

جامعة 8 ماي 1945 - قالمة -  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



## الموضوع

دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية  
الاقتصادية  
دراسة حالة بورصة الجزائر (1999-2010)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم  
الاقتصادية  
تخصص: تمويل التنمية

إشراف الاستاذ:  
- جدي عبد الحليم

إعداد الطلبة :  
- دواخة حمزة  
- جبيحة عامر

السنة الجامعية: 2012-2013

## شكر وتقدير

الحمد لله على نعمه و الشكر له على امتنانه و توفيقه

وبعد نتقدم بالشكر الجزيل و فائق التقدير و الاحترام

إلى الأستاذ المشرف جدي عبد الحليم على كل ما منحه لنا من جهد

ووقت في إنجاز العمل المتواضع لأنه كان الموجه و المساند في عملنا هذا.

كما لا يفوتنا أن نعبر عن بالغ الشكر

و عرفاننا لكل أستاذ رافقنا في مسيرتنا الدراسية.

بالإضافة إلى كل عمال المكتبة

وكل من ساعدنا في إنجاز هذا العمل وخاصة الأستاذ باهي موسى

والأستاذة كردوسي أسماء والأستاذة خلف الله فهيمة.

## فهرس المحتويات

شكر وتقدير

إهداء

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

مقدمة عامة ..... أو

### الفصل الأول: مدخل عام لمفاهيم التنمية الاقتصادية

تمهيد ..... 2

المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية ..... 3

المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادي ..... 3

الفرع الأول- مفهوم النمو الاقتصادي ..... 3

الفرع الثاني- ماهية التنمية الاقتصادية ..... 3

المطلب الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية ..... 6

الفرع الأول- زيادة الدخل القومي الحقيقي ..... 7

الفرع الثاني- رفع مستوى المعيشة ..... 7

الفرع الثالث- تقليل التفاوت في توزيع الدخل والثروات ..... 7

الفرع الرابع- التوسع في الهيكل الإنتاجي ..... 7

المطلب الثالث: أهمية التنمية الاقتصادية ..... 8

المبحث الثاني: نظريات التنمية الاقتصادية واستراتيجياتها: ..... 9

المطلب الأول: نظريات التنمية الاقتصادية: ..... 9

المطلب الثاني: استراتيجيات التنمية الاقتصادية: ..... 18

الفرع الأول: الإستراتيجية المعتمد على التنمية الزراعية: ..... 19

الفرع الثاني: الإستراتيجية المعتمدة على التنمية الصناعية: ..... 19

الفرع الثالث: إستراتيجية الربط بين التنمية الزراعية و التنمية الصناعية: ..... 19

الفرع الرابع: إستراتيجية الدولة في عملية التنمية: ..... 19

الفرع الخامس: إستراتيجية الحاجات الأساسية: ..... 19

الفرع السادس: إستراتيجية التنمية المستقلة: ..... 20

الفرع السابع: تحديد الزراعة لمعدل النمو الاقتصادي ..... 20

المطلب الثالث: مؤشرات التنمية الاقتصادية: ..... 24

المبحث الثالث: التنمية الاقتصادية: المتطلبات والمعوقات: ..... 27

المطلب الأول: متطلبات التنمية الاقتصادية: ..... 27

المطلب الثاني: مصادر تمويل التنمية الاقتصادية: ..... 30

الفرع الأول: التمويل المحلي للتنمية الاقتصادية: ..... 30

الفرع الثاني: التمويل الأجنبي للتنمية الاقتصادية ..... 36

المطلب الثالث: معوقات التنمية الاقتصادية: ..... 40

الفرع الأول: المعوقات الداخلية: ..... 40

42	الفرع الثاني:المعوقات الخارجية
44	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني:الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية</b>	
46	<b>تمهيد:</b>
47	<b>المبحث الأول :</b> ماهية الأسواق المالية.
47	<b>المطلب الأول :</b> مفهوم الأسواق المالية خصائصها ووظائفها.
47	الفرع الأول:مفهوم السوق المالية
48	الفرع الثاني:خصائص الأسواق المالية
48	الفرع الثالث:وظائف سوق الأوراق المالية.
51	<b>المطلب الثاني :</b> أنواع الأسواق المالية
52	الفرع الأول:سوق النقد.
52	الفرع الثاني:سوق رأس المال.
53	الفرع الثالث:الأسواق الجاهزة أو الفورية.
56	الفرع الرابع:الأسواق المالية الأجلة.
58	<b>المطلب الثالث :</b> أهمية السوق المالية و العوامل المؤثرة فيها.
58	الفرع الأول:أهمية السوق المالية
61	الفرع الثاني:العوامل المؤثرة في السوق المالية.
61	<b>المبحث الثاني:</b> آلية التداول في سوق الأوراق المالية
62	<b>المطلب الأول :</b> تنظيم سوق الأوراق المالية
62	الفرع الأول:إدارة سوق الأوراق المالية.
63	الفرع الثاني:الأطراف المتدخلة في البورصة .
66	<b>المطلب الثاني :</b> الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
66	الفرع الأول:الأوراق المالية الأصلية.
66	أولا- الأسهم.
71	ثانيا-السندات.
74	الفرع الثاني:الأوراق المالية الهجينة.
75	الفرع الثالث:الأوراق المالية المشتقة.

76	المطلب الثالث : عمليات سوق الأوراق المالية.....
76	الفرع الأول:التداول و الإصدار. ....
78	الفرع الثاني:الأوامر و تكاليف تنفيذها .....
81	المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية . .....
81	المطلب الأول : تعريف و متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية. ....
82	الفرع الأول-تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية .....
82	الفرع الثاني:متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية .....
87	المطلب الثاني : دور المعلومات المالية في كفاءة السوق .....
87	الفرع الأول:مفهوم المعلومة و المعلومة المالية .....
90	الفرع الثاني:أثر المعلومات على كفاءة السوق المالية .....
92	المطلب الثالث : مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية .....
92	الفرع الأول:مستوى الكفاءة الضعيف أو الصيغة الضعيفة .....
93	الفرع الثاني:مستوى الكفاءة شبه القوى أو الصيغة شبه القوية .....
93	الفرع الثالث:مستوى الكفاءة القوي أو الصيغة القوية .....
94	خلاصة الفصل .....

### الفصل الثالث: بورصة الجزائر ودورها في تمويل التنمية.

96	تمهيد .....
97	المبحث الأول : علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية .....
97	المطلب الأول : دور سوق الأوراق المالية في زيادة الادخار و خلق السيولة .....
97	الفرع الأول:دور سوق الأوراق المالية في زيادة الادخار .....
97	الفرع الثاني:دور سوق الأوراق المالية في خلق السيولة : .....
98	المطلب الثاني : سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الموارد و علاج المديونية الخارجية .....
98	الفرع الأول: تخصيص الموارد .....
99	الفرع الثاني: المديونية الخارجية .....
100	المطلب الثالث : دور سوق الأوراق المالية في استعادة رأس المال الهارب و تخفيف التقلبات الاقتصادية. ....
100	الفرع الأول : بالنسبة لاستعادة رأس المال الهارب .....
101	الفرع الثاني : دور سوق الأوراق المالية في تخفيف التقلبات الاقتصادية .....

101	المبحث الثاني : بورصة الجزائر .....
101	المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر و العقبات التي واجهتها .....
101	الفرع الأول: ظروف إنشاء بورصة الجزائر : .....
105	الفرع الثاني:العقبات التي واجهت إنشاء بورصة الجزائر : .....
106	المطلب الثاني:تنظيم بورصة الجزائر .....
107	الفرع الأول-شركة تسيير بورصة القيم (SGVB) .....
109	الفرع الثاني:لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB).....
111	الفرع الثالث:المؤتمر المركزي على السندات : .....
113	المطلب الثالث : الوسطاء في بورصة الجزائر و الشركات المدرجة فيها .....
114	الفرع الأول: الوسطاء في عمليات البورصة و هيئات التوظيف الجماعي : .....
117	الفرع الثاني:الشركات المدرجة في بورصة الجزائر و شروط قبولها . .....
124	المبحث الثالث:أداء بورصة الجزائر. ....
124	المطلب الأول:الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر .....
125	الفرع الأول:شروط قبول القيم المنقولة في التداول : .....
126	الفرع الثاني:شطب القيم المنقولة .....
127	المطلب الثاني:تقييم أداء بورصة الجزائر .....
127	الفرع الأول:نسبة رأسمال السوق .....
129	الفرع الثاني:تطور حجم التداول : .....
130	المطلب الثالث:الأسباب العامة لتدهور نشاط البورصة وكيفية تفعيل دورها لخدمة التنمية لاقتصادية 130
130	الفرع الأول: الأسباب العامة لتدهور نشاط البورصة .....
136	الفرع الثاني:كيفية تفعيل دور بورصة الجزائر لخدمة أغراض التنمية .....
140	خلاصة الفصل.....
146-144	الخاتمة العامة.....
152-147	قائمة المراجع.....
158-154	فهرس المحتويات.....



## خطة البحث.

### الفصل الأول : مدخل عام لمفاهيم التنمية الاقتصادية.

تمهيد.

المبحث الأول : ماهية التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية.

المطلب الثالث: أهمية التنمية الاقتصادية.

المبحث الثاني : نظريات التنمية الاقتصادية واستراتيجياتها.

المطلب الأول: نظريات التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني : استراتيجيات التنمية الاقتصادية.

المطلب الثالث: مؤشرات التنمية الاقتصادية.

المبحث الثالث: التنمية الاقتصادية :المتطلبات و المعوقات.

المطلب الأول:متطلبات التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني :مصادر تمويل التنمية الاقتصادية.

المطلب الثالث:معوقات التنمية الاقتصادية.

خلاصة الفصل.

### الفصل الثاني:الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية.

تمهيد.

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية.

المطلب الأول :مفهوم الاسواق المالية خصائصها ووظائفها.

المطلب الثاني : أنواع السوق المالية .

المطلب الثالث : أهمية السوق المالية و العوامل المؤثرة فيها .

المبحث الثاني : آليات التداول في السوق المالي .

المطلب الأول : تنظيم سوق الأوراق المالية .

المطلب الثاني : الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي .

المطلب الثالث : عمليات البورصة .

المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية .

المطلب الأول : تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية و متطلباتها.

المطلب الثاني : دور المعلومات في كفاءة سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية .

خلاصة الفصل.

### الفصل الثالث: بورصة الجزائر ودورها في تمويل التنمية.



**تمهيد.**

**المبحث الأول: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية.**

المطلب الأول: دور سوق الأوراق المالية في زيادة الادخار و خلق السيولة.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الموارد و علاج المديونية الخارجية.

المطلب الثالث: دور سوق الأوراق المالية في استعادة رأس المال الهارب و تخفيف التقلبات الاقتصادية.

**المبحث الثاني: بورصة الجزائر**

المطلب الأول: إنشاء بورصة الجزائر و العقبات التي واجهتها.

المطلب الثاني: تنظيم بورصة الجزائر.

المطلب الثالث: الوسطاء في بورصة الجزائر و الشركات المدرجة فيها.

**المبحث الثالث: أداء بورصة الجزائر .**

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

المطلب الثاني: تقييم أداء بورصة الجزائر

المطلب الثالث: الأسباب العامة لتدهور نشاط البورصة وكيفية تفعيل دورها لخدمة التنمية الاقتصادية .

**خلاصة الفصل.**

## مقدمة:

قد شكل وجود أسواق رأس المال على درجة عالية من الكفاءة في الدول المتقدمة عاملا رئيسيا في تطورها و متانة اقتصادياتها، فقد حققت من ورائها مزايا ايجابية متعددة. إذ أنها تمثل الميدان الرئيسي لتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات المجدية، وأصبحت هذه الأسواق في الوقت الحاضر من المتطلبات الأساسية لتمويل الاقتصاد، ففي كثير من الدول المتقدمة شكلت الأسواق المالية في اقتصادياتها آلية مهمة، كانت كفيلة باستقطاب عدد أكبر من المؤسسات و الشركات و الأفراد لتوظيف مدخراتهم و الحصول على التمويل اللازم لانجاز مختلف المشاريع الاستثمارية.

ومن المهم القول أن نجاح الدول المتقدمة في تطوير هذه الأسواق المالية، خاصة منها بورصة الأوراق المالية، دفع الدول النامية إلى اتباع نفس المنهج، من أجل تحقيق التطور الاقتصادي، باعتبار أن بورصة الأوراق المالية تمثل عاملا مهما و حاسما في خدمة التنمية الاقتصادية و هذا لما تحتاجه هذه الأخيرة من وسائل تحويلية مهمة، وذلك من خلال قيامها بأدوار عديدة تجعل منها وجهة مهمة بالنسبة للمستثمرين و الباحثين عن السيولة على حد السواء.

فطالما عانت المؤسسات الاقتصادية بالدول النامية عموما من محدودية التمويل، بالشكل الذي وقف فيه هذا الجانب عائقا أمام التنمية، وبذلك يصف الكثير من المختصين بورصة الأوراق المالية على أنها العصب الرئيسي لسوق رأس المال، ويربط الكثير منهم بين نجاح التنمية الاقتصادية ووجود بورصات الأوراق ذات نشاط فعال وكفاءة عالية. وبذلك وجب على الدول النامية لتدارك التفاوت مقارنة بالدول المتقدمة توفير الجو الملائم و التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية.

## إشكالية البحث:

لقد ضلت مشكلة تمويل التنمية الاقتصادية من المواضيع المطروحة في الجزائر، حيث لم يتم إيجاد الحلول المناسبة لها، مما زادها تفاقما مع ازدياد الحاجة إلى رؤوس أموال إضافية لتمويلها و تسريع وتيرتها حتى تواكب متطلبات و احتياجات المجتمع على كافة الأصعدة. ويمكن إرجاع ذلك إلى عدم إرساء آلية حقيقية كفيلة بهذه المهمة و المتجسدة على الخصوص في سوق المال بجانبه، سوق النقد وما يوفره من تمويل في الأجل القصيرة عبر كامل مؤسساته، وسوق رأس المال و قدرته على توفير التمويل الكافي في الأجل الطويلة، و السيولة اللازمة من خلال سوق الإصدار و بورصة الأوراق المالية.

إن غياب دور نشط وفعال لسوق المال إجمالاً و بورصة الأوراق المالية عرقل إلى حد بعيد مدخرات المجتمع لخدمة التنمية الاقتصادية، و خلق مناخ استثماري ملائم على الإطلاق، من حيث قدرته على جذب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية. وفي ظل هذه المعطيات تسعى السلطات القائمة على الشؤون الاقتصادية للدولة إلى إيجاد حل من خلال إنشاء بورصة للأوراق المالية كفيلة بأن تتماشى مع التحولات التي يشهدها الاقتصاد الجزائري. وهذا ما أدى بنا إلى طرح التساؤل الرئيسي التالي:

**إلى أي مدى تقوم بورصة الأوراق المالية بتمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر؟**

وللإجابة على هذه الإشكالية ارتأينا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- هل يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية أداة رئيسية في عملية التمويل؟

2- هل باستطاعة بورصة الجزائر استقطاب المدخرات المالية و توجيهها لخدمة التنمية الاقتصادية؟

3- لماذا لم تساهم بورصة الجزائر في تمويل التنمية بالرغم من الإصلاحات المالية التي باشرتها الجزائر منذ مطلع التسعينات؟

**الفرضيات:**

قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات والتي ستكون محل اختبار في متن البحث نستعرضها كما يلي:

1- تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم المصادر الحديثة لتمويل التنمية الاقتصادية.

2- يتوقف نجاح مشروع بورصة الأوراق المالية في الجزائر على دقة الطرق و الأدوات المستعملة في تحديد قيم إصدارات الشركات و المؤسسات المدرجة فيها.

3- إنشاء البورصة في الجزائر ساعد على زيادة سرعة العجلة التنموية فيها.

**أهمية الموضوع:**

إن الاهتمام بمسألة تمويل التنمية الاقتصادية نابع من أهمية الموضوع، في الأدبيات من جهة كما هو نابع من الخلل الملاحظ في الآليات الموكلة لها توفير التمويل الكافي للأنشطة و الاستثمارات الجارية و المستحدثة بالاقتصاد الوطني، والتي لم تكن بذلك المستوى من التنظيم و الكفاءة، بما يمكنها من الاضطلاع بتلك المهمة. كما أن كافة

النظم الإدارية و السياسات التي تعاقبت على إصلاح الاقتصاد الوطني لم تصل إلى إرساء آليات تمويل قائمة على أسس و دعائم صلبة، يمكنها توفير التمويل اللازم للاقتصاد الوطني ففقدت كافة الميكانيزمات المستخدمة سابقا في تعبئة الموارد الوطنية لخدمة عملية التنمية الاقتصادية.

إذا نظرنا إلى مشكلة البحث المرتبطة ببورصة الأوراق المالية، فإن الموضوع يمثل تجربة حديثة العهد على الاقتصاد الجزائري، رغم أن الكثير من الدول سبقت الجزائر في ذلك بعقود، ولم تجد الدول المتقدمة صعوبة في تمويل التنمية عن طريق أسواق رأس المال، لما لها من خبرة طويلة في هذا الميدان. إلا أن الدول النامية بشكل عام، و الجزائر بشكل خاص، تواجه صعوبة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالتوازي مع محاولتها لخلق قطاع خاص.

نظرا لما تفرزه هذه الظاهرة من آثار على الاقتصاد الجزائري، فإنها تكتسي أهمية قصوى، تؤهلها لتكون على رأس الموضوعات المتعلقة بالتنمية الاقتصادية الجزائرية و التي تستحق الدراسة و البحث.

### أهداف البحث:

هذا البحث في الواقع يهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف تصب جميعها في إيجاد حل لمشكلة تمويل التنمية الاقتصادية عن طريق سوق الأوراق المالية وخاصة في الجزائر، تتحدد على النحو التالي:

- التعرف على الأسواق المالية و إظهار الأهمية التي تكتسبها هذه الأسواق في الاقتصاد.
- الوقوف عند أهم محطات التنمية الاقتصادية و التي تعد الهدف المنشود لكل الدول و الحكومات.
- معرفة الصعوبات التي تحول دون تحقيق سوق الأوراق المالية للأهداف المرجوة من وراء إنشائها.
- طرح وجهات حول سبل تفعيل و تطوير بورصة الجزائر و الارتقاء بها.

### منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على إشكالية البحث و اختبار صحة الفرضيات و الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة و الإحاطة بمختلف جوانبها قمنا بالاعتماد على المنهج الوصفي و هذا كضرورة أملتها

علينا طبيعة الموضوع، و ذلك لنتبعنا لبعض الوقائع التاريخية و التسلسلات الزمنية مثل: مراحل إنشاء بورصة الجزائر.

وقد استخدمنا كذلك المنهج الوصفي في و صف العمليات التي تحدث في السوق المالي و إظهار آليات التداول للأوراق المالية، وتطلب من الأمر استخدام المنهج التحليلي عند رصد تطور و أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (1999 – 2004) وذلك بهدف تحديد مدى مساهمة البورصة في تطور نسبة الناتج المحلي الخام للجزائر.

### أدوات الدراسة:

في سبيل حصر جوانب الموضوع و أثناء الدراسة اعتمدنا على البحث المكتبي الذي يساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية، والتي تعرضت لجانب من جوانب الموضوع سواء بصورة جزئية أو كلية، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، إضافة إلى مجموعة من الأبحاث العلمية و عدد من الرسائل و الملتقيات، ومواقع الإنترنت التي اعتمدنا عليها بدرجة أكبر في دراسة الحالة.

**الدراسات السابقة:** تم تناول موضوعنا في العديد من الرسائل من عدة جوانب وإلى عدة أبحاث.

وفي حدود علمنا فقد تم التطرق إلى موضوع دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، مع الإشارة إلى بورصة الجزائر كدراسة حالة، في بعض الرسائل نذكر منها:

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006 - 2007، تناولت هذه الدراسة تسليط الضوء على أسواق الأوراق المالية العربية والمعوقات التي تواجهها وسبل تفعيلها، مع الإشارة إلى بورصة الجزائر وإبراز حاجتها إلى قوانين وتشريعات تنظيمية أكثر فعالية تسمح بتفادي المعوقات التي تحول دون أداء دورها في تمويل الاقتصاد الوطني.

- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر-دراسة حالة بورصة الجزائر- مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007، وقد عالجت هذه الدراسة إمكانية قيام بورصة الجزائر بالدور المنوط بها في تفعيل العمليات المالية وزيادة حجم الاستثمارات، وكذلك مقدرة الاقتصاد الجزائري على مواكبة التطورات المالية العالمية من خلال إنشاء البورصة وتفعيل دورها لخدمة أغراض التنمية الاقتصادية.

## أقسام الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول هي كما يلي:

الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان مدخل عام لمفاهيم التنمية الاقتصادية، تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث. المبحث الأول تطرق إلى ماهية التنمية الاقتصادية من خلال تقديم مفهوم لها و أهم أهدافها و أهميتها، كما تطرق المبحث الثاني إلى نظريات التنمية الاقتصادية واستراتيجياتها بالإضافة إلى أهم مؤشرات التنمية الاقتصادية، أم المبحث الثالث تناول متطلبات التنمية الاقتصادية و مصادر تمويلها و المعوقات التي تحول دون تحققها.

أما الفصل الثاني تعرض إلى الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية في ثلاث مباحث، تطرق المبحث الأول منه إلى ماهية الأسواق المالية من خلال تقديم مفهوم لها و أنواعها و أهميتها و العوامل المؤثر فيها، كما تطرق المبحث الثاني إلى تنظيم سوق الأوراق المالية و الأوراق المالية المتداولة فيها من أسهم وسندات وكذا المشتقات و الأوراق المهجنة بالإضافة إلى العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث تعرض إلى تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية و متطلباتها ودور المعلومات المالية في كفاءة سوق الأوراق المالية ، بالإضافة إلى مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث فقد خصص لدراسة دور بورصة الجزائر في تمويل التنمية الاقتصادية في ثلاث مباحث، تعرض المبحث الأول إلى علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية و دوره في عملية تمويلها من حيث تعبئة الادخار و توفير السيولة وتخفيف التقلبات الاقتصادية، و المبحث الثاني تناول بورصة الجزائر، نشأتها و تنظيمها و الوسطاء و الشركات المدرجة فيها، و أخيرا في المبحث الثالث تناول أداء بورصة الجزائر من حيث الأوراق المالية المتداولة فيها و تقييم أدائها من خلال دراسة مساهمتها في زيادة الناتج المحلي الإجمالي وأسباب فشلها و كيفية تفعيل دورها لخدمة أغراض التنمية.

## صعوبات البحث:

في النهاية لا بد من الإشارة إلى المشاكل و الصعوبات التي واجهتنا أثناء فترة إعداد هذا البحث، و التي تتمثل في قلة المراجع التي نتناول موضوع سوق الأوراق المالية في الجزائر، بالإضافة إلى صعوبة الحصول على المعلومات المتعلقة بورصة الجزائر، كذلك نقص الإحصائيات و التي إن وجدت تكون مختلفة باختلاف المصادر.

تمهيد :

يواجه عالم اليوم تحديا كبيرا لم يشهد التاريخ له مثيلا تحديا يترجمه الواقع الى التقدم ومزيدها من التقدم مما يساعد على بروز التنمية الاقتصادية كقضية أساسية أولى للمفكرين الاقتصاديين الاجتماعيين ورجال البحث العلمي بعد أن كانت تحظى باهتمام ضئيل من علماء الاقتصاد قبل الحرب العالمية الثانية فأصبح مفهومها عنوانا للكثير من السياسيين والخطط والأعمال على مختلف الأصعدة مثقلا بالكثير من المعاني، وإن كان يقتصر في غالب الأحيان على الجانب الاقتصادي فهي تعد من أكثر الموضوعات انتشارا في المصادر الاجتماعية والاقتصادية المعاصرة التي تهدف إلى وضع خطط تنموية محددة ومبرمجة للارتقاء بالمجتمع البشري، فالتنمية الاقتصادية سواء في مفهومها الضيق أو الشامل تتضمن بالمقارنة مع عملية النمو الاقتصادي مجهودا اقتصاديا يجب أن يبذل في سبيل تحقيق أهدافها، ويتعين أن يخضع هذا الأخير للتنظيم أو التوجيه أو التخطيط وبالتالي يتعين أن يكون للدولة دور إيجابيا وبصورة مباشرة.

### المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية:

يعتبر مفهوم التنمية الاقتصادية خلال العقدين الماضيين من أكثر المفاهيم الاقتصادية تداولاً بين الاقتصاديين المهتمين بشؤون الاقتصاد والتنمية حيث يلقي هذا الأخير اهتماماً ملحوظاً على مختلف المستويات العالمية منها أو الإقليمية أو المحلية.

### المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية:

قبل التطرق إلى تعريف التنمية الاقتصادية لابد أن نعرف النمو الاقتصادي لكي نبرز الفرق بين المفهومين, ذلك لأن هناك العديد من الكتب و المؤلفات الاقتصادية تستخدم مصطلح النمو و التنمية للتعبير عن معنى واحد.

### الفرع الأول : مفهوم النمو الاقتصادي:

يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل الوطني بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي. وبذلك فان النمو الاقتصادي يتضمن ما يلي:

\* تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل.

\* أن تكون الزيادة حقيقية وليست نقدية.

\* أن تكون الزيادة على المدى البعيد.

أي أن النمو الاقتصادي يركز على الكم الذي يحصل عليه الفرد من الدخل في المتوسط , أي على كم السلع و الخدمات التي يحصل عليها و لا يهتم بنوعية تلك السلع و الخدمات من ناحية أو توزيع الدخل بين فئات المجتمع من ناحية أخرى, إضافة إلى أن النمو الاقتصادي يتحقق تلقائيا دون تدخل من قبل السلطات الحكومية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: مفهوم التنمية الاقتصادية :

هناك عدة أوصاف تعطى لعملية التنمية كالتنمية الاقتصادية، التنمية الشاملة التنمية المستدامة التنمية المحلية التنمية الذاتية وقد حاولنا إعطاء المفاهيم المختلفة للتنمية وأهم الفروق بينها.

### أولا- مراحل تطور مفهوم التنمية :

يعد مفهوم التنمية من أهم المفاهيم العالمية في السنوات الأخيرة و تبرز هذه الأهمية من خلال تعدد أبعاده و مستوياته و تشابكه مع العديد من المفاهيم وخاصة مفهوم النمو، و لعل تحليل التطور الذي مر به المفهوم و ما لحق به من إضافات يبرز تلك الأبعاد، ففي البدء كانت التنمية كاللفظ تعبر عن عملية اقتصادية مادية في أساسها، أي إن هذا المفهوم على الرغم من أداء الشمول من خلال تعدد أشكال التنمية و مجالاتها عادي جدا قد تم اقتصاره على حساب المجالات الأخرى للعلوم الاجتماعية، و أصبحت التنمية تطلق للدلالة الاقتصادية فحسب بمؤشراتها المغروفة ، وهنا جاءت المرحلة الثانية من تطور هذا المفهوم، و ما هي المرحلة التي أضيف فيها مفهوم الشمول فأصبح ما يعرف بالتنمية الشاملة، وإذا كان هذا الأخير قد استطاع تجاوز القصور الموضوعي للمفهوم للتنمية في صياغته الأولى، فإنه لم يستطع تجاوز القصور الجغرافي و الاستراتيجي للمفهوم، إذا

1- محمد عبد العزيز عجمية و عبد الرحمان يسري أحمد، التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و مشكلاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص48.



ضل مفهوم التنمية يحتل دلالات تبعية نموذج التنمية في العالم الثالث لنموذج الحدائي الغربي، مما يوجب توظيف طاقات و قدرات مجتمعات معينة لتقتفي خطى مجتمعات أخرى، لذا ضل مفهوم التنمية\_حتى وان زاد عليه وصف الشمولية\_يرسخ تقسيم العالم إلى متقدم و متخلف أي تابع و متبوع، وهكذا برزت الحاجة إلى معالجة هذا القصور و إعادة الاعتبار إلى عملية التنمية كعملية شاملة، وفي نفس الوقت تتحرك في صورة تتناسب مع إطارها الجغرافي و محيطها الاجتماعي، الثقافي و الحضاري، وتهدف إلى خدمة المجتمع و الإنسان الذي يعمل لها ويسعى لتحقيقها، وهنا ظهر مفهوم التنمية المستقلة(الذاتية) ليحاول فك الارتباط مع الخارج و يدفع عملية التنمية لتركيز على الداخل بكل صورته و إبعاده ويعيد التذكير بتصادم المصالح و تعرضها بين المتقدم و المتخلف، ويؤكد على الأبعاد الذاتية للتنمية لتجاوز إشكالية القصور الجغرافي لمفهوم التنمية السابق، سواء كان في صورته الأولى أو بعد إن أضيف إليه وصف الشمولية.<sup>1</sup>

ورغم أن مفهوم التنمية المستقلة يمكن اعتباره الجيل الثالث لمفهوم التنمية، فإنه لم يكن الأخير فقد ضلت هناك أبعاد ناقصة في هذا المفهوم نالت إمكانية تعبيره عن حركت نهوض حضاري شامل، بل جعلت المفهوم يحمل في طياته نواقض ذاته و الدليل على ذلك فشل العديد من الخطط و البرامج التنموية، و الصيحات التي تدعو للحفاظ على البيئة و حماية الأرض من الكوارث التي أحدثها نموذج التصنيع الذي تحاكيه جهود التنمية، و الذي سبب مشاكل تمدد من ثقب الأوزون حتى الارتفاع في حرارة الأرض وتآكل الكساء الأخضر و التصحر، وهنا برز مفهوم رابع للتنمية هو آخر صيحاتها وهو التنمية المستدامة ليبين كيف غاب عن التنمية في أطوارها المختلفة دلالات و أبعاد المفهوم الزمن و حقق الأجيال القادمة و هو ما يتطلب الوقوف عند حدود معينة في التعامل مع الموارد الطبيعية و توظيفها.

و هكذا فان تداول إشكالية التنمية الذاتية و تحليلها على خلفية موقعها في اطار مشروع حضاري، يتطلب القيام بالتنمية من منظور كونها عملية مجتمعية شاملة ومتوازنة، وفي نفس الوقت واعية بمنطقاتها وأهدافها المستقبلية على خلفية واقعها الراهن وتاريخها الممتد.<sup>2</sup>

### ثانيا- تعريف التنمية الاقتصادية :

تعرف التنمية الاقتصادية على أنها: " عملية تغيير مقصود ومخطط له بعناية لجميع المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية السائدة في مجتمع ما يتسم

<sup>1</sup>- جمال الدين لعويسات، العلاقات الاقتصادية الدولية و التنمية، دار هومة، الجزائر، 2002، ص115.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص ص 116،118.

بسمة عدم التطور في هذه المجالات بهدف الوصول إلى مستويات أفضل من حيث الكم والنوع لإشباع وتلبية الحاجات الأساسية لأفراد هذا المجتمع".<sup>1</sup>

كما تعرف التنمية الاقتصادية بأنها ما هي إلا: "عملية ديناميكية تؤدي إلى إحداث تغيرات اقتصادية واجتماعية وسياسية، اقتصاديا تهدف عملية التنمية إلى القضاء على التخلف والسير نحو التحديث والتصنيع إلى جانب تحقيق زيادة في الدخل القومي وتطوير نوعي للهياكل الاقتصادية والقوى المنتجة، أما اجتماعيا فالتنمية لها أبعاد إنسانية كالقضاء على الفقر وإشباع الحاجات الأساسية للغالبية من السكان عن طريق زيادة في متوسط دخل الفرد الحقيقي وتوزيع أكثر عدالة للدخل، والبعد السياسي للتنمية هو التحرر من التبعية السياسية والاقتصادية من أجل تحقيق الاستقلال".<sup>2</sup>

ويمكن أن تعرف التنمية الاقتصادية أيضا بأنها: "هي تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل ورفع مستويات الإنتاج من خلال إنماء المهارات والطاقات البشرية وخلق تنظيمات أفضل، هذا فضلا عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن ومن ثم فإن التنمية الاقتصادية لا تنطوي على تغييرات اقتصادية معينة فقط بل تتضمن التغييرات في المجالات الاجتماعية والهيكلية والتنظيمية، فالتنمية الاقتصادية تتضمن زيادات في الدخل القومي الحقيقي وكذلك في نصيب الفرد منه، وهذا الحسن في الدخل يساعد على زيادة الادخار مما يدعم التراكم الرأسمالي والتقدم التكنولوجي في المجتمع وتساعد هذه بدورها على دعم الإنتاج والدخل، بالإضافة إلى هذه التغييرات تشتمل التنمية الاقتصادية كذلك على تحسين مهارات وكفاءة وقدرة العامل على الحصول على الدخل وتنظيم الإنتاج بطريقة أفضل وتطوير وسائل النقل والمواصلات، وتقدم المؤسسات المالية وزيادة معدل التحضر في المجتمع، وتحسين مستويات الصحة والتعليم وتوقعات الحياة وزيادة وقت الفراغ وتحسين التجهيزات المتاحة للاستجمام".<sup>3</sup>

من خلال استعراض التعاريف السابقة نجد أنها تركز على أن التنمية الاقتصادية عبارة عن عملية تحول وتغيير اقتصادي واجتماعي وسياسي طويلة الأمد يتم من خلالها تطوير الاقتصاد من اقتصاد بدائي ساكن إلى اقتصاد متحرك وإلى أوضاع أفضل تؤدي إلى الزيادة في الدخل القومي والدخل المتوسط للفرد، أي أنها تؤدي إلى تغييرات كلية في المجتمع.

