاوت أو تباين كبير في هذه الفترة.

الملاحظ أيضا هو التحسن المستمر خلال الفترة 2011-2014 والمقدر بـ 28.6% وهو رقم جيد إذا ما تمكن القطاع من المحافظة على وتيرة النمو هذه.

2/ القطاع الصناعي: تعتبر الصناعة المحرك الإجمالي، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل الموالي:



الشكل 3-4: تطور مساهمة القيمة المضافة للصناعة في الناتج المحلي الإجمالي 2000-2014.



المصدر: فوقة فاطمة و مرقوم كلثوم، مجلة الاقتصاد والمالية، تقلبات أسعار النفط، أي بدائل متاحة عن الاقتصاد الجزائري، العدد 03، 2016، ص 27.

الملاحظ من الشكل هو أن الصناعة في الجزائر تساهم بشكل كبير في الناتج المحلي الإجمالي بنسب فاقت 50% في المدة (2000-2012) لكن في السنتين 2013 و 2014 نلاحظ بداية انخفاض نسب مساهمة عوائد هذا القطاع، وهذا مع ارتفاع مساهمة قطاع الخدمات في الناتج الإجمالي، والتي قدرت بـ 41.55 و 43.25% لسنتي 2014 على التوالي، ويتوقع أن تستمر نسب المساهمة في الانخفاض متأثرا بانخفاض أسعار المحروقات على اعتبار أن أغلب الصناعات في الجزائر تتعلق بالصناعات الاستخراجية.

**3/ القطاع السياحي:** يلعب القطاع السياحي دورا مهما في اقتصاديات الكثير من الدول، فهو يعتبر من أهم المصادر التي تأخذ إيرادات مالية كبيرة خاصة من العملة الصعبة، فوصلت أعداد السياح إلى أكثر من 1.13 مليار سائح سنة 2014 وبهذا سجلت عوائد إجمالية بلغت 1.5 تريليون دولار، وهو ما يعادل 9% من إجمالي الناتج العالمي مع توقع أن تصل أعداد السياح في آفاق 2030 حدود 1.8 مليار سائح وبلوغ معدل نمو هذا القطاع حوالي 57%، وتعتبر الجزائر من أهم الدول التي تتمتع بإمكانيات وقدرات سياحية متنوعة تؤهلها لتكون من أهم الأقطاب السياحية على المستوى الدولي، وللوقوف على واقع السياحة في الجزائر ندرج الجدول الموالي:



الجدول: 3-8: واقع السياحة في الجزائر (2010-2013):

السنة	2010	2012	2013
العوائد (مليون دولار)	219	2017	350
أعداد السياح (مليون)	2.07	2.63	2.73

المصدر: فوقة فاطمة ومرقوم كلثوم، مجلة الاقتصاد والمالية، تقلبات أسعار النفط، أي بدائل متاحة عن الاقتصاد الجزائري، العدد 03، 2016، ص 28.

الملاحظ من الجدول هو ضعف أعداد السياح والعوائد السياحية في الجزائر مقارنة بالأرقام المذكورة سابقا حول السياحة العالمية، وذلك ونظرا للمشاكل العديدة التي تواجه قطاع السياحة حيث صنف المنتدى الاقتصادي العالمي الجزائر في المرتبة 123 من أصل 141 دولة حسب إحصائيات 2015 المتعلقة بالسياحة، وهي مرتبة متأخرة مقارنة بالإمكانات المتاحة والتي يرجع سببها إلى تدهور القطاع السياحي الوطني.

كما تسعى الجزائر في مشارف 2030 وذلك من خلال تعزيز الإيرادات بصفة تحقيق تغطية النفقات التشغيلية، وتدنية عجز الميزانية مع مشارف 2019 مع تعبئة الموارد الإضافية الضرورية في السوق المالي الداخلي، أما فيما يتعلق بجانب التنوع فيتمثل الأمر أساسا في التركيز على زيادة الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات بنسبة 6.5% سنويا خلال الفترة 2020-2030 ورفع الدخل الفردي بمرتين مع مضاعفة نصيب الصناعات المصنفة في القيمة المضافة بنسبة 10% من الناتج الداخلي الخام، وذلك من خلال التركيز أساسا على دور الانتقال الطاقوي وتنوع الصادرات بما يضمن الأمن الغذائي، حيث يرى البنك العالمي تغير هيكل الاقتصاد الجزائري مرورا عبر 3 مراحل، بدءًا بمرحلة الإقلاع التي تركز على تهيئة ظروف مناخ الاستثمار للانطلاق نحو التصدير وكبح عجز الميزانية، فالمرحلة الانتقالية التي ستنتقل مع بداية سنة 2020 وهي في نفس الوقت مرحلة للاستدراك والتكيف مع المعطيات والمتطلبات الجديدة، فالمرحلة الأخيرة التي ستنتقل في سنة 2025 والتي ستحقق الأهداف المسطرة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد النور موساوي وآخرون، ملتقى وطني حول رهانات الاقتصاد الجزائري في ظل الأوضاع المحلية والدولية الحالية، أي فرص للنموذج الاقتصادي الجديد، 22-23 أكتوبر 2017، ص: 02.



## المبحث الثاني: بورصة الجزائر

من بين الاصلاحات التي قامت بها الجزائر إحداث سوق أوراق مالية، فهي تتولى مهمة تعبئة المدخرات نحو الاستثمار، والتي من شأنها المساهمة في تحقيق عملية التنمية، ويتحقق ذلك من خلال أدوات تمويل فعالة من بينها بورصة القيم المنقولة.

### المطلب الأول: دوافع إنشاء بورصة الجزائر ونشأتها

كانت الجزائر تعتمد على التخطيط المركزي في سياستها إلى غاية وقوعها في أزمة اقتصادية وفشل نظامها المالي، فأنت الاصلاحات سبلا لمعالجة هذا النظام مما تطلب تأسيس سوق رؤوس الأموال (بورصة الجزائر).

### أولا: دوافع إنشاء بورصة الجزائر

لقد ظهرت الحاجة الماسة لإنشاء السوق المالية التي تشكل وسيلة لتكملة وتنويع مصادر التمويل، خاصة في المرحلة الانتقالية التي يعيشها الاقتصاد الجزائري، ويرتكز قيام مثل هذه السوق بالجزائر على عدة دوافع يذكر من بينها:<sup>1</sup>

- تأمين مصدر تمويل غير تضخمي للاستثمارات، يضمن التعبئة المباشرة للادخار الضروري لتمويل الاقتصاد الوطني، والمساهمة بذلك في تخفيفا عباء المديونية والعجز الميزاني.
- ضمان تنظيم سيولة الادخار المستمر طويل المدى باعتبار أن السوق وسيلة لتنويع وسائل التوظيف بالنسبة لحامل رؤوس الأموال، مما يسمح بتعبئة الادخار، بما يضمن التمويل الفعال للاقتصاد الوطني.
- المساهمة في تحريك الثقافة التسييرية والتركيبات الصناعية والتجارية، بهدف تقوية الكفاية الاقتصادية.
- إتاحة مصادر تمويل جديدة للمؤسسات الاقتصادية لتغطية قصور الجهاز المصرفي أيضا للخزينة العمومية، وبالتالي تحديث طرق تسير الديون العامة.
- السماح للاقتصادي الوطني للاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة.
- إيجاد الشركاء والحلفاء الاستراتيجيين الذين يساعدون هذه المؤسسة باعتبارهم مساهمين، وبالتالي تحقيق الالتزامات والتقديرات المحددة.