من خلال ما سبق نجد أن مفهوم التنمية الاقتصادية يتميز بالميزات التالية:

1- علي جدو الشرفات، التنمية الاقتصادية في العالم العربي، دار عليش الزمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 05.

2- محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص 20.

3- المرجع نفسه، ص 21.

- التنمية هي فعل إرادي تقوم به الدولة بقرار سياسي واع يدخل فيه عنصر الإنسان كمقدر ومنتج.
- التنمية هي تراكم نوعي يطال مختلف جوانب الحياة للمجتمع.
- التنمية بمفهومها العلمي يتحقق بفعل التبادلات الجذرية التي تحصل في المؤسسات والبنى الاجتماعية والثقافية والسياسية والاقتصادية القائمة، ولذلك تفرز علاقات إنتاجية جديدة على أنقاض العلاقات الإنتاجية القديمة، أي أنها تغيير بنيوي في الوضع القائم.
- التنمية هي مشروع شامل ومتكامل ولذلك فهي تتطلب تغييرات في جميع المجالات<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية:

إن للتنمية الاقتصادية أهداف عديدة تدور كلها حول رفع مستوى المعيشة، ومن هنا فهي ليست غاية في حد ذاتها ولكنها وسيلة لتحقيق غايات أخرى، وتتمثل هذه الأهداف في:

**الفرع الأول: زيادة الدخل القومي الحقيقي:** الدول النامية تعطي الأولوية لزيادة الدخل القومي الحقيقي لأن زيادته من أهم الأهداف لتلك الدول، فمعظم الدول النامية تعاني من الفقر وانخفاض مستوى معيشة سكانها، ولا سبيل للتخلص من هذا الفقر في تلك الدول وانخفاض مستوى المعيشة وتجنب تفاقم المشكلة السكانية والأوضاع الصحية والتعليمية المتدهورة إلا بزيادة الدخل الحقيقي الذي يساعد في التغلب على جميع المشاكل التي تعاني منها الدول النامية، خاصة إذا انخفضت زيادة الدخل من إحداث تغييرات عميقة وهيكلية في البنية الاقتصادية<sup>2</sup>.

**الفرع الثاني: رفع مستوى المعيشة:** يعتبر تحقيقها من بين الأهداف التي يجب أن تسعى وتعمل التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها في الدول النامية اقتصاديا من خلال خططها الإنمائية، حيث أن الارتفاع بمستوى المعيشة للسكان من الضروريات المادية للحياة من مأكّل وملبس ومسكن، فالتنمية الاقتصادية ليست مجرد زيادة الدخل القومي السنوي وحسب وإنما هي أيضا وسيلة لرفع مستوى المعيشة لسكان تلك الدولة.

**الفرع الثالث: تقليل التفاوت في توزيع الدخل والثروات:** يعتبر تقليل التفاوت في توزيع الدخل والثروات من بين الأهداف العامة التي يجب أن تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها بوسيلة أو بأخرى، فعلى الرغم من انخفاض الدخل القومي، وهبوط مستوى نصيب الفرد من هذا الدخل في الدول النامية، إلا أن هناك فوارق كبيرة في توزيع الدخل والثروات، إذ تستحوذ فئة صغيرة على جزء كبير من الثروة ونصيب عادل من الدخل

<sup>1</sup>- إبراهيم مشوري، التخلف والتنمية، دار المنهل اللبناني، لبنان، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 152 ، 153.

<sup>2</sup>- علي جدو الشرفات، مرجع سبق ذكره، ص 15.

القومي، بينما لا تملك غالبية أفراد المجتمع إلا نسبة ضئيلة من الثروة وتحصل على نصيب متواضع من الدخل القومي، هذا التفاوت يميل إلى وضع الأفراد في طبقات مما يولد لدى الغالبية شعور بعدم وجود عدالة اجتماعية.

**الفرع الرابع: التوسع في الهيكل الإنتاجي:** يجب أن يرافق التنمية الاقتصادية توسيع كلي في الهيكل الإنتاجي لأن التنمية الاقتصادية لا تقتصر على مجرد زيادة الدخل القومي و زيادة متوسط نصيب الفرد بل التوسع في بعض القطاعات الهامة من الناحية الاقتصادية والفنية كما يجب على الدولة بناء الصناعات الثقيلة ان أمكن ذلك من أجل أن تمد هذه الصناعات الاقتصاد القومي بالاحتياجات اللازمة، كذلك فإن بناء القاعدة الواسعة للهيكل الإنتاجي ما هي إلا بداية الطريق للتنمية وبعدها يختار الاقتصاد القومي طريقه على حساب إستراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي يأخذ بها هذا المجتمع طبقاً لظروفه وحاجاته.<sup>1</sup>

بالإضافة إلى الأهداف السابقة نجد أن التنمية الاقتصادية تسعى إلى تحقيق أهداف أخرى تتمثل في:

**أولاً- القدرة على العيش:** بمعنى القدرة على سد الحاجات الأولية، لذا فإن وظيفة أي اقتصادي هي أن يمد الناس بالوسائل التي يستطيعون بها التغلب على عدم المساعدة والمأساة الناجمة عن غياب الحاجات الضرورية (السكن، اللباس، الطعام...)، فإننا نستطيع أن نقول أن التنمية الاقتصادية شرط ضروري لتحسين جودة الحياة، أي التنمية دون تقدم اقتصادي مستمر وموثق على المستوى الشخصي والمستوى المجتمعي، حيث أن تحقيق متوسط دخول الفرد المرتفعة وإزالة الفقر المطلق وفرص عمالة أكبر، وتقليل عدم المساواة في الدخل، كل ذلك يشكل الشرط الضروري لكنه ليس الكافي من تحقيق تنمية.<sup>2</sup>

**ثانياً- تقدير الذات واحترامها:** أي أن تكون شخصاً عزيزاً وتملك الثقة، ويمكن أن تتنوع طبيعة تلك الصيغة من مجتمع لآخر ومن ثقافة إلى أخرى، وعلى الرغم من توالد وانتشار القيم العصرية الخاصة بالدول المتقدمة، فإن هناك مجتمعات من دول العالم الثالث تعاني من الخلط الثقافي الشديد، حيث أصبحت التنمية الاقتصادية تقوم بشكل متزايد على الدول التي تملك ثروة اقتصادية وتكنولوجيا وتحقق رفاهية قومية.

**ثالثاً- الحرية من الاستعباد:** أن يكون لك الحق في الاختيار حيث أن فكرة الحرية البشرية، ويجب أن نفهم الحرية في هذا الصدد في إطار العتق والتحرر من التنازل عن الشروط المادية في الحياة والعتق من الرق الاجتماعي، إلى الطبيعة والجهل ونظرة الشعوب

1- المرجع نفسه، ص ص 17، 18.

2- ميشيل تودارو، ترجمة محمود حسن حسني وآخرون، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009، ص 55.

الأخرى، لذلك تستلزم الحرية نطاق موسع من الاختيارات للمجتمعات ولأعضائها مع التخفيض والحد من التعقيدات الخارجية في إتباع هدف اجتماعي معين الذي يدعو إليه هو والتنمية، لقد ركز "آرثر لويس" على العلاقة بين النمو الاقتصادي والحرية من الاستبعاد، استنتج أن ميزة الاقتصاد تأتي من الزيادة في نطاق الاختيار البشري.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: أهمية التنمية الاقتصادية:

تكمن الأهمية الكبرى للتنمية الاقتصادية لأية دولة في العالم بأنها من أهم الأدوات التي تساعد الدول على الاستقلال الاقتصادي والابتعاد عن التبعية الاقتصادية أولاً ثم التبعية بأشكالها المختلفة نتيجة تحقيق التقدم والنمو الاقتصادي الذي يمكنها من التخلص من هذه التبعية بأنواعها، كما أن التنمية الاقتصادية تعمل على تحسين مستوى معيشة أفراد المجتمع من خلال زيادة دخول هؤلاء الأفراد وتوفير فرص عمل لمن لا يعمل منهم، وسينعكس ذلك بلا شك على المستوى الصحي والتعليمي لهم، كما تعمل التنمية الاقتصادية على توفير السلع والخدمات لأفراد المجتمع بالكميات والنوعيات المناسبة، كما تعمل على تقليص الفجوة الاقتصادية والاجتماعية بين طبقات المجتمع مما يؤدي إلى استقراره اجتماعياً وسياسياً، أما على مستوى الاقتصاد الكلي فتعمل التنمية الاقتصادية على تحسين الناتج المحلي وتحقيق التطوير الاقتصادي المنشود، ولا شك بأن لتحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية والتي في طور النمو فائدة كبرى فيما يتعلق بتقليل الفجوة الاقتصادية بين هذه الدول وبين الدول المتقدمة، هذه الفجوة التي ما كانت لتوجد لولا وجود مجموعة من العوامل التي سادت في فترات معينة وما يزال بعضها سائداً ليقف أمام التنمية الاقتصادية في كثير من دول العالم من هذه العوامل ما هو اقتصادي بالدرجة الأولى كالتبعية الاقتصادية للدول الأخرى، وضعف البنى التحتية في مجالات الاقتصاد المختلفة، وضعف أو عدم وجود الموارد الطبيعية المعززة للتنمية الاقتصادية وغيرها من العوامل، أو قد تكون عوامل غير اقتصادية تتعلق بالمجالات الديموغرافية والصحية والتعليمية وغيرها.<sup>2</sup>

### المبحث الثاني: نظريات التنمية الاقتصادية واستراتيجياتها:

كما رأينا فإن التنمية الاقتصادية هي عملية تهدف إلى نقل المجتمع من أوضاع التخلف والانطلاق به نحو

<sup>1</sup>- المرجع نفسه ، ص ص56، 58.

<sup>2</sup>- علي جدو الشرفات، مرجع سبق ذكره، ص 14.

التقدم، ولا يتم هذا إلا بإزالة الركود الاقتصادي الذي يتعرض له المجتمع، ثم البدء في عملية التنمية وذلك بوضع سياسة اقتصادية لها إطار اقتصادي نظري تستند إليه.

### المطلب الأول: نظريات التنمية الاقتصادية:

نظريات التنمية الاقتصادية هي تلك النظريات التي حاول بحث وتفسير مختلف الظواهر المتعلقة بها من خلال معرفة الأسباب والمعوقات المتعلقة بهذه الظواهر ووصول إلى وضع هيكل يمكن الاعتماد عليه في إحداث التنمية الاقتصادية، وفيما يلي نستعرض مختلف النظريات التي تناولت التنمية الاقتصادية.

**الفرع الأول- نظرية مراحل النمو (روستو):** روستو " نظرية المراحل " في كتابه " مراحل الاقتصاد " الذي ظهر عام 1960، ولقد رأينا أن النظرية الماركسية قد حللت التنمية الاقتصادية عن طريق المادية التاريخية، وهنا نرى روستو يستخدم المنهج التاريخي هو كذلك في تحليله لنظرية النمو، فكما كان الحال عند ماركس فإن روستو هو الآخر يرى أن المجتمعات تتطور من مرحلة إلى أخرى إذا كان التناقض بين علاقات الإنتاج وقوى الإنتاج هو سبب الانتقال من مجتمع إلى آخر عند ماركس فإن روستو لم يبين تناسب الانتقال من مرحلة إلى أخرى. لكنهما يختلفان في النتيجة، يرى ماركس أن المجتمع الأخير هو المجتمع الاشتراكي وأن زوال الرأسمالية شيء حتمي، إلا أن روستو يرى بأن آخر مرحلة من مراحل النمو نجاح الرأسمالية تبين ذلك انتمائه إلى المجتمع الرأسمالي.

يرى روستو أن المجتمع يتطور عبر مراحل خمسة وهي:<sup>1</sup>

**أولاً- مرحلة المجتمع التقليدي:** يرى روستو أن المرحلة الأولى من مراحل النمو يكون فيها المجتمع تقليدياً ويتميز هذا المجتمع بميزات أساسية:

- مجتمع تقليدي يعيق استخدام التكنولوجيا، وبالتالي لا يساعد على تطور الإنتاجية كما أن 81% من أفراد المجتمع يعملون في القطاع الفلاحي أو في إنتاج المواد الغذائية.
  - الدخل القومي يصرف معظمه في أشياء غير إنتاجية.
  - السلطة السياسية تكون في يد ملاك الأرض ومركزية يدعمها الجيش.
  - إن أهم ميزة للمجتمع التقليدي هي ضعف مردود الأرض للهكتار الواحد، لأن المجتمع التقليدي لا يملك من الإمكانيات التي تسمح له برفع الإنتاجية للفرد الواحد، فهو لا يقدر على استخدام العلم والتكنولوجيا الحديثة.
- ثانياً- مرحلة التهيؤ للانطلاق:** تتميز بالميزات التالية:

<sup>1</sup>- إسماعيل شعباني، مقدمة في اقتصاد التنمية، دار هومو للطباعة والنشر، الجزائر، 1992، ص 70.

- مرحلة انتقالية للانطلاق، حيث يحدث فيها تغيرات جذرية في القطاعات غير الصناعية
- ارتفاع الاستيراد الذي يمول من صادرات المواد الأولية.
- تطور النقل بسبب ارتفاع مستوى التجارة.
- تطور المجتمع الذي يقبل إدخال التكنولوجيا الجديدة.
- تغلغل التقدم الاقتصادي من الخارج عن طريق نقل التكنولوجيا.
- إن هذه المميزات ظهرت بأوروبا بين نهاية القرن 17 وبداية القرن 18، ومن بين أول الدول التي ظهرت فيها هذه المميزات بريطانيا نظرا لما كانت تتميز به في حسن الموقع الجغرافي وامتلاكها للمواد الأولية.
- إن أهم ما يمكن ملاحظته في هذه المرحلة هو بداية استخدام التقدم التقني بصورة سريعة وفي كل المجالات، وهذا يعمل على زيادة الاستثمارات خاصة في النقل والمواد الأولية.
- بالإضافة إلى ظهور البنوك وبعض المؤسسات الخاصة بالادخار، كما تبدأ بعض الصناعات في الظهور ومع ذلك فإن نمو كل هذه المؤسسات شيء بطيء.
- ثالثا- مرحلة الانطلاق:** تتميز هذه المرحلة بقصرها نسبيا بالمقارنة مع المراحل الأخرى:
- يرتفع فيها الإنتاج الحقيقي للفرد.
- يحدث تغيرات كبيرة في التقنيات المستخدمة، والتي تعتبر من أهم خصائص هذه المرحلة<sup>1</sup>.
- يمكن أن تعتبر هذه المرحلة بمرحلة الثورة الصناعية تنتصر فيها القطاعات الصناعية.
- تنتصر في المرحلة الطبقة المستخدمة للثقافة الجديدة والصناعة المتطورة على حساب الطبقة التقليدية المحافظة على أنظمة إنتاجية قديمة، يرى روستو أنه في هذه المرحلة ينتقل معدل الاستثمار من 5% إلى 10% من الدخل الوطني، وكان هذا موجودا في كندا قبل 1980 والأرجنتين قبل 1914 حيث كان الاستثمار يفوق 5% من الدخل القومي.
- رابعا- مرحلة الاندفاع نحو الاكتمال:**
- تعتبر هذه المرحلة أطول نسبيا، وحجم الاستثمارات يقدر ما بين 10% و20% من الدخل الوطني، بحيث تفوق كمية الإنتاج الزيادة السكانية.
- يزداد تطبيق التكنولوجيا الحديثة وتتسع رقعة القطاعات القيادية في الاقتصاد ويصبح مستوى الاقتصاد ذا مستوى عالمي.
- تتطور التجارة الخارجية، فتزداد المواد المصدرة، كما تتطور المشتريات ويصبح البلد في غنى عن المواد التي كان يستوردها.

<sup>1</sup>- المرجع نفسه ، ص ص 72 ، 74.

- تتغير بنية العمال، تتدخل طبقة العمال الماهرين.
- يرتفع الاستهلاك.

- زيادة المعرفة والتنظيم لدى الطبقة الصناعية، فتصبح الأعمال الصناعية أمرا سهلا.

**خامسا- مرحلة الاستهلاك الواسع:** يمكن الوصول إلى هذه المرحلة بمجتمع تم اكتماله من التطور التقني واستخدام التكنولوجيا، وهنا يشير روستو إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية بلغت هذه المرحلة في القرن 20، حيث أصبح الاستهلاك جماعيا لكن أوروبا واليابان هما في طريق الوصول إلى هذه المرحلة، أما روسيا وغيرها فهم بعيدون عن هذه المرحلة، في هذه المرحلة يرتفع الدخل الحقيقي للفرد، بحيث يصبح عدد كبير من أفراد المجتمع يتمتعون بكثير من الحاجات الضرورية، فيتغلب عدد السكان المتمدنين على عدد السكان الريفيين، ويتغلب كذلك عدد العمال الإداريين على العمال الآخرين، ويصبح التقدم التقني ليس هدفا، لأنه يصبح أمرا سهلا والوصول إليه أمر بسيط.<sup>1</sup>

**الفرع الثاني: نظرية الدفعة القوية:** إن وجود هذه النظرية ينص على أن التنمية الاقتصادية ليست بعملية تدريجية أو مرحلية بل هي سلسلة من القفزات أو الدفعات التي تنطلق بالاقتصاد من حالة التخلف والركود إلى مرحلة النمو الذاتي كما ترى هذه النظرية أن التقدم خطوة خطوة سوف لا يكون له تأثيرا فعالا على دفع عجلة الاقتصاد الوطني إلى الأمام وتحقيق التقدم الاقتصادي، وفي هذا المجال ذكر رودان (RODAN) سنة 1957: " إذا سرنا خطوة خطوة في طريق النمو فلن نصل إلى شيء، فالتنمية الاقتصادية تحتاج إلى دفعات قوية يفوق أثرها الخطوات التدريجية"، فالدفعات القوية تشكل عنصرا أساسيا من عناصر التنمية الاقتصادية فينبغي بذل الحد الأدنى من الجهود الإنمائية قبل أن يتسنى للاقتصاد القومي الانطلاق في مرحلة النمو الذاتي، فإن حجم الدفعة القوية إنما يتحدد من هذه الناحية بمقدار الاستثمار اللازم إجراؤه بانتظام لتحقيق الحد الأدنى من الجهد الإنمائي.<sup>2</sup>

**الفرع الثالث: نظرية النموذج المزدوج: (LEWIS - 1954):** يعتبر هذا النموذج التنموي النموذج الأكثر واقعية للعالم المتخلف لأن التنمية تعتمد على العدد الهائل من العمل المتواجدين في دول العالم الثالث بصفة عامة، بصفة عامة ينطلق لويس في تحليله لهذه النظرية بالاعتماد على أفكار الكلاسيك.

وأن الكلاسيك أجمعوا على أن الرأسمالي هو أساس التنمية وهكذا يرى لويس أن الاستثمار بواسطة الأرباح التي يحققها الرأسماليون هي أساس التنمية، لأنها تشكل أكبر جزء من الاستثمارات، فمدخرات العمال والطبقة المتوسطة قليلة أو ضعيفة، وهكذا فإن هذه الطبقة غير قادرة على القيام باستثمارات وتبقى بذلك طبقة الرأسماليين القليلة العدد هي التي تتحمل عبء الاستثمارات، ويسمى هذا النموذج بالنموذج المزدوج لأن لويس يرى بأن مجتمعات

1- المرجع نفسه، ص75.

2- محمد ألبنا، التنمية والتخطيط الاقتصادي، مكتبة زهراء الشرق، قطر، 1996، ص 99.



الدول المختلفة تتكون من قطاعين، قطاع تقليدي وقطاع رأسمالي، فالأول يعتمد في الأساس على الفلاحة الغذائية (الإنتاج من أجل الاستهلاك الذاتي) بالإضافة إلى وظائف أخرى حرة مثل تجارة صغيرة، أعمال موسمية ...، إن إنتاجية هذا القطاع قليلة جداً، والأجور كذلك، وهذا ناتج عن البطالة المقنعة الموجودة في هذا القطاع، فالعمل الذي تقوم به مجموعة يمكن أن يقوم به عامل واحد أو عدد أقل من العمال فالإنتاجية الحدية ضعيفة جداً أو منعدمة أقل حتى من الأجر أو الدخل، أما القطاع الرأسمالي هو قطاع متطور يقوم به الرأسماليون ويستخدمون تقنيات حديثة ويستثمرون في القطاع الصناعي بصفة عامة.<sup>1</sup>

وكما رأينا من قبل فإن القطاع التقليدي يمتلك فائض من العمال فيستخدم القطاع الرأسمالي هذه الجيوش من العمال بأجور منخفضة أو دون رفع مستوى الأجور لأن عدد العمال غير محدود، ويرى لويس بأن القطاع المتطور يبقى بحاجة إلى استخدام العمال المتوافرين عليه من القطاع التقليدي ولوقت طويل جداً دون رفع الأجور، وهكذا يرى لويس بأن احتكاك هذين القطاعين يعمل على تطوير القطاع التقليدي تدريجياً، وتطوير القطاع الحديث كذلك، فيستخدم القطاع المتطور العمال المتواجدين في القطاع التقليدي مادامت الإنتاجية الحدية التي يقدمها العامل أعلى من الأجر الذي يتلقاه من الرأسمالي، ويستثمر عمال جدد وهكذا تبقى العملية إلى غاية تعادل الإنتاجية الحدية للعمال والأجور التي يتلقونها من الرأسمالي وعندما تصبح اليد العاملة قليلة في القطاع التقليدي فإن أجورهم ترتفع في القطاعين لكن أرباح الرأسماليين تبدأ في الانخفاض، وهذا يعمل على تقليل معدل النمو الاقتصادي وهنا يجب أن ترتفع نسبة الاستثمارات في الدخل الوطني لأنها الوسيلة الوحيدة التي تعمل على نمو سريع للاقتصاد، ويقول لويس في ذلك: " إن المشكل الرئيسي لنظرية التنمية، هو فهم كيف يمكن لمجتمع ما يستثمر من 4 إلى 5% من الدخل الوطني أن ينتقل إلى اقتصاد أي نسبة الاستثمارات من الدخل الوطني تصبح تقدر بين 12 و 15% ".

**الفرع الرابع: نظرية هارود - دومار: HAROD.DOMAR:** يعتبر نموذج هارود - دومار للنمو أحد أشهر نماذج الكينزيين الجدد، هذا النموذج الذي يعتبر التوفير ورأس المال أساس عملية النمو الاقتصادي.

هارود . دومار شرحا فكرتهما هذه باستخدام هذه المعادلة:  $G_c = s$

حيث:  $g$  = نسبة النمو ..... by (1) .....

$S$  = نسبة الادخار .....  $s$  .  $y$  (2) .....

$C$  = المعامل الحدي لرأس ال .....  $y$  .....  $I$  (3) .....  
by

<sup>1</sup>- إسماعيل شعباني، مرجع سبق ذكره، ص ص 76، 78.

$$\text{وهكذا فإن: } \frac{I}{y} = \frac{s}{y} \quad \text{by} \quad (4) \dots\dots\dots$$

لأن الادخار يسوي الاسبسري أي:  $I - s = 1$  ..... (5)

وهكذا فإن معدل النمو يكون أكثر ارتفاعاً عندما تكون نسبة الادخار أعلى ما يمكن، لكن في حالة عدم قدرة البلد توفير معدلات مرتفعة من الادخار الداخلي، فإنها تلجأ إلى الادخار الخارجي حتى تتمكن من تحقيق مستوى معين من النمو، فتلجأ الدول المتخلفة ضعيفة الادخار إلى القروض من الخارج.

إن نموذج هارود - دومار يصطدم بواقع الدول المتخلفة هذه الأخيرة تتميز بضعف معدل الادخار، ونقص التجهيزات وعوامل الإنتاج بصفة عامة، بالإضافة إلى امتلاكهم أعداد هائلة من الأيدي العاملة غير المستخدمة، أو في بطالة مقنعة، وبالتالي فإن اعتبار رأس المال والادخار العاملين الأساسيين لإحداث النمو، يضع هارود . دومار الكينزيين الجدد أمام أمر الواقع لكثير من الدول المتخلفة، لأنه في حقيقة الأمر، تملك الدول النفطية رؤوس أموال هائلة رغم أنها تنتمي للعالم الثالث.

إن نموذج هارود . دومار يمكن تطبيقه في الدول المصنعة، لأن الدول المتخلفة بالإضافة إلى نقص الادخار وتراكم رأس المال، فإنها لا تملك الأجواء المناسبة لاستخدام التقنيات الحديثة، إذ تصطدم هذه الأخيرة في كثير من الأحيان بعدم إمكانية استغلالها من طرف العمال غير المتكويين، بل هناك فلاحون لا يتقبلون استخدام بعض التقنيات لجهله أو لصعوبة التعامل معها، بل أن الأوضاع السياسية والاجتماعية في كثير من الدول المتخلفة غير مواتية لإدخال التقنيات الحديثة.<sup>2</sup>

**الفرع الخامس: نظرية النمو المتوازن:** صاغ "نيرسكه" جوهر فكرة الدفعة القوية التي قدمها "روزنشتين رودان" في صيغة حديثة متكاملة أخذت تسمية "نظرية النمو المتوازن"، حيث يركز نيرسكه على الحلقات المفرغة التي يغلقها ضيق حجم السوق والذي لا يتحقق إلا بإنشاء جبهة عريضة من الصناعات الاستهلاكية يتحقق بينها التوازن مع التأكد على ضرورة تحقيق قدر من التوازن بين القطاع الصناعي والقطاع الزراعي حتى لا يمثل تخلف القطاع الزراعي عقبة أمام نمو القطاع الصناعي، ولم يقصد بالنمو المتوازن لمجموعة من صناعات سلع الاستهلاك أن تنمو هذه الصناعات بمعدل واحد بل من المؤكد أنها تنمو بمعدلات مختلفة تتحدد بمرونة الطلب الداخلية للمستهلكين على السلع المنتجة، ونظرية النمو المتوازن تستهدف التركيز على إنتاج السلع الاستهلاكية اللازمة لإشباع حاجات السوق المحلية وليس لغرض التصدير على الأقل في المراحل الأولى

<sup>1</sup>- المرجع نفسه، ص ص ، 79،80 .  
<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص، 81 .

وذلك لعدم قدرة السلع المنتجة على منافسة نظائرها من منتجاتها الصناعات المتقدمة في وجه صادرات البلاد المتخلفة.<sup>1</sup>

كما أن واقع البلاد المتخلفة من حيث عدم فعالية آليات السوق، يلقي على الدولة القيام بدور في مجال التخطيط والتنفيذ لهذا القدر الضخم من الاستثمارات، وفي صدد توفير الموارد الأولية لتنفيذ البرنامج الاستثماري الضخم في نظرية النمو المتوازن يدعو نيرسكه إلى الاعتماد على الموارد المحلية في المحل الأول وذلك لعدم ثقته في الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية والتجارة الخارجية التي تتحول شروط التبادل فيها لغير صالح الدول النامية التي تصدر المواد الأولية، ويرى أن توفير الموارد المحلية ينبغي أن تأتي من موارد القطاع الزراعي، فهو يرى أنه يجب تعبئة المدخرات العينية المتمثلة في البطالة المقنعة في هذا القطاع، وذلك بتوجيه فائض العمالة وتوظيفها في بناء مرافق الاستثمار الاجتماعي، وهذا سوف يرفع من إنتاجية القطاع الزراعي نتيجة تخفيف اكتظاظه بالعاملين، وهنا يرى فرض ضرائب زراعية وتحويل شروط التبادل بين ما يبيعه الفلاح وما يشتريه لغير صالحه أي شراء منتجاته بأسعار أقل من أسعار المنتجات التي يشتريها.

**الفرع السادس: نظرية النمو الغير متوازن:** ارتبطت نظرية النمو الغير متوازن بالاقتصادي "هيرشمان" وإن كان قد سبقه "بيرو" في تقديمه صيغة للنمو الغير متوازن تحت اسم "نقاط أو مراكز النمو"، وتمثلت نظرية بيرو في أن على البلاد المتخلفة أن تبدأ بتركيز جهدها الإنمائي على مناطق تتميز بتمتعها بمزايا نسبية من حيث الموارد الطبيعية أو الموقع الجغرافي وأن تنمية هذه المناطق سوف يجذب وراءها المناطق الأخرى ومع الوقت تنتشر عجلة النمو إلى سائر المناطق في الاقتصاد القومي، وانطلق هيرشمان من انتقاد سنجر لنظرية النمو المتوازن على أساس عدم واقعيتها الذي دعا إلى تبني البلاد المتخلفة نظرية نمو غير متوازن، كما اتفق هيرشمان مع أصحاب نظرية النمو المتوازن في عدة نقاط هي: أن المقدرة على الاستثمار الفردي منخفضة في البلاد المتخلفة بسبب ضعف المتاح من رأس المال الإنتاجي، كما أنه يؤيدهم في ضرورة تحليل عملية التنمية على أساس افتراضات الحركة وليس السكون، كذلك يؤكد على أهمية فكرة التكامل بين الاستثمارات بالمقارنة مع الوضع في البلدان المتقدمة، ولقد أيد هيرشمان ضرورة الدفعة القوية للتنمية معارضا إعطاء الأولوية للتنمية الريفية بحجة التوفير في حجم الإنفاق الاستثماري ومحذرا أن يبدأ التصنيع في المدن الكبرى لأن الاستثمار في الصناعة في فترة ما سوف يجذب الاستثمار في صناعة أخرى في فترة تالية بسبب طبيعة التكامل بين الاستثمارات، ودعا إلى نظرية النمو غير المتوازن لكونها واقعية تتوافق والموارد

<sup>1</sup> محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمن يسري أحمد، التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 111، 113.

المتاحة<sup>1</sup> ولفاعليتها في التغلب على العجز في اتخاذ قرار الاستثمار الذي تفتقر إليه هذه البلاد وأنه إذا أريد للاقتصاد القومي أن يشق طريقه باستمرار إلى الأمام فإن مهمة السياسة الإنمائية في هذه البلاد يجب أن تبقى على الضغوط وعدم التناسب واختلال التوازن فالنمط المثالي للتنمية عند هيرشمان يتمثل في خطوات متتابعة تقود الاقتصاد القومي بعيدا عن التوازن.

أي أن كل خطوة إنمائية تخلق اختلال في التوازن سوف يصحح نفسه عن طريق إحداث اختلال في التوازن لخطوة تالية أي أن كل خطوة إنمائية يدفع إليها اختلال في التوازن السابق عليها وتتمخض بدورها عن اختلال في توازن جديد يحث الاقتصاد على أن يخطو مرة أخرى هكذا فالدفعة القوية التي يجب أن تتركز في قطاعات أو صناعات إستراتيجية أو رائدة محددة ذات أثر حاسم في تحفيز استثمارات أخرى مكملة بدلا من تشتيتها على جبهات كثيرة تتفاوت في درجة أهميتها، فالتنمية عملية ديناميكية تنقل الاقتصاد من حالة توازن إلى حالة لا توازن أخرى، ولكن على مستوى أعلى من الإنتاج والدخل، وكل حالة لا توازن تخلق قوى وحوافز تعمل على تصحيح حالة اللاتوازن السابقة وتخلق حالة لا توازن أخرى.<sup>2</sup>

**الفرع السابع: نظرية التغييرات الهيكلية:** لقد حاولت هذه النظرية التعرف على مميزات التركيب الاقتصادي للبلدان النامية لا سيما محدودية المرونة في احتمالات الإحلال أو الاستبدال بين عناصر الإنتاج تلك المميزات تؤثر على التكاليف الاقتصادية واعتبار السياسة التنموية، حيث قام الاقتصادي "جينزي" بتفحص أنماط التنمية لعدد من البلدان المتخلفة خلال فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية عند مستويات معدل دخل فردي مختلفة أدت إلى تحديد العديد من السمات لعملية التنمية. ومن السمات الأكثر انتشارا التي شخّصت من قبل جينزي هي تحول هيكل الإنتاج حيث يرتفع معدل الدخل الفردي، كما اكتشف بأن هناك تحول من الإنتاج الزراعي إلى الإنتاج الصناعي، وأن التغير الهيكلي هذا يبين أن مساهمة القطاع الصناعي في الناتج القومي الإجمالي في حالة ارتفاع، على عكس مساهمة القطاع الزراعي المتناقصة، كما تم تحول اليد العاملة من القطاع الزراعي إلى القطاع الصناعي، واكتشف جينزي من خلال دراسته للبلدان المتخلفة أن الدخل القومي لسكان الحضر مرتفع مقارنة بسكان الريف، وأن التصنيع يساهم في وجود أنماط غير عادلة في توزيع الدخل والذي من الممكن أن يؤثر في التنمية الاقتصادية.<sup>3</sup>

1 - المرجع نفسه، ص ص، 114، 118.

2- المرجع نفسه، ص، 119.

3- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 105.

**الفرع الثامن: نظريات التنمية الدولية:** سادت هذه النظريات في بدايات القرن العشرين في فترة السبعينات، جاءت بدايتها من الدول النامية حيث شخصت عوائق التنمية الاقتصادية ووضعت الدول النامية كدول خادمة اقتصاديا وسياسيا لدول قوية، هذه النظريات تشمل النماذج التالية:

**أولاً- نموذج التبعية الاستعمارية الجديدة:** ينص على عدم وجود التنمية الاقتصادية في دولة ما إلى تعمد الدولة المتقدمة إجبار الدولة النامية على الخضوع لها والتنمية الكاملة لها مما يعني أن هذه الدول النامية هي في وضع متخلف عن الدول المتقدمة بسبب عوامل خارجية عن إرادتها تنشأ من تبعيتها للدول المتقدمة، أي من عوامل خارجية وليست من عوامل داخلية كعدم كفاية الادخار أو الاستثمار أو نقص التعليم أو المهارات كما أقرت نظريات المراحل الخطية والتغيير الهيكلي وهذا التخلف هو مسؤولية الدول المتقدمة وليست مسؤولية الدول النامية التي تدور في فلكها.

**ثانياً- نموذج المفهوم الخاطئ للتنمية:** يبني هذا النموذج على أن التخلف في الدول النامية هو بسبب تقديم نصائح أو خبرات مغلوطة غير مناسبة أو غير صحيحة من قبل خبراء الدول المتقدمة العاملين في المنظمات والمؤسسات والوكالات الدولية والتي يناط بها تقديم النصائح والإرشاد للدول النامية ولكنها لا تناسب ظروف هذه الدول، هذه النصائح يبني عليها سياسات اقتصادية غير صحيحة تخص الدول النامية تكون من التعقيد أو عدم الوضوح وأحيانا الخطأ بحيث تؤدي إلى زيادة التخلف في هذه الدول بدلا من تقدمها بسبب تبني هذه الدول لأفكار لا تتسجم مع أولويات التنمية فيها.

**ثالثاً- نموذج الاعتماد الثنائي:** يفترض تركيز الثروة في أيد قليلة داخل مساحة كبيرة من الفقر، وهذا النموذج يعتمد في تفسيره للتنمية على وجود غالبية عظمى من السكان يعانون من الأمية وفي المقابل نسبة بسيطة منهم ذات مستوى تعليمي عال، إن نتيجة هذه الثنائية الاقتصادية هو وجود قطاعين اثنين في البلد الواحد أحدهما متخلف والآخر متقدم وبفوارق بينهما لا تبدو في طريقها إلى الزوال بل إلى التعمق والتجذر حيث أن التعايش بين هذين القطاعين ليس مرحليا بل هو لأسباب تتعلق بالهياكل والبنى الأساسية للقطاعات الاقتصادية المختلفة في الدول، وهذه الأسباب لا يمكن تخطيها أو إزالتها لأنها متجذرة ومتعمقة بين القطاعين الذين يشكلان البنية الأساسية للمجتمع.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: استراتيجيات التنمية الاقتصادية:

اتبعت البلدان المختلفة توجهات متباينة بخصوص الإستراتيجية المناسبة لتحقيق التنمية الاقتصادية، فمنها من ركز على تنمية القطاع الزراعي وتطويره كوسيلة لتحقيق التنمية الاقتصادية، ومنها من ركز على تنمية القطاع الصناعي باعتباره قطاعا رائدا للتنمية

<sup>1</sup> علي جدو الشرفات، مرجع سبق ذكره، ص ص 32، 33.

الاقتصادية، وهناك من اتبع إستراتيجية الربط بين الزراعة والصناعة معا إضافة إلى تدخلات الدولة لتحقيق التنمية الاقتصادية الناجحة وكذا إستراتيجية تلبية الحاجات الأساسية، الأمر الذي أدى إلى مسألة مفاضلة الاقتصاد بين التركيز على الزراعة أم الصناعة كأداة لتحقيق التنمية.

**الفرع الأول: الإستراتيجية المعتمد على التنمية الزراعية:** يؤدي القطاع الزراعي دورا مهما في تحقيق التنمية الاقتصادية وهذا بمساهمته في توليد الناتج القومي واستيعابها لجزء كبير من المشتغلين في الاقتصاد، ونظرا لأهمية القطاع الزراعي فإن دوره في عملية التنمية يأتي من خلال ما يمكن أن يسهم به من مهام في تحقيقها ويبرز بعض ذلك في:

**أولا- دور الزراعة في تمويل التنمية الصناعية:** تشير تجارب العديد من البلدان بأن البلدان التي حققت تقدما اقتصاديا كبيرا، اعتمدت في مراحل نموها الأولية على فائض الإنتاج الزراعي لتمويل التنمية وخاصة في القطاع الصناعي كما أن تجربة الاتحاد السوفياتي في التصنيع قد استندت على الثورة الزراعية وعلى انتزاع الفائض الزراعي في تمويل التنمية الصناعية.

**ثانيا- زيادة الطلب على السلع الصناعية:** إن التوسع في القطاع الزراعي يؤدي إلى زيادة القدرة الشرائية، وهذا يمثل حافزا لتوسيع الطلب على السلع المصنعة وبالتالي توسيع حجم السوق المحلي للسلع المذكورة، الأمر الذي يشجع القطاع الصناعي على توفير جميع المستلزمات للقطاع الزراعي مثل الأسمدة والمبيدات والآلات والمعدات الزراعية.

**ثالثا- توفير النقد الأجنبي لاستيراد السلع الرأسمالية:** إن الفائض الزراعي المصدر إلى الخارج يولد النقد الأجنبي وبالتالي يساهم القطاع الزراعي في تلبية احتياجات التنمية من استيراد السلع الرأسمالية ومستلزمات الإنتاج، وعليه فإن الطريقة الأفضل لتكون رأس المال هي من خلال زيادة العوائد من الصادرات الزراعية<sup>1</sup>. **رابعا- توفير الموارد المالية لخزينة الدولة:** إن توسيع القطاع الزراعي ساهم في زيادة دخول المزارعين والعاملين في هذا القطاع وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة عوائد الحكومة من الضرائب المفروضة على الأرض ودخول المزارعين، وهكذا فإن تطور الزراعة من شأنه أن يوفر الموارد المالية للدولة لاستخدامها في مجالات تنموية مختلفة.

**خامسا- توفير العمالة للقطاع الصناعي:** إن الحاجة المتنامية للقوى العاملة في القطاع الصناعي لا يمكن تلبيتها دون تطور القطاع الزراعي ورفع مستوى الإنتاجية فيه من خلال استخدام وسائل الإنتاج المتطورة والتي تعمل على توفير الإعدادات اللازمة من القوى العاملة للصناعة والقاعات الأخرى<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - فليح حسن خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، عالم الكتب الحديثة، الأردن، 2006، ص 225.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 226.

سادسا- تجهيز الصناعة بالمواد الأولية الزراعية: إن الصناعة تعتمد في كثير من نشاطاتها الإنتاجية على الزراعة، حيث تمت هذه النشاطات بالمواد الأولية اللازمة لاستخدامها في إنتاجها خاصة في المراحل الأولى من التصنيع، فتوفر المواد الأولية يعني عن الحاجة إلى الاستيراد وتحمل التكاليف الباهظة من قبل الاقتصاد ككل والصناعة بالأخص.<sup>1</sup>

سابعا- تحديد الزراعة لمعدل النمو الاقتصادي: وذلك من خلال تأثير هذا المعدل على معدل النمو الإجمالي، ومن خلال الدور الذي تقوم به الزراعة في التأثير على هذا المعدل من خلال ما تساهم به في ذلك.<sup>2</sup>

الفرع الثاني: الإستراتيجية المعتمدة على التنمية الصناعية: إن التصنيع يمثل عملية تحويل المواد الأولية إلى سلع مصنعة استهلاكية وإنتاجية ومن واقع تجاري البلدان المتقدمة فإن التصنيع هو شرط ضروري للتنمية الاقتصادية، كما أن التصنيع الحقيقي هو الذي يساهم في تحقيق التنمية باعتبار أن القطاع الصناعي قطاع ديناميكي يحرص على تطوير القطاعات بحيث يتأثر هذا القطاع تبعاً لما تؤديه الصناعة من خلال ما يلي:

أولاً- تدعيم الصناعة للاستغلال الاقتصادي: بحيث أصبح ضرورة لا غنى عنها لتعزيز الاستقلال السياسي في عالم اليوم، والذي توجد به العديد من مراكز القوى التي تحاول الضغط على هذا البلد، فهذه القوى يمكن أن تستغل الحاجة الاقتصادية في سد حاجاتها على الخارج، وبالتالي تطوير الصناعة يقلل من البلد على الخارج في توفير احتياجاته ويوفر القدرة الذاتية للاقتصاد على التطور.

ثانياً- المساهمة في علاج الاختلال في الهيكل الاقتصادي: إن التطور الصناعي يقلل من هذا الاختلال عن طريق إضافة قطاع إنتاجي يمكن أن يساهم بشكل مهم في تكوين الناتج القومي، التشغيل، الصادرات، خاصة وأن هذا القطاع تتسم نشاطاته بالتنوع في حالة تطوره، وما يترتب عن ذلك من تنوع في الهيكل الإنتاجي والصادرات وتقليل المخاطر المرافقة لضعف التنوع في عدم تطور الصناعة.

ثالثاً- المساهمة في التشغيل: إن تطور الصناعة يعد ضروريا لامتصاص البطالة الظاهرة والمقنعة، وكذلك لامتصاص الأيدي العاملة التي يمكن أن تفيض في القطاع الزراعي من خلال تحديثه عن طريق إدخال الوسائل والأساليب الإنتاجية الحديثة ضمن إطار العمل من أجل تحقيق التنمية وبالتالي تبرز ضرورة توفير العمل.

رابعاً- توفير احتياجات الأفراد والمجتمع من السلع الاستهلاكية: فقطاع الصناعة يساهم من خلال ذلك في تطوير ورفع مستوى المعيشة، خاصة وأن هذا الاستهلاك يتجه نحو

1- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص ص، 167، 168.

2- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص، 230.

التزايد بفعل ارتفاع الدخل، و زيادة درجة التحضر، وزيادة السكان، وارتفاع المستويات الثقافية، وهو ما تتضمنه التنمية.

**خامسا- التأثير في ميزان المدفوعات:** وهذا للتقليل من العجز من هذا الميزان، أو لتوفير قدر أكبر من العملات الأجنبية، ويمكن للقطاع الصناعي أن يساهم في ذلك من خلال قيامه بإنتاج سلع صناعية تسد احتياجاته بدلا من اللجوء إلى استيرادها، كما أن الصناعة تساعد على استيراد مستلزمات حاجاته في المجالات الاستثمارية والإنتاجية في حالة تطور الصناعة.

**سادسا- يساهم في عملية التحديث والتحويلات:** إن تقدم البلاد التكنولوجي يساهم في إحداث التحويلات في جميع نواحي الحياة الاجتماعية والثقافية ويرفع من مستوى المعيشة، كما يعمل على تحقيق تحديث ضمن مستلزمات التنمية الاقتصادية إضافة إلى وجود تطوير وتوسيع في القطاع الصناعي.

**سابعا- توفير الطاقة الكهربائية للقطاع الزراعي وبقية القطاعات:** إن القطاع الصناعي ينتج ويوفر الطاقة الكهربائية التي يستخدمها القطاع الزراعي في الإنتاج، وبقية القطاعات الاقتصادية، وهذا ما يساهم في تطوير وتوسيع الإنتاج في جميع القطاعات وفي تحسين مستوى معيشة المجتمع، مما يعزز الروابط بين القطاعات.<sup>1</sup>

**ثامنا- الصناعات الثقيلة والصناعات الخفيفة:** تقدم هذه الصناعة الأسس الرئيسية للعمليات النهائية التي تتولاها الصناعة الخفيفة وتستهلك رأس مال أكثر لكل وحدة من الإنتاج ومن العمل المستخدم في الصناعة الخفيفة وإذ تضمنت الأخيرة قطاعا تقليديا يوافق تطور النمط الثقيل مستقبلا في تكوين رأس المال وتقلصا في التبعية التكنولوجية وتعاضما في استثمار الموارد الطبيعية مما يساعد على التنمية.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: إستراتيجية الربط بين التنمية الزراعية و التنمية الصناعية:

تبين مما سبق أن القطاع الصناعي يلبي حاجات القطاع الزراعي من مستلزمات الإنتاج المختلفة، وكذلك يمثل سوقا لاستيعاب منتجات الزراعة، كما أن القطاع الزراعي يوفر الغذاء و مستلزمات الإنتاج للصناعة، وبذلك فإن كل واحد منهما يخدم الآخر و لا يستغني عنه، لذلك فإن أي تطور في القطاع الزراعي لا بد أن يصاحبه تطور مماثل في القطاع الصناعي و العكس صحيح.

فالتنمية الاقتصادية تحتاج إذن إلى تطوير الاثنين معا، ذلك أن تطوير الصناعة دون تطوير الزراعة سوف يؤدي بالصناعة إلى أن تصطدم بعقبات، كما أن تطوير الزراعة دون تطوير الصناعة لا يخدم عملية التطور في الزراعة، لهذا فإن العلاقات المتشابكة و الوثيقة فيما بين القطاعين تستدعي إتباع إستراتيجية الربط بين الزراعة و الصناعة لتأمين

<sup>1</sup> مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص ص، 170، 169.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص، 171، 172.



نجاح الاثنيين معا وتحقيق التنمية الاقتصادية وبالتالي لا يوجد أي مبرر للتركيز على أحدهما دون الآخر.<sup>1</sup>

ولذا فان القطاعين مكملان لبعضهما و إن توسيع الصناعة يعتمد إلى حد كبير على التحسينات في الإنتاجية الزراعية، وبالمثل فان التحسينات في الإنتاجية الزراعية تعتمد على التجهيزات اللازمة من مستلزمات الإنتاج من الصناعة، بما فيها توفير سلع الاستهلاك المصنعة التي تمثل الحوافز للمزارعين لزيادة الإنتاج.

ويشير البعض إلى أن التأكيد على الربط بين الاثنيين هو موقف حديث نسبيا، وهو يمثل تحولا من التأكيد الكبير على الصناعة فقط و الذي تمارسه العديد من البلدان النامية.<sup>2</sup> **الفرع الرابع: إستراتيجية الدولة في عملية التنمية:** تلعب الدولة دورا متميزا في إحداث عملية التنمية وإطلاقها، إلا هذا الدور يختلف من دولة إلى أخرى حسب نظام اقتصادها وتطوره والأوضاع السياسية السائدة فالدولة في إطار الرأسمالية لعملية التنمية تلعب دورا مختلفا عنها في الاشتراكية، بحيث تزيد من درجة تدخلها في النشاطات الاقتصادية لأسباب أهمها:

**أولا- تكرر الأزمات الاقتصادية لفترات طويلة:** خاصة أزمة الثلاثينيات التي أكدت بشكل واضح عجز قوى السوق عن معالجة حالات الكساد والبطالة ودفعت إلى زيادة تدخل الدولة.

**ثانيا- بروز مجالات تكنولوجية:** بحيث تتطلب قدرا كبيرا من الموارد والإمكانات من ناحية وتخضع للتجريب في الحالات ليست بالقليلة من ناحية أخرى، وهذا ما يؤدي إلى قيام الدولة بتحمل أعبائها، كما هو الحال في مجالات ارتياد الفضاء.

**ثالثا- التطور الواسع في جوانب الصناعة العسكرية:** بحيث يتطلب القيام بها موارد وإمكانات ضخمة يصعب على النشاط الخاص القيام بها، فتقوم بها الدولة كما هو الحال في صناعة الأسلحة النووية.

**رابعا- امتلاك الدولة لمشروعات ضخمة:** وهو الأمر الذي أدى إلى وجود دور مهم للدولة في النشاطات الاقتصادية.<sup>3</sup>

**الفرع الرابع: إستراتيجية الحاجات الأساسية:** تهدف هذه النظرية على توفير الحاجات الأساسية للسكان، من غذاء وسكن وخدمات صحية... إلخ، وحجة هذه الإستراتيجية أن توفير مثل هذه السلع والخدمات من شأنه أن يخفف من الفقر أسرع من الاستراتيجيات الأخرى التي تحاول تعجيل النمو ورفع الدخل والإنتاجية للفقراء.<sup>4</sup>

1- محمد البناء، مرجع سبق ذكره، ص 130.

2- المرجع نفسه، ص 131.

3- هوشيار معرف، دراسات في التنمية الاقتصادية، دار صفاء للطباعة والنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 278.

4- مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 239.

ولقد استهدفت هذه الإستراتيجية تحقيق ثلاث أهداف:

- 1- رفع إنتاجية ودخل السكان في الريف والمدن.
  - 2- التأكيد على محاربة الفقر من خلال تقديم خدمات مثل التعليم والخدمات الصحية.
  - 3- تمويل مثل هذه الخدمات من قبل الدولة.
- فالمبررات التي قدمت لتبني هذه الإستراتيجية تمثلت في:
- أن الإستراتيجية التنموية تفشل عادة في أن تكون لمنفعة المقصودين.
  - إن إنتاجية ودخل الفقراء يعتمد على تقديم الخدمات الصحية والتعليم.
  - إن زيادة دخل الفقراء لكي يحصلوا على الحاجات الأساسية، قد يستغرق وقتاً طويلاً.
  - إن الفقراء لا ينفقون دخولهم بشكل عقلاني، وإن توفير الماء والخدمات الصحية يمكن أن يأتي من قبل الحكومة.

- أنه من الصعوبة مساعدة كل الفقراء بشكل موحد بدون تقديم الحاجات الأساسية.

- هناك نوع من المقايضة بين النمو والحاجات الأساسية، ويشير إلى أن توفير الحاجات الأساسية هو بمثابة تحول نحو الاستهلاك وبعيدا عن الاستثمار وأن مثل ذلك يؤثر سلباً على النمو، وأن هذه الإستراتيجية لا تكون مستدامة.

إلا أن هذه الإستراتيجية واجهت انتقادات من قبل كتاب العالم الثالث حيث اعتبروا أن هذه الإستراتيجية بمثابة تنمية من " الدرجة الثانية " لأن الاهتمام بهذه الإستراتيجية والتركيز عليها يحرم البلدان النامية من محاولة اللحاق بالبلدان الصناعية كما اعتبروا أن هذه الإستراتيجية بمثابة وصفة تتضمن (count, cost and deliver) أي القيام بتعداد الفقراء وتقديم تكاليف الخدمات العامة وتسلمها إلى الفقراء، وعليه اعتبرت هذه الإستراتيجية بأنها عمل حكومي يتجه من القمة إلى القاعدة.<sup>1</sup>

**الفرع الخامس: إستراتيجية التنمية المستقلة:** برز هذا المفهوم نتيجة للتفكير في إيجاد إستراتيجية بديلة للتنمية تنطلق من الاعتماد على الذات وذلك كرد على محاولة البلدان الرأسمالية المتقدمة بفرض سيطرتها على البلدان النامية، ويعتبر (Paul baran) رائداً في الدعوة إلى تحقيق التنمية المستقلة في كتابه الشهير الاقتصاد السياسي للتنمية، إذ ربطها بالسيطرة على الفائض الاقتصادي واستغلاله أفضل استغلال، فأغلبية الاقتصاديين اتفقوا على أن هذه الإستراتيجية تتمثل في اعتماد المجتمع على نفسه وتطوير قدرات أفراد مع إعطاء الأولوية لتعبئة الموارد المحلية وتصنيع المعدات الإنتاجية وبناء قاعدة علمية وتكنولوجية محلية بكل مقتضياتها وهناك جملة من الشروط لإنجاز التنمية المستقلة.

1- ضرورة تدخل الدولة في شؤون الاقتصاد الوطني.

2- السيطرة على الفائض الاقتصادي بشكل فعال.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص ص، 240، 241.

- 3- أهمية توفر الحجم الكبير والإمكانات الواسعة.
- 4- عدم إغفال طبيعة البلدان المجاورة وطبيعة العلاقات التي تربطها بها.
- 5- تحقيق العدالة في توزيع الدخل وتغيير نمط الاستهلاك بما يتلاءم والمتطلبات.
- 6- العمل على تخفيف أثر العوامل الخارجية على الاقتصاد المحلي.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: مؤشرات التنمية الاقتصادية:

تعتبر مؤشرات التنمية الاقتصادية على درجة كبيرة من الأهمية للوقوف على اتجاهات هذه التنمية وللحكم على مدى نجاح التخطيط الاقتصادي لتحقيق الأهداف التنموية في بلد ما وتتمثل هذه المؤشرات في:

**الفرع الأول: الناتج المحلي الإجمالي:** الناتج المحلي الإجمالي هو أحد أهم المؤشرات الاقتصادية التقليدية والذي مازال يستعمل على نطاق واسع كأحد أهم المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في هذا المجال، وهو أحد أهم المقاييس المستعملة لقياس النمو الاقتصادي في الدول، بل يعرف النمو الاقتصادي لدولة ما بربطه بناتجها المحلي، حيث يعرف النمو الاقتصادي بأنه عبارة عن الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة في اقتصاد ما خلال فترة زمنية هي عادة سنة واحدة وهذه الزيادة هي في الواقع الناتج المحلي الإجمالي ومنه كلما ارتفع هذا المؤشر كلما كان ذلك دلالة على تقدم اقتصاد الدولة.

**الفرع الثاني: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي:** هذا المؤشر يعبر عن حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وهو معيار يستخدم مع المعيار السابق، وهذا المؤشر هو تعبير تقريبي لقيمة السلع والخدمات التي ينتجها الفرد الواحد في دولة ما، وهو يساوي مجمل الناتج المحلي الإجمالي مقسوما على عدد سكان الدولة، وكلما ازداد نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كلما دل ذلك على نمو الاقتصاد بشكل أفضل.<sup>2</sup>

**الفرع الثالث: نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي:** هذا المؤشر يقيس نسبة الاستثمارات إلى نسبة الناتج المحلي، فهو عبارة عن نسبة مئوية تدل على مقدار الاستثمارات بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لدولة ما وهو يساوي صافي الاستثمار مقسوما على مجمل الناتج المحلي الإجمالي مضروبا في 100%، وهذا المؤشر يقيس الحوافز التي تحفز التنمية الاقتصادية ويعكس المعدل الذي تحول من خلال رؤوس الأموال لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية، لذا فإن ارتفاع هذا المؤشر يعني تمويل جيد للنشاطات الهادفة إلى تحقيق تنمية اقتصادية وبالتالي تحقيق هذه التنمية.

**رابعا: نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي:** يمكن اللجوء إلى نسبة الدين الخارجي العام لأية دولة إلى مجمل ناتجها المحلي الإجمالي كمؤشر مهم من

1- المرجع نفسه، ص ص 176، 182.

2- هشام محمود الإقداامي، معالم الإستراتيجية للتنمية الاقتصادية والقومية في البلدان النامية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009، ص 120.

مؤشرات التنمية الاقتصادية في هذه الدولة، ومن الأفضل للتنمية الاقتصادية أن تكون هذه النسبة في أدنى مستوياتها.

**خامسا: مستوى التضخم:** يعرف مستوى التضخم بأنه المعدل السنوي للتغير في أسعار المستهلك في سنة معينة مقارنة بأسعار المستهلك في السنة السابقة، هذا المؤشر هو مؤشر لارتفاع أسعار السلع الأساسية بشكل واضح، وكلما انخفض مستوى التضخم كان ذلك دليلا على تقدم الاقتصاد.

بالإضافة إلى المؤشرات السابقة نجد بعض المقاييس الأخرى تتمثل في:

**1- مشاركة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي:** تعتبر مساهمة القطاع الناعي المرتفعة في الناتج المحلي الإجمالي دليلا مهما على تحقيق التنمية الاقتصادية.

**2- مشاركة القطاع السياحي في الناتج المحلي الإجمالي:** يساهم القطاع السياحي في الناتج المحلي الإجمالي بطريقتين مباشرة وغير مباشرة، الطريقة المباشرة تمثل الدخل المباشر لعناصر الإنتاج السياحي والتي شاركت في تقديم المنتج السياحي ببنوده المختلفة، وهو ينقسم إلى قسمين رئيسيين: قسم يخص عوامل الإنتاج الموظفة في القطاع السياحي، فقد لوحظ أن السائح ينفق في البلد المضيف ما بين 2 - 15 ضعف ما ينفقه في موقع المقصد السياحي ذاته، أما الطريقة غير المباشرة فتتمثل في تنشيط الدورة الاقتصادية بالأثر المضاعف للإنفاق السياحي، والذي يطلق عليه اصطلاح المضاعف، ويتمثل في مجموع الدخول المتولدة بعد ذلك خلال دورات الإنفاق ذلك أن الدخل الذي يحصل عليه الذين شاركوا في تقديم المنتج السياحي، سينفق جزء منه لتلبية احتياجاتهم الاستهلاكية من السلع والخدمات، ومن ثم دخول أخرى لمجموعة جديدة من أصحاب عناصر الإنتاج، ستقوم بدورها بإنفاق جزء من هذه الدخول لتلبية احتياجاتهم الاستهلاكية<sup>1</sup>. وهكذا تستمر دورة الدخل والإنفاق حتى يتلاشى أثر الإنفاق الأولي، كما أنها سبب لتوليد دخول عامة تساهم في تدعيم الاستثمارات العامة بفضل ما تسببه من زيادة الموارد الضريبية المفروضة على نشاط السياحة.

**3- الفائض في الميزان التجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي:** الميزان التجاري لدولة ما هو الفرق بين القيمة لصادرات هذه الدولة والقيمة النقدية لواراداتها خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة واحدة، والميزان المفضل هو ما يسمى بالفائض التجاري الذي تكون فيه الصادرات أكبر قيمة من الواردات، بينما الميزان غير المفضل للدولة هو ذلك الذي تكون فيه الواردات أكبر قيمة من الصادرات وهو ما يسمى العجز التجاري، أو الفجوة التجارية، بشكل الميزان التجاري الجزء الأكبر من الحساب الجاري للدولة الذي يتألف من الميزان التجاري مضافا إليه صافي التحويلات للدولة وصافي المساعدات من

1 - المرجع نفسه ، ص ص 123، 121.

الخارج، وكلما كانت نسبة الفائض في الميزان التجاري أعلى كلما دل ذلك على ارتفاع مستوى التنمية الاقتصادية في الدولة، حيث أن ذلك يعني ارتفاع قيمة الصادرات بالمقارنة مع الواردات.

**4- مستوى الفقر:** الفقر هو أدنى مستوى للمعيشة يعتبر من لا يحصل عليه من ضمن الفقراء ويسمى هذا المستوى الأدنى من المعيشة "خط الفقر"، وهو معيار ومؤشر يمكن من خلاله الحكم على مقدار التطور في وضع التنمية الاقتصادية في أية دولة، فكلما ارتفع مستوى الفقر في دولة ما كانت بعيدة عن التنمية الاقتصادية.

**5- مستوى البطالة:** كما هو الحال في المؤشر السابق فإن ارتفاع مستوى البطالة دلالة على انخفاض مستوى التنمية الاقتصادية في أية دولة.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: التنمية الاقتصادية: المتطلبات والمعوقات:

إن حالة الدول النامية التي تسعى إلى النمو والتطور هو بلا شك تحتاج وجود مجموعة من المتطلبات والموارد، حيث إذا ما استطاعت استغلالها وتطويرها بالأسلوب الأمثل فإنها تصبح دولة متقدمة، كما أن هناك عوامل تقف عائق أمام طريق التنمية الاقتصادية.

### المطلب الأول: متطلبات التنمية الاقتصادية:

يجب على الدول النامية الساعية للتقدم أن تتوفر لديها متطلبات محددة للتنمية الاقتصادية حيث أن الطريق الوحيد للحاق بالتنمية الاقتصادية هو ملكية متطلباتها وإزالة العقبات التي تقف في طريق التقدم الاقتصادي وتتمثل في:

**أولاً: القاعدة المحلية الذاتية:** يعتبر وجود القاعدة الحلية التي تنطلق منها التنمية الاقتصادية من المتطلبات الأساسية للتنمية الاقتصادية، بمعنى أن المطلب الأساسي الأول للتنمية الاقتصادية هو ضرورة تأسيس عملية التنمية على قاعدة محلية داخل الدولة النامية، فيجب أن تعتمد التنمية على الدولة ذاتها ولا يمكن استيرادها من الخارج، وتستطيع القوى الخارجية أن تحفز وتسهل عمل القوى المحلية ولكنها لا تستطيع إتمام عملية التنمية أو العمل كبديل عنها، وتبرز أهمية القاعدة المحلية في الفرق الشاسع بين البدء في التنمية والحفاظ عليها، فبعض المشروعات قد يتم البدء فيها بمساعدات خارجية، ولكن ذلك لا يضمن الحفاظ على التنمية الاقتصادية، بمعنى أن التنمية الاقتصادية يجب أن تعتمد على سكان الدولة ذاتها وليس الأجانب.

**ثانياً السوق:** إن وجود سوق مناسبة من المتطلبات الهامة لعملية التنمية الاقتصادية ومنه لإيجاد سوق مناسبة يجب تحسين المؤسسات الاقتصادية القائمة واستبدالها بمؤسسات أخرى، فيجب توسيع أسواق رأس المال والنقد وإتاحة تسهيلات ائتمانية أرخص وأكثر

1 - علي جدو الثرفات، مرجع سبق ذكره ، ص ص 136، 138.

اتساعاً للمزارعين وصغار التجار ورجال الأعمال، مع زيادة معرفتهم بفرص السوق وتقنيات الإنتاج الحديثة وبناءاً على ذلك يجب على الاقتصاد السعي للاستغلال الأمثل والكفاءة المثلى في استخدام الموارد الموجودة وكل هذه الأشكال البديلة للمنظومة الاقتصادية المطلوبة لإيجاد السوق المناسبة.<sup>1</sup>

**ثالثاً: التغيير الهيكلي:** إن التغيير الهيكلي كأحد متطلبات التنمية الاقتصادية ينطوي على التحول من مجتمع زراعي تقليدي إلى اقتصاد صناعي حديث، وفي ظل أن معظم الدول النامية هي مجتمعات زراعية وحتى يكون لديها تنمية يجب أن تتحول إلى اقتصاديات صناعية حديثة، وما يتطلبه من تحويل جذري للمؤسسات القائمة والأوضاع الاجتماعية، ويتضمن التغيير الهيكلي توسيع القطاع غير الزراعي بما يخفض نسبة السكان في القطاع الزراعي تدريجياً في الاقتصاد الزراعي المتضخم سكانياً، وهذا يؤدي إلى فرص أكبر للتوظيف والتي بدورها ستؤدي إلى حل مشكلة البطالة، ولكن لا يعني التغيير من قطاع زراعي إلى قطاعات غير زراعية أي إهمال القطاع الزراعي كلية، أما المظهر الثاني للتغيير الهيكلي هو تطوير النظام الاجتماعي على أن يتم ذلك باستخدام أسلوب الإنتاج وليس الإكراه، وبناءاً على ذلك فإن التنمية الاقتصادية عملية تؤثر ليس فقط على العلاقات الاقتصادية ولكن على البيئة الاجتماعية والثقافية والداخلية للمجتمع، هذا يعني أن متطلبات التنمية ليست فقط اقتصادية ولكنها أيضاً غير اقتصادية.<sup>2</sup>

**رابعاً: رأس المال:** يعتبر رأس المال مطلب أساسي في التنمية الاقتصادية فهو يعد من أكثر العوامل الإستراتيجية أهمية في عملية التنمية، ويتصف بكونه المفتاح الرئيسي للتنمية الاقتصادية بصفة عامة، وهو عملية تراكمية وذاتية للتنمية الاقتصادية بمجرد أن تبدأ، والمطلب الأساسي للتنمية هو تركم رأس المال الحقيقي والذي يتضمن ثلاث فعاليات مستقلة وهي زيادة في حجم الادخار الحقيقي، آلية للتمويل الائتماني بحيث يمكن سحب الموارد من المستثمرين وأداء الاستثمار بحيث يتم استخدام الموارد في السلع الرأسمالية، ويتضمن رأس المال أيضاً تنمية المهارات والتي تتطور عادة كنتيجة للتركم الرأسمالي.

**خامساً: المتطلبات الثقافية والاجتماعية:** إذا كانت المتطلبات الاقتصادية ذات أهمية كبيرة للتنمية فإن المتطلبات الثقافية والاجتماعية لهما ذات الأهمية، فالقيم السياسية والثقافية والدينية لها دور كبير في دفع عجلة التنمية، ومن هنا يجب أن تتغير الأوضاع الاجتماعية وفقاً للسكان حتى تحتل التنمية مكانها، فإذا كانت التنمية الاقتصادية ذات سرعة كافية، ولم تحتل موقعها داخل إطار العمل الثقافي والتنظيمات الاجتماعية القائمة مثل الأسرة، النظام الطائفي، القرابة، النسب، العقائد والتقاليد الدينية... إلخ، فلا بد من خلق احتياجات جديدة وطرق جديدة للإنتاج علاوة على مؤسسات جديدة لجعل التنمية الاقتصادية ممكنة، وهذا ليس بالأمر اليسير، لأن أي تغيير اجتماعي أو ثقافي يؤدي إلى سخط ومقاومة السكان.

1 - محمد الفرجاني حصن، أفريقيا وتحديات العولمة، الدار اللبنانية، لبنان، 2003، ص ص 143، 144.

2 - المرجع نفسه، ص 145.

**سادسا: الإدارة:** إن الإدارة ضرورية للتنمية الاقتصادية نظرا لإمكانياتها في تنظيم المتطلبات الأخرى التي لا غنى عنها، فوجود إدارة قوية وفعالة هام جدا للتنمية الاقتصادية وفي حال غياب جهاز إداري جيد وفعال فإن خطط التنمية الخاصة ومنها العامة لا يمكن أن تنفذ كما ينبغي وبرنامج التنمية يتطلب أيضا نظاما إداريا مناسباً للمتابعة من خلال الخطوط الموضوعية في القوانين وتتطلب التنمية الاقتصادية بعض الخدمات الأخرى مثل النظام العدالة، الشرطة، الأمن... إلخ.<sup>1</sup>

**سابعا: التكنولوجيا:** ويمكن أن تتضمن التكنولوجيا العديد من العناصر من بينها:  
- براءات الاختراع و العلاقات التجارية، المعرفة المسجلة أو غير القابلة للتسجيل وفقا للقوانين التي تنظم براءات الاختراع و العلامات التجارية، كذلك مهارات العاملين و المعرفة التكنولوجية المتجسدة في أشياء مادية و بصفة خاصة المعدات، وتبرز أهمية التكنولوجيا فيما يلي:

- زيادة القدر المتاح من الموارد الطبيعية الموجودة عن طريق اكتشاف و إضافة موارد جديدة، أو من خلال ابتكار وسائل فعالة و أكثر قدرة على الكشف عما هو موجود من موارد طبيعية.