<sup>1</sup>قاسم شاوش لمياء، دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم، دراسة حالة بورصة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012-2013، ص: 139.



### ثانيا: نشأة بورصة الجزائر

تم تأسيس بورصة الجزائر في 09 ديسمبر 1990 برأسمال إجمالي قدره 3200000 دج تحت اسم شركة القيم المنقولة SVM وهذا استنادا للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 وسميت شركة القيم المنقولة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية من حيث رأس المال هذا من جهة، ومن جهة أخرى انعدام النص القانوني في ذلك الوقت والذي ينظم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات<sup>1</sup>

بدأت نشاطها بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003، واعتبرت بأنها إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم.

- المرحلة الأولى والتي امتدت من 1990 إلى 1992: تميزت بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM وإصدار ثلاث مراسيم تتعلق بالبورصة، المرسوم التنفيذي رقم 91-169 في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، والرسوم التنفيذي رقم 91-170 في 28 ماي 1991 والذي يحدد 10 أنواع من القيم المنقولة أشكالها، شروط إصدارها وطرق تداولها وتحويلها والرسوم التنفيذي رقم 91-171 في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- المرحلة الثانية والتي امتدت من 1992 إلى 1993: واجهت فيها شركة القيم المنقولة صعوبات تتعلق بمهمتها ووظيفتها، ثم رفع رأسمالها من 23000000 إلى 9320000 دج وتم صدور المرسوم رقم 93-08 بتاريخ 25/04/1993 المكمل للقانون التجاري والذي حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها والرسوم رقم 93-10 لـ 30/05/93 الذي حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوسيط ولجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة COSOB، ولجنة تسير بورصة القيم.<sup>2</sup>

- المرحلة الثالثة من 1993 إلى 1995: تم فيها إصدار نصين تشريعيين وهما المرسوم رقم 94-175 المؤرخ في 13/06/1994 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني تجمع رؤوس الأموال وتمويل الاستثمار

<sup>1</sup> شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الجزائر 1993، ص: 19.

<sup>2</sup> سعدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012-2013، ص: 84.

وبرامج التنمية هذا وتم الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر في 17 ديسمبر 1997 وإنشاء المسيرة والمنظمة  
للبورصة

### المطلب الثاني: أقسام بورصة الجزائر والأدوات المتداولة فيها

تتمثل أقسام و أدوات بورصة الجزائر فيما يلي:

#### أولاً: أقسام بورصة الجزائر

تشكل بورصة الجزائر من قسمين هما: <sup>1</sup>

#### 1- قسم القيم المنقولة: تتداول في هذا القسم كل سندات رأس مال وسندات الدين ويوجد نهاية عام 2015

في شركة تسيير بورصة القيم ست شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية وهي:

- أربع شركات للأسهم (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فنادق الأوراسي، أليانس للتأمينات، NCA روية).
- مؤسستين للسندات (سونلغاز و دحلي).

يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع وذلك كل صباح من يوم الاثنين والأربعاء.

#### 2- قسم سندات الخزينة العمومية: في إطار الاصلاحات المتداولة من طرف وزارة المالية والتي ترمي إلى إعادة

الاعتبار إلى السوق المالية وعملية تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة وتفعيل دور البورصة بصفة خاصة تم ادراج سندات الخزينة الدرجة بين سندات ذات الآجل 07 أعوام و 10 أعوام و 15 عام حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة بمعدل 05 حصص في الأسبوع.

#### ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

تحدد مختلف أنواع الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر بموجب أحكام القانون التجاري الجزائري في

ثلاث أنواع وهي الملخصة في الجدول أدناه:

#### الجدول رقم 3-9 : أنواع الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر.

الأسهم	السندات	القيم الهجينة
- الأسهم العادية	- سندات عادية	- شهادات الاستثمار
- أسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح	- سندات المشاركة	- سندات المساهمة
- الاسهم ذات الأذونات لاكتتاب في الأسهم	- سندات ذات معدل ثابت	- سندات قسيمة الاكتتاب في الأسهم
- السهم الخصوصي	- سندات ذات معدل متغير	

<sup>1</sup>المرسوم التشريعي المادة 08 من القانون 03-04 المطلق ببورصة الجزائر، المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، العدد 11 المصدر بتاريخ 19-02-2008.





### المطلب الثالث: المتعاملون في بورصة الجزائر

يتمثل المتعاملون في هيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية، وقد أنشأت هذه الهيئات بموجب الأمر 08-96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 لمنح المدخرين فرص الاستثمار في القيم المنقولة وجلب الأموال للاستثمار، ومن الأدوات التي أصدرتها النصوص التشريعية والتنظيمية شركة الاستثمارات ذات رأس المال المتغير والصندوق الجماعي للتوظيف وهيئات أخرى، مثل صندوق الضمان، بنك الجزائر، جمعية الوسطاء في عمليات البورصة.

### أولاً: شروط قبول الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

لقبول الأوراق المالية وتسجيلها في جدول أسعار بورصة الجزائر ينبغي على المؤسسة التي ترغب في ذلك أن تتوفر فيها جملة من الشروط، بعضها عامة وأخرى خاصة حسب الورقة المالية المصدرة.

#### 1- الشروط العامة:

تتمثل هذه الشروط فيما يلي

- يجب بيع إصدار القيم المتداولة من طرف شركة ذات أسهم طبقاً لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري.

- تقديم تقرير تقييمي لأصول المؤسسة مقدم من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر.

- نشر قوائمها المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.

- إذا كان لا بد من التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الأموال قبل دخولها في البورصة، فالمؤسسة ملزمة بإعلام شركة إدارة البورصة وتسيير بورصة القيم المنقولة بهذا الشأن.<sup>1</sup>

#### 2- الشروط الخاصة حسب طبيعة الورقة:<sup>2</sup>

تنقسم هذه الشروط حسب طبيعة الورقة كونها أسهم أو سندات، وسيتم ذكر هذه الشروط بشيء من التفاصيل

كما يلي:

أ- توجد عدة شروط خاصة بالأسهم منها ما يلي:

- على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها في التداول أن يكون رأسمالها لا تقل قيمته عن

500.000.000 دج

<sup>1</sup> بن قمحة الزهرة، أثر فاعلية الأسواق المالية على النشاط الاقتصادي، رسالة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 03، 2013-2014، ص: 251.

<sup>2</sup> تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، 2010، ص: 18.

- يجب أن يتم توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهم والادخار.
- توزيع الأسهم مانسبته 20% من رأس المال الإجمالي للشركة على الأقل.

#### ب- الشروط الخاصة بالسندات

توجد عدة شروط خاصة بالسندات منها ما يلي:

- نسبة القرض تعادل على الأقل مبلغ 500.000.000 دج يوم الاكتتاب.
- تم إلغاء الشرط الذي يقتضي بوجود 100 حائر في أجل أقصاه يوم دخولهم إلى بورصة .

#### المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر ومؤشرات أدائها خلال الفترة 2010-2015

سنتطرق في هذا المبحث من اعطاء قراءة واضحة لواقع بورصة الجزائر من خلال التعرف على هيكلها، مؤسساتها وأسواقها وتحليل أدائها خلال الفترة 2010-2015.