- إضافة استخدامات جديدة للموارد الاقتصادية تسمح بزيادة القيمة الاقتصادية للموارد، أي زيادة درجة الانتفاع الاقتصادي منها.<sup>2</sup>

- زيادة إنتاجية الموارد الموجودة، أي تحقيق الاقتصاد في استخدام الموارد المتاحة في العمليات الإنتاجية. - اكتشاف طرق جديدة تتيح زيادة الإنتاج و تحسين النوعية و تقليل التكاليف و ما إلى ذلك.

ولقد زاد الاهتمام بالتكنولوجيا في وقتنا الحاضر للعديد من العوامل منها:

- أن معدل النمو الاقتصادي يعتمد بشكل كبير على التطور التكنولوجي، خاصة و أن العديد من الدراسات حاولت أن تثبت مثل هذه العلاقة كما الحال في دراسة سولو التي توصلت إلى أن نسبة مهمة من النمو في الدخل الوطني يمكن أن تساهم في التقدم التكنولوجي.

- اعتماد التطور التكنولوجي كأداة مهمة في للمنافسة بين المشروعات التي لا تعتمد على الفروقات في الأسعار كأساس في ذلك فحسب، بل على القدرة على إنتاج سلع جديدة أو ابتكار و سائل إنتاج جديدة تحدث تطور في نوعية السلع حتى وان كانت غير جوهرية في حالات ليست بالقليلة.

- إن التطور التكنولوجي الواسع في الدول المتقدمة يمكن أن يثير الكثير من المخاوف حول ظهور البطالة و الحاجة للبحث عن أعمال جديدة و التدريب عليها.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: مصادر تمويل التنمية الاقتصادية:

1- مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 150، 154.

2 - محمد الفرجاني حصن، مرجع سبق ذكره، ص 146.

3 - المرجع نفسه، ص 147.

إن للتمويل معنيان، معنى حقيقي ومعنى نقدي، فالمعنى الحقيقي للتمويل يقصد به توفير الموارد الحقيقية لأغراض التنمية تخصيصها لتلك الأغراض، ويقصد بالموارد الحقيقية تلك السلع والمواد والخدمات اللازمة لبناء الطاقات الإنتاجية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة وتتضمن في جوهرها الامتناع عن استهلاك هذه الموارد واستخدامها في مجال إنتاج السلع والخدمات الاستهلاكية، أما المعنى النقدي للتمويل فيقصد به إتاحة الموارد النقدية التي يتم بموجبها توفير الموارد الحقيقية التي توجه لتكوين رؤوس الأموال الجديدة.

وتتمثل مصادر التمويل للتنمية الاقتصادية في مصدرين هما:

**أولاً: التمويل المحلي للتنمية الاقتصادية:** المدخرات الوطنية خلال فترة معينة من الزمن تساوي مجموع الفوائض الادخارية التي تتحقق في القطاعات التالية:

**1- مدخرات القطاع العائلي:** في معادلة تعريفية يمكن القول بأن:

مدخرات القطاع العائلي = الدخل المتاح للإنفاق العائلي - الاستهلاك الخاص.

يتمثل الدخل المتاح للإنفاق العائلي فيما يتاح للأفراد من دخولهم المكتسبة النوعية في شكل أجور مرتبات،

إيجارات، فوائد، وأرباح بعد مختلف الاقتطاعات من ضرائب وغيرها<sup>1</sup>. ومن الواضح أن حجم الدخل المتاح للإنفاق يتأثر ارتفاعاً وانخفاضاً بانخفاض وارتفاع نسب الاقتطاعات من الدخول المكتسبة على التوالي.

ومن التعريف السابق يتحدد حجم الادخار العائلي بنسبة ما يخص من الدخل المتاح للاستهلاك الخاص أي الإنفاق على السلع والخدمات اللازمة لإشباع حاجات الأفراد، وبالمصطلح العلمي تتحدد هذه النسبة بالعوامل التي تحدد الميل للاستهلاك وبالتالي تحدد الميل للادخار، أي تلك العوامل التي تحدد السلوك الاستهلاكي وبالتالي سلوك الادخار للأفراد<sup>2</sup>.

وتتمثل مصادر الادخار في القطاع العائلي في:

أ- المدخرات التعاقدية كأقساط التأمين والمعاشات وحصيلة الصناديق المختلفة التي تنشئها الهيئات والمؤسسات.

ب- الزيادة في الأصول النقدية الخاصة بالأفراد والذين يحتفظون بها في صورة نقود، أو أصول أخرى كالحلي والمجوهرات، أو تأخذ شكل الودائع في صناديق التوفير أو المصارف سواء الجارية أو الآجلة، أو تستخدم في شراء الأوراق المالية من الشركات أو الأسواق المالية المختلفة.

1- صبحي تادريس قريصة، مذكرات في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، 1992، ص 103.

2- المرجع نفسه، ص ص 110، 111.



ج- الاستثمار المباشر في اقتناء الأراضي والمزارع والمتاجر والمساكن والتي تنتشر أكثر ما تنتشر في البيئات الريفية حيث يصاحب الاستثمار الادخار، فالمدخر هو نفسه المستثمر.

د- سداد الديون ومقابلة التزامات سابقة.

**2-1- مدخرات قطاع الأعمال:** ينطوي تحت عبارة قطاع الأعمال جميع المشروعات التي تعمل في مجال النشاط الإنتاجي سواء كانت مشروعات خاصة أو عامة، وعند الحديث عن قطاع الأعمال نميز:

**2-1-1- مدخرات قطاع الأعمال الخاص:** يتمثل في ما تدخره مشروعات قطاع الأعمال الخاص في الجزء من الأرباح المحققة الذي لا توزعه على أصحاب "حقوق التملك" أي مالكي رؤوس أموال هذه المشروعات وذلك ببيع وخصم ما تخصصه لمقابلة إهلاك الأصول الثابتة، أي تلك الموارد للإنتاج لتمويل طاقات إنتاجية في المشروعات القائمة أو لتمويل طاقات إنتاجية لمشروعات جديدة.<sup>1</sup>

يمكن تحديد محددات مدخرات القطاع الأعمال الخاص بالاستعانة بالمعادلة التالية:  
 الادخار الصافي لمشروعات هذا القطاع = الإيرادات الكلية - (قيمة مستلزمات الإنتاج + المدفوعات التعاقدية لأصحاب عناصر الإنتاج + أقساط الإهلاك + صافي الضرائب + الأرباح الموزعة) / حيث صافي الضرائب = مختلف الأعباء الضريبية - الإعانات.  
 وبالتأمل في عناصر الطرف الأيسر من هذه المعادلة نتبين أن العوامل التي تحكم حجم الادخار الصافي لمشروعات قطاع الأعمال الخاص تتمثل في:

- العوامل التي تحكم حجم الإنتاج المحقق والمباع من سياسات تشغيلية وتسويقية، العوامل التي تحكم أسعار بيع منتجات هذه المشروعات.
- العوامل التي تحكم قيمة المستخدم من مستلزمات الإنتاج من مواد أولية وسلع وسيطة و طاقة وغيرها من الخدمات الإنتاجية، وتتمثل في العوامل التي تحكم مستوى الكفاءة الاستخدامية في المشروعات من ناحية وتلك العوامل التي تحكم أسعار مستلزمات الإنتاج من ناحية أخرى.
- العوامل التي تحكم المدفوعات التعاقدية لأصحاب عناصر الإنتاج من أجور ومرتببات للعاملين، وإيجار لأصحاب العقارات التي تشغلها المشروعات وفوائد على الأموال المقترضة من أسواق النقد ورأس المال.
- أقساط الإهلاك وذلك من حيث احتسابها ومدى تمثيلها لقيمة المستهلك الفعلي من الأصول الثابتة، وهنا نذكر أن الادخار الصافي المعلن سوف يزيد من

<sup>1</sup> - محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 219.

قيمه الفعلية إذا كانت أقساط الإهلاك أقل من القيمة الواجب اقتطاعها والعكس صحيح.

- مستوى أعباء صافي الضرائب وتحكمه معدلات الضرائب المفروضة على أرباح المشروعات، وعلى أنصبة المساهمين من الربح وغيرها من الأعباء الضريبية ومقدار الإعانات التي تمنح لبعض المشروعات.
- العوامل التي تحكم حجم الأرباح الموزعة ويدخل تحتها مدى رغبة المشروعات في الاعتماد على التمويل الذاتي لاستثماراتها الجديدة والتحرر من سيرة السوق المالية لتمويل استثماراتها.

**2-2-2- مدخرات قطاع الأعمال العام:** في البلاد النامية التي أخذت بنمط أو آخر من أنماط النظام الاشتراكي يقوم قطاع الأعمال العام بالقسم الأكبر من النشاط الإنتاجي ويقع على عاتقه بالتالي تنفيذ القسم الأكبر من مخطط وبرامج التنمية، ولذا فالمدخرات التي يحققها ويتعين أن يحققها هذا القطاع تحظى بأهمية كبيرة كمصدر لتمويل التنمية.<sup>1</sup>

ويمكن الاستدلال على ماهية مدخرات قطاع الأعمال العام وطبيعة العوامل التي تحكمها بالاستعانة بالمعادلة التي استخدمناها في التعرف على العوامل التي تحكم مدخرات القطاع الخاص، وذلك بعد تعديلها بما يعبر عن صافي الأرباح المحققة للقطاع العام نفسه بصفته مالكا لرؤوس أموال المشروعات التي تدخل في دائرته، أي لا تظهر ضمن عناصر هذه المعادلة أرباح موزعة للأفراد.<sup>2</sup>

وبصفة عامة فإن العوامل التي تحدد حجم مدخرات قاع الأعمال العام تتمثل في:

أ- السياسة السعرية للمنتجات، إذ أنها كثيرا ما لا تخضع لاعتبارات التكاليف والسوق فكثيرا ما تتحدد الأسعار طبقا لاعتبارات اجتماعية أو سياسية وفي حالات أخرى تحوي أرباحا احتكارية.

ب- السياسة السعرية لمستلزمات الإنتاج بدورها كثيرا ما لا تخضع لاعتبارات التكاليف والسوق، إذ كثيرا ما تحوي قدرا من الدعم.

ج- سياسة التوظيف والأجور، إذ كثيرا ما تفرض الدولة على شركات القطاع العام عمالة زائدة وعلى الأخص في ظل التزام عديد من الدول النامية بتشغيل خريجي المعاهد والجامعات والإسهام في حل مشكلة البطالة، هذا بالإضافة إلى تحديد الأجور لا ترتبط بالكفاءة الإنتاجية وتقرير مكافئات وعلاوات دون النظر إلى نتائج الأعمال.

د- مستوى الكفاءة الإنتاجية، فتشير البيانات إلى انخفاض مستويات الأداء في شركات القطاع العام عنها في المشروعات الخاصة، ويرجع ذلك أساسا إلى اختفاء عنصر الدافع

1- المرجع نفسه، ص ص 120، 121.

2- المرجع نفسه، ص 123.

الخاص من ناحية وإلى تمتع مشروعات القطاع العام في حالات عديدة بالاحتكار، ومن ثم صعوبة الاهتمام إلى معدلات الأداء الصحيحة، ونلمس في الآونة الأخيرة زيادة المطالبين بتصفية شركات القطاع العام أو تعديل إدارته بطريقة لا تختلف عن إدارة المشروعات الخاصة.<sup>1</sup>

### 3-2- مدخرات القطاع الحكومي:

كأي فائض متبق يحقق القطاع الحكومي ادخارا يكون مصدرا لتمويل مشاريع وخطط التنمية إذا زادت الإيرادات الحكومية الجارية عن نفقاتها الجارية، ويصبح هذا "الفائض" سالبا إذا فاقت النفقات الحكومية الجارية إيراداتها الجارية، ويتم تمويل هذا "الفائض السالب" أو العجز بالسحب على مدخرات القطاعات الأخرى أو بنقود جديدة وتتمثل في الإيرادات الحكومية الجارية في حصيللة الدولة من الضرائب المباشرة وغير المباشرة والموارد الإدارية وغيرها، أما النفقات الحكومية الجارية فتتمثل في نوعين الأول يطلق عليه "الاستهلاك الخاص" ويتمثل في الإنفاق على ما تقدمه الدولة من خدمات عامة وما تستلزمه من سلع و مواد مرتبطة بهذه الخدمات في مجالات الدفاع والأمن والقضاء والصحة والتعليم والمنافع العامة وغيرها، والنوع الثاني يطلق عليه "النفقات التحويلية" وتتمثل في الإعلانات التي تقدمها للمشروعات والأفراد وفوائد وأقساط الدين العام.<sup>2</sup>

ونورد فيما يلي بعض القواعد التي تؤدي إلى زيادة موارد الدولة المالية وإلى زيادة فاعلية وكفاءة الإنفاق الحكومي:

- أ- تطوير النظام الضريبي من خلال إعادة النظر في قوانين الضرائب ونظم التقدير والتحصيل.
- ب- استحداث ضرائب ملائمة جديدة بهدف إخضاع جميع الأنشطة ومنع التهرب الضريبي، وذلك حتى يتحقق ركن العدالة.
- ج- ترشيد الإنفاق العام بوسائل مختلفة منها استخدام أسلوب الثواب والعقاب.
- د- الإقلاع تدريجيا عن التوسع في اعتمادات الدعم، وما يترتب عليها من زيادة الاستهلاك.

هـ - التخلص من العمالة الزائدة وخلق فرص عمالة منتجة في قطاعات الاقتصاد القومي الأخرى.<sup>3</sup>

### 3- الادخار الإجباري عن طريق التضخم: ويشمل:

1- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 241، 242.

2- صبحي تادريس قريضة، مرجع سبق ذكره، ص 121، 122.

3- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 248.

**3-1- مفهوم التمويل التضخمي:** يتمثل التمويل التضخمي للتنمية الاقتصادية في تغطية الفجوة بين الموارد المحلية المطلوبة لتمويل حجم معين من الإنفاق الاستثماري، وبين حجم الفرائض الادخارية التي يقدر تحققها في القطاعات الاقتصادية المحلية، بموارد نقدية جديدة يخلقها الجهاز المصرفي خلقاً مما يترتب عليها تضخم نقدي، وهذه هي الصورة النقدية للتمويل التضخمي.<sup>1</sup>

**3-2- التحليل الحديث للعلاقة بين التضخم والادخار الإجباري:** إن التشغيل العددي للجهاز الاقتصادي القومي خلال فترة معينة يسفر عن نوع معين من التوزيع والاستخدام للدخول المختلفة حيث يتعادل في نهاية الأمر الطلب الكلي الفعال مع التكاليف الكلية لإنتاج هذه الدخول مضافاً إليها الأرباح والضرائب، ولكي يتحقق الاستقرار يجب ألا يحصل أي قطاع من القطاعات المختلفة في الاقتصاد القومي على عائد أكبر من ذلك العائد الذي يحققه عن طريق التمويل العادي للجهاز الاقتصادي. وللتعرض لهذه النظرية نفترض أن الحكومة في بلد ما قررت خلال فترة معينة من الزمن إنفاق مقدار أكبر مما تحصل عليه من إيراداتها العادية، أي قررت إحداث عجز الميزانية وتغطية هذا العجز بنقود جديدة لتمويل مشاريع رأسمالية أي تكوين رأس مال جديد.

إن هذه الزيادة المقررة في الإنفاق الحكومي والتي تغطي عن طريق التمويل بالعجز تعني أن الاقتصاد القومي قد قرر استثمار مقدار أكبر من تلك المبالغ التي قرر أفراد المجتمع ادخارها ولكن الزيادة في الاستثمار المقدر عن الادخار المقدر لها آثار توسعية على الدخل والإنفاق وإذا تخلفت الأجور النقدية وعوائد عوامل الإنتاج الأخرى في ارتفاعها عن الارتفاع في أسعار السلع والخدمات التي توجه هذه الدخل للإنفاق عليها سوف تنخفض القوة الشرائية للجمهور وهنا يجب أن نفرق بين حالتين.

**أ- الحالة الأولى:** حالة التوظيف الكامل للاقتصاد القومي، في ظل هذه الظروف تتحقق الزيادة في إنشاء السلع الرأسمالية على حساب نقص إنتاج السلع الاستهلاكية وذلك بتحول جانب من الموارد التي كانت تستخدم في إنتاج أو استيراد سلع استهلاكية إلى إنتاج أو استيراد سلع رأسمالية، والمتوقع أن ترتفع أسعار السلع الاستهلاكية كنتيجة لنقص عرضها وبسبب الزيادة في الدخل التي تولدت عن الزيادة في الإنفاق القومي، وهذا يعني أن الدخل المتاحة للأفراد ترتفع بمعدل أقل من ارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية، وهذا يعني أن القوة الشرائية للجمهور تنخفض، وكما ذكرنا تتحقق الزيادة في الاستثمار على حساب النقص في الاستهلاك.

**ب- الحالة الثانية:** وهي حالة وجود فائض في الطاقات الإنتاجية القابلة للتشغيل تحت مثل هذه الظروف ليس من الضروري أن تتحقق الزيادة في السلع الرأسمالية على حساب

<sup>1</sup> - صبحي تادريس قريصة، مرجع سبق ذكره، ص 129.

النقص في إنتاج السلع الاستهلاكية، فإن لم يزد حجم السلع والخدمات الاستهلاكية المنتجة أو المعروضة فإن توجيهه أو استخدام الموارد الإنتاجية المعطلة لإنتاج أو استيراد السلع والخدمات الرأسمالية يحول فقط دون زيادة الاستهلاك ومن المتصور أن يزيد إنتاج السلع الاستهلاكية إلى جانب الزيادة في السلع الرأسمالية إذا استخدم قدرا من الموارد في إنتاج السلع الاستهلاكية، ونخرج من هذا الافتراض أن الركن الأساسي في عملية الادخار الإجباري عن طريق التضخم هو أن قطاعا أو أكثر من قطاعات الاقتصاد القومي يحصل على أكثر من نصيبه العادي من الدخل القومي خلال فترة معينة من الزمن وأن هذه الزيادة التي يحققها ذلك القطاع في نصيبه من الدخل القومي تكون على حساب تخفيض نصيب قطاع أو قطاعات أخرى من الاقتصاد القومي.<sup>1</sup>

**ثانيا: التمويل الأجنبي للتنمية الاقتصادية:** عند عدم تلبية مصادر التمويل المحلية عن الوفاء بحاجة الاستثمار فإنها تلجأ إلى التمويل الأجنبي، وتتمثل مصادر هذا الأخير في:

**1- المعونات الأجنبية:** تتكون المعونات الأجنبية من منح لا ترد ولا تدخل في نطاق المديونية الخارجية العامة للدولة، وإلى قروض ميسرة واجبة السداد تدخل في نطاق المديونية الخارجية، فهي تتم وفقا لقواعد وبشروط أيسر في صورة نقدية أو عينية، بالإضافة إلى أن أسعار فائدتها تقل عن المعدلات العادية وكذلك احتوائها على فترات سماح تكون عادة أطول من حيث مدة السداد، والأصل أن تكون المعونات الأجنبية في صورة نقدية بعملة الجهة المانحة تخصصها للدولة المستفيدة، أو تتخذ صور عينية مختلفة كالمعونات السلعية وخاصة السلع الغذائية وهذا النوع من المعونات يلبي أشد الحاجات إلحاحا في الدول المختلفة نظرا لما تعانيه من نقص الغذاء، ومن جهة أخرى فإن هذه المعونات قد تقدم للمساعدة في تنفيذ مشروع معين، وفي هذه الحالة يطلق عليها "معونات المشروعات المحددة"، وقد تقدم هذه المعونات إلى الدولة المستفيدة بهدف مساعدتها على رفع معدلات النمو الاقتصادي فيها دون تحديد لمشروعات معينة بذاتها.

**- مصادر المعونات الأجنبية:** يمكن تقسيم المعونات الأجنبية من حيث مصادرها إلى معونات وحيدة المصدر تستند إلى علاقات ثنائية بين الدولة المانحة والدولة المستفيدة، ومعونات جماعية التي تقدمها الهيئات الدولية الإقليمية المتخصصة في التنمية الاقتصادية، فالمعونات الوحيدة المصدر أو بعبارة أخرى المعونات الحكومية الثنائية تتمثل في المنح والقروض التي تعقدها الدولة المانحة مع الدولة المستفيدة وهي معونات تتميز بالرسمية أي في إطار التفاوض والاتفاق بين الحكومات المعنية.

أما المعونات الأجنبية المتعددة الأطراف فتتمثل في المنح والقروض الميسرة التي تقدمها المنظمات الدولية المتعددة الأطراف مع الدول النامية.

1- المرجع نفسه، ص ص 130، 131.

وفيما يلي أهم هذه المنظمات والهيئات الدولية:

- أ- الهيئات الدولية ذات الطابع العالمي:
- البنك الولي للإنشاء والتعمير (IBRD): ويتفرع منه كمؤسسات مالية مساعدة:
  - المؤسسة المالية الدولية (IDA).
  - الهيئة الدولية للتنمية (IFC).<sup>1</sup>
  - صندوق النقد الدولي (IME)
- ب- الهيئات الدولية ذات الطابع الإقليمي:
- البنك الأمريكي العالمي للتنمية (IADB)
  - البنك الإفريقي للتنمية (ADB)
  - البنك الآسيوي للتنمية (ADB)
- ج- المنظمات الأوروبية المتعددة الأطراف:
- صندوق التنمية الأوروبي (ADF)
  - بنك الاستثمار الأوروبي (EIB)
- د- المؤسسات الوطنية للتمويل الذاتي:
- وكالة التنمية الدولية (AFID)
  - صناديق التنمية العربية (ADF)
  - وكالات تنمية الصادرات الوطنية (ECE)
- هـ- هيئات دولية ذات طابع نوعي:
- منظمة الدول المصدرة للنفط (OPEC)
- 2- القروض الخارجية: وتنقسم القروض الخارجية التي تحصل عليها الدول النامية من الخارج من حيث جهة الاقتراض إلى:
- 1-2- قروض عامة: هي تلك القروض التي تعقدها حكومات الدول النامية مع المقيمين في الخارج سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين أو حكومات دولية مثل البنك الدولي أو مؤسسة التنمية الدولية، أو هيئات إقليمية مثل بنك التنمية الإفريقي.<sup>2</sup>
- 2-2- القروض الخاصة: هي تلك القروض التي يعقدها الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون في الدول النامية مع المقيمين في الخارج سواء أكانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين أو هيئات التمويل الدولية أو الإقليمية.
- وتنقسم القروض التي تحصل عليها الدول النامية من حيث الشروط التي تعقد بها والمتعلقة بأجل السداد وسعر الفائدة وفترة السماح إلى نوعين أساسيين هما:

1- سمير محمد عبد العزيز، تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1988، ص 410، 408.

2- المرجع نفسه، ص ص 411، 412.

**2-2-1- القروض السهلة:** هي تلك القروض التي تشتمل في جزء منها على عنصر المنحة حيث تزداد فيها فترة السماح، وتعقد بأسعار فائدة أقل من أسعار الفائدة التجارية، وفيها يزداد اجل القرض، وقد تسدد بالعملة المحلية أو بجزء من إنتاج المشروع الممول القرض به.

**2-2-2- القروض الصعبة:** هي تلك القروض التي تعقد بالشروط التجارية، من حيث سعر الفائدة المرتفع وشروط السداد التجارية الأخرى.<sup>1</sup>

### 3- الاستثمارات الأجنبية:

هو استخدام يجري في الخارج لموارد يملكها بلد ما وهو ينقسم وفقا لدرجة المساهمة في رؤوس الأموال المستثمر إلى استثمار مباشر واستثمار غير مباشر.

**3-1- الاستثمار المباشر:** يمثل مصدرا هاما من مصادر التمويل الخارجي خاصة البلدان التي يعجز فيها مستوى المدخرات المحلية عن تمويل المستوى الملائم من الاستثمارات اللازمة لتحقيق معدلات مرتفعة للنمو، وترجع أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث كونه يخفف عبء الامتناع عن الاستهلاك لتوليد المدخرات، ففي الوقت الذي يمثل فيه انسياب إضافي إلى حجم الموارد الحقيقية المتاحة للاستخدام فإن يتضمن إمكانية زيادة كفاءة الموارد المحلية، فقد يترتب عليه موارد كانت عاطلة كما قد تؤدي إلى رفع إنتاجية الموارد المستخدمة، تتمثل أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر عن غيره من مصادر التمويل الخارجي الأخرى كالآتي:

- انعدام المشروعية التي أصبحت تلازم المساعدات الإنمائية الرسمية والتي قد تكون غير ملائمة مع نمط التنمية المستهدف.

- أنه يتدفق في شكل خدمة متكاملة من رأس المال والتكنولوجيا التقنية والخبرة الإدارية.

- أنه غير منشئ للمديونية، حيث لا يتولد عنه التزامات سداد مبالغ محددة في أوقات محددة فالالتزام بتحويل الأرباح إلى الخارج يتمتع من الناحية الاقتصادية بقدر من المرونة، إذ تتغير الأرباح المحولة ارتفاعا وانخفاضا تبعا للرواج والكساد، فهي لا تلقى عبئا على ميزان المدفوعات مثل: خدمة الدين.

- يعتبر أكثر مرونة ولا يمكنه الهرب بسهولة عند أول بادرة للمتاعب كما يمكن إعادة تقييمه مباشرة وبعد حدوث أية أزمة على خلاف القروض قصيرة الأجل.<sup>2</sup>

**3-2- الاستثمار الأجنبي غير المباشر:** يقتصر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مجرد شراء أسهم شركات قائمة في بلد ما أو الاكتتاب في أسهم مشروعات ستقام، يلق

1- المرجع نفسه، ص 413.

2- لعيفي الدراجي، أثر المديونية الخارجية في التنمية الاقتصادية في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نفود مالية، جامعة قالمة، دفعة 2006، ص ص 124، 125.

على هذا النوع من الاستثمار "غير مباشر" نظرا لأن صلة المستثمر الأجنبي بالمشروع هي صلة غير مباشرة، حيث أن المشاركة في رأس مال هذه المشروعات لا تعطى لصاحبها حق السيطرة والإشراف على المشروع الاستثماري.

تختلف استثمارات المحفظة المالية بين التعامل في أوراق مالية متداولة، وبين إصدارات جديدة للأوراق المالية، يمثل الجانب الأكبر من العمليات الدولية في الأوراق المالية الدولية في الأسهم وترتبط عملية شراء الأوراق مالية متداولة باعتبار العائد والسيولة وهي مدفوعة بغرض تنويع مكونات المحفظة المالية بأوراق مالية أجنبية، تقليل المخاطر المرتبطة بقيمة العملة الوطنية، وحتى الرغبة في التهرب من الضريبة المحلية على القيم المنقولة، أما عن إصدار أسهم وسندات جديدة على الصعيد الدولي فيتم عندما ترغب دولة أو شركة مساهمة في إصدار قرض عام في الخارج لغرض الحصول على النقد الأجنبي، توحى نظرية محفظة الأوراق المالية إلى عدد من الشروط المطلوبة لاجتذاب رؤوس أموال طويلة الأجل:

- وجود سوق مالي متطور.
- تحسين المناخ الاستثماري وإضفاء نوع من الشفافية والمرونة على النظم المالية ما قد يرتبط بها من أجهزة.
- إتباع الدولة سياسات اقتصادية كلية تسعى في المقام الأول إلى رفع معدلات الفائدة لتنافس أسواق المال، والعمل على استقرار أسواق الصرف الوطنية لتقليل المخاطر التي تمكن أن تتعرض لها الاستثمارات المالية الدولية وزيادة معدلات العائد المتوقع.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: معوقات التنمية الاقتصادية:

تختلف الدول في العديد من أوضاعها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية لذلك فإن هذه الدول لا تتفق فيما يعوق طريقها إلى التنمية بسبب تفاوت هذه المعوقات في أهميتها النسبية من دولة إلى أخرى، وعموما يمكن تصنيف معوقات التنمية الاقتصادية إلى معوقات داخلية وأخرى خارجية.

#### 1- المعوقات الداخلية:

هناك معوقات اقتصادية، حكومية، اجتماعية، ثقافية.

#### 1-1 - معوقات اقتصادية: تتمثل في:

- **الحلقات المفرغة:** تتجسد في تفاعل مجموعة من القوى على نحو من شأنه إبقاء الدول النامية على حالتها من التخلف، وهذا يعني أن خصائص التخلف سواء كانت اقتصادية أو تكنولوجية أو اجتماعية أو سياسية لا ترتبط فقط ببعضها وإنما تتفاعل فيما بينها على نحو يجعل كل خاصية في ذات الوقت سببا ونتيجة لغيرها من الخصائص، ولقد أشار

<sup>1</sup> سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، ط2، دار المصرية، مصر، 2003، ص 240.



NURKES إلى حلقتين مفرغتين، إحداهما من جانب العرض من رأس المال النقدي (الادخار) تتمثل في انخفاض الدخل الفردي يعني انخفاض القدرة على الادخار مما يؤدي إلى انخفاض رأس المال المستثمر فتتخفف الإنتاجية المسببة لانخفاض الدخل، أما الحلقة الثانية من جانب الطلب على ذات رأس المال تتمثل في انخفاض حجم السوق المحلية مما يضعف الحافز على الاستثمار مؤدياً بذلك إلى انخفاض رأس المال المستثمر فتتخفف الإنتاجية ومنها انخفاض مستوى الدخل الحقيقي، فينتج عن ذلك انخفاض القدرة الشرائية بحيث يترتب عليها ضعف حجم السوق الأمر الذي يضعف الحافز على الاستثمار وبهذا تكتمل الحلقة المفرغة.

- **ضيق حجم السوق:** إن العلاقة بين ضيق حجم السوق والتخلف الاقتصادي تستند على فكرة أن وفرة الحجم في الصناعة تعتبر أحد الملامح الرئيسية للتنمية الاقتصادية فإذا توجب على المشروعات الصناعية أن تكون كبيرة للاستخدام الكفاء للتكنولوجيا فإن حجم السوق الذي تباع فيه السلع المنتجة لتلك المصانع يجب أن يكون كبيراً فالتصنيع لا بد أن يعتمد في مراحله المبكرة على السوق المحلية لأن فرص التصدير على الأسواق الخارجية عادة ما تكون محدودة فضيقة الأسواق المحلية قد يؤدي إلى تقييد حجم المشروعات ووجود فائض غير مستغل في طاقتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى عدم الانتفاع بمزايا الإنتاج.

- **نقص الموارد الطبيعية:** لا شك أن توفر الموارد الطبيعية وتنوعها ومستوى كفاءتها قد يكون عاملاً مساعداً على سرعة تحقيق التنمية الاقتصادية أو على الأقل يهيئ لها فرصة أفضل، ففي ظل تأخر فنوات الإنتاج بالإضافة إلى ندرة رأس المال في الدول النامية، تتضاعف أهمية وفرة المواد الطبيعية وتنوعها في هذه الدول خصوصاً وأنها تفنقر إلى النقل الأجنبي اللازم لاستيراد ما تتطلبه عملية التنمية من آلات ومعدات.

- **عدم كفاية البنية الأساسية:** تشكل مجالات النقل والمواصلات والاتصالات والمرافق العامة، أهم مكونات البنية الأساسية، فوجود هذه البنية يخدم العديد من الصناعات مما يؤدي إلى انخفاض التكاليف المتغيرة للوحدة من المنتج وقد يساعد في دفع عملية التنمية المشكلة التي توجهها الدول النامية في هذا الخصوص هي أن مشروعات البنية الأساسية تكون أكثر كفاءة إذا كانت مشروعات ضخمة، ولأن هذه الدول لا تتوفر لديها المدخرات الكافية لتمويل هذه المشروعات فهي لا تقيمها وإذا أقامتها فإنها تكون ذات أحجام صغيرة الأمر الذي يتعذر معه زيادة الإنتاجية.<sup>1</sup>

**1-2- معوقات الاجتماعية:** تتمثل هذه العوامل في أنماط العلاقات والنظم الاجتماعية السائدة في المجتمع من تطوير وتسهيل عمليات التنمية فيه، ومن أهم هذه العوامل الاجتماعية التي تشكل عقبة أمام التنمية في المجتمعات النامية تتمثل في نظام القرابة، الطائفية.... إلخ وتتمثل في:

<sup>1</sup> - مالكوم جليز وآخرون، اقتصاديات التنمية، دار المريخ للنشر، السعودية، 1995، ص 51، 56

**1-2-1- نظام القرابة:** يشكل معوقا خطيرا من معوقات التنمية في المجتمعات النامية، فالارتباط بالجماعة يؤدي إلى الاستقرار النفسي والذي يتطلب سلوك مثالي يفرض التزامات ترتبط بدور الفرد في المجتمع، وتوضح هذه الالتزامات على عملية التنمية الاجتماعية في المجتمعات التي تضع لها أهمية بالغة بحيث يعبر الأفراد عن هذه الالتزامات بمشاركة في احتفالات طقوسية لما لها من قيم اجتماعية مما يترتب على هذه المشاركة من تغيب في العمل وتعطيل لسير العمليات الإنمائية وفي هذا الصدد أكد "كلوز" أن المجتمعات الريفية والقبلية، بنظمها الاجتماعية المركزة على نسق القرابة تقف عقبة أمام التجديد والابتكار وهذا يعني أن القدرة على الخلق والإبداع ترتبط بكثير من المؤثرات الاجتماعية والثقافية.

**1-2-2- الطائفية:** تؤدي في كثير من الأحيان إلى حرمان نسبة كبيرة من السكان من الفرص المتكافئة الأمر الذي يكون دون إظهار كفاءتهم واستغلالها الصالح النمو والتقدم، وبالتالي من أخطر المعوقات في التنمية الاقتصادية هو استئثار فئة معينة من السكان على امتيازات خاصة دون النظر إلى مؤهلاتهم.<sup>1</sup>

فتحقيق التنمية لأهدافها، لا بد وأن تأتي من خلال تهيئة المناخ الملائم لإعطاء الفرص المتكافئة للأفراد، بغض النظر عن الطائفية (المعتقد) التي ينتمون إليها إضافة إلى ما يلي :

**1-2-3- المشكلة السكانية:** إن ارتفاع معدل النمو السكاني وسوء توزيعه وتركيبه الهرمي يفرض على الدول النامية أعباء ضخمة في مجال الأمن الغذائي والسكن المناسب... وهي أمور تعرقل التنمية الاقتصادية.

**1-2-4- عدم ملائمة البيئة الاجتماعية والثقافية:** ارتفاع نسبة الأمية التي تصعب توفير الأيدي العاملة والكفاءة العالية، إضافة على سوء الوضع السكاني وانخفاض المستوى الصحي.

**1-2-5- نقص فئة المنظمين والإداريين:** إن المنظم هو المحرك لعملية التنمية الاقتصادية، فإذا كانت الاكتشافات والتطورات العلمية تفتح آفاق اقتصادية واسعة، فالمنظم هو المؤهل الذي يمكنه تحويلها إلى مشروعات اقتصادية مربحة لأنه يعمل على ابتكار أساليب إنتاجية جديدة، غير أن هؤلاء المنظمين غالبا ما يتعذر وجودهم في الدول النامية بسبب الظروف التي تعيشها.<sup>2</sup>

**2- المعوقات الخارجية:** تتولد من الوضع الراهن للعلاقات الاقتصادية الدولية أهمها:

**1-2-2- مظاهر التبعية الاقتصادية:** و تتمثل في:

1- عادل مختار الهواري، التنمية الاقتصادية، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1995، ص ص 245، 247.

2- عبد النعيم محمد مبارك، مبادئ علم الاقتصاد، دار الجامعة، مصر، 1999، ص 551

**2-1-1-1- اعتماد الدخل القومي على الصادرات من المواد الأولية:** إن قيمة الصادرات من المواد الأولية في معظم الدول النامية تكون نسبة كبيرة إذا ما قورنت بمثيلاتها في الدول المتقدمة الاقتصادية، وهذا الوضع يجعل مستويات الدخل والتوظيف والمعيشة في الدول النامية تتوقف إلى حد بعيد على الأحوال السائدة بأسواق التصدير في الخارج وهذه بدورها تتوقف بصفة أساسية على مستوى الأحوال الاقتصادية في الدول المتقدمة.

**2-1-1-2- سيطرة الأجهزة الأجنبية على العمليات المتعلقة بالتجارة الخارجية:** ففي كثير من الدول النامية نجد أن الأجهزة الأجنبية تسيطر على مكاتب الاستيراد والتصدير والبنوك، وشركات التأمين، أجهزة النقل... إلخ حتى لدرجة أن في الدول النامية تمتد سيطرة الأجهزة الأجنبية على قطاع التجارة الخارجية إلى ملكية هذه الأجهزة للمشروعات التي تتم الصادرات من المواد الأولية وتصديرها إلى الدول المتقدمة.

**2-1-1-3- اعتماد الاستثمار القومي على رؤوس الأموال الأجنبية:** تتجلى هذه التبعية في الاعتماد على

مدخرات الدول المتقدمة في تعزيز المدخرات المحلية وذلك لأن المدخرات الوطنية المتاحة بالدول النامية تنصف بالانخفاض وتقل بكثير من المعدلات المطلوبة لتراكم رؤوس الأموال التي تحتاجها التنمية الاقتصادية، فقد أثبتت التجارب السابقة للدول النامية أن الاستثمارات الأجنبية تهدف على تحقيق مصالح معينة للمستثمر الأجنبي للدول الصناعية المحتاجة للمواد الأولية أما المصالح القومية لها لما تكن موضع اعتبار المستثمر الأجنبي.

**2-1-1-4- سوء التوزيع الجغرافي للتجارة الخارجية:** تتميز اقتصاديات بعض الدول بسوء التوزيع الجغرافي للتجارة الخارجية فقد نجد الدولة المتقدمة الواحدة تستأثر وحدها بأكثر من 50% من صادرات وواردات إحدى الدول النامية مما يسمح للدولة المتقدمة بالتحكم في الاقتصاد القومي للدول النامية.<sup>1</sup>

### خلاصة:

إن التنمية الاقتصادية عبارة عن عملية ديناميكية مستمرة يحدث خلالها تغيير شامل ومتواصل مصحوب بزيادة متوسط الدخل الفردي مع ضرورة توفر تغيرات تكنولوجية

<sup>1</sup> - علي لطي وآخرون، التنمية الاقتصادية، دار عين الشمس، مصر، 2001، ص 31.

وفنية وتنظيمية في المؤسسات الإنتاجية القائمة، ومن هنا فالتنمية الاقتصادية تحتاج إلى جهد كبير وعمل شاق وجاد معتمدا على الذات للوصول إليها، وتكمن المشكلة لغالبية الدول النامية وإن اختلفت في اختيار المنهج الذي تسعى من خلاله للحاق بركب التنمية في مواجهة عقبة تمويل تلك التنمية، فالدول النامية تتصف بانخفاض معدلات الادخار المحلي والراجع إلى مجموع من العوامل التي يصعب التأثير فيها إيجابيا في المدى القصير، ومنه اضطرت إلى إنشاء أسواق للأوراق المالية لحشد المدخرات المحلية لسد العجز في الموارد المالية اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية.

### تمهيد :

لقد ازداد الاهتمام بالسوق المالية في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية بالنسبة لقضايا التنمية و التقدم الاجتماعي فالتنمية الاقتصادية تتطلب تجمع رؤوس الأموال ، و يتوقف هذا الاقتصاد بدوره على تجميع الإيداع و الاستثمار و يعتبر نشاط الأسواق المالية إنعكاسا للنظم و أساسيات المالية و الاقتصادية ، في أي دولة فالنظام المالي المتطور يؤدي إلى تطور النشاط الاقتصادي و تقدمه و دعم التنمية الاقتصادية.

و يمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا إيجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية و التوزيع الكفؤ لها على الاستثمارات ، و إزالة الإزدواج المالي بين السوق المالي المنظم و السوق المالي غير المنظم. و للنهوض بأعباء النمو الاقتصادي و الاجتماعي يجب اتخاذ سياسة قومية ، هدفها تشجيع الإيداع و الاستثمار و محاولة جذب رؤوس الأموال و المدخرات الأجنبية للمشاركة في عملية التنمية المرجوة ، و بذلك فإن تمويل خطط التنمية الاقتصادية على بعد الوظائف الأساسية للأسواق المالية .

يعرف العالم تطورات و تغييرات جذرية عميقة مست جميع الجوانب الاقتصادية و السياسية ، و نلاحظ أن مختلف الدول زاد اهتمامها بالمال و عليه كان لزاما البحث عن أماكن تواجهه ، و البحث عن طرق الحصول عليه ، و الأسواق المالية تعتبر من أهم الوسائل التمويلية لدى الكثير من الدول لذلك جعلتها في قمة الهرم المالي لديها لمواجهة التطورات و

التغيرات التي يعرفها العالم ، و هذا الدور الممكن إن تلعبه الأسواق المالية ، هذه الأسواق في تحقيق النتيجة الاقتصادية و اعتبارها كقاعدة أساسية من قواعد التمويل .

### المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية :

أخذت فكرة الأسواق المالية تحتل مركزا مهما في تفكير معظم الدول ، كما توفر من تعبئة للمدخرات و إعادة توظيف الأموال ، كذلك سنحاول في هذا المبحث إعطاء وصلة عن ماهية الأسواق المالية .

### الفرع الأول : مفهوم الأسواق المالية خصائصها ووظائفها

أولاً: مفهوم السوق المالية : لقد تعددت مفاهيم الأسواق المالية و اختلفت تعاريفها و سنتطرق إلى أهم هذه التعاريف على النحو التالي :

-السوق المالي هي احدي القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد و الشركات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات و تنميتها و تهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

-السوق المالي هي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بانتظام ، تحكمها قوانين و لوائح و إجراءات و قواعد منظمة لطرح و تداول تلك الأوراق المالية.<sup>2</sup>

و بناء على ما سبق يمكن إعطاء مفهوم شامل للسوق المالية على أنها<sup>3</sup> ذلك المكان الذي يتلقى فيه البائع و المشتري لأصول مالية ، من خلال إجراءات قانونية و إدارية و مالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق على تحويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية أو تحويل هذه الأخيرة لأصول نقدية مرة أخرى و يتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالية و نمط العلاقة بين العرف و الطلب على الأموال و القوانين و الإجراءات المنظمةة للتعامل في السوق المالية ، و سلوك البائع و المشتري للأصول المالية.<sup>4</sup>

### الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية :

تتجلى أبرز خصائصها في توفير ما يلي :

1 - عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية " البورصة" ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، الأردن ، الطبعة الأولى، 2008 ، ص 17.  
2 - صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية " علميا – عمليا" ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2000 ، ص 11.

1- محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق رأس المال ، بورصة الأوراق و مصادر تمويل مشروعات الأعمال ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1993 ، ص 14

-كفاءة التشغيل : و هي قدرة السوق على تحويل الأموال و الموارد و لمن يحتاجون إليها بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات ، و هي ما تسمى بتكلفة المعاملات و تضم تكلفة الوساطة المالية و تكلفة تحويل الورقة المالية ، لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة .

- كفاءة تخصيص الموارد : إن المهمة الأساسية للأسواق المالية هي تحويل فائض الأموال ممن لديهم فائض إلى من يحتاج هذه الموارد ، و هي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص.

- توفير السيولة : من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق كما أنه يمكن لحملة الأسهم إعادتها للشركة المصدرة ، كذلك بالنسبة للسندات برغم من أنها آجال استحقاق مختلفة ، حيث أن السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمرين من خلاله بيع أوراقها و تحويلها إلى أصول نقدية.<sup>1</sup>

- توفير المعلومات و الاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة : السوق أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة و خاصة الأسعار و الأحجام و كذلك حركة التعامل و لا يقتصر على توفير المعلومات فقط ، بل يجب أن يستجيب بسرعة لأي تغيرات أو أحداث تؤثر في أسعار الأسهم ، و هذه الخاصية يطلق عليها بكفاءة السوق.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث:وظائف سوق الأوراق المالية :

إن وجود سوق المال بعد أوراق مهمة لتوفير المال و تقديمه للأنشطة المختلفة ، خصوصا و أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال بوصفه المحرك الأساسي للوظائف و المهام داخل هذه المنظمة.

و من هنا يمكن تحديد وظائف سوق الأوراق المالية على النحو التالي :

#### 1-تعبئة الإدخارات:

تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل كونها حلقة وصل ما بين الادخار و الاستثمار ، فالسوق المالي تمثل القناة التي يتم من خلالها التمويل من الوحدات التي تحقق فائضا إلى الوحدات التي تعاني عجزا ، إذ تتسم بورصة الأوراق المالية في تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية من خلال تزويد السوق بالسيولة بشكل مستمر عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم و السندات ، مما يوفر قدرا غير قليل من الأموال اللازمة

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي ،الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة توزيع المعارف ، الاسكندرية ، 1997 ، ص ص 55 ، 56 .

<sup>2</sup> - سعيد توفيق ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، القاهرة ، 2000، ص 68.

لتمويل المشاريع الاستثمارية - إذ تلعب السوق دورا مهما في تشجيع صغار المدخرين و المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا و شراء ، فالسوق المالي يساهم في تزويد المتعاملين فيه بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيد للغاية ، الأمر الذي يوفر للمدخر و المستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب الأسعار ، و في الوقت نفسه يقلل من أعباء تكاليف المعلومات ، و الذي يسهم في تشجيع الأفراد على الادخار و الاستثمار في آن واحد.

أي أن الدور الرئيسي الذي تلعبه السوق المالية يتمثل في المواءمة ما بين وحدات العجز و وحدات العجز و وحدات الفائض ، بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات و الأفراد و المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان المتوسط و طويل الأجل بالمستوى المطلوب لأسباب كثيرة لعل من أبرزها مخاطر التضخم و مخاوف التغيير في هامش سعر الفائدة.<sup>1</sup>

## 2- مخزن للثروة :

يظهر دور الأسواق المالية في توفير أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة في تجميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق كالأسهم بأنواعها و السندات المختلفة ، على الرغم من أن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد أفضل مستودع للقيمة أو أفضل شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة ، و تقوم الأسواق المالية بدور مخزن أو مشروع للقيمة أو الثروة ، طالما أن المدخرات يقارب بين أساليب الإدخار المختلفة على أساس معايير عدة منها الربح و الأمان لضمان زيادة الثروة .

فضلا عن ذلك فإن الأوراق المالية التي توفرها الأسواق المالية تتسم بكونها لا تتعرض للاندثار ، و في الوقت نفسه فإن مخاطرها تعد أقل من مخاطر الأشكال الأخرى للإدخار أو الاحتفاظ بالثروة.<sup>2</sup>

## 3-توفير السيولة :

مثلما تقوم الأسواق المالية بتوفير الفرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية للاحتفاظ بها ، فإنها في الوقت نفسه توفر الفرص لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجوداتهم مع انخفاض تكلفة التحويل ، و هكذا فإن السوق المالية توفر للمدخرات فرصين هما ، فرصة الحصول على السيولة و فرصة العائد في آن واحد .

1 - عبد الغفار حقي ، رسمية قرياصة ، الأسواق المالية و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية للطباعة و النشر ، الاسكندرية ، مصر ، 2005 ، ص ص 5 ، 6.

2 - مرجع نفسه ، ص 8.



#### 4-تحويل الخطر :

من أكثر الوظائف الاقتصادية للسوق المالية أهمية ، هي توفير الحماية للعديد من الأعمال إزاء المخاطر المالية ، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة من خلال القيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراق مالية متنوعة لقطاعات مختلفة و منشآت متنوعة ، مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر .

فضلا عن ذلك تنتج الأسواق المالية فرصة توفير الحماية من أنواع عدة من المخاطر من خلال توفير خدمات التأمين على الحياة و الصحة و الممتلكات ، أو من خلال توفير فرص بيع الأموال المالية المستقبلية و شراءها لتغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات أو أسعار السلع و الخدمات نفسها و التي يطلق عليها عملية التحوط.<sup>1</sup>

#### 5-العدالة في تحديد الأسعار المناسبة :

و هي من الوظائف الأساسية و المهمة التي ترتبط ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى ، فيجب أن لا توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار - فإلى جانب حرص المدخر على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك ، فإنه يحرص أيضا أن يكون السعر الذي يبيع به مناسبا لاستثماراته ، و بتالي فإن للسوق دور في تحقيق عدالة الأسعار ، و ذلك من خلال الالتقاء الواسع للعرض و الطلب معا ، فهي بما لديها من أجهزة و إمكانات و اتصالات السماسرة ببعضهم و اتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة التي تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد ، مما يترتب عليه سعرا عادلا للبايع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مميم بخسارة ، فعملية البيع و الشراء تكشف عن السعر الحقيقي للأوراق المالية ، لوافر شروط السوق الكاملة لها ، و تطبيق قانون العرض و الطلب بدون تلاعب ، و ذلك يمكن الوقوف عند الأسعار الحقيقية و القيم النسبية لكل منهما.<sup>2</sup>

#### 6-السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية :

قسم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ ، فهي تعد المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي و تسجيلها ، فجمع المعاملات عن الأموال السائلة المتداولة و كذلك الأسعار التي يتم التعامل بها و التي تبني على أساس السعر العائد من المبالغ المستثمرة ، و بالتالي فإن تقلب الأسعار في الأسواق المالية و تواليها مدة من الزمن يسهل معرفة مدى نجاح بعض المشروعات و مدى اخفاقها .

<sup>1</sup> - عباس كاضم الدعي ، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية ، دار الصفاء للنشر التوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2010 ، 04 ، ص ص 124 ، 126 .

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية للطباعة و النشر ، الاسكندرية ، مصر ، 2005 ، ص ص 28 ، 29 .

و بهذا فإن السوق المالي تعد بمثابة الباروميتر الذي يقاس به النجاح أو الاخفاق ، و من ثم يتجه الأفراد بأموالهم صوب المشروعات الناجحة فيزداد نشاطها <sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : أنواع الأسواق المالية :

إن التقسيم الأكثر شيوعا للأسواق المالية قائم على أساس المعاملات المالية ، ولهذا فإن السوق المالي يقسم إلى سوقين ، سوق نقدية و هي سوق المعاملات قصيرة الأجل ، و سوق رأس المال و هي سوق المعاملات طويلة الأجل ن مع إمكانية النظر إلى الأسواق المالية الأكثر من زاوية ، و بالتالي تصنف طبقا لأكثر من أساس ، و يمكن تقسيم السوق المالية إلى أنواع عدة و هي ما يلي :

#### الفرع الأول:سوق النقد :

هي السوق التي تتخصص في الادوات قصيرة الأجل و التي تتمتع بقدر عال من السيولة ، و يمكن تسيلها فور عرضها للبيع و بأدنى قدر من الخسائر.

و المقصود بالأدوات قصيرة الأجل ، تلك التي تستحق في خلال فترة لا تزيد عن نسبة مالية واحدة ، كأذونات الخزينة ، الأوراق التجارية و شهادات الإيداع... الخ .

و من مواصفات النقد أنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد ، بل إنما تتشكل من مجموع المصارف بأنواعها و المؤسسات المالية ، لذا فإنها تتميز بطابع المرونة و السيولة العالية لأدوانها و بدرجات مرتفعة من الأمان ، أي أنها ذات مخاطر منخفضة جدا ، لأن قيمتها الإسمية شبه مؤكدة و لا تتحمل أي خسائر رأسمالية و لاسيما الأوراق التي تصدرها الحكومية و الشركات ذات المركز الائتماني <sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني:سوق رأس المال :

تعرف سوق رأس المال بأنها السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية ( الأصول المالية المتوسطة و طويلة الأجل ، فهي الإطار الذي يتلقى فيه وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد الصفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة و من خلال الاكتتاب بالأسهم و السندات التي تعتمد من أهم الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق و تسهم سوق رأس المال بالمخاطر

<sup>1</sup> - عبد الغفار الحنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال ، الدار الجامعية للطباعة و النشر ، الاسكندرية ، 2002 ، ص 273.

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ، مصر ، 2005 ، ص ص 21 ، 22 .

لطول أجلها على عكس سوق النقد ، لذلك فإن المستثمر يضع في أولوياته العائد المرتفع قياساً بذلك العائد في سوق النقد ، من جانب آخر بمتغير هذا السوق عن السوق النقدي بكونه أكثر تنظيماً بالإضافة إلى كبر حجم الصفقات المنتقدة به من قبل المتخصصين و المتعاملين هم المنشآت الإنتاجية و الوحدات ذات النشاط المالي الضخم مثل الحكومة المركزية و الحكومات المحلية و الأفراد الراغبين في تمويل الرهون العقارية ، بالإضافة إلى سمسرة الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: الأسواق الجاهزة أو الفورية :

و تعرف هذه الأسواق الحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال حقوق الملكية فوراً من بائع الورقة المالية إلى المشتري لها بعد دفع قيمتها و استلامها من البائع ، و بعد أن تم الاتفاق على شرائها.<sup>2</sup>

و تنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المستثمرين و المصدرين إلى :

#### أولاً-الأسواق الأولية ( أسواق الإصدار):

هي الأسواق التي تختص بإصدار الأوراق المالية ، و هذه الأسواق يكون فيها البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي.

كما أنه في إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة عن طريق ما يسمى بالإكتتاب العام او الخاص ، و منه فإن النفع في هذه الأسواق سيعود على الشركة المصدرة.<sup>3</sup>

أي أن هذه الأسواق تنشأ عن العلاقة بين المقرض و المقترض نتيجة مبادلة النقود بالموجودات المالية ، و تنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى :

#### أ-سوق التمويل المباشر :

و هي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة و تسويقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق و من دون تدخل الوسطاء ، و

<sup>1</sup> - عباس كاضم الدعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 35 .

<sup>2</sup> - منير إبراهيم ، إدارة الأسواق و المنشأة المالية المعارف للطباعة و النشر ، الإسكندرية ، 2002 ، ص 481.

<sup>3</sup> - عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 18 .

تستخدم الشركة المقترضة أي أداة من الأوراق المالية سواء كانت الأسهم أو السندات للقروض طويلة الأجل .

### ب-سوق التمويل غير المباشر :

و يقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من المقترضين ، وبيعون أوراق مالية في الأسواق الثانوية من طرف آخر أي أن سوق التمويل غير المباشر يتعامل في السوقين الأولية والثانوية وبتدخل الوسطاء الماليين<sup>1</sup>.

### ثانيا-الأسواق الثانوية ( أسواق التداول) :

تسمى السوق الثانوية بسوق التداول للأوراق المالية طويلة الأجل بيعا و شراءا بسعر السوق لها وقت البيع أو الشراء ، و التي سبق الاكتتاب فيها في السوق الأولية<sup>2</sup>.

و يشمل تداول هذه الأوراق المالية ( البيع و الشراء) بين حاملها و أي مشتري آخر ، لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهات التي أصدرتها ، بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع .

و تنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى نوعين هما<sup>3</sup>:

### أ-الأسواق المنظمة:

يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية ، و تعد البورصة بمثابة كيان له مكان مادي ملموس له إجراءات و شروط تنظم العضوية و القيد و التسجيل و التشغيل و التداول و تواقيت محددة بالقانون ، و تكون الأوراق المالية المتداولة فيها مسجلة و مستوفاة لشروط التداول و محاطة بشفافية للإفصاح عن المعلومات و تسجيلها و عرضها بشكل مستمر<sup>4</sup>.

و السوق المنظمة في حد ذاتها تنقسم إلى قسمين هما :

**1- السوق الحاضرة:** و فيه يتم التسليم الفعلي للأوراق المالية و سداد ثمن الصفقة ، و ذلك بغرض توظيف تلك الأموال و استثمارها لتحقيق عائد دوري أو عائد رأسمالي .

1 - منير إبراهيم همدي ، مرجع سبق ذكره ، ص 100 .

2 - محمد عثمان إسماعيل حميد ، مرجع سبق ذكره ، ص 52 .

3 - عبد الغفار حنفي ، رسمية قزياقص ، أسواق المال،البورصات،مصارف الشركات التامين ،دار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر،2003، ص 17.

4 - منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 107 .

**2-السوق الآجلة :** يتم في هذه السوق الاتفاق على موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل و سداد القيمة ، أي أن هناك فاصل زمني بين توقيت إبرام العقد و تنفيذه <sup>1</sup>.

### ب-الأسواق غير المنظمة أو الأسواق الموازية :

يطلق إصطلاح الأسواق الغير منظمة على المعاملات التي تجري خارج الأسواق المنظمة ، و لا يوجد مكان محدد لإجراء هاته المعاملات ، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي ، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي ترتبط بين السماسرة و التجار و المستثمرين ، و يتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض ، و عليه فإن المتفاوضون على هذه الورقة المالية هم مسؤولون عن أي خطر ينجم عنها <sup>2</sup>.

و تتضمن السوق غير المنظمة من سوقين آخرين فرعين هما :

#### 1-السوق الثالثة :

تمثل السوق الثالثة جزء من السوق غير المنظمة و التي تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة ، و لكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق ، و هو مؤسسات سمرة كبيرة مستعدة لبيع و شراء الأوراق المالية ، و كميات و مبالغ كبيرة ، و هذه الأسواق مستمرة و لا تتحدد بالتعاملات في أوقات عمل السوق المنظمة ، بل تستمر لها بعد ذلك ، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل : صناديق المعاشات ، البنوك التجارية ، بيوت السمسرة ، و تنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العولمة التي يحصل عليها السماسرة خصوصا عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة .

#### 2-السوق الرابعة :

يقصد بها المؤسسات المالية و الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في الشراء و بيع الأوراق المالية بكميات كبيرة ، و تهدف هذه السوق للحد من العملات التي يتقاضاها السماسرة ، لأن التعامل في هذه السوق يكون بصفة مباشرة و من دون وساطة <sup>3</sup>.

1 - عاطف وليم أندروس ، أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2006 ، ص 18.

2 - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة توزيع المعارف ، مصر ، 1995 ، ص 106.

3 - عاطف وليم انروس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2007، ص

### الفرع الرابع: الأسواق المالية الآجلة :

تعد الأسواق المالية الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية إذ بدأ التعامل بادوات هذه الأسواق في ظل التغيرات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية و خصوصا فيما يتعلق بأسعار الفائدة و أسعار الصرف و أسعار الأسهم ، لذلك فقد استخدمت هذه الأوراق للتحوط ضد مخاطر تقلبات تلك الأسعار ، و يتم في الأسواق الآجلة عقد الاتفاقيات ما بين مؤسستين أو ما بين مؤسسة مالية و منشأة أعمال على اتمام بيع أصل مالي أو شراؤه في وقت لاحق مقابل سعر معين <sup>1</sup>.

و تنقسم الأسواق المالية الآجلة إلى :

#### أولاً- سوق العقود المستقبلية :

سوق العقود المستقبلية هو سوق لبيع الأوراق المالية و شراؤها في المستقبل ، إذ تنعقد فيما تلك العقود بين العملاء ، و من هنا اتخذت صفة المستقبلية ، و تستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر تغير الأوراق المالية مستقبلا ، خصوصا فيما يتعلق بأسعار الفائدة و الصرف ، كذلك يلجأ إليها بعض المضاربين لغرض تحقيق المكاسب السريعة .

#### ثانياً- سوق عقود الخيارات :

تشبه سوق عقود الخيارات إلى حد كبير سوق العقود المستقبلية من حيث التعامل بين البائعين و المشترين و بموجب عقود نظامه ، و لكن الفرق بينهما يكمن في أن عقود الخيارات غير ملزمة ، أي اختيارية خلال مدة العقد بالنسبة إلى البائع و المشتري ، و لكن المشتري ملزم ببيع الفرق بين السلع المتفق عليه و السعر الفعلي في حالة إنقاص السعر ، و يدفع البائع كذلك الفرق في حالة الارتفاع.

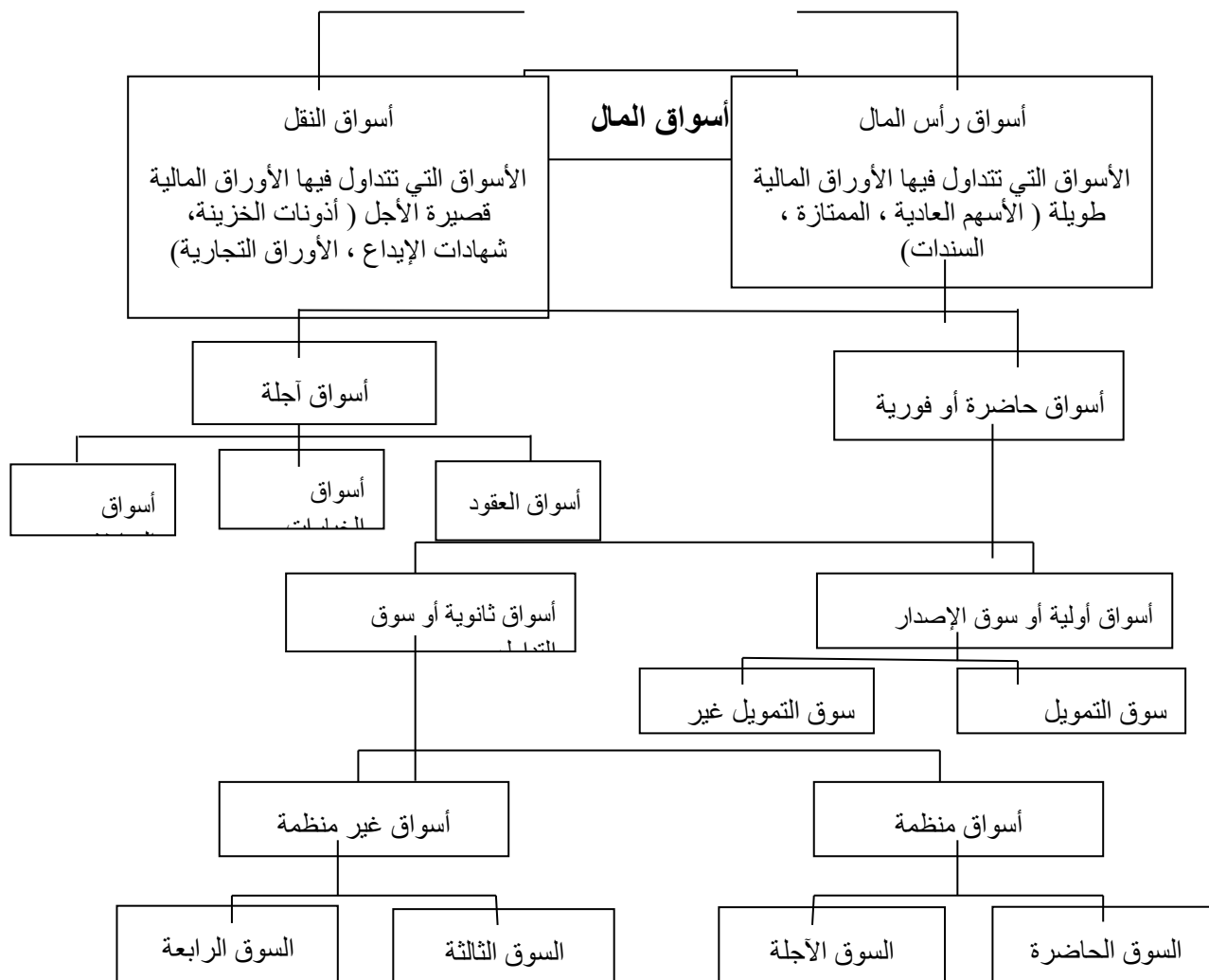
#### ثالثاً- سوق عقود المبادلة:

ويتم فيه نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة و الآخر للعملة، حيث تقوم على دفع مدفوعات دورية بين طرفي التعاقد أحدهما للآخر <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عباس كاضم الدعيمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 150.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه ، ص ص 151 ، 153 .

الشكل رقم (01) : أقسام السوق المالية



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الطبعة الاولى، 2010 ، ص 145.

المطلب الثالث : أهمية السوق المالية و العوامل المؤثرة فيها :

تعمل الأسواق المالية على تعبئة المدخرات و تهيئتها للمجالات الاستثمارية المختلفة ، و هنا تبرز أهميتها على المستوى الخاص بالنسبة للشركات المدرجة ، أو على المستوى الكلي في تحقيقها للتنمية الاقتصادية ، و على الرغم من أهميتها و مكانتها في الاقتصاد إلا

أنها كغيرها من الكيانات الاقتصادية تتعرض إلى عدى عوامل ممكن أن تقلص من أهميتها أو تعمل على زيادة مصداقيتها و تزيد الثقة لدى المستثمرين فيها و بالتالي تطورها و ازدهارها باستمرار .

**الفرع الأول: أهمية السوق المالية :** على الرغم من التعقيدات التي تتصف بها العمليات المالية إلا أن السوق المالية أصبحت لها أهمية كبرى للاقتصاد الوطني من خلال الوظائف التي تقوم بها و المتمثلة في :

- سهولة إتمام العمليات المالية بين البائع و المشتري لأصول مالية مما يساعد على تشجيع الاستثمار و الادخار .
- توفير التمويل المتوسط و الطويل الأجل للمستثمرين و الشركات بتكلفة أقل من تكلفة الاقتراض من البنوك.
- تشجيع المدخرات على توظيف مدخراتهم في مجالات ذات درجة أقل من المخاطر و في أوراق مالية متوسطة و طويلة الأجل يمكن تحويلها لسيولة مالية و نقدية حاضرة في أي وقت.
- إتاحة الفرصة أمام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالية ، من بين و شراء هذه الأوراق و انتقال ملكيتها من مشتري لأخر دون الحاجة لبيع حق الملكية ، أو التأثير على حقوق الملكية في الشركات المقيدة في السوق المالي .
- الحد من حجم الائتمان المصرفي المتوسط و الطويل الأجل ، و من ثم الحد من الآثار التضخمية السارية في الاقتصاد الوطني .<sup>1</sup>
- تشجيع تدفق الأموال و الاستثمارات الخارجية إذا ما تحولت السوق المالية لسوق إقليمية دولية.
- تعتبر الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية من الضمانات الجيدة و المقبولة لدى البنوك عند منح القروض لحاملها.
- تعتبر المؤشرات القياسية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية من المتغيرات الهامة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة .
- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية للمشاريع القائمة.