المطلب الأول: هيئات تنظيم ادارة بورصة الجزائر والأسواق المكونة لها

أولاً: هيئات تنظيم ادارة بورصة الجزائر

تتضمن البنية القاعدية لبورصة الجزائر أربع هيئات أساسية أسندت لها وظائف تنظيمها وادارتها ، ويتعلق

الأمر ب: <sup>1</sup>

**1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:** تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 والمتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة، وهي هيئة عامة تمثل سلطة السوق المالية تكون تحت وصاية وزارة المالية وممولة من طرف الدولة، وقد زاولت هذه اللجنة نشاطها سنة 1996 وهي سلطة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.

**2- شركة تسيير بورصة القيم:** وتقوم أساسا بالإشراف على ادخال المؤسسات إلى البورصة وتسيير حصص البورصة، القيام بعمليات المقاصة ونشر المعلومات، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قيمته 475.2 مليون تأسست بموجب المرسوم التشريعي السابق 93-10، وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، أما المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة فهم ستة بنوك تجارية وستة شركات تأمين.

**3- الوسطاء في عمليات لبورصة:** إن المرسوم التشريعي السابق الذكر 93-10 يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعمين بالوسطاء في عمليات البورصة، حيث نصت المادة 05 من المرسوم أنه لا يجوز

<sup>1</sup>شمام عبد الوهاب وزودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر وتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 2016، 04، ص: 10-11.

إجراء أية مفاوضة تتناول فيها قيم منقولة مقبولة في البورصة، هذا يعني أن المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الاجباري لهؤلاء الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة، ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا ستة وسطاء في عمليات البورصة ممثلين بينوك تجارية وطنية.

**4- المؤتمر المركزي على السندات :** عبارة عن هيئة أسست على شكل شركة ذات أسهم تم ترخيصها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة، وتم استحداثها بصفة إسمية من خلال القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و الصادر في 17 فيفري 2003، تم خلق هذه الوظيفة من أجل العمل على حفظ السندات ومسك الحسابات وتسهيل عملية توصيلها بين والوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى آخر وذلك من خلال الترقيم القانوني للسندات، تسيير المعلومات المتعلقة بالسوق، إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بهم.<sup>1</sup>

#### ثانيا: الأسواق المكونة لبورصة الجزائر

تنظم بورصة القيم المنقولة مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين المحليين الموزعين على سوقي الأسهم والسندات، أما أهم المؤسسات التي أدرجت أوراقها المالية في البورصة خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى يومنا هذا مصنفة حسب طبيعة السوق كما يلي:

#### 1- سوق سندات رأس المال: ويتضمن سوقين:

أ- السوق الرسمي (الرئيسي): الموجب للشركات الكبرى، ويوجد به أربعة (04) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرسمي حتى نهاية سنة 2015 وهي:

- مجمع صيدال SAIDAL : النشاط في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ELAVRASSI: الناشطة في قطاع السياحة.

- أليانس للتأمينات ALLIANCE: النشاط في قطاع التأمينات.

- أن-سي- روية NCA - ROUIBA: الناشطة في قطاع الصناعة الغذائية.

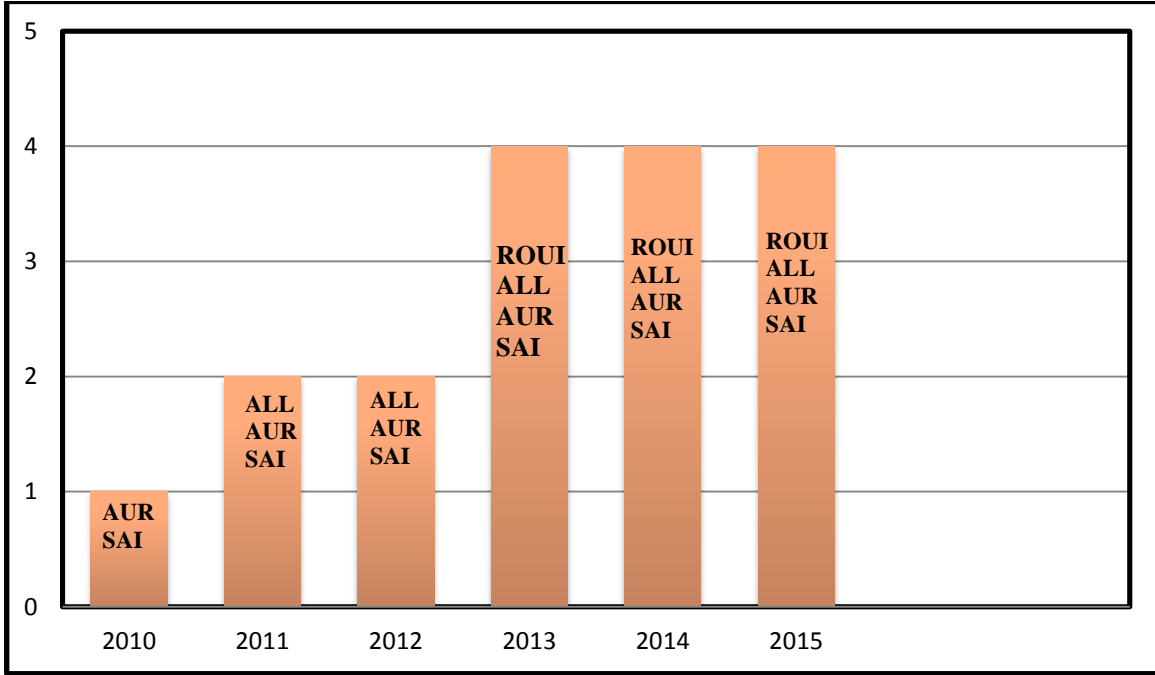
أما فيما يتعلق بتطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي خلال فترة 2010-2015، و هذا ما

يوضحه الشكل الآتي:

<sup>1</sup>COSOB- rapport annuel 2004.p15



الشكل 3-5 : تطور عدد الشركات المدرجة أسماؤها في السوق الرسمي 2010-2015



المصدر :

<http://www.sgbv.dz> 10/04/2018 13:30min

يتضح من الشكل أن سنة 2010 بلغ عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق الرسمي شركتين هما:

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراس AUR ومجمع صيدال SAI

- أما سنتي 2011 و2012 أدرج متعامل ثالث والمتمثل في شركة أليانس للتأمينات ALL

- أما سنة 2013 شهدت دخول متعامل جديد رابع الي بورصة الجزائر وهو شركة أن سي رويية ROUI الناشط في قطاع الصناعات الغذائية.

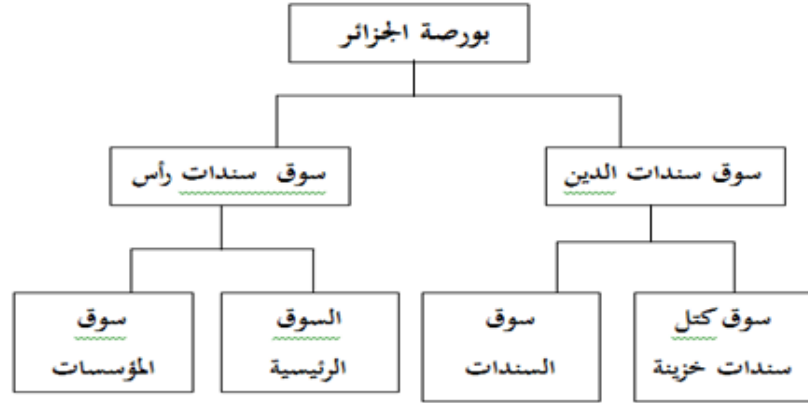
2- سوق سندات الدين: وتتكون من

أ- سوق سندات الاستحقاق: نجد به كل من شركة سونلغاز، الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات ، شركة النقل الجوي الجزائرية ، والجزائرية للاتصالات، وشركة سوناطراك، فندق الرياض سطيف، وبطبيعة الحال جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ سنداتهما، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة حيث يوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذا السوق، وهو خاص بشركة الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات ، التي من المقرر أن يجل تاريخ استحقاق سندها سنة 2016.

## الفصل الثالث : دراسة تحليلية للاقتصاد الجزائري وبورصة الجزائر و مؤشرات أدائها

ب- سوق كتل سندات الخزينة العمومية: المخصص للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسس هذا السوق سنة 2008، ويحصى حاليا 27 سند للخزينة العمومية الجزائرية، مدرجة في التسعيرة، ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7،10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع<sup>1</sup>.

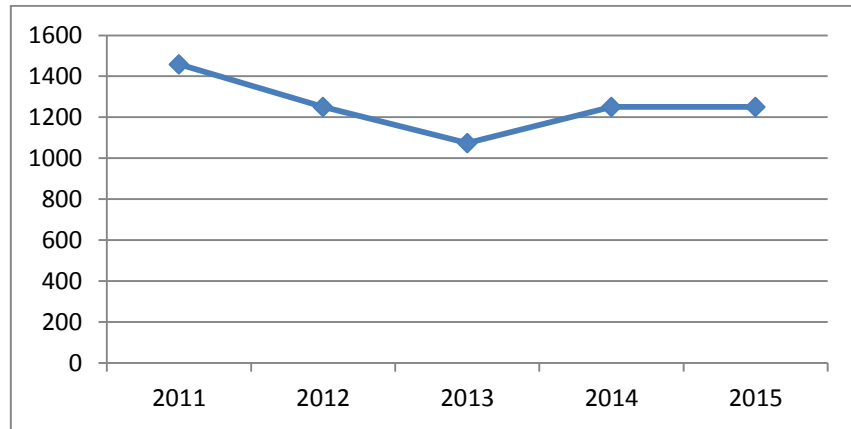
الشكل 3-6 : مكونات سوق بورصة القيم المنقولة في الجزائر:



### المطلب الثاني: تحليل أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015

لدراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر لا بد أن تعتمد في ذلك على المؤشرات التالية:

- 1- أداء مؤشر أسعار أسهم بورصة الجزائر **DZAIRINDEX**: يقيس هذا المؤشر أداء بورصة الجزائر، من خلال أسعار أسهم الشركات الأربعة المتداولة في بورصة، والشكل التالي يوضح تطور قيمة مؤشر دزاير اندكس خلال الفترة الممتدة من 2011-2015 باعتبار أول سنة بدأ فيها احتساب المؤشر هي سنة 2011.
- الشكل رقم 3-7 تطور أداء مؤشر دزاير اندكس خلال فترة 2011-2015 .



المصدر: موقع بورصة الجزائر

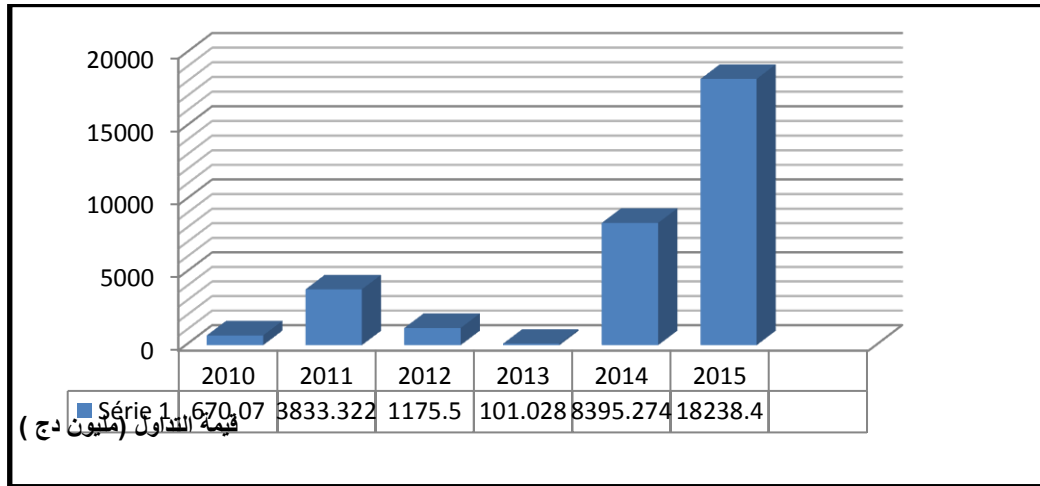
<http://www.sgbv.dz> 10/04/2018 13:35min

يتضح من خلال الشكل أن مؤشر أسعار أسهم بورصة الجزائر (دزاير اندكس) مجال تغير قيمته كان محصور ما بين 1000 و1500 نقطة خلال فترة الدراسة، حيث بلغ ذروة قيمته أوائل أيام إصداره منتصف سنة 2011 بقيمة 1458.5 نقطة ليحقق أدنى مستوى له مع نهاية سنة 2013 بقيمة 1073.9 نقطة، ويرجع سبب هذا الانهيار أساسا للتراجع الكبير الذي سجله حجم وقيمة تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، والملاحظ أيضا أن المؤشر استعاد تحسنه بداية من سنة 2014.

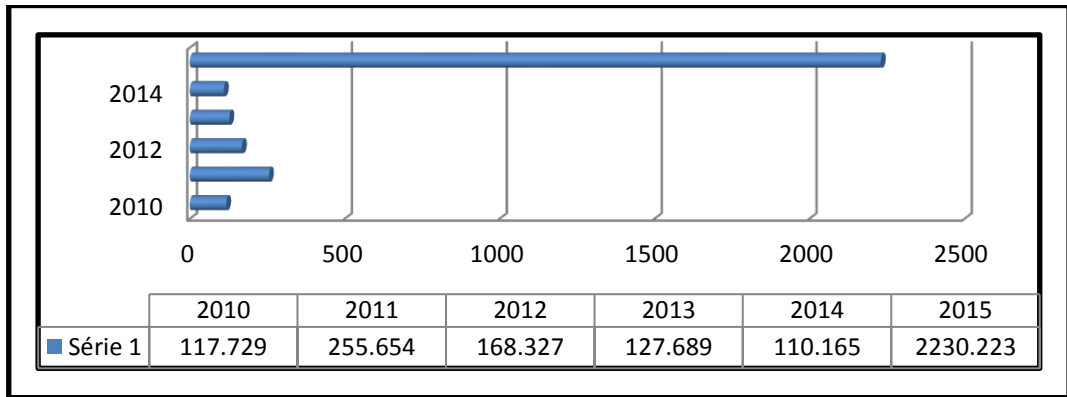
## 2- تطور قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015