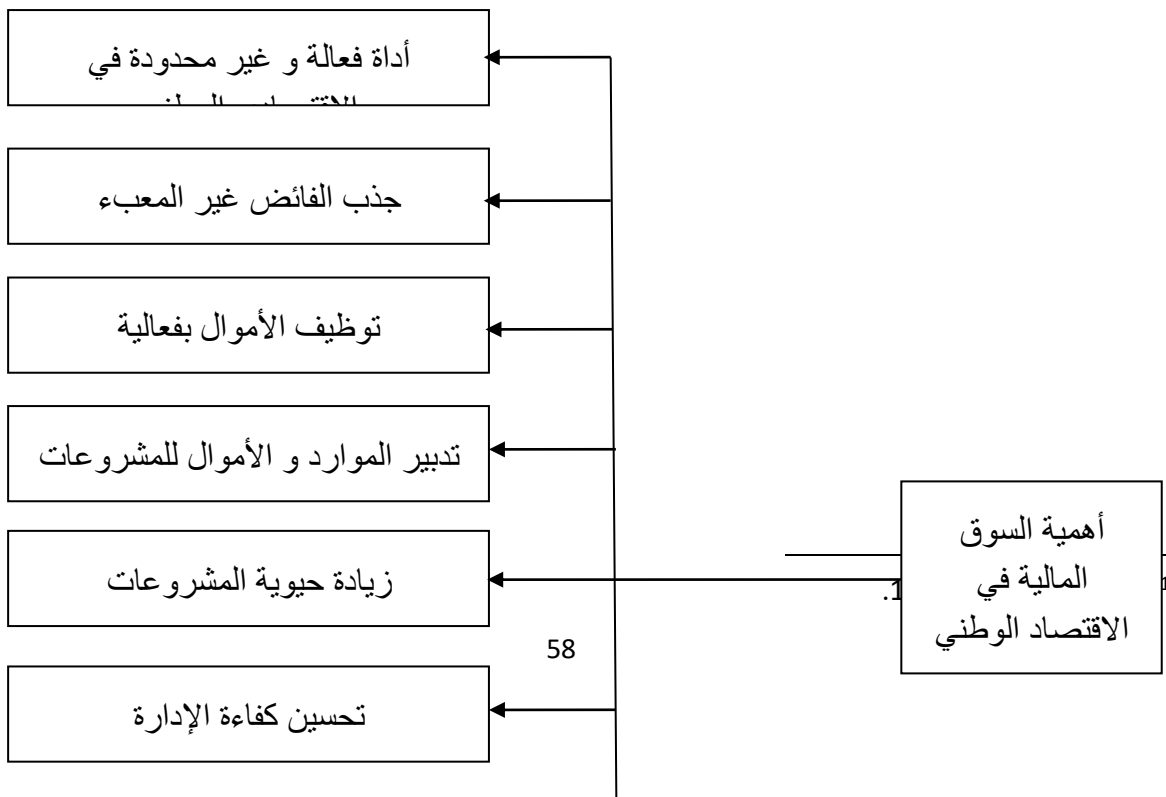
<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقصن ، مرجع سبق ذكره ، ص 150.



- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية ، و ذلك عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية ، أي أن أسعار هذه الأوراق هي مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.<sup>1</sup>

و يمكن تلخيص أهمية السوق المالية في الشكل التالي :

الشكل رقم (02) : أهمية السوق المالية في الاقتصاد الوطني



المصدر : صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا ، الطبعة الاولى، الإشعاع الفني للطباعة و النشر ، القاهرة ، ص14  
الفرع الثاني:العوامل المؤثرة في السوق المالية :

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في نشاط سوق الأوراق المالية ، و من أهمها ما يلي :

- بقاء السوق في حالة عدم تصحيح لفترة طويلة ، حتى تنتفخ فقاعة الأسهم و يحدث التصحيح الحقيقي الذي يكون باتجاه الهبوط الحاد للمؤشر .
- عدم استطاعة صناع السوق أنفسهم الوقوف أمام تصحيح عنيف عندما يسحب مستثمرون أجنبيا أموالا كبيرة اجتذبتها السوق للعمل بها تحت أسماء محلية ، فهذه الأموال قد تكون ضخمة بحيث لا يستطيع أحد أو حتى الدولة الوقوف في وجهها .
- آلية التسجيل العكسي للأوراق المالية نتيجة لحدوث مخالفات و أخطاء سواء أثناء إدراج أوامر محددة أو عمليات البيع و الشراء ، أو من خلال تعاملات أحد أعضاء مجلس الإدارة بيعه في وقت غير سليم ، و عليه فإن هذه الآلية تساعد على محو الآثار السلبية لهذا القيد و إعطاء مصداقية التنفيذ في السوق المالية .

- أسعار النفط و تأثيرها على أسعار الأسهم ، حيث أن سعر النفط أصبح يلعب دورا هاما في تحسين أداء الأسواق جراء المكاسب الضخمة التي تنتج عنه <sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: آلية التداول في سوق الأوراق المالية

يقتضي التعامل في سوق الأوراق المالية توفر مجموعة من الشروط منها وجود إطار تشييعي لتنظيم ذلك التعامل ، حتى يستطيع السوق المالي القيام بدوره الأساسي و المتمثل في الربط بين أصحاب الفائض المالي و العجز المالي و ذلك من خلال الأوراق المالية المتداولة ، و التي تعتبر السلعة التي يتمحور حولها نشاط السوق المالية عبر قنوات وسيطة فعالة.

### المطلب الأول : تنظيم سوق الأوراق المالية .

يتم التعامل و التداول في البورصة بالأوراق المالية عن طريق الوسطاء و ذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها ، تحت مراقبة و متابعة الهيئة المشرفة على السوق .

### الفرع الأول:إدارة سوق الأوراق المالية :

يتم إدارة بورصة الأوراق المالية كسوق منظم من خلال عدد من التقسيمات و التنظيمية و الإدارية، تتمثل في :

**1-لجنة البورصة :** تتشكل من عشر عضوا ، تسعة منهم من السماسرة و ينتخب السماسرة و الأعضاء المنضمون لديهم في لجنة البورصة لمدة سنتين ، و للجنة البورصة مكتب يتكون من رئيس و نائب و أمين صندوق ، كما تشكل اللجنة في أول جلسة تعقيدها بعد كل انتخاب سنوي لجانا فرعية بقدر ما تستلزمه حاجة العمل ، و المهمة الرئيسية للجنة البورصة هي تحقيق حسن سير العمل في البورصة باتخاذ ما تقتضيه الظروف من الإجراءات.

و للجنة سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة و على جميع المندوبين الرئيسية و الوسطاء <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص 153.

2- **الجمعيات العامة** : تتكون من أعضاء البورصة العاملين و المنظمين و تعقد سنويا بعد إبلاغ الحساب السنوي إلى الأعضاء و تختص بالتصديق على الميزانية و على حساب الإيرادات و المصروفات و إبداء الآراء في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة ، و على الأخص فيما يتعلق باللوائح الداخلية .

3- **هيئة التحكيم** : تشكل هيئة التحكم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة و الوسطاء فيما بينهم أو بين أحدهم.

4- **مجلس التأديب** : يشكل برئاسة رئيس لجنة البورصة أو من يقوم مقامه و عضوية عضو منظم من أعضاء اللجنة ، و عضو من أعضائها كذلك ، و يختص بجميع المسائل التي تمس سير العمل و النظام في البورصة .

5- **مندوب الحكومة** : تشرف جميع الحكومات على البورصات الموجودة فيها ، و هي صاحبة الكلمة العليا فيها ، حيث ينص القانون على أن تعين الوزارة المختصة لدى كل بورصة مندوبا أو أكثر ، تكون مهمة مراقبة تنفيذ القوانين و اللوائح ، و يجب أن يدعي المندوب لحضور الجمعية العامة ، و جلسات لجنة البورصة ، و مجلس التأديب و هيئة التحكم و اللجان الفرعية المختلفة ، و إلا كانت قراراتها باطلة ، و للمندوب الحق في الاعتراض على جميع قرارات الأجهزة السابقة إذ صدرت مخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها أو لصالح العام.<sup>2</sup>

### الفرع الأول: الأطراف المتدخلة في البورصة :

يتم التعامل داخل بورصة الأوراق المالية من خلال أعضاء البورصة ، و هم إما أعضاء عاملين أو غير عاملين ، و الأعضاء العاملون بالبورصة هم الحاصلون على عضوية مقابل مبالغ محددة للحصول على العضوية تحديده إدارة البورصة .

#### 1- الأعضاء العاملين :

يقصد بالأعضاء العاملين أولئك الذين يسمح لهم بالمشاركة في عمليات تعامل و تداول الأوراق المالية و بداخل المنظمة أو البورصة ، و يشار لعضوية بورصة الأوراق المالية

<sup>1</sup> - محمد الصيرفي ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2008 ، ص ص 83 - 87

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، ص ص 116 ، 117 .

بالمقاعد المخصصة ، و يتم بيع و شراء مقاعد بورصة الأوراق المالية كل عام شريطة أن يعتمد مجلس محافظي بورصة الأوراق المالية عملية تحويل و نقل العضوية .

و لأعضاء بورصة الأوراق المالية مهام مختلفة حسب طبيعة كل عضو ، و تبعا لهذه المهام تتصف أعضاء بورصة الأوراق المالية بالتالي<sup>1</sup> :

**2-الوسطاء :** تعتبر هذه الفئة العمود الفقري لأي بورصة على اعتبارها طرفا مساعدا و منشطا في حسن سيرها ، و ذلك بتنفيذ أوامر المستثمرين من بائعين و مشتريين ، و يمكن تقييم الوسطاء إلى ما يلي :

**1-السماسرة :** يعتبر وكلاء عن المستثمرين ، إذ أن السماسر يلعب دور الوسيط بين البائع و المشتري تسهيلا للتعامل مقابل عمولة .

و يجب التفرقة بين السماسر الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات للعملاء ، و المتمثلة في الأعمال الكتابية الخاصة بالتعامل شراء أو بيعا ، و يحصل في مقابل ذلك على مقدار من العمولة يتناسب مع هذا الحجم من الخدمة ، و بيوت المستثمرين التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال ، و تتمثل هذه الخدمة في النواحي التالية :

-حفظ و حماية الأوراق المالية : توفر هذه البيوت خزائن لحفظ الأوراق المالية للعميل ، و بالتالي لن يكون في حاجة لنقل تلك الأوراق من و إلى السماسر الذي يتعامل معه في كل مرة يرغب فيها في إجراء صفقة.

-توفير المعلومات المالية: توفر بيوت السمسرة أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها ، و ذلك من خلال تقارير الخبراء و المتخصصين في مجالات الاستثمارات المالية .

-النصح و المشورة: تقدم بيوت السمسرة لعملائها النصح و المشورة فيما يتعلق بقرارات الاستثمار و ما يرتبط بها من تعاملات في السوق.<sup>2</sup>

1 - عاطف وليم أندروس ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 32 ، 33 .

2 - عبد الرحمان توفيق ، البورصات المالية و تكوين محافظ الاستثمار ، ط3 ، مركز الخبرات المهنية للإدارة ، مصر ، 2004 ، ص 200.

**ب-تجار الصالة :** يعرفون أيضا بالمضاربين ، فهم يقومون بالاتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص ، فقد يشترون الأوراق المالية ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح ناتجة عن الفرق في السعر<sup>1</sup>.

**ج-سماسرة الصالة :** يطلق عليهم أيضا سماسرة ، فهم لا يعملون لحساب بيت سمسرة معين بل يقدمون الخدمة لمن يطلبها نظير الحصول على جزء من العمولة الخاص بالسمسار الوكيل ن و من ثم يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة ، و يقدم سماسرة الصالة باعتبارهم مستكين خدمة هامة للبورصة تتمثل في ضمان أن أنشطة البورصة يتم تنفيذها بشكل سريع و كفاء.

**د-المختصون :** هم نوع من السماسرة الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة معينة أو عدة أوراق مالية ، ويجمع نشاط المختصين بين السمسرة و التجارة ، فهو ينفذ صفقات الآخرين كما هو السمسار ، و كذلك يتاجر بالورقة المالية لحسابه الخاص كما هو التاجر ، و لكنه يتعامل بورقة خاصة و كما أنهم يحتفظون لديهم بمخزون من الأوراق المالية لتلبية طلبات العملاء<sup>2</sup>.

### 3-الأعضاء غير العاملين: و ينطوي تحت هذه الفئة ما يلي :

**أ-الجمهور :** يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، أي باستعمال صندوق من صناديق الاستثمار الجماعية .

**ب-المستثمرون التأسيسيين :** تتكون هذه الفئة من البنوك و فروعها و شركات التأمين ، صناديق التقاعد ، صناديق الإيداع و شركات الاستثمار ، و يعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين و الرئيسيين في البورصة ، و ذلك لما تجلبه هذه الفئة من ادخار نحو البورصة ، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار و الثبات في قدراتها الادخارية و الاستثمارية .

**ج-المؤسسات الصناعية و التجارية :** تعتبر هذه المؤسسات أيضا من المتدخلين الرئيسيين في البورصة بصفة عامة فهي تلجأ لتلك الأسواق للحصول على رؤوس الأموال بغرض تدعيم مركزها المالي ، خاصة بإصدار الأسهم و تداولها فيما بعد ، أو بإصدار السندات و

1 - محمد الصيرفي ، مرجع سبق ذكره ، ص 193.

2 - عاطف وليم أندروس ، مرجع سبق ذكره ، ص 32 .

الحصول على ديون متوسطة و طويلة الأجل و تداولها أيضا و بذلك تحصل على الأموال الدائمة للتمويل استثماراتها و توسعاتها كما أن الشركات الصناعية و التجارية الحديثة لم تبق مقصورة على الأوراق المالية بمختلف أنواعها للحصول على رؤوس الأموال ، و إنما أصبحت تتدخل في الأسواق المالية لتوظيف فوائدها المالية و تحقيق أرباح تفوق أرباح نشاطاتها العادية<sup>1</sup>.

**د-الدولة :** تعتبر الحكومة من المتدخلين الرئيسيين في البورصة ، خاصة في أسواق السندات ، و المعروف أن إصدارات الحكومة هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر ، إذ عادة ما تلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني : الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية :

تمثل الأوراق المالية الأصل الذي يجري تداوله بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية ، لذلك فهي تمثل العمود الفقري للسوق المالي لأنها تمثل الأداة التي يتم على أساسها الربط بين أصحاب الفائض المالي و العجز المالي.

**الفرع الأول: الأوراق المالية الأصلية :** سميت بالأصلية لأنها الأدوات التي يتعامل بها في السوق المالي منذ نشأتها و المتمثلة في الأسهم و السندات ، و مع زيادة تداول هذه الأوراق و انتشارها ظهر نوع جديد من هذه الأوراق يتصف بأنه مزيج من الورقتين الماليين السابقتين ، و تسمى بالمنتجات الهجينة.

### أولا- الأسهم :

تعتبر الأسهم من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ، و هي تحتوي على مميزات خاصة تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى .

<sup>1</sup> - جبار محفوظ ، سلسلة التعريف بالبورصة ، ج3، تنظيم و غدارة البورصة ، دار هومة ، الطبعة الأولى 2002 ، ص 13 - 22 .

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، ص 23

**أ-تعريف السهم :** و هو صك يثبت لحامله الحق في ملكية حصة من صافي أصول شركة المساهمة ، و يضمن له الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم ، و تكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر ما يملكه من أسهم<sup>1</sup>.

**ب-أنواع الأسهم :** يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة و على أسس مختلفة و بالتالي سنعمد إلى تقسيم الأسهم على الأسس التالية و هي :

- شكل الإصدار
- حسب الحصة التي يدفعها المساهم .
- الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها .

**1- على أساس شكل الإصدار :** تنقسم حسب شكل إصدارها إلى ثلاث أنواع كما يلي :

**1-1-السهم الاسمي:** و يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الهادة ، ويسجل باسمه أيضا في سجلات الشركة ، و عليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة .

**1-2-السهم لحامله :** و يكون السهم لحاملة عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها ، حيث يكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه ، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة .

**1-3-السهم الأذني أو لأمر :** و يذكر صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الإذن أو الأمر ، و عليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير و دون حاجة للرجوع إلى الشركة<sup>2</sup>.

**2-على أساس الحصة التي يدفعها المساهم:** يتم تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى :

**1-2-سهم عينية :** و هي الأسهم التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة ، كالمساهمة على شكل ائتمان مادي أو مخزونات ، و لا يجوز للشركة تسليم الأسهم لصاحبها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها و تعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل .

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد ، دليل التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2007 ، ص 11.

<sup>2</sup> - محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص ص 80 ، 79 .



**2-2-أسهم نقدية :** و هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ، و لا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية ، أي عند صدور العقد لتأسيس الشركة .

**2-3-أسهم مختلطة :** و هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقدا و عينا <sup>1</sup>.

**3-على أساس الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها:**تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى نوعين هما:

**3-1-الأسهم العادية :** و هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة إسمية تتضمن حقوق و واجبات متساوية لما لديها ، و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية .

و يتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية :

- حق الحصول على حصة من أرباح الشركة نقدا أو في شكل أسهم ، و لكن بعد استفتاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم ، الدائنون و حملة السندات و الأسهم الممتازة .
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية و بعد استفتاء كافة الحقوق الأخرى.
- حق حضور الجمعية العامة للشركة و مناقشة تقارير مجلس الإدارة و القوائم المالية و تقرير الحسابات و أي وقائع أخرى .
- حق التصويت على قرارات الجمعية العامة .
- حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة <sup>2</sup>.

**3-1-1-التحديث في الأسهم العادية :**

من بين الأشكال المحدثة للأسهم العادية ، نذكر ما يلي :

<sup>1</sup> - مصطفى رشيد متيجة ، زينب عرض الله ، الاقتصاد و البنوك و بورصة الأوراق المالية ، المطبعة للحديثة ، القاهرة ، 1993 ، ص169.

<sup>2</sup> - طارق عبد حمار ، مرجع سبق ذكره ، ص 12.

-**الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية** : الأصل أن يكون للمنشأة مجموعة واحد من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل ، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات فيه ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة .

-**الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة** : الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة ، إلا أنه في الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية ، يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهما العادية للعاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة .

-**الأسهم العادية المضمونة** : الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته و ذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية ، غير أنه سنة 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهما عادية لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض ، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار<sup>1</sup>.

### 3-2-الأسهم الممتازة :

تجمع ما بين خصائص الملكية و المديونية ، فهي تعد صك ملكية كالسهم العادي لفة قيمة إسمية و دفترية سوقية ، و هو بذلك يمثل حصة في الملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة للشركة ، ثم آتية يتمتع بالدخل الثابت مثله مثل السندات .  
و بهذا يمكن أن نعرف الأسهم الممتازة بأنها ادارة مالية تجمع ما بين صفات أوراق الملكية و صفات أوراق الدين<sup>2</sup>.

### 3-2-1-أنواع الأسهم الممتازة :

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمرين أو للشركة المصدرة و على هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة إلى :

#### 3-2-1-1-من حيث توزيعات الأرباح: على هذا الأساس، يمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى:

1 - منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 11 - 14 .  
2 - عباس كاضم الدعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 162 .

-**الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح** : و هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا ، لكنها لم تعلن عن التوزيعات بسبب من الأسباب.

-**الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح** :

تعني أنه في حالة عدم توزيع للأرباح لأي سبب من الأسباب عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا فإن حامل هذا النوع من الأسهم الممتازة الغير مجمعة للأرباح ، يسقط حقه في المطالبة بتلك التوزيعات<sup>1</sup>

من حيث المشاركة في الأرباح : و تقسم الأسهم الممتازة وفق هذا الأساس إلى نوعين هما :

-**أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح** : يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيعات الأرباح ، و ذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا .

-**أسهم ممتازة غير مشاركة في الأرباح**: يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة، بصرف النظر عن الأرباح التي تحققت الشركة، كبيرة أو متوسطة أو صغيرة.

**3-2-1-2-3-من حيث القابلية للاستدعاء أو السداد** : على هذا الأساس تقسيم الأسهم الممتازة إلى :

-**أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء** : قابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهمة الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار.

-**أسهم ممتازة غير قابلة للاستدعاء** : في هذا النوع من الأسهم الممتازة لا يحق للشركة المصدرة إلزام المساهمة برد الأسهم للشركة ، أي السهم يكون دون فترة محددة.

**3-2-1-3-من حيث قابلية التحويل** : تنقسم الأسهم الممتازة إلى أسهم ممتازة قابلة للتحويل : تعتبر قابلية تحويل أسهم الممتاز إلى عادي ميز كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من السهم ، إذ تتيح له أفضلية الحصول و خلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم

<sup>1</sup> - محمد مطر ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 81 – 82 .

عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي قابلة للتحويل : هذا النوع من الأسهم لا يعطي لحامله الحق في تحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية.<sup>1</sup>

**3-3-التحديث في الأسهم الممتازة :** من أهم التحديدات التي عرفتها الأسهم الممتازة ما يلي :

-**الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة :** ظهرت عام 1982 في أمريكا حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزنة .

-**الأسهم الممتازة التي لها الحق في التصويت :** ظهرت هذه الأسهم لتعويض جملة الأسهم العادية المضمونة ، حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي تلجأ المؤسسة إلى تعويض العمال الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتاز لها بعض الصفات الخاصة ، من ضمنها الحق في التصويت كيفية الأسهم العادية.

-**أسهم التمتع :** هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضاً للمساهمين القدامى ، و يشترط أن يكون مصحوباً بذلك في القانون الأساسي للشركة ، وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة ، و أسهم التمتع تحول لصاحبها حقوق التصويت و الأرباح و غير ذلك.<sup>2</sup>

### ثانياً-السندات :

السندات أداة مديونية طويلة الأجل و ذات دخل ثابت ، يتم تداولها في سوق الأوراق المالية .

**2-1-تعريف السند :** أداة مديونية ذات صفة مالية قابلة للتداول ، و يحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند.<sup>3</sup>

كما يعرف السند بأنه إلتزام مالي تعاضدي مكتوب يتعهد بموجبه المقرض المصدر للسندا بتقديم مدفوعات إلى المقرض أي المحتفظ بالسندات ، و التي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السندات و حتى تسديد القرص في وقت مستقبلي هو ميعاد استحقاقه.<sup>4</sup>

1 - مرجع نفسه ، ص ص 83 - 85 .

2 - محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، الإطار النظري و التطبيقات العملية ، مؤسسة الوراق ، عمان ، 1993 ، ص 414.

3 - عباس كاظم الدعوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 164.

4 - أحمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم ، الاستثمار في البورصة ، أسهم ، و أوراق مالية ، دار الحامد ، عمان ، الأردن ، 2006 ، ص 106

ب-أنواع السندات : هناك مدة معايير تصف على أساسها السندات عنها :

1-تقسيم السندات على أساس حجمه : تقسيم السندات على أساس هذا المعيار إلى سندات حكومية و سندات الشركة .

1-1-السندات الحكومية : تصدر عن الدولة و مؤسساتها ، و تهدف الحكومة من وراء إصدارها تمويل احتياجاتها الجارية و الاستثمارية ، و تمتاز السندات الحكومية بميزة الأمان مما يجعلها أداة جذابة للمستثمرين بالمقارنة مع سندات الشركة .<sup>1</sup>

1-2-سندات الشركات : تصدر عن المؤسسات المالية أو شركات المساهمة في القطاع الخاص ، تمثل مدخلا لمنشآت الأعمال في تمويل احتياجاتها من مصادر التمويل الخاصة بالإضافة إلى الأسهم و القروت<sup>2</sup>

2-تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار : و فيه تنقسم السندات إلى نوعين هما :

1-2-سند لحامله : يكون السند لحامله عندما يصدر خاليا من اسم المستثمرين ، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى حجمه الإصدار ، و تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام .

2-2-سندات اسمية أو مسجلة : و يكون السند إسميا أو مسجلا من جمل اسم مالكة ، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الحصة المصدرة و السندات الإسمية أو المسجلة ، و يمكن أن تكون مسجلة بالكامل و يتمثل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي و فائدته .<sup>3</sup>

3-تقسيم السندات حسب معدل العائد : يمكن التمييز بين نوعين هما :

3-1-السندات ذات المعدل الثابت : هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض ، و هذا النوع يزداد عليه الطلب.

في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك ، و ذلك لانه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق .

1 - محمد مطر ، مرجع سبق ذكره ، 101 .

2 - محمود محمد الداغر ، مرجع سبق ذكره ، 112 .

3 - محمد مطر ، مرجع سبق ذكره ، ص 103 .

**3-2-السندات ذات المعدل المتغير :** هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق ، أو حسب معدل التضخم ، و في غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية<sup>1</sup>.

**4-تقسيم السندات على أساس الضمان:وتنقسم إلى :**

**4-1-السندات المضمونة :** تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان و الذي يكون في العادة أصلا حقيقيا ، آلات او مباني أو تجهيزات ...الخ ، و ذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء لأصل السند أو بفائدته .

**4-2-السندات غير المضمونة :** يعتمد فيها الدائن على تعهد المصدر بالدفع ، ويكون مضمونا بإجمالي أصول الشركة و مركزها المالي ، و الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع هي الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين<sup>2</sup>.

**ج-التحديث في السندات :** بالإضافة إلى السندات المعروفة بأنواعها المختلفة منذ نشأت سوق الأوراق المالية ، فقد تم استحداث سندات جديدة ، و ذلك تلبية لاحتياجات المستثمرين و متطلبات السوق .

**1-السندات التي لا تحمل كوبون :** تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق ، كما يمكنه بيعه في السوق بالسعر السائد.

**2-السندات ذات معدل الفائدة المتحرك :** و يحدد لهذه السندات سعر مبدئي يستمر العمل به لمدة سنة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديليه ليتلائم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

**3-سندات الدخل :** و فيما ينص عقد الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفائدة عن سنة لم تحقق فيها الأرباح ، و ذلك من أرباح سنة لاحقة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - عبده محمد مصطفى محمد ، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، مصر ، ص 15.

<sup>2</sup> - مروان عطوان ، الأسواق المالية ، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال ،ديوان المطبوعات الجامعية ،2005الطبعة الأولى، الجزائر ، ص 65.

<sup>3</sup> - زياد رمضان ، مروان شموط ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة ، للتسويق و التوريدات ، القاهرة ، مصر ، 2007 ، ص 109

**4-سندات المشاركة :** تعطي للمستثمرين الحق ليس فقط في الفوائد الدورية ، بل و في جزء من أرباح المنشأة.

**5-السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم :** و هي سندات تصدرها الشركات بأسعار فائدة منخفضة و يحصل حائزها على صك يعطي الحق في شراء أسهم في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند شراء السند.<sup>1</sup>

**الفرع الثاني:الأوراق المالية الهجينة :** هي المنتجات التي تتمتع بخصائص من الأسهم و خصائص من السندات ، لا تمثل حق ملكية و في نفس الوقت لا تمثل دين على الشركة .

**أولا-أنواعها :** تبرز أهم أنواعها فيما يلي:

**أ-حصص التأسيس :** و هي ورقة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية ، تصدرها شركات المساهمة ، بدون قيمة اسمية و لا تمثل حصة من رأس المال ، و تمنح أصحابها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركات مقابل خدمات أثناء تأسيس الشركة .

**ب-شهادات الاستثمار :** هي عبارة عن صك أو ورقة مالية تصدرها صناديق الاستثمار و تتخذ الشكل الاسمي أو لحاملها وفقا لشروط و أوضاع يحددها مجلس إدارة هذه السوق المالية لكل وثيقة لحاملها على حدا ، لا تصدر الوثيقة إلا بعد الوفاء بقيمتها نقدا وفقا لسعر الإصدارات و لا يجوز إصدارها مقابل حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها.<sup>2</sup>

**الفرع الثالث:الأوراق المالية المشتقة :** خلافا لما هو متعارف عليه من أدوات الدين و أدوات الملكية بمختلف أنواعها المتداولة في سوق الأوراق المالية ، فهناك نوع آخر من الأدوات يطلق عليها المشتقات المالية أو الأدوات التعاقدية .

**أولا-تعريف المشتقات المالية :** و هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول .

كما تعرف على أنها أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 34 .

<sup>2</sup> - مريميت عديلة ، حاولت قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991 ، 2002) مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، تخصص نقود و مالية ، جامعة 8ماي 1945 ، قلمة ، 2004 ، ص 24 .

<sup>3</sup> - سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 58.

**ثانيا-أنواع المشتقات المالية :** تنقسم المشتقات المالية إلى :

**أ-عقود الخيار :** هو عقد بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معيننا بسعر معين محدد سلفا خلال فترة زمنية محددة مسبقا ، و يلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك و ذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه ، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر.<sup>1</sup>

**ب-العقود المستقبلية :** هي تعاقد يتم بين طرفين احدهما بائع و الآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين ، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه و دفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق.<sup>2</sup>

**ج-العقود الآجلة :** هي عقد بين طرفين إما بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد بتاريخ معين في المستقبل .

و الفرق بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة أن العقود المستقبلية يتم تداولها في الأسواق المنظمة ، فرحين العقود الآجلة يجري التعامل عليها في الأسواق غير المنظمة.<sup>3</sup>

**د-عقود المبادلات :** و هي عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية ، تتخذ أنيا وفقا لقيمة الصفقة على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق ، عقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ يتم تسوية العقد على فترات دورية تكون ملزمة لطرفي العقد على العكس من عقود الخيار ، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية.<sup>4</sup>

**المطلب الثالث : عمليات سوق الأوراق المالية :**

يتم في سوق الأوراق المالية تداول الأوراق المالية المصدرة وفق شروط محددة ، و تتم عملية التداول وفقا للأوامر التي يتلقاها الوسطاء من وكلائهم .

**الفرع الأول:التداول و الإصدار :** و تعتبر من العمليات الأساسية في سوق الأوراق المالية .

1 - مرجع نفسه ، ص 157 .

2 - عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، ص 461 .

3 - سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 218 .

4 - عاطف وليم أندروس ، مرجع سبق ذكره ، ص 83.



**أولاً-الإصدار :** و هي العملية التي تلجأ إليها الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الحصول على المال عن طريق إصدار أوراق مالية.

و تتطلب عملية الإصدار سواء في حالة دخول الشركة لأول مرة إلى البورصة أو في حالة أنها مسجلة في البورصة عدة شروط ، ففي ما يخص الحالة الأولى يحصل تسجيل الأوراق المالية للشركة بناء على طلب الشركة المعنية و بعد موافقة الإدارة المختلفة لهذه الشؤون في البورصة و التي تمنح تأشيرة الدخول للملف المعد من قبل الشركة و الذي يتضمن عقد و ثبوتيات التأسيس و تركيبة مجلس الإدارة ، قائمة بأسماء المساهمين و وصف أنشطة و فعاليات الشركة ، و كذا المعلومات الضرورية عن الفروع التابعة لها و حساباتها المصرفية و المالية ، و كذا حالتها المالية .

أما في الحالة الثانية فإن عملية الإصدار تتطلب موافقة الإدارة المعنية على الملف المقدم من قبل الشركة و المتضمن تفاصيل و هدف العملية ، و تشير الشركة إلى المبلغ المراد تحصيله ، و عدد الأسهم و السندات الجديدة المطروحة ، و تشير أيضا إلى سعر الإصدار بالنسبة للأسهم و العائد بالنسبة للسندات.<sup>1</sup>

**ثانياً-التداول :** و يقصد بعملية تداول الأوراق المالية عملية الاكتتاب في السوق الأولية كمرحلة أولى بحيث أن هذا يسمح بتداول الأوراق المالية في البورصة كمرحلة ثانية .

و يأخذ الاكتتاب في السوق الأولية شكلان و هما :

**أ-عملية الاكتتاب المحدودة :** و هو بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية بالكامل لعدد محدود من المستثمرين و ذلك من خلال المفاوضات المباشرة .

**ب-عملية الاكتتاب العام :** و هو عرض ما يصدر من أوراق مالية جديدة للبيع لجمهور المستثمرين .

أما بالنسبة للتداول في السوق الثانوية ، فيتم باستخدام أسولين هما :

**1-أسلوب التفاوض :** حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب ، و في ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر تمام الصفقة .

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 33 ، 34 .

2- أسلوب المزاد العلني : و الذي من خلاله يتم الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع و المشتري<sup>1</sup>.

الفرع الثاني: الأوامر و تكاليف تنفيذها : يقصد بالأوامر التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة.

أولا-تعريف أوامر سوق الأوراق المالية : هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية ، و تختلف أوامر الشراء و البيع باختلاف سعر و وقت التنفيذ و لهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر و مدة صلاحية الأمر ، و تعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه ، و كل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط ، و هذا الأخير هو الوحيد الذي لديه صلاحية تنفيذ الأوامر<sup>2</sup>.

و يجب أن يتضمن الأمر المعلومات التالية :

- رمز أو اسم الورقة المالية المرغوب في الاستثمار فيها
- عدد الأوراق المراد التعامل بها
- نوع الصفقة ، أي هل هي بيع أم شراء
- نوع السوق ، فوري أم أجل
- مدة صلاحية الأمر ، يوم ، شهر ...مفتوح.
- السعر ، محدد أو غير محدد<sup>3</sup>.

## ثانيا-أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية :

<sup>1</sup> - عاطف وليم اندروس ، مرجع سبق ذكره ، ص 28 .  
<sup>2</sup> - شمعون شمعون ، البورصة بورصة الجزائر ، الأطلس للنشر ، الجزائر ، 1999 ، ص 65.  
<sup>3</sup> - محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ، الأسهم و السندات و ظوابط الانتفاع و التصرف في الفقه الإسلامي ، دار النفائس ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى، 2007 ، ص 70.

هناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية ، نذكر بعضها و التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة و وقت التنفيذ ، وبالتالي تنقسم الأوامر إلى :

1-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ : يقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه و في هذه الحالة يمكن التمييز بين المواقف التالية :

1-أوامر محددة : و يحدد فيها العميل السقف سعري للشراء و البيع ، و بالتالي فإن التنفيذ غير مؤكد ، لأن رغبة المستثمر قد تبتعد عن الظروف التي يمر بها السوق .<sup>1</sup>

2-أمر السوق : بموجب هذا النوع من الأوامر يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ، و يدل هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر ، و العكس بالنسبة لأمر البيع بسعر السوق ، و يستخدم هذا النوع من الأوامر إذا كان المستثمر يرغب في تنفيذ العملية على وجه السرعة.<sup>2</sup>

3-أمر بسعر الافتتاح أو بسعر الإقفال : حيث يصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر الفتح أو بسعر الإقفال .