في هذا الصدد سنحاول تتبع تطور رسملة بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية 2015، والتي تعكس نشاط مختلف الأسواق القائمة الرسمية لبورصة الجزائر، ولتحقيق ذلك سنعتمد على مؤشر قيمة وحجم التداول في بورصة الجزائر، من خلال مضمون الشكلين :

### الشكل رقم 3-8 : تطور قيمة التداول أسواق بورصة (2010-2015)



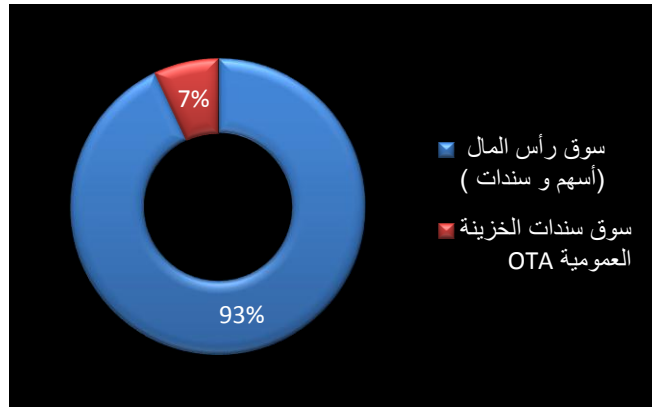
### الشكل رقم 3-9 : تطور حجم التداول أسواق البورصة الجزائر (2010-2015)



المصدر : موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz> 10/04/2018 10:30 min

عند تتبع تطور كل قيمة وحجم تداول أسواق بورصة الجزائر مجتمعة خلال فترة الدراسة، يتضح أن مستوى قيمة كل مؤشرين خلال الستة سنوات شهدا تقلبات كبيرة جدا، حيث نلاحظ سنة 2015 بلغ فيها مستوى المؤشرين أعلى قيمة لهما، أين بلغت قيمة تداول أسواق بورصة الجزائر 18238.40 مليون دج من خلال تداول نحو 2.230.723 ورقة مالية (سند وسهم) بتسجيل نسبة 11% مقارنة بسنة 2014 ويرجع هذا الارتفاع الكبير للإصدارات الجديدة التي قامت بها الخزينة العمومية OAT على مستوى سوق السندات خلال سنة 2015 والتي بلغت لوحدها قيمة 16978.87 مليون دج، أما أدنى مستوى نشاط حققته بورصة الجزائر خلال الفترة كان سنة 2013 بقيمة تداول 101.028 مليون دج بمعدل انخفاض 91.4% مقارنة بسنة 2012 وكان هذا الانخفاض ناتج عن حلول تاريخ استحقاق سندات الخزينة العمومية OAT المستحقة خلال هذه السنة، أما بخصوص توزيع قيمة التداول الاجمالية لبورصة الجزائر على الأسواق المكونة لها خلال سنة 2015 يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 3 - 10 : توزيع قيمة تداول البورصة الجزائرية على أسواقها خلال 2015



المصدر : موقع بورصة الجزائر

<http://www.sgbv.dz> 10/04/2018.13:45

يوضح الشكل أعلاه أن سوق سندات الخزينة العمومية OAT شكلت قسمة تداول فيها أكبر حصة ضمن اجمالي قيمة تداول البورصة المحققة بذلك بقيمة 16978.87 مليون دج أي ما يعادل نسبة 93% من اجمال قيمة تداول البورصة، أما في المرتبة الثانية تأتي سوق رأس المال بقيمة 1259.536 مليون دج بحصة 7% من اجمالي قيمة تداول البورصة، في حين سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فلم تشهد أي تداول لانعدام المؤسسات المدرجة فيها.



### 3- تحليل أداء نشاط أسواق بورصة الجزائر 2010-2015

في هذا العنصر نعمل على تحليل حجم وقيمة المعاملات التي تمت على مستوى أسواق بورصة الجزائر، وهذا بغية الوقوف حول أداء نشاط كل سوق (سوق رأسمال وسوق سندات الدين).

**3-1 أداء سوق رأسمال (2010-2015):** كما سبق ذكره فان السوق رأسمال ببورصة الجزائر يعني بتداول أسهم الشركات المدرجة من خلال السوق الرسمي وإصدارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث سوق هذه الأخيرة لم تشهد أي ادراج نهاية سنة 2015، وبالتالي تنفرد هذه السوق بتداول أسهم الشركات فقط حيث لم يتم منح أي تأشيرة ادراج خلال سنة 2015. ليستقر عدد الشركات المدرجة أسهمها في سوق الرسمي على 4 شركات فقط،

**3-2 أداء سوق سندات الدين (2010-2015):** كما سبق الإشارة إليه أن هذه السوق خصصت تداول شكلين من السندات من خلال سوقين هما: سوق السندات الصادرة من طرف المؤسسات والشركات الاقتصادية، سوق السندات الصادرة عن الخزينة العمومية وفيما يلي لمحة عن أداء السوقين:

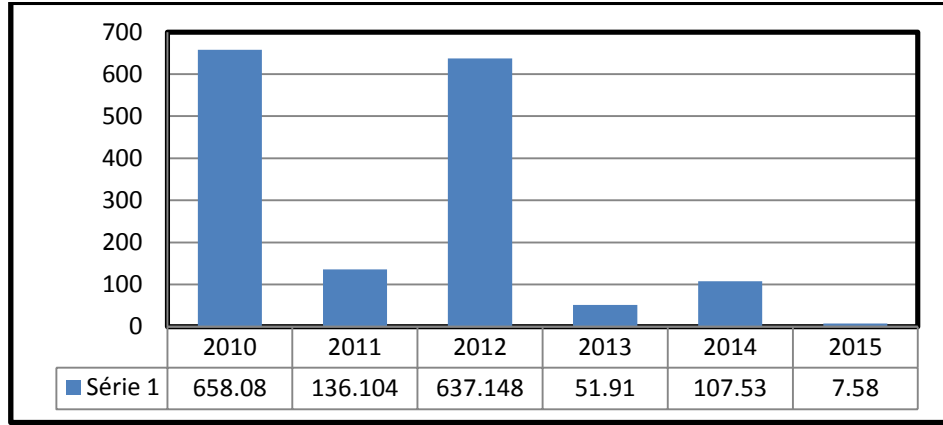
**أ- سوق السندات:** خلال سنة 2015 لم تمنح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB أي تأشيرة تتعلق بالسندات، وخلال سنة 2010 لوحظ حلول تواريخ الاستحقاق أربعة قروض سنديّة، وصل مجموع مبلغها 27.26 مليار في مقابل 14.11 مليار دج خلال سنة 2009، ويتعلق الأمر بسندات المؤسسات التالية الشركة الوطنية لأشغال الاجار استحققت سنداتهما بتاريخ 2010/07/20، ثم شركة الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 2010/12/01، وبعدها بعشرة أيام استحقاق سندات المؤسسات الوطنية لأشغال الحفر، لتغلق السنة بحلول استحقاق ثاني قرض سندي لمجموعة سونلغاز من أصل 11 قرض سندي في رصيد الشركة بتاريخ 2010/12/27. ومع بداية سنة 2011 أصبح عدد المؤسسات المسعرة لسنداتهما في البورصة أربعة وهي: اتصالات الجزائر المستحق سنداتهما خلال نفس السنة . وسند مؤسسة سونلغاز احدهما يستحق هذه السنة والثاني يستحق سنة 2014، بالإضافة إلى القرض السندي لشركة داخلي للفندقة الذي سيستحق سنة 2016

أما فيما يتعلق بمؤشرات سوق الدين فبلغت قيمة اجمالي السندات المتداولة للمتعامل الوحيد المتبقي في السوق وهو لشركة ذات الأسهم داخلي للفندقة نهاية سنة 2015 مبلغ 7.580 مليون دج من خلال تداول 758 سند، والبيان أسفله يبرز تطور قيمة وحجم التداول بسوق السندات خلال الفترة 2010-2015.





الشكل رقم 3-11 : تطور قيمة التداول سوق السندات 2010-2015



<http://www.sgbv.dz>

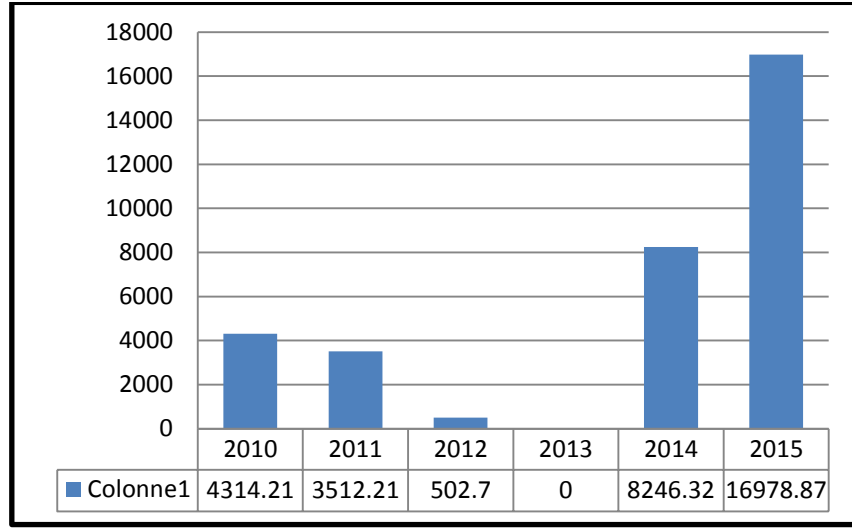
المصدر اعداد : موقع بورصة الجزائر

يتضح من البيان أنه خلال فترة الدراسة بلغت قيمة التداول في سوق سندات الدين ذروتها خلال سنة 2010 نتيجة حجم التداول الكبير الذي حققته سندات شركة سونلغاز والتي حققت لوحدها قيمة 247,52 مليون دج ما يعادل نسبة 37,61%. من قيمة التداول الاجمالية مقابل تداول 145230 سند من أصل اجمالي حجم تداول بلغ 437571 سند، في حين سجل في السنة الموالية 2011 انخفاض حاد نسبته 79.33% من قيمة وحجم تداول سنة 2010 ويرجع ذلك لحلول تاريخ استحقاق سندات شركة الخطوط الجوية الجزائرية خلال السنة، و الملاحظ أيضا أن مؤشرات هذا السوق بلغت مستوياتها العالية سنة 2012 من خلال قيمة تداول بنحو 637 مليون دج مقابل حجم تداول 118356 سند لكلا المتعاملين المتبقين في هذه السوق ( شركة سونلغاز وشركة داخلي للفندقة، أما السنوات المتبقية انخفض أداء السوق إلى أدنى قيمة تداول منذ تأسيس هذه السوق، حيث لم تتجاوز 8 مليون دج حققتها سندات المتعامل الوحيد المتبقي وهو شركة داخلي للفندقة والذي تستحق سندات سنة 2016.

ب- سوق سندات الخزينة العمومية OAT : كما سبق الإشارة فإن مؤشرات تداول هذه السوق تمثل 90% من قيمة وحجم التداول الاجمالي للأسواق بورصة الجزائر، مثلا نهاية سنة 2015 بلغ عدد خطوط سندات الخزينة العمومية المسجلة ببورصة الجزائر 29 خط. بلغت قيمة تداولها نحو 17 مليار دج. مقابل 8.25 مليار دج سنة 2014 بمعدل زيادة 10.7%، والشكل التالي يبرز تطور أداء سوق سندات الخزينة العمومية OAT خلال الفترة 2010-2015 من خلال مؤشر قيمة التداول.



الشكل رقم 3-12: تطور قيمة التداول بسوق سندات الخزينة العمومية 2010-2015



المصدر : موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz> 10/04/2018.14:00

ما تضمنه البيان يظلم أن سوق السندات الخزينة العمومية خلال سنة 2013 لم يسجل فيه أي تداول لعدم توفر أوامر شراء خلال السنة، في حين سنة 2012 يلاحظ أيضا أن مستوى التداول فيها كان ضعيف جدا من خلال تداول 500 سند فقط مقابل نصف مليار دج، مقارنة بالسنتين السابقتين 2010 و 2011 أين يلاحظ أن قيمة التداول خلالهما بلغت 4.31 و 3.5 مليار دج على التوالي.

نستنتج من كل ما سبق التطرق إليه من خلال مؤشرات البورصة أن:

- بورصة الجزائر لا تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني بالشكل الذي كان مرجوا من انشائها، ولا تعتبر كبديل للبنوك التجارية في عملية تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية أو الخاصة.
- ضعف أداء البورصة وقدرتها القليلة في تمويل التنمية الاقتصادية وذلك من خلال:

✓ ضعف سوق رأس المال يعني أن البورصة لا تقوم بتمويل المؤسسات الاقتصادية ما يعني ضعف تمويلها للاقتصاد.

✓ ضعف سوق السندات يعني أن نسبة تمويل البورصة للدولة تبقى محدودة جدا، وهو ما يعني أن الدولة لا تلجأ لهذا السوق من أجل تمويل مختلف المشاريع في البنية التحتية



### المطلب الثالث: آليات وسبل تطوير بورصة الجزائر

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر، وتمثل في:<sup>1</sup>

**1- محاربة الاقتصاد الموازي:** وذلك من خلال اصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد، وهذا من خلال العمل على اعداد مشروع قانون الإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي، وكذا تسهيل الاجراءات الادارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.

**2- تخفيض سعر الفائدة:** ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة تعتبر بديل الودائع المصرفية

**3- دعوة المؤسسات الخاصة لطرح أسهمها على الجمهور** مما يسمح لهم بالحصول على موارد مالية دون اللجوء إلى النظام البنكي.

**4- خوصصت جزء كبير من القطاع العام** بعد تبني نظام التطهير التنظيمي والتسيير والمالي.

**5- السماح لرؤوس الأموال الأجنبية لتلعب دورا في التنمية الاقتصادية** بتوفير مقاييس قانونية لازمة لذلك.

**6- وضع نظام عام للمعلومات الاقتصادية** من أجل ضمان الشفافية

**7- حماية المدخر** وذلك ما يدفعه للاستثمار في القيم المنقولة بكل ثقة وهو الشيء الذي يساهم في ترقية وتطوير سوق الأوراق المالية.