4-الأمر بالسعر التقريبي : و في مثل هذا الأمر يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع قليلا عن سعر الشراء أو يقل قليلا عن سعر البيع .

ب-أوامر الإيقاف : لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ السهم مستوى معين أو تعدها .

و في حالة أوامر تتعلق بالبيع يكون لزاما على السمسار أن ينفذ الأمر إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه .

و في حالة الأوامر المتعلقة بالشراء فإن هذا يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها.

ج-الأمر بالسعر الأفضل : لا يحمل هذا النوع من الأوامر أي اقتراح فيما يتعلق بالسعر الذي تتم به عملية الشراء أو البيع فقط ، يتضمن الأمر بالبيع أو الشراء بأحسن ما يكون أو بأقل

1 - محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 14 .

2 - عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، ص 48 .

سعر ، و في هذه الحالة لا ينفذ السمسار بسعر معين ، و لكنه يبذل جهده ليتم التعاقد وفقا لأفضل سعر.<sup>1</sup>

**د-الأوامر المحددة لوقت التنفيذ :** و هي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو إلغائها.

**ه-أوامر ذات زمن محدد :** و هي طلبات مشروطة فزمن تنفيذ محدد ، و قد يكون الزمن يوما أو أسبوعا أو شهرا ، و بالتالي فالسمسار عليه التنفيذ في الفترة المحددة و إلا عد الأمر لاغيا بعد ذلك.

**و-أوامر ذات زمن مفتوح :** و تدعي كذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء ، و هي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها حيث تكون سارية حتى يلغيتها المستثمر .

**ي-أوامر التنفيذ أو الإلغاء:** و تعني الأمر شراء أو بيع فوارا و بخلاف ذلك ، يعد الأمر لاغيا<sup>2</sup>.

**ثالثا-تكاليف تنفيذ الأوامر :** لابد من أخذ تكاليف تنفيذ الأوامر البيع و الشراء بعين الاعتبار عند التعامل في السوق الأوراق المالية ، و من بين التكاليف نذكر ما يلي :

**أ-عمولة السمسرة :** و تتمثل فيما يدفع للسمسرة و غالبا ما يجري ذلك بالتفاوض ، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة ، و غالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة ، و كلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة .

**ب-الخصم على السعر :** يمنحه المشتري للبائع ، و يقف على ظروف السوق و تعاملات المشتري و البائع.

**ج-الرسوم :** و تتمثل في الرسوم المستحقة لإدارة البورصة في حالة البورصات المنظمة ، و بعض رسوم نقل الملكية و التسجيل و الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء و البيع و ندد بضرائب ضياع السوق.

الضرائب المفروضة على التوزيعات و الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

<sup>1</sup>- محمد الصيرفي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 124 ، 125.

<sup>2</sup>- محمود محمد الداغر ، مرجع سبق ذكره ، 249.

تكاليف الحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذ المعاملات بصورة جيدة.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية .

أثارت فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية ، و مازالت تثير اهتمام الباحثين و المتعاملين في السوق المالي وفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين ، مما يترتب عنه تغير في حركة أسعار الأسهم ، حيث نتجه صعودا مع الأنباء السارة و هبوطا مع الأنباء غير السارة و التي تصل بسرعة و بدون سابق إنذار .

و في ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات فلن يتمكن أي منهم في تحقيق السبق في الوصول إلى المعلومة أو في تحليلها و من ثم فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين .

### المطلب الأول : تعريف و متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية :

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط و متداخل مع المفهوم العام للفعالية ، فالفعالية تعني إمكانية تحقيق الهدف و الوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقا ، بينما الكفاءة تعني القيام بالعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة و الوقت و الربحية .

### الفرع الاول-تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية :

تعرف السوق الكفاء بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات ما كافة المعلومات المتاحة عنها ، و لا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية.<sup>2</sup>

كما يقصد بالسوق الكفاء ذلك السوق الذي يتوقع أن تستجيب فيه أسعار الأسهم علة وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه ، يكون من شأنها تغيير نظرتهم في

<sup>1</sup> - مريميت عديلة ، مرجع سبق ذكره ، ص 09 .

<sup>2</sup> - عباس كاظم الدعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 149 .

الشركة المصدرة للسهم و تتجه أسعار الأسهم هبوطاً أو صعوداً تبعاً لطبيعة الأنباء ، سارة أو غير سارة ، و في سوق يمتاز بالكفاءة ، يعكس سعر الشركة المعلومات المتاحة عنها ، سواء كانت تلك المعلومات تغير شكل قوائم مالية او معلومات تتعلق بأنشطتها ، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم ، أو غيرها من تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة ، و الذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية ، رسمة الأرباح و رقم الأعمال و غيرها ، و يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية و بشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب .

ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق ، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية و المخاطر المحيطة بها تماماً.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني:متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية :

حيث يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات و انعكاسها على أسعار الأسهم ، و يعني هذا أن القيمة السوقية قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت ، غير أنه يعتقد سبب وجود تطلبة المعاملات و الضرائب و غيرها من يكون هناك فارق كبير بين سعر السهم و قيمته ، و من هنا يمكن القول أنه في ظل السوق الكفاء يصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.<sup>2</sup>

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات و استجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات ، غير أننا لازلنا حتى الآن غير قادرين على تحديد أبعاد كفاءة السوق ، و في هذا الصدد يشير فرنسيس و ساميدلس إلى أن السوق الكفاء هو ذلك الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة ، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى مجالات أكثر ربحية ، و في هذا الصدد يلعب السوق دورين احدهما مباشر و الآخر غير مباشر .

**أولاً-الدور المباشر :** يقوم على حقيقة موادها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية ، و هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرصة استثمار واعدة فإن أخبارها وصلت إلى المتعاملين في السوق ، و تستطيع بسهولة

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 489 ، 490 .

<sup>2</sup>- أرشد فؤاد الميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار في الأوراق المالية ، تحليل و إدارة ، دار الميسرة ، عمان ، الأردن

، الطبعة الأولى، 2004 ، ص 140 .

إصدار المزيد من الأسهم بل و بيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيله الإصدار و انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتبعيه .

**ثانيا-الدور غير المباشر :** هو أن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين ، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية ، و عادة ما يكون ذلك بسعر فائدة معقولة<sup>1</sup>.

ولكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود و المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوافر سميتن أساسيتين هما : كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل .

**أ-كفاءة التسعير :** يطلق عليها الكفاءة الخارجية ، و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى كافة المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة ، لما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات ، و بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين .

**ب-كفاءة التشغيل :** يطلق عليها الكفاءة الداخلية ، و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ، و دون ان يتاح للنجار و المتخصصين ، أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أي هامش ربح مغال فيه .

كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل ، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى ، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها مما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع به الورقة المالية ، و بالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ينشأ ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف<sup>2</sup>.

1 - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2007 ، ص 500 .  
2 - عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية : أسهم ، سندات ، وثائق الاستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2006-2007 ، ص ص 188 ، 189 .

و توفر الحالتين السابقتين لكفاءة الأسواق المالية مرهون بتوفر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي :

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة ، و هذا الشرط مرتبط بتوفر عدد كبير من المباعه و المستثمرين تتوفر لهم حرية الدخول و الخروج من العمليات السوقية ، و ذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكاك .

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه ، و هو ما يتيح للمستثمرين بيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة و في الوقت المناسب و بالسرعة المناسبة ، و هو ما يوفر ميزة هامة لسوق الأوراق المالية و التي تعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه ، و التي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة و غير مبررة في أسعار الأوراق المالية ، و بالتالي تقلل من فرصة المضاربة.

- أن يتوفر سوق الأوراق المالية على وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه المعلومات دقيقة حول السعر و حجم عمليات التبادل التي تتم فيه ، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض و الطلب في الحاضر و المستقبل و التي تقدم للمستثمرين في شكل ما يعرف تبشيرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة .

- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة و بشكل يحد من عملية احتكار المعلومات .

- توفر التقنيات الحديثة و المناسبة لحركة التداول و عرض أوامر و تنفيذ الصفقات و ذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح و الاستشارة للمتعاملين في السوق و مساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع و الشراء .

كما يشترط أن يكون سوق الأوراق المالية و المتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة غدارة السوق ، و التي يشترط فيها أن تكون محايدة و مكونة من أفراد ذوي خبرة و أن تشهد هذه الهيئة سلطتها من مجموعة من النظم و اللوائح و القوانين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد مطر ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 133 ، 134 .



بالإضافة إلى كفاءة التسعير و التشغيل يجب توفير سمات أخرى في سوق الأوراق المالية حتى يعتبر سوق كفاء و هي :

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

درجة الأمان و الانضباط بين المتعاملين : و يقصد بها ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملين في السوق ، و من أمثلة تلك المخاطر الغش و التدليس و إفلاس السماسرة الذي يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم<sup>1</sup>.

### **-الكفاءة التنظيمية للسوق :**

و تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر التالية :

- توافر إطار تنظيمي واضح للسوق ، إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصاته ، إذ تحدد من خلالها السلطة و المسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار و ليس للمضاربة و تفادي عمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة ، و الارتفاع المفعل الأسعار الأسهم .

- تنظيم عملية الوساطة : إذ يؤدي تنظيم الوساطة و الرقابة إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء و السماسرة و تحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات ، و قيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق و الإعلان عن أسعار العرض و طلب الأسهم لتفادي أي أزمة يمكن أن تحدث فيه .

- كفاءة التشريعات و الالتزام بتطبيقها ، إذ يجب أن توضح للسوق التشريعات الكافية و المناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي للسوق و حجم التداول فيه ، وبالتالي يؤدي خدماته بشكل فعال.

<sup>1</sup> - ضياء مجيد ، البورصات أسواق رأس المال و أوراقها للأسهم و السندات ، مؤسسة شهاب ، الجامعة،الإسكندرية، مصر، 2003، ص 12.

- الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة ، إذ يجب أن يباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة و في الوقت المناسب لأعمال السوق .

### -الكفاءة الفنية للسوق :

تتحدد الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الآتي :

- تعدد أدوات الاستثمار ، و تظم أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية و عدم اعتمادها على الأسهم أساسا للتعامل في تفادي كثير من الأزمات و المزمات الاقتصادية ، لما يوفره ذلك من توزيع مخاطر الاستثمار ، على الرغم من أن المستثمرين عادة يفضل التعامل مع الأسهم نظرا لسهولة تداولها و المزايا الأخرى التي تحققها لحاملها ، إلا أنه لا يجب الانتصار على التعامل فيها و الاستثمار في أدوات أخرى ، كالسندات و شهادات الاستثمار و أدونات الخزينة ...الخ من الأدوات.

- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول ، إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض و الطلب على جميع أسهم الشركات ، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لأهواء الوسطاء و ضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم .

و يتضح لنا من خلال استعراضنا لسمات كفاءة السوق المالية ، أن كلا من كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل تعتبران من الركائز الأساسية الهامة التي من شأنها المحافظة على استمرار السوق و تحقيق الأهداف المنشودة له و المتمثلة في التخصيص الكفوء للموارد المالية المتاحة ، و من خلال وجود نظام كفوء و فعال للمعلومات المحاسبية تظم من خلالها المراكز المالية الحقيقية للشركات المدرجة التي بدورها تعكس القيم الحقيقية لأسهمها و أصولها ، مما ينعكس على قدرة المستثمر بتوجيه استثماراته نحو الأسهم الأكثر ربحية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : دور المعلومات المالية في كفاءة السوق :

تعد المعلومات و أنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسية لتطور و نضوح السوق المالية ، بل إن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومات المتاحة و المنشودة ، و تلك التي تدفق من قنوات متعددة عامة و خاصة من حيث مصداقيتها و موضوعيتها .

<sup>1</sup> - عباس كاظم الدعي ، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الاوراق المالية، دار الضياء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010 ، ص ص 211 ، 212 .

### الفرع الأول: مفهوم المعلومة و المعلومة المالية :

المعلومة المالية هي عبارة عن جملة من البيانات التي تم تجهيزها و لها معنى لمستخدميها و هي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات ، و كذلك أن توضح لمستخدميها شيئاً لا يعرفونه و لا يمكن التنبؤ به ، أي أنها تعمل على تخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة و حتى تؤدي المعلومة دورها الكامل ، لابد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل : الدقة الملائمة ، توفرها في الوقت المناسب ، الشمول ، الاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية ، و أخيراً العدالة و التي يعني بها توفر المعلومات و البيانات لجميع من يحتاجها بشكل متساوي .

أما المعلومات المالية ، هي عبارة عن بيانات ذات أثر مالي و تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد و المتمثل عادة في المتعاملون في السوق المالية ، حيث يقوموا بتفسير و تحليل هذه المعلومات من أجل تحديد مضامينها و من ثم استخدامها في صياغة قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية<sup>1</sup>.

### أولاً-مصادر الحصول على المعلومات :

من أبرز المصادر للحصول على المعلومات المالية هي :

#### 1-الصحف :

من أبرز الصحف التي تهتم المستثمرين هي الصحف الأمريكية خاصة منها : صحيفة نيويورك تايمز ، صحيفة وول ستريت ، صحيفة يومييات المستثمر .

#### أ-صحيفة نيويورك تايمز :

هي صحيفة يومية تعرض اهم الأخبار المالية و المحلية ، و معلومات عن احوال أسواق المال في العديد من الدول.

#### ب-صحيفة وول ستريت :

<sup>1</sup> - أرشد فوائد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية " تحليل و إدارة " ، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2004 ، ص 132 .

هي صحيفة خمسة أيام في الأسبوع ، و هي أوسع الصحف انتشارا في الولايات المتحدة الأمريكية و كذا خارجها ، و تتميز هذه الصحيفة عن سابقتها أنها تحقق أفضل تغطية للمعلومة عن المنشآت المصدرة للأوراق المالية المتداولة في البورصة .

### ج-صحيفة يوميات المستثمر :

هي صحيفة متخصصة في شؤون الاستثمار ، تعرض موضوعات تهتم كل من يفكر في توجيه جزء من موارد للاستثمار في الأوراق المالية ، كما تنشر مؤشرات السوق لقطاعات معينة ، و كذا مؤشرات لأسهم معينة .

### 2-المجلات المالية المتخصصة :

هناك العشرات من المجلات المتخصصة في مجال المال و الأعمال التي تهتم جمهور المستثمرين ، و من أهمها :

#### أ-مجلة فورشن :

مجلة أسبوعية تحليلات تنسم بالعمق في شأن بعض المنشآت أو الصناعات .<sup>1</sup>

#### ب-مجلة بارون :

مجلة أسبوعية تصدرها شركة داو جونز ، تتناول مقالات و وجهات نظر في مجالات الاستثمار و كذلك تحليل عميق لعدد من المنشآت أو الصناعات كما تقوم بنشر أسعار البيع و الشراء للصفقات ، إضافة إلى نشر إحصائيات مفيدة عن الاقتصاد القومي و أسواق رأس المال .

### 3-مطبوعات استشاري الاستثمار :

يقصد بها مطبوعات المؤسسات المتخصصة في مجال المال و الأعمال ، و من أشهرها في الولايات المتحدة الأمريكية مؤسسة ستاندر أندبور و مودي لخدمات المستثمرين .

### 4-تقارير المنشآت :

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ،مرجع سبق ذكره، ص ص 218 - 222 .

من أبرز التقارير المنشورة التي تهتم المتعاملين في البورصة ، تلك التي توجه إلى حملة الأسهم العادية و التقارير التي ترسل إلى لجنة الأوراق المالية و البورصة .

#### 5-مطبوعات بيوت السمسرة :

عادة ما يوجد في بيوت السمسرة الكبيرة أقسام متخصصة في البحوث و الدراسات ، و يتيح قسم البحوث و الدراسات للعملاء الحاليين معلومات مجانية مفيدة عن أحوال سوق رأس المال و الأوراق المالية.

#### 6-المطبوعات الحكومية :

تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة و الجوانب المالية لها بصفة خاصة ، و ذلك إضافة لكونها مصدرا للمعلومات عن العديد من الصناعات ، و تتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار و الأجور و الإنتاج و الدورات الاقتصادية و ظروف أسواق رأس المال كما تصدر الحكومة كذلك تقرير سنوي عن مستقبل ما يزيد عن 200 صناعة خلال العشرة سنوات المقبلة ، و تقارير ربع سنوية تتضمن قوائم الدخل و الميزانيات العمومية لمنشآت الصناعة مصنفة على أساس نوع الصناعة و كذا على أساس حجم المنشأة<sup>1</sup>.

#### 7-بنوك المعلومات :

و هي عبارة عن بنوك للبيانات توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة و عن المنشآت التي أصدرتها ، و تعباً تلك البيانات في ملفات الحاسوب التي يمكن شراؤها من مؤسسات متخصصة بتكلفة زهيدة .

و تتيح تلك الملفات للمستثمرين الذي يقتنيها الحصول على أي معلومات يبحث عنها<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني:أثر المعلومات على كفاءة السوق المالية :

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية و على مدى توافر البيانات و المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها و تكاليف الحصول عليها و عدالة فرص الاستفادة بها ، و أيضا على قدرة المستثمرين على فهم و تفسير و تحليل هذه المعلومات<sup>3</sup>.

1 - المرجع نفسه ، ص ص 223 ، 225 .

2 - المرجع نفسه ، ص 226 .

3 - محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 130 .

و تنعكس أهمية المعلومات المالية و الاقتصادية في ثقة المستثمرين و المتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية و تتحدد درجة هذه الثقة في نوعية كمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة و منفعة كبيرة شرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الدول المصدرة للورقة المالية و ظروف سوق تداولها ، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة.

و يمكن القول بأن المعلومات المتاحة بصفة خاصة المعلومات المالية ، تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها ، لأن القرارات الاستثمارية في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ على ضوء المعلومات المالية المنشورة.<sup>1</sup>

و خلاصة لما سبق يمكن القول أن الكفاءة في سوق رأس المال تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية ، حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على العناصر التالية:

- أهمية الإعلان المالي و دوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية ، و هو يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كاف من المعلومات المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة .
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في السوق المالية ، بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات ، و تقييم الموقف المالي للشركات ذاتها .
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول ، بحيث يكون لكل منها خصائصه و درجة الخطر المرتبطة به بما يلي احتياجات المستثمرين.<sup>2</sup>

و تجدر الإشارة في هذا المجال إلى أنه بالرغم من أهمية المعلومات و دورها في كفاءة السوق المالية ، فإنه لا يجب إغفال سلوك المستثمرين الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته و ميولاته في تفسير المعومات ، لتعبر عن طموحات و مخاوف اتجاه تحركات الأسعار مستقبلا .

<sup>1</sup> - أرشد فوائد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، مرجع سبق ذكره ، ص 132.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 132 .

و على هذا الأساس فغن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية في لحظة زمنية محددة كإنعكاس لعوامل العرض و الطلب و سلوك المستثمر اتجاه ظروف السوق.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية :

تتخذ صيغة كفاءة السوق المالية أشكالا ثلاثة في ضوء سعة المعلومات و شمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل و سريع ، إذ صنفت معظم الأبيات المالية كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات بالاعتماد على فرصة كل شكل حول وفرة المعلومات و تكلفتها ، و تتمثل هذه المستويات فيما يلي :

#### الفرع الأول: مستوى الكفاءة الضعيف أو الصيغة الضعيفة :

تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار ، إذ بموجب هذا النموذج أسعار الأسهم و السندات يفترض أن تعكس معلومات مستقاة من التسلسل التاريخي للأسعار ، أي أن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم معلومات تاريخية متعلقة بتحركات الأسعار و أحجام التداول السابقة ، وبالتالي فهي لا تحتوي على معلومات مفيدة للتوقع بالأسعار المستقبلية ، و عليه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى و أهمية للتنبؤ بالسعر مستقبلا ، طالما أن أسعار الأصول المالية ، و هذه المعلومات متاحة و شائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق ، و بالتالي يمكن الحصول عليها دون أي تكلفة لذلك لا يوجد أي أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادرا على تحقيق عائد استثنائي لأن مستوى المخاطر قد جرى تحديده للجميع استنادا للمعلومات التاريخية ، و في ضوء ذلك فسوف تكون التحركات في أسعار الأسهم و العوائد مستقبلا مستقلة تماما عن التغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد في المدة الماضية ، و هذا يعني أن التغيرات المتتالية في الأسعار مستقلة بشكل كامل عن بعضها البعض ، غياب الأنماط الدورية ذات الأهمية التنبؤية بالأسعار المستقبلية.<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني: مستوى الكفاءة شبه القوى أو الصيغة شبه القوية :

1 - المرجع نفسه ، ص 133.

2 - عباس كاظم الدعي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 203 ، 204 .

تقتضى الصيغة الشبه قوية كفاءة السوق المالية بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بها ، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المنشورة و المتاحة للمتعاملين في السوق أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات ، سواء تمثل في معلومات خاصة بالاقتصاد الكلي أو ظروف صناعة ما ، بما في ذلك التقارير المالية و غيرها من التحليلات التي تتاح للجمهور ، و في ظل هذه الصيغة تستحب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق ، و لكما زادة بسرعة استجابة الأسعار كلما كان ذلك دليل على كفاءة السوق ، و بالتالي فإن المستثمر لا يستطيع أن يحقق أرباح غير عادية كنتيجة لدراسة و تحليل هذه المعلومات ، و ذلك على حساب آخرين لم يقوموا بهذا التحليل.<sup>1</sup>

### ثالثاً: مستوى الكفاءة القوي أو الصيغة القوية :

تقتضي هذه الصيغة أن سعر السهم الحالي يتأثر بجميع المعلومات العامة و المتاحة للجميع بشكل على ، وكذلك المعلومات التي تمثلها قنوات ذات صلة مباشر بمصدر المعلومة ، مثل إدارة الشركة المصدرة لأسهم و كبار العاملين و المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار ، إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ، و هذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، و يعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية تغيرات عشوائية مستقلة و إن كان هناك من يملك معلومات خاصة ، فإن أسعار السوق لن تنعكس بالكامل على جميع الأوراق بعبارة أخرى أنه لا تتوفر أي فرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة الاحتكار المعلومات من لدى فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية ، و هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون معدومة ، لأن الأسعار السائدة في السوق ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها الحقيقية.<sup>2</sup>

### خلاصة الفصل :

1 - حامد العربي الحضري ، تقييم الاستثمارات ، دار الكتب الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر ، 2000 ، ص 172 .

2 - عباس كاظم الدعيمي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 206 ، 207 .



تعتبر أسواق المال آلية هامة و فعالة و في ذلك من خلال الدور الذي تلعبه في جميع المدخرات و تحويلها استثمارات ، إذ تنقسم هذه الأسواق إلى أسواق النقد و أسواق رأس المال الذي يسمى بالبورصة و هذه الأخيرة تنقسم بدورها أسواق مالية و تسمى بأسواق الإصدار ، يتم فيها تداول الأدوات المالية التي تصدر لأول مرة و بمجرد بيع هذه الأوراق للمرة الأولى تنتقل السوق الثانوي ، و الذي ينقسم إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة و سوق ثالث ، و سوق رابع .

إن بورصة تتمتع بتنظيم يمكنها من القيام بوظائفها المختلفة على أتم وجه و المتمثل أساسا في إتاحة قوى مستثمرة للأوراق تشجع الادخار و الاستثمار و توجيهها وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية و التجارية .

## تمهيد :

في ظل تفاقم مشكلة تمويل الاقتصاد الوطني و للتخفيف من اللجوء الأحادي و المحدد بالبنوك فقط أو السوق النقدية فيها ، و استجابة للتحويلات الاقتصادية الجارية على الساحة الوطنية ، أدرك القائمة، على الشؤون الاقتصادية للبلاد ، ضرورة قيام بورصة للأوراق المالية، حتى تضطلع بالدور المنوط بها في دفع عجلة التنمية الاقتصادية ، و في هذا الإطار يركز هذا الفصل على ظروف نشأة بورصة الجزائر و التطورات التي خضعت لها ، مع التركيز على الجوانب التنظيمية التي تشكل أحد أهم عوامل نجاح البورصة ، كما سيتناول التجربة القصيرة لبورصة الجزائر ، و محاولة التنبؤ بما سيؤول إليها أداؤها مستقبلا مقارنة بالبورصات الناشئة لاسيما العربية منها ، و سنحاول الوقوف على أوجه القصور التي تميز الجوانب المختلفة لبورصة الجزائر مما وقف عائقا أمام أهميتها و مساهمتها في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر ، كما تطرقنا إلى الأسباب العامة لتدهور نشاطها ، و كذا الدلائل الواقعية لفشلها و معوقاتها ، بالإضافة إلى كيفية تفعيل دور بورصة الجزائر في اتجاه تحسين أدائها و قيامها بالدور المنوط بها في تمويل التنمية الاقتصادية .

## المبحث الأول : علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية

تلعب أسواق رأس المال دورا كبيرا سواء بالنسبة للشركات المسجلة بالبورصة أو بالنسبة للدولة أو المستثمرين بصفة عامة و ذلك من خلال جملة الخدمات التي تقدمها للمجتمع .

### المطلب الأول : دور سوق الأوراق المالية في زيادة الادخار و خلق السيولة .

و يمكن استعراض هذا الدور على النحو التالي :

#### الفرع الأول: دور سوق الأوراق المالية في زيادة الادخار .

تعمل الأسواق المالية على تقديم وسائل إضافة للموظفين لاستثمار مدخراتهم إضافة إلى المؤسسات المالية القائمة كالبنوك ، فمع وجود فرص جديدة للاستثمار<sup>1</sup> و ما توفره السوق من أوصول تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة و العائد و المخاطرة ، فإنها تقوم بتشجيع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار .

و لكن لتحفيز زيادة المدخرات ، فإنه على الأصول المالية الجديدة أن تكون منافسة لطرق استثمارية التقليد الأخرى كالودائع في البنوك و أن تحقق خلال أعلى منها ، و أن تكون أقل خطورة ، و كذلك أن تتمتع بالسيولة اللازمة<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: دور سوق الأوراق المالية في خلق السيولة :

تؤثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة ، إذ أن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال ، و لكن غالبا ما يحجم المستثمرون عن التخلي عن مدخراتهم لفترة طويلة .

أي أن المستثمرين و خاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد ، و ذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها طالما أن تلك المنشآت مستثمرة في ممارسة نشاطها<sup>3</sup>.

و لكن أسواق لأوراق المالية تجعل الاستثمار أقل خطرا و أكثر جاذبية تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة إذا احتاجوا إلى استرداد

<sup>1</sup> - محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005 ، ص 334 .

- عمر صقر ، العولمة و القضايا المعاصرة ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2003 ، ص 121 .<sup>2</sup>

<sup>3</sup> - عمر صقر ، مرجع سابق ، ص ص 121 ، 122 .

مدخراتهم ، أو رغبوا في تغيير محافظ أوراقهم المالية ، و في الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم ، كما أن أسواق الأوراق المالية بتوفيرها للسيولة تحسن من تخصيص رأس المال ، و تعزز من أفاق النمو الاقتصادي في أجل طويل ، و إلى جانب ذلك يمكن للسيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية أن تؤدي إلى رفع مستويات الادخار و الاستثمار<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الموارد و علاج المديونية الخارجية

و يمكن توضيح هذا الدور بما يلي :

#### الفرع الأول: تخصيص الموارد :

بالنسبة لتخصيص الموارد يلعب سوق الأوراق المالية دورا بارزا في تخصيص الموارد إذ يقوم بدورين أحدهما مباشر و الأخر غير مباشر ، و يعزي الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون عوائد مستقبلية و بناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق ، هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم بل و بيعها بسعر مرتفع تحقق حصيلة كبيرة لإصدار الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل أما الدور غير المباشر فينتج عنه من زيادة إقبال المستثمرين .

إن التعامل في أسهم الشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقترضين ، و من ثم تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض .

أما الشركات التي لا تتوفر لها فرص واعدة للاستثمار فأنها تواجه صعوبة في إصدار و تصريف المزيد من الأسهم ، و إن أصدرت فتكون على حساب تقديم خصم على السعر المطروح به الأسهم ، مما يعني حصيلة أقل إصدار و من ثم تكلفة أعلى تمويل ، كما أنه إذا ما لجأت هذه الشركات إلى الاقتراض فإن ذلك يكون بسعر فائدة مرتفعة و يعمل الهيكل المالي المتطور على تخفيض تكلفة الاقتراض و يقلل من تقلبات أسعار الفائدة كذلك يشجع سوق الأوراق المالية على زيادة معدل الادخار ، و يجعله أكثر جاذبية و يتيح تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة<sup>2</sup>.

1 - محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص 235.

2 - عمر صقر ، مرجع سابق ، ص 123 .

حيث نجد الأسواق المالية تساعد على زيادة كفاءة تخصيص الاستثمارات و ذلك لأنها تعمل على زيادة الفرص الاستثمارية البديلة ، فبدلا من قيام الأفراد بحفظ ثرواتهم على أشكال معادن ثمينة كالذهب و الفضة أو عملات أجنبية أو حتى مخزونات من السلع ، فإن وجود سوق مالي كفء يساعد على استبدال هذه الأساليب في حفظ الثروات و بالتالي زيادة الأصول المنتجة في المجتمع.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: المديونية الخارجية:

تجذب أسواق الأوراق المالية المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا ، الأمر الذي يترتب عليه تلاقي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي و المتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين ، عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية ، كذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة الأجانب في تحمل المخاطر .

إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول و عادة ما تعكس القيمة السوقية للورقة الجدارة الائتمانية للدولة المديونية ، و مقدار الخصم من القيمة التعاقدية للدين عند تحويله إلى ورقة مالية بالإضافة إلى مستويات أسعار الفائدة على هذه الورقة ، و الجدير بالذكر أن أسواق الأوراق المالية تعمل على علاج مشكلة لبيد الخارجي للدول النامية من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بالأسهم ، و في إطار الجهود التي تبذل لحل مشكلة الديون الخارجية للدولة النامية ابتكرت البنوك أداة جديدة بديلة للتمويل في السوق المالي الدولي ، و هو ما يطلق عليه بمبادلة الدين بالأسهم ، حيث من خلال هذه التقنية يسمح للمستثمرين المقيمين و الأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج ، بحيث يمكن بعد ذلك الحصول على مقابلة في شكل مشاركات أو أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية و خدمية يتفق عليها ، و كذلك قيام البنوك التجارية الأجنبية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات في هذه الدول.<sup>2</sup>

و ما لا يخفى على أحد ما لهذه التقنية من مخاطر فيمكن للدول الدائنة أن تشتري ديون الدول المدينة مما يجعلها تحت رحمة الدول الدائنة .

**المطلب الثالث: دور سوق الأوراق المالية في استعادة رأس المال الهارب وتخفيف التقلبات الاقتصادية .**

**الفرع الأول: بالنسبة لاستعادة رأس المال الهارب .**

<sup>1</sup> - محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص 335 .

<sup>2</sup> - مرجع سابق ، ص ص 125 ، 130 .

لا يوجد اتفاق عام حول تعريف هروب رأس المال ، فيعتبرها بعض الاقتصاديين هي كل تدفقات لرأس المال الخاص من الدول النامية إلى الخارج ، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل أو كانت الاستثمارات في شراء أصول أجنبية أو عقارات أو في شكل استثمار مباشر في الخارج هروب بالرأس المال نظرا لندرة هذا الأخير بهذه الدول ، بينما يرى البعض الآخر أن هروب رأس المال يقتصر فقط على تدفقات رأس المال الساخنة الناتجة عن التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية ، و من ثم فإن تدفقات رأس المال العكسية من الدول النامية إلى الخارج وفقا لذلك هو قرار رشيد يهدف إلى تقليل درجة المخاطر من التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية ، و ذلك بالاستثمار في الأسواق المالية الدولية ، و من ثم تكون تدفقات رأس المال من الدول النامية إلى الدول المتقدمة وفقا لذلك الرأي قائم على هدف تنوع المحفظة المالية ، حيث أن كل مستثمري الدول النامية و المتقدمة تركز قراراتهم على مقارنة العائد بالمخاطر في كل من دولة المستثمر و الدول الأخرى ، و من ثم فإن عدم وجود فرص للاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية و غياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من أسباب هروب رأس المال إلى الدول المتقدمة.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: دور سوق الأوراق المالية في تخفيف التقلبات الاقتصادية

تقوم أسواق الأوراق المالية بجانب الآثار التضخمية لحد كبير إذ لو قامت المحلي بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي و بالتالي إحداث موجات تضخمية.<sup>2</sup>

في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب و خسائر معينة ، لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية ، الأمر الذي يؤدي إلى إليه داخلية تلطف و تحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.<sup>3</sup>

### المبحث الثاني : بورصة الجزائر

لقد نشأت بورصة الجزائر نتيجة لبعض التطورات التي شهدتها الحياة الاقتصادية في الجزائر و التي أدت إلى التحول نحو اقتصاد السوق ، و لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث

<sup>1</sup> - نفس المرجع ، ص ص 128 ، 130 .

<sup>2</sup> - صلاح الدين حسن السبسي، دراسات نظرية و تطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع القاهرة، 2003 ، ص 21 .

<sup>3</sup> - عمر صقر ، مرجع سابق ، ص ص 130 ، 131 .

التطرق لظروف نشأة بورصة الجزائر و مراحل إنشائها في ظل هذه الظروف بالإضافة إلى الإطار التنظيمي للبورصة .

**المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر و العقبات التي واجهتها**

**الفرع الأول: ظروف إنشاء بورصة الجزائر :**

إن إنشاء بورصة الجزائر يدخل ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي تفصل بين مرحلتين من التحول الاقتصادي و ذلك كما يلي :

**أولاً- مرحلة التنمية المخططة مركزياً:** تم انتهاج بديل اقتصاد السوق ، حيث عرفت الجزائر عهد الاشتراكية كنظام اقتصادي مبني على أسلوب التخطيط المركزي ، حيث لعبت الخزينة دورا هاما في تجميع الكوادر المالية للمؤسسات ، ثم القيام بتمويل الميزانية العامة و تمويل الاستثمارات المخططة ، و من جهة أخرى فإن القانون لا يسمح لأي جهة اقتصادية بإصدار قيم منقولة ما عدا الخزينة التي تصدر أدونات الخزينة ، و أدونات التجهيز ، أما البنوك التجارية اقتصر دورها على استلام الودائع و المساهمة في تنمية المدخرات و الاستثمارات.

و بذلك نجد تداخل في الصلاحيات أفرز عن آثار سلبية على الاقتصاد ، فتحويل الاستثمارات في تلك الفترة لم يتولد عنها ضرورة إنشاء سوق مالي ، و لم تطرح فكرة إنشاء بورصة ، مما ألحق بالجزائر أزمة اقتصادية و مالية و عدم القدرة على تمويل النمو الاقتصادي خصوصا مع تدهور أسعار البترول و ارتفاع معدلات التضخم ، و تراجع الاستثمارات الإنتاجية ، مما دفع بالاقتصاد الجزائري إلى انتهاج مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية للانتقال إلى مرحلة ثانية .

**ثانيا-مرحلة الإصلاحات للانتقال إلى اقتصاد السوق :**

كل المخلفات السابقة دعت الجزائر إلى القيام بجملة من الإصلاحات الرامية إلى استقلالية المؤسسات تحرير أسعار الفائدة و التجارة الخارجية ، و تشجيع الاستثمار الأجنبي ، و تسيطر برامج واسعة لخصوصية المؤسسات العمومية ، وهو ما دعى إلى إقامة سوق مالي يشكل الركيزة الأساسية لاقتصاد السوق ، فانطلاق من قانون 1988 الذي منح

الاستقلالية للمؤسسات العمومية ، و صناديق المساهمة ، صدرت عدة قوانين أخرى تدعم فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية ، حيث بدأ التحضير فعليا لإنشائها من سنة 1990.<sup>1</sup>

### ثالثا-مراحل إنشاء بورصة الجزائر :

شرع فعليا في تأسيس بورصة الجزائر في بداية التسعينات و مرت عملية إعداد البورصة على عدة مراحل يمكن حصرها فيما يلي :

#### 1-المرحلة التقديرية (1990 – 1993) :

ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية تتمثل في :

- المرسوم 90 – 101 المؤرخ في 27 مارس 1990 ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط .
- المرسوم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990 ينص على نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية ، و في نفس السنة أنشأت شركة القيم المنقولة ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 9320000.00 دج يديها مجلس غدارة متكون من 8 أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق الماهمة ، و قد نصت قوانين هذه الشركة على وضع و تنظيم يسمح بإنشاء بورصة الأوراق المالية في أفضل الشروط .

كما تم صدور ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 ممثلة في :

- المرسوم التنفيذي رقم 61 – 160 : لتنظيم المعاملات على القيم .
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 : لتحديد أشكال و أنواع القيم المتداولة و شروط إصدارها .
- المرسوم التنفيذي رقم 91 – 171 : لتحديد لجنة البورصة .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - شمعون شمعون ، البورصة ، بورصة الجزائر ، دار هومة ، الجزائر ، الطبعة الأولى، 1999 ، ص 79 .  
<sup>2</sup> - ربوح عبد الغني ، الدور المالي و الاقتصادي لبورصة القيم و أثرها على أداء المؤسسات – دراسة بورصة الجزائر- رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود و تمويل ، جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2004/2005، ص 73.



## 2- المرحلة الابتدائية (1993 – 1996) :

نتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة ، وضعت رأسمالها الاجتماعي ثم إعادة تعديل رأسمالها إلى 9320000.00 دج كما تغير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية ( B.V.M )<sup>1</sup> ، و حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة و المتمثل في :

لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSCB)

شركة تسيير بورصة القيم (SGVB)<sup>2</sup>

## 3-مرحلة الانطلاقة الفعلية ( 1996 – إلى يومنا هذا ) :

بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية من حيث :

- وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة .
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .
- تأسيس لجنة لتنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم .

و مع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و تم إعداد مجموعة من الأنظمة تتمثل في :

- النظام رقم 02/96 المتعلق بطبيعة المعلومات التي يتم نشرها على الشركات التي تدخل البورصة .
- النظام رقم 01/97 القائم على مساهمة الوسطاء في عمليات البورصة .
- النظام رقم 03/97 : تسيير بورصة الأوراق المالية .
- النظام رقم 04/97: الخاص بهيئات التوظيف في القيم المتداولة .
- النظام رقم 05/97: اتفاقيات العمل بين الوسطاء و العملاء في البورصة .

<sup>1</sup> - شمعون شمعون ، المرجع السابق ، ص 80.

<sup>2</sup> - ربوح عبد الغني ، المرجع السابق ، ص 74.

- النظام رقم 06/97: (30-11-1997) المحدد لكفية اعتماد الوسطاء في عمليا  
البورصة .

### الفرع الأول:العقبات التي واجهت إنشاء بورصة الجزائر :

لقد تأثرت بورصة الجزائر بكل الظروف و المشاكل و العقبات التي تحيط بها ، و ذلك بسبب حداثتها هذه العقبات التي كان من شأنها أن تؤثر سلبا على نشاطها - و بالتالي تؤثر سلبا على الاقتصاد الوطني ككل و الذي سطر أهدافها و بنى آمالا كبيرة على هذا النظام الجديد ، فمن الناحية التقنية و الهيكلية قد يبدو أن كل شيء جاهز أي أن للبورصة مكان و هو بقصر المعارض بالجزائر العاصمة ، كما أن هناك لجنة تسييرها ، غير أن هذا غير كافي ليعطيها النتائج المرجوة ، بسبب المشاكل التي يمكن إيجازها فيما يلي:

#### أولا-المشاكل الاقتصادية :

نتيجة للخسائر التي حققتها معظم الشركات الكبرى و التي هي في معظمها تابعة للدولة يجعل الأفراد ينفرون من الاستثمار في هذه الشركات لأن هذا الوضع لا يشجعهم على توظيف مدخراتهم في شراء أسهم هذه الشركات ، بالإضافة إلى أن هناك أسباب أخرى تقف أو تجعل الأفراد لا يقدمون على اقتناء الأسهم كارتفاع معدل التضخم و كذا معدلات الفائدة إذ تبقى هذه الأخيرة مرتفعة نسبيا على الرغم من قرار خفضها عام 1998 من قبل بنك الجزائر من 12% إلى 8% ، كل هذا جعل الأفراد لا يخاطرون بأحوالهم و بالتالي هروب أو تحويل نصف الكتلة النقدية إلى السوق الموزنة .

#### ثانيا-المشاكل القانونية :

معظم الشركات الهامة هي شركات عمومية أي ملك للدولة ، و لا يمكن اقتناء أسهمها إلا من طرف صناديق المساهمة ، أي بمعنى ملكية الأسهم تنتقل بين المساهمين المعنيين و هم صناديق المساهمة بطريقة إدارية فأهمية البورصة لا تظهر إلا إذا كان الأفراد بإمكانهم الحصول على جزء من الأسهم ، و هذا ما يفترض خصوصية الشركات<sup>1</sup>.

#### ثالثا-المشاكل التنظيمية :

تتمثل في عدم وضوح مهام البورصة بدقة ، و عدم وجود شركات مساهمة مستعدة للتخلي عن أسهمها للمستثمرين الخواص من جمهور و مؤسسات مالية ، عدم وجود وسطاء

<sup>1</sup> - أحمد بوراس ، أسواق رؤوس الأموال،مطبوعات جامعة منوري،قسنطينة، 2002،ص139.

جاهزين للعمل و ذوي خبرة تؤهلهم لذلك إضافة إلى قلة المتخصصين القادرين على إقامة بورصة على قواعد سليمة و صحيحة ، كما تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات المرشحة لدخول البورصة غير ملمة بجميع الشروط التي تسمح لها بدخولها ، و هذا راجع لضعف تنظيمها و تسييرها .

#### رابعاً-المشاكل الثقافية :

تتجسد في نقص الوعي الادخاري و ميل المواطنين للاكتناز ، و بالتالي نقص الثقافة الاستثمارية ، و ها راجع إلى تخوفاتهم الناجمة عن الاضطرابات السياسية و الاقتصادية التي عرفتها البلاد طوال العشرية الأخيرة ، و خاصة آثارها السلبية التي انعكست على قيمة العملة و منه تدني القدرة الشرائية<sup>1</sup>.

كل هذه المشاكل و غيرها تعتبر من أهم العقبات التي تقف أمام السير الحسن للبورصة في الجزائر .

#### المطلب الثاني:تنظيم بورصة الجزائر

حاول المشرع الجزائري من خلال القانون أو المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23-05-1993 إحاطة الموضوع بقدر من الأهمية الكافية ، حتى يصل إلى توفير الإطار القانوني الذي يمكن البورصة من ممارسة أنشطتها كما هو الحال بالنسبة لكل البورصات ، فمن خلال المادة الثالثة من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 ، ينص القانون على أن تشتمل بورصة تسيير بورصة القيم (SGVB) إلى جانب ما يسميه القانون بالمؤتمن المركزي على السندات و هو ما سنتناوله من خلال هذا المبحث مع التطرق لمهام كل هيئة وصلاحياتها<sup>2</sup>.

#### الفرع الأول:شركة تسيير بورصة القيم (SGVB)\*:

##### أولاً-التعريف بالشركة :

<sup>1</sup> - أحمد بوراس ، المرجع السابق ، ص 140 .

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 11 ، 2003 ، ص 21 .

\* - SGVB: societe de gestion de la bourse des valeurs mobilieres

لقد أنشأت شركة تسيير بورصة القيم من أجل إعطاء و منح الاقتصاد الجزائر مكانة تعكس أبعاده الداخلية و الخارجية ، فمنذ أن أنشأت في 25 ماي 1995 ، و هي تهتم بالتنسيق و الربط بين التنظيمات العملية و التقنية الضرورية للصفات الخاصة بالقيم المنقولة بهدف .

- السماح بفتح رأس مال الشركات الوطنية الخاصة لتنظيمها على شكل شركات أسهم .SPA.
- التصرف بكمية من أصول هذه الشركات .
- ضمان التمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العام الوطني.
- التصرف في وسيلة تمتاز بالسيولة لادخار المستثمرين لمدى طويل<sup>1</sup>.

### ثانيا-وظائف شركة تسيير بورصة القيم :

حددت المادة الخامسة عشر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 دور هذا الجهاز من حيث : " تتولى شركة لإدارة بورصة القيم المنقولة تكتسي شكل ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة<sup>2</sup> ، و بذلك يمكن القول أن شركة تسيير بورصة القيم هي شركة أسهم قد أنشأت من أجل تقديم الخدمات التالية :

أ – تسهيل الصفقات بين الوسطاء في عملية البورصة ، و ذلك عن طريق :

- ✓ وضع القوانين وقواعد تحكم سير العمل .
- ✓ وضع نظام خاص بالتحكم و الفصل في منازعات .
- ✓ وضع قرارات للتنظيم و الانضباط داخل السوق .

ب – ترقية التجارة في الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق و ذلك عن طريق إعلام الجمهور أن المؤسسة هي مبحث ثقة .

و بالتالي تعتبر هذه الشركة الإطار العام و المنظم لخدمة الوسطاء مختصين للسماح لهم بمباشرة مهامهم في إطار القوانين و التنظيمات الموضوعة لذلك .

و من هذا المنطلق فإن مهام هذه المؤسسة محددة في المواد 15 و 18 من المرسوم التشريعي رقم 10 الصادر في 23 ماي 1993<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> -أحمد بوراس ، المرجع السابق ، ص 143 .

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 34 ، 1993 ، ص 5 .

<sup>3</sup> - أحمد بوراس ، المرجع السابق ، ص 143 .

و بالرجوع إلى تلك التشريعات يمكن تحديد و تلخيص مهام هذه الشركة فيما يلي :

- التنظيم العلمي لإدخال القيم المنقولة في البورصة .
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة و اجتماعاتها .
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة .
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقول.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار و تحديدها .
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة .
- إصدار نشرة رسمية لأسعار الأوراق المالية تحت رقابة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة<sup>1</sup>.

و قد منح التشريع كما هو الحال في كل البورصات لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة حق الحصول على عمولات ، حيث نصت المادة التاسعة عشر من المرسوم التشريعي 93 - 10 على تلقي الشركة عمولات من العمليات التي تجري في البورصة ، و قد حددت قواعد فرضها و حسابها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في قرارها رقم 98 - 01 المؤرخ في 15 أكتوبر 1998<sup>2</sup>. و الذي يحدد قواعد حساب العمولات التي تحصلها الشركة من خلال نص المادة الثانية كالآتي :

- سندات رأس المال : 25% من مبلغ المعاملة .
- سندات الدين : 15% من مبلغ المعاملة .

و لا يمكن أن يقل مبلغ العمولة عن 10 دج و لا يفوق 100 ألف دج ، كما حددت المادة الثالثة من نفس القرار نسبة العمولة التي تفرضها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على كافة الجهات التي تتداول أوراقها المالية بالبورصة و حددتها بنسبة 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول مع تحديد سقف لذلك لا يتعدى المليون دينار جزائري .

**الفرع الثاني: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB):**

**أولا-التعريف بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة :**

<sup>1</sup> - خبابة حسان ، دور الخصوصية و بورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد ، رسالة دكتوراه ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 2005/2004 ، ص 314 .

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 93 ، 1998 ، ص 34 .

تعتبر لجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB الهيئة التي تشرف على سوق القيم المنقولة و تديرها و هي مؤسسة تتمتع بالاستقلالية الإدارية و المالية ، و هي مسخرة من أجل ضمان الأمن للمعاملات و حماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية ، و تقوم أيضا هذه اللجنة باعتماد و مراقبة وسطاء البورصة و السهر على حسن سير القيم المنقولة و شفافيتها.<sup>1</sup>

و قد تم إنشاء COSOB بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 الصادر في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة و بالرغم من أن اللجنة تأسست في ماي 1993 إلا أنه لم يتعين أول اعضائها إلا في 27 ديسمبر 1995 ، و لم تنصب حتى 1996.<sup>2</sup>

### ثانيا-وظائف لجنة و مراقبة عمليات البورصة :

تقوم هذه اللجنة بأداء ثلاث وظائف أساسية تتمثل فيما يلي :

#### أ-الوظيفة التنظيمية :

تتجسد هذه الوظيفة أساسا في نشاطات البورصة خاصة المتعلقة بشروط تحقيق عمليات البورصة ، من حقوق و التزامات خاصة بالأشخاص المتدخلين في هذه العملية هذا من جهة ، كما تقوم بحماية المستثمرين في القيم المنقولة من جهة أخرى ، و من أجل القيام بذلك تقوم بإصدار مجموعة من القوانين التنظيمية التي تتطلب أولا موافقة وزارة المالية حتى تصبح سارية المفعول و لها القوة القانونية ، و يمكن نشرها بالجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، و من بين هذه القوانين نذكرها في ما يلي :

- ✓ قواعد المهنة المطبقة على الوسطاء ففي عملية البورصة IOB.
- ✓ ضرورة الإعلام وقت إصدار القيم المنقولة عن طريق اللجوء العلني للادخار .
- ✓ شروط دخول و تداول القيم المنقولة في البورصة .
- ✓ إدارة المحافظ المالية بالقيم المنقولة .
- ✓ العروض العامة لبيع أو شراء القيم المنقولة .

#### ب-وظيفة الدراسة و المراقبة :

<sup>1</sup> - لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، 1997 ، ص 10 .  
<sup>2</sup> - شمعون شمعون ، المرجع السابق ، ص 114 .

و تتجلى هذه الوظيفة للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من خلال قيامها بعملية المراقبة و الحرص على تطبيق الإجراءات القانونية و التنظيمية ، كما تقوم بضمان السير الحسن لنشاط البورصة ، و ذلك عن طريق مراقبة نشاط العاملين بها ، و كذا مدى مصداقية و شفافية المعلومات المالية المنشورة و تتم ممارستها من خلال القيام بالتحقيق من :

- احترام الإجراءات القانونية من قبل الوسطاء .
- التزام الشركات التي تقوم باللجوء العلني للدخار بالإعلام الواسع للجمهور .<sup>1</sup>

### ج-الوظيفة التأديبية :

حيث نجد أن لجنة COSOB بها غرفة تحكيمية تأديبية مكونة من 5 أعضاء ( رئيس ، عضوان منتجان من طرف أعضاء اللجنة ، قاضيان معنيان من طرف وزارة العدل) ، تتمثل أهم الصلاحيات الموكلة لهذه الفرقة في تقويم كل خلاف تقني ناتج عن العمل بالقوانين و التنظيمات التي تحكم سير عملية البورصة ، و من بين هذه الخلافات نجد :

- الخلاف الناجم بين الوسطاء في عمليات البورصة فيما بينهم .
- الخلاف بين الوسطاء في عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم .
- الخلاف بين الوسطاء و زبائنهم .

أما فيما يخص الإجراءات التأديبية ، فإن للغرفة صلاحية تقويم الخلل مهما كان نوعه ، و يمكن أن تتراوح هذه الإجراءات بصفة عامة بين الإنذار ، بحسب الاعتماد إلى سحبه نهائيا بالإضافة إلى غرامات مالية .<sup>2</sup>

### الفرع الثالث:المؤتمر المركزي على السندات :

#### 1-التعريف بالمؤتمن المركزي على السندات :

إلى جانب الهيئتان السابقتين الذكر : شركة القيم المنقولة و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة جاءت نصوص القانون 03 – 04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل لنصوص المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لعزز الأجهزة المشرفة على هذه الخيرة بإنشاء ما يسمى في صلب النص بالمؤتمن المركزي على السندات ، فقد نصت المادة التاسعة عشر مكرر 2 من القانون 03 – 04 على أن تمارس وظائف المؤتمن المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم.

<sup>1</sup> - احمد بوراس ، المرجع السابق ، 142 .

<sup>2</sup> - احمد بوراس ، المرجع نفسه ، ص ص 142 ، 143 .

## 2- مهام المؤتمر المركزي على السندات :

تتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات فيما يلي :

- حفظ السندات التي تمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين .
- متابعة السندات من خلا التنقل من حساب إلى حساب آخر .
- غدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها .
- الترقيم القانوني للسندات .
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق <sup>1</sup>.

فالمؤمن المركزي على السندات بالوصف السابق يدور نشاطه حول ثلاثة محاور رئيسية نوجزها فيما يلي:

قيامه بمهمة حفظ السندات من خلال إمساكه بكافة الحسابات المتعلقة بالسندات و هي الحسابات التي تخص كافة المتخصصين في الميدان و يرتبط نشاطهم بالسوق ، و أبرزهم : المؤسسات المصدرة و الوسطاء في البورصة الذين يقومون بمهمة إمساك الحسابات المتعلقة بالسندات الخاصة بعموم المستثمرين .

قيامه بمهمة نقل السندات بالتحويل من حساب إلى حساب آخر ، من خلال تنفيذه لكافة الأوامر الصادرة عن الوسطاء في البورصة بتحويل تلك السندات ، و هي المهمة التي يؤديها المؤتمر المركزي مع ممارسته لعملية رقابة دائمة .

قيامه بمهمة التسوية المتعلقة بالحسابات سواء كانت حسابات سندات أو حسابات نقدية ، فالمؤتمن وفق الأوامر الصادرة عن الوسطاء يمكنه تحويل رصيد الحساب من دائن إلى مدين ، و العكس من ذلك و في الاتجاهين : الأول فيما يخص السندات و الثاني فيما يخص السيولة المرتبطة بالعمليات الجارية<sup>2</sup>.

ترتبط المهام السابقة للمؤتمن المركزي على السندات بكافة أنواع الأدوات المالية التقليدية من أسهم و سندات دين ، و سندات قابلة للتحويل إلى أسهم و أسهم بقسيمات اكتتاب إلى جانب سندات الخزينة و غيرها من الأوراق المالية سواء خصصت للتداول البورصة أو خارجها ، فالمهم كونها تتوفر على صفة الإدارة عبر الحسابات التي تفتحها الهيئة المعنية .

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 11 ، 2003 ، ص 22 .9

<sup>2</sup> - خباياة حسان ، المرجع السابق ، ص 321 .



يمارس المؤتمن المركزي مهامه في وجود العديد من الأطراف ذات العلاقة بنشاطه و المخول لها قانون فتح حسابات لديه ، و هي إجمال الجهات المصدرة و الجهات التي تجري معاملات بالسوق و الحافظة للسندات و التي تنحصر مهامها في التوظيف في السندات و يتعلق الأمر بالتحديد بكل من الخزينة العمومية و الوسطاء المعتمدين من قبل لجنة الشركات و التي تربطها بالمؤتمن المركزي علاقة تكون في إطار تعاقدية يضبط شروط التعامل و يحدد حقوق و واجبات كل طرف ، حتى يكون نطاق المسؤولية محدد بدقة لتسهيل ممارسة عملية الرقابة حفاظا على مصلحة السوق في النهاية.<sup>1</sup>

و قد حدد المشرع عبر نص القانون رقم 03 - 04 ، و في مادته التاسعة عشر مكرر 3 رأسمال هذه الهيئة ( المؤتمن المركزي على السندات) بمبلغ 65 مليون دج ، مقسم بين اطراف عديدة من بنوك و شركات أوراقها المالية متداولة في البورصة و هي كالتالي : البنك الخارجي الجزائري (BEA) ، القرض الشعبي الجزائري (CPA) ، البنك الوطني الجزائري (BNA) ، بنك الفلاحة و التنمية الفلاحية (BADR) الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط (CNEP)، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي مؤسسة الرياض سطيف مجمع صيدال .

مع اعتبار أن مل من الخزينة العمومية و بنك الجزائر مساهمة في الشركة بحكم القانون يستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث : الوسطاء في بورصة الجزائر و الشركات المدرجة فيها .

سنحاول من خلال هذا المبحث التركيز على الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر و مختلف المهام التي يقومون بها ، بالإضافة إلى الشركات المدرجة حاليا في بورصة الجزائر ، و كذا سنتكلم عن الشركات المتوقع دخولها و إدراج أوراقها المالية للتداول بالبورصة في المستقبل القريب .

### الفرع الأول: الوسطاء في عمليات البورصة و هيئات التوظيف الجماعي :

#### أولا - الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر (IOB) \* :

<sup>1</sup> - لطرش سميرة ، تقييم الأداء المالي لمنشأة مسجلة بالبورصة ، تخصص تسيير المؤسسات ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2002/ 2001 ، ص 75 .

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 11 ، 2003 ، ص 22 .

. - IOB : les intermediaries en operations de bourse . \*

الوسيط هو سمسار خبير في التداول على مستوى البورصة ، دوره يتمثل في تقديم النصح في كيفية توظيف و تنفيذ الأوامر المتعلقة بشراء و بيع أو تبادل القيم المنقولة ، في أحسن شروط السوق ، و بالنظر إلى حداثة نشأة بورصة الجزائر فقد اقتضى الأمر وجود وسطاء حديثي العهد يتلقون اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، بمجموعة من الشروط أهمها :

- أخذ الضمانات المناسبة ( ضمانات أخلاقية ، المكانة في السوق ) .
- ضرورة المشاركة في رأسمال شركة إدارة القيم المنقولة (SGVB).
- الالتزام بأداب المهنة و قواعد الحذر و الانضباط .
- وثائق إثبات المركبة أو إيجار المحلات المخصصة للنشاط.<sup>1</sup>

و لقد حدد المرسوم التشريعي رقم 10 - 93 المعدل و المتمم المؤرخ في 23 ماي 1993 لبورصة القيم المنقولة القانون الأساسي لوسطاء البورصة و الذي منحهم احتكار و مقارنة القيم في البورصة ، كما يتم تنظيم و مراقبة نشاط وسيط عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم و مراقبة البورصة ، كما يخضع لموافقتها.

و تحصي حاليا الساحة المالية الجزائرية 6 وسطاء في عمليات البورصة ، و هو العدد الذي يتناسب مع حجم التعاملات الجارية بها ، و عدد الأوراق المالية المتداولة فيها ، و يتناسب أيضا مع حداثة التجربة في الجزائر و من جهة أخرى يتناسب مع محيط تنعدم في ثقافة الاستثمار ، الذي جعل من نشاط مجموع الوسطاء محدودا و يتبع نشاط البورصة ، و يمكن عرض المعلومات المتعلقة بالوسطاء في بورصة<sup>2</sup> الجزائر من خلال الجدول الموالي :

#### الجدول (1) : الوسطاء في بورصة الجزائر .

الوسيط	النقاط المستخدمة في جميع أوامر العملاء
الراشد المالي Errachid El Mali	وكالات بنك الجزائر الخارجي BEA CCR CNMA
SPVM	وكالة البنك الجزائري للتنمية الريفية BADR

<sup>1</sup> - شمعون شمعون ، المرجع السابق ، ص 36 .

<sup>2</sup> - لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 2001 ، الموقع : [www.cocon.org](http://www.cocon.org)

وكالات الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين CAAR	
وكالات الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط CNEP وكالات القرض الشعبي الجزائري CPA	SOGEFI
وكالات الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT وكالات البنك الوطني الجزائري BNA وكالات بنك التنمية المحلية BDL	SOFICOP
وكالات البنك المتحد Union Bank	

المصدر : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ( www.cocob.org )

بالإضافة إلى الوسطاء المدونين بالجدول أعلاه ، هناك وسيطين تحصلا على الاعتماد و لم يشرعا في القيام بمهامهما لدى شركة القيم المنقولة ، و هما " آيسى " فرع شركة " كاروود" الأمريكية و " أفيجي" فرع لشركة تونس للقيم .

#### ثانيا-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالجزائر ( OPCVM ) \*

أولى المشرع الجزائري حيزا من الاهتمام لهذا الجانب و المرتبط بنشاط البورصات عموما ، الذي يشهد في الغالب كثافة في وجود هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ، التي ذكرها القانون عبر نص الأمر رقم 96 – 08 الصادر في 10 جانفي 1996 في مادته الأولى ، و في نوعين ؛ ما يدعى بشركات الاستثمار ذات رأسمال متغير (SICAV) ، و ما يسمى بالصندوق المشترك للتوظيف (FCP).

#### ثالثا-شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير (SICAV) :

عرفت المادة الثانية من القانون السالف الذكر شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير على أنها : " شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة و سندات دين قابلة للتداول ، تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجارية في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر" <sup>1</sup> ، كما حدد رأسمال شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 96 – 474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 وفق نص المادة الثانية بمبلغ 5000.000 دج. <sup>2</sup>

#### رابعا-صناديق التوظيف المشترك (FCP):

\* - OPCVM: Organismes de placement collectif en valeur mobilières .

1 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 03 ، 1996 ، ص 20 .

2 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 84 ، 1996 ، ص 7 .

كما تناولت المادة 13 من الأمر 96 - 08 صناديق التوظيف المشترك ، حيث عرفت كونها " ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ، و يعاد شراؤها بناءا على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية ، تضاف إليها أو تخصم منها النفقات و العمولات حسب الحالة ، لا يتمتع الصندوق المشترك للتوظيف FCP بالشخصية المعنوية "1 و حدد رأسمال الصندوق وفق نص المادة الثانية من المرسوم التنفيذي 96 - 474 بمبلغ مليون دينار جزائري .2

عن التوظيف الجماعي موجه للأفراد و المؤسسات التي تريد تسيير يومي لأصولها و بذلك فإن هيئات التوظيف الجماعي هي وسيلة لتحريك السوق المالية و تسهيل تمويل و استقطاب المدخرات للاستثمارات المنتجة ، و بالتالي فالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة يسمح للمدخرين بتفادي التسيير الذاتي للحواظ المالية الشيء الذي يتطلب إماما واسعاً بالنشاط المالي في البورصة ، و هذا من شأنها أن يعمل على التخفيض من الوقت اللازم لتسيير المحافظ المالية .3

### الفرع الثاني: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر و شروط قبولها .

قبل الحديث عن الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ، ينبغي أولا الحديث عن الشروط التي وضعها المشرع الجزائري لقبول المؤسسات للتداول في البورصة .

#### أولا-شروط القبول في بورصة الجزائر :

حسب المادة 16 - 46 من نظام COSOB رقم 97 - 03 المؤرخ في 18/11/1998:

- القبول في البورصة : يسمح للمؤسسات بالانفتاح على الخارج و يقوي شهرتها ، كما يسمح بتمويل نمو المؤسسات و سيولة سنداتها ، حيث تقدم ملفا خاصا على ذلك .
- يتم التداول في سوق البورصة وفق إطار تنظيمي محكم عن طريق وضع التسعيرة و تسيير الأوامر ( المادة 76 - 77 من نظام COSOB).

و لقد حدد المشرع الجزائري الأوراق المالية التي يمكن تداولها داخل بورصة الجزائر و شروط قبولها في تسعيرة البورصة ، و ذلك حسب المواد من 31 إلى 46 من النظام رقم 97-03 السالف الذكر ، فإن الشركة التي تطلب قبول أوراقها المالية في التداول يجب أن تتوفر على الشروط التالية :

- تكون قد نشرت الكشوف المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول .

1 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 03 ، 1996 ، ص 21 .

2 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 84 ، 1996 ، ص 7.

3 - أحمد بوراس ، المرجع السابق ، ص 153 .

- ألا تقل قيمة رأسمالها عن مائة مليون دينار جزائري .
- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي سبقت طلب القبول.
- أن توزيع الشركة على الجمهور سندات تمثل 30% من رأسمالها الاجتماعي على الأقل و ذلك يوم الإدخال على أبعاد تقدير .
- يجب أن يكون سعر السندات في القرض يساوي على الأقل مائة مليون دينار جزائري موزعة على 100 حائز على الأقل .
- فيما يخص الأسهم يجب أن تكون موزعة على 300 ساهم يملكون فرادي على الأكثر 5% من رأس المال الاجتماعي للشركة .<sup>1</sup>

### ثانيا-الشركات المدرجة في البورصة :

هناك عدة شركات مقيدة في بورصة الجزائر و هي كالتالي :

#### 1-مجمع رياض سطيف :

تم رفع رأسمال مجمع رياض سطيف سنة 1994 ليصل إلى 850 مليون دينار جزائري، و ألحقت كل أسهمها لصالح الشركة القابضة للصناعات الغذائية الأساسية ، وذلك بموجب المرسوم 25/95 المتعلق بتسيير الأموال العمومية ، و في إطار برنامج خصصة المؤسسات العمومية أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة آنذاك موافقته على إدخال الشركة إلى البورصة عن طريق رفع رأسمالها ، و بناء على هذه الموافقة بانعقاد الجمعية العامة غير العادية لمجمع رياض سطيف ، بتاريخ 29 أبريل 1998 ، ثم اتخاذ قرار رفع رأس المال العام للادخار من جهة و إدخال الشركة إلى البورصة عن طريق الإعلان ، و كان مبلغ رأس المال المسموح برفعه بقيمة 1000 مليار دينار جزائري أي ما يقارب مليون سهم ، الأسهم موضوع الإصدار تمثل أسهم عادية محررة كلية عند الاكتتاب ، و حدد سعر الإصدار بقيمة 2300 دج ، قيمتها الاسمية 1000 دج للسهم ، و يمنح لحاملها كل الحقوق المقررة من طرف القانون التجاري لاسيما التصويت و حق الحصول على التوزيعات و ثم فتح عملية الاكتتاب في 02 نوفمبر 1998 ، و استمرت إلى 15 ديسمبر 1998 .<sup>2</sup>

و تجدر الإشارة أن مجمع رياض سطيف قد أعلن انسحابه من بورصة الجزائر سنة 2006 ، و ذلك لأسباب تتعلق بصحتها المالية ، و منها عدم سيولة السهم و عدم توزيع الأرباح على المساهمين منذ سنة 2004 ، بالإضافة إلى عدم نجاعة الحالة المالية للفرع ،

<sup>1</sup> - لطرش سميرة ، مرجع سابق ، ص 52 ، 53 .

<sup>2</sup> - بدون مؤلف ، دخول رياض سطيف إلى بورصة الجزائر ، 2007 ، الموقع WWW.RIADSETIF.DZ

فكان إلزاما عليها التخلص من عبئها ، و فضلت الانسحاب من أجل الحفاظ على مصالح المستثمرين و إعادة هيكلة نفسها.<sup>1</sup>

## 2-مجمع صيدال :

قام مجمع صيدال بوضع مجموعة من الأهداف الإستراتيجية في إطار مخطط أعماله للفترة من 1998 إلى 2005 ، و بلوغ هذه الأهداف لاسيما تنفيذ برنامج الخوصصة المسطرة له من طرف الحكومة تم اتخاذ قرار من طرف مجلس المساهمات الدولية في 19 جوان 1998 ، بفتح طريق الدخول إلى رأسمال المجمع للجمهور بنسبة 20% من خلال إجراء العرض العام للبيع بسعر محدد مسبقا ، و قد تم قبول أسهم مجمع صيدال في التداول بموجب الاتفاق بين المجمع و COSOB ، بموجب هذا