**8- زرع ثقافة بورصة** لتحسيس مختلف الأعوان الاقتصاديين وخاصة الأسر باستخدام مختلف وسائل الاعلام وهذا من أجل حثهم للاستثمار في الاصول المالية

**9- تشجيع قيام شركات** وساطة كفئة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث يصطنع الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتنميتها<sup>2</sup>

<sup>1</sup> زيدان محمد ونورين بومدين، دور السوق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الأفاق، مداخلة بالملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، 2006، ص ص: 17- 18.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص: 19.



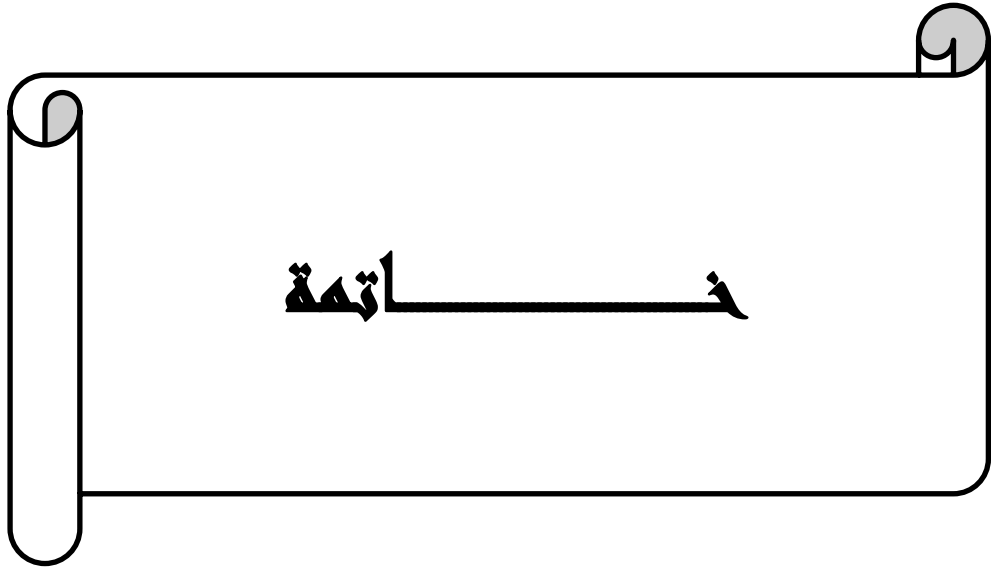
خلاصة:

تتصل البورصات اتصالا وثيقا بالمصالح الاقتصادية للمجتمعات وتؤدي دورا قويا في عملية التنمية الاقتصادية، والبورصة كسوق مالي منظم، لها دور هام وفعال في توجيه الموارد المتاحة للاستخدام الأمثل والأكفأ، وتوفير موارد تمويل للاستثمار الذي يعد أحسن وسيلة للإنتاج الخيرات وتطويرها.

ومن الواقع المعاش، يتبين أن الاقتصاد الجزائري بحاجة ماسة إلى الاستثمار واستغلال الأموال لتوظيفها في مشاريع انتاجية، زراعية أو تجارية ، لذا لا بد أن تحظي بورصة الجزائر بكثير من الاهتمام.

ومن التوصيات التي يمكن اقتراحها في هذا المجال ما يلي:

- مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما يتعلق بشروط الادراج وكذا شركات الوساطة المالية.
- العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الاقليمية والجهوية بهدف الاستفادة منها.
- الاسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أما المتعاملين في البورصة.





## الخاتمة:

تستمد الأسواق المالية أهميتها من دورها المتعدد الأوجه، حيث تلعب دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض من راس المال غير الموظف و غير المعبأ في الاقتصاد الوطني وتحويله من مال عاطل إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال الاستثمار في الأسهم والسندات ومختلف المشتقات المالية التي يتم طرحها في أسواق رأس المال.

فضلا عن ذلك، تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول النامية وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية إضافة إلى اعتبار هذه الأسواق حافزا للشركات التي أدرجت أسهمها في تلك الأسواق، وكلما كانت أسواق رأس المال كفاءة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة.

وفي ظل انهيار أسعار النفط استدعى ضرورة عمل الأسواق المالية إلى تمويل التنمية عن طريق تنويع المصادر الداخلية وتشجيع القطاعات كالزراعة والصناعة والسياحة في ظل الامكانيات الهائلة التي تتمتع بها المصادر الخارجية، فيمكن أن تعتبر هذه الصدمة الدافع الفعلي للنهوض بالتنمية الاقتصادية وتطويرها. وما يمكن قوله أن الواقع الذي تعيشه الجزائر إنما هو نتاج للعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

## نتائج اختبار الفرضيات:

- فيما يخص الفرضية الأولى السوق المالي هو ذلك المكان الذي يتم فيه تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي صحيحة لأنه يتميز عن غيره من الأسواق وذلك باختلاف السلع المتداول فيه.
- أما فيما يخص الفرضية الثانية التنمية الاقتصادية هي تقدم المجتمع من خلال استحداث أساليب التنمية صحيحة نسبيا لأنها تساعد على تحريك عجلة الاقتصاد.
- الفرضية الثالثة يتجلى دور السوق المالي في تمويل التنمية في ظل انهيار أسعار النفط في توفير السيولة اللازمة صحيحة، وذلك من خلال تنظيم وتوجيه رأس المال من خلال الادخار و استثمارها في مجالات مختلفة.
- الفرضية الرابعة خاطئة إذ لم تتوصل البورصة إلى تحقيق هدفها بعد، والسبب في ذلك ضعف الدخل القومي.

## النتائج العام للدراسة:

- يعتبر السوق المالي قناة تعمل على تسهيل عملية انتقال فوائض بعض الأعوان الاقتصاديين والتي تزيد عن احتياجاتها الشخصية لفترة ما نحو البعض الآخر من الأعوان الاقتصاديين التي تبحث عن الأموال الكافية لتغطية عجزها.



- تتطلب التنمية الاقتصادية مؤسسات اقتصادية قوية ومنشآت قاعدية متكاملة و هيئات حكومية تتميز بالتسيير الراشد.
- نقص عدد الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الجزائر
- إن قيمة التداول في بورصة الجزائر متدنية بدرجة كبيرة، وذلك لتعاضم التعامل بالسندات و الافتقار لسبل تفعيل التعامل بالأسهم.
- تتوفر الجزائر على العديد من الامكانيات الطبيعية، البشرية وحتى المالية، مما يؤهلها لأن تكون قطبا اقتصاديا هاما، إلا أن واقع مساهمة هذه الامكانيات كقطاعات في الناتج المحلي الاجمالي يبقى دون المستوى المطلوب منها لتحقيق تنمية اقتصادية.

#### الاقتراحات:

- توفير بيئة اقتصادية ملائمة وتطوير معايير الشفافية و الافصاح المالي.
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد والتنوع في الأدوات المالية وحتى الإسلامية منها.
- تطوير الجهاز المصرفي وأنظمة التداول فيه.
- زيادة الطلب على الأوراق المالية، وذلك من خلال منح تخفيضات جبائية في بعض الأحيان.

#### الآفاق:

رغم محاولتنا لإثراء البحث بكل المعلومات اللازمة والضرورية إلا أنه من الطبيعي لا يخلو من النقائص، و هذا الاتساع نطاق الموضوع وأهميته، ويتطلب هذا الموضوع عدة بحوث للإلمام به، لذلك نفتح باب البحث في هذا المجال للدفعات القادمة ونشجعهم على الخوض فيه ، باعتبار أن هناك العديد من النقاط تتطلب الشرح والتفصيل، وأملنا في الأخير أن يكون هذا البحث نقطة انطلاق للوصول إلى معرفة جديدة قد تكون نورا في ظل العلم والمعرفة العلمية، وفيما يلي بعض الجوانب التي يمكن أن تكون مواضيعا للبحث في المستقبل:

- آليات تفعيل السوق المالي الجزائري.
- كيفية اسـتقطاب الاسـتثمار الأجنبي إلى بورصة الجزائر.



## قائمة المصادر و المراجع





قائمة المصادر والمراجع

أولاً: الكتب

- 1- إدريس عزام، مشكلات إدارة التنمية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، مصر، 2009.
- 2- إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتيجيات)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 3- إباد عبد الفتاح النصور، أساسيات الاقتصاد الكلي، ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 4- إيمان عطية ناصف، النظرية الاقتصادية الكلية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.
- 5- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
- 6- حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب)، ط1، دار البداية، ناشرون، وموزعون، عمان، الأردن، 2014.
- 7- حربي محمد موسى عريقات، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط1، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2014.
- 8- حسام الدين محمد السيد، البورصة و الأسهم، شركة ألف، القاهرة، مصر 2005.
- 9- حسين علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات)، دار زهراء، الأردن، 2010.
- 10- حمد عوض عبد الجواء وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2006.
- 11- خالد أحمد فرحان المشهداني و رائد عبد الخالق عبدالله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 12- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة العربية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن.
- 13- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و النقدية، ط1، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2012.



- 14- زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007.
- 15- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، القاهرة، مصر، 1996.
- 16- سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم، ط1، دار الراية للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2013.
- 17- سهيلة فريد النباتي، التنمية الاقتصادية (دراسات ومفهوم شامل)، ط1، دار الراية، عمان، الأردن ، 2003.
- 18- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الجزائر19.
- 19- ضياء مجيد، البورصات، أسواق المال وأدواتها، مؤسسات الجامعة، إسكندرية، مصر، 2005.
- 20- طارق الحاج، مبادئ التمويل، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 21- طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن،2009.
- 22- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والادارة المالية ،الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، 2008.
- 23- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية(بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر،2008.
- 24- عبد الرزاق محمد الدليمي، الإعلام والتنمية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن.
- 25- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية ، ط1 ، مؤسسة الورقة للنشر والتوزيع عمان،الأردن،2014.
- 26- عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 27- عبد المعطي رضا رشيد، الأسواق المالية( مفاهيم وتطبيقات )، ط1 ، دار زهران للنشر، عمان، الأردن،2007.
- 28- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالي (البورصة)، ط1، دار النشر للجامعات، مصر.
- 29- عصران جمال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، ط1، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر.
- 30- علي لطفي، التنمية الاقتصادية، دراسة تحليلية، القاهرة، مصر، 1972.
- 31- كامل بكري، التنمية الاقتصادية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان.
- 32- كامل فهمي بشرى، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي، دار الكندي، الاسكندرية، مصر،2009.



- 33- مايزو روبرت بالدوين، التنمية الاقتصادية، ج1، مترجم، مصر، 1979.
- 34- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.
- 35- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصل العلمية و التحليل الأساسي، ط1، زمزم ناشرون و موزعون عمان، الأردن، 2009.
- 36- محمد البنا، أسواق النقد والمال (الأسس النظرية والعلمية)، زهراء الشرق، مصر، 1996.
- 37- محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي، شركات وأسواق مالية، ط2، دار المريخ للنشر، مصر، 2009.
- 38- محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفتح للتجليد الفني 2007.
- 39- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في البورصة (مدخل اتخاذ القرارات) ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر 2009.
- 40- محمد عبد العزيز عجمية ومحمد الليثي، التنمية الاقتصادية، مفهوما، نظرياتها، سياساتها، ط1، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
- 41- مروان شمطون وكنجو بدو كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2008.
- 42- منى عيسى العيوطي، التدفقات المالية في الاقتصاد المصري، دار الوفاء، مصر، 2003.
- 43- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار تحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، ط2، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2010.
- 44- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر.
- 45- COSOB- rapport annuel 2004

ثانيا: المجالات والدوريات

- 1- بوشليط هاجر أميرة، إشكالية الإنفاق العمومي في الجزائر وأزمة تراجع أسعار النفط سنة 2014، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 7 2016.



- 2- خديجة خالدي، أثر الانفتاح التجاري على الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 02، 2010.
- 3- فوقة فاطمة، مرقوم كلثوم، تقلبات أسعار النفط، أي بدائل متاحة للاقتصاد الجزائري، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة حسيبة بن بوعلي العدد 03، 2016.
- 4- شمام عبد الوهاب وزودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، العدد الرابع، ديسمبر، 2016.
- 5- عبد الحق بوعتروس، قارة ملاك، آثار تغيرات سعر الصرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي على الاقتصاد الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة العدد 27، 2004.
- 6- عبد النور موساوي وآخرون، ملتقى وطني حول رهانات الاقتصاد الجزائري في ظل الأوضاع المحلية والدولية الحالية، أي فرص للنموذج الاقتصادي الجديد، 22-23 أكتوبر 2017.
- 7- عبد الوهاب إسلامي، البنية التحتية كمحرك اقتصادي، مجلة الشرق الأوسط، القاهرة، مصر، العدد 87/55، 2009.
- 8- علي كساب، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية وتأهيلها، ملتقى كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003.

#### ثالثا : الملتقيات

- 1- زيدان محمد ونورين بومدين، دور السوق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الأفاق، مداخلة بالملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، 2006.

#### رابعا : الأطروحات و مذكرات

##### - رسائل الماجستير :

- 1- قشيدة صوراية، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمات "فيناليب"، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2011/2012.



- 2- قمجة الزهرة، أثر فاعلية الأسواق المالية على النشاط الاقتصادي، رسالة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، الجزائر03، 2013-2014،<sup>1</sup>تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، 2010.
  - 3- كلثوم كباي، التنافسية وإشكالية الاندماج في الاقتصاد العالمي، دراسة حالة الجزائر، المغرب، تونس، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2008.
  - 4- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية)، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2003.
  - 5- موزاوي بلال، الاستثمار والتنمية الاقتصادية، تجربة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر03، 2002/2003.
  - 6- ناصر الدين قربي، أثر الصادرات على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران.
  - 7- جمعون نوال، دور التمويل في التنمية الاقتصادية، حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، 2005/2006.
- أطروحة الدكتوراه
- 1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. 4- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج للدراسات العليا المتخصصة PGS، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، الجزائر2007، 03.
  - 2- رابح زرقاني، أبعاد واتجاهات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2013/2014.
  - 3- سعدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، 2012-2013.



- 4- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ، أطروحة الدكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، منشورة، 2014-2015.
- 5- فوزية غربي، الزراعة الجزائرية بين الاكتفاء والتبعية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2008.
- 6- قاسم شاوش لمياء، دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم، دراسة حالة بورصة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، 2012-2013.
- 7- محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة الجزائر03، 2009.

خامسا: المواقع الإلكترونية

1- <http://www.sgbv.dz>

2- [www. Bank. Of Alegria. Dz](http://www.Bank.Of.Alegria.Dz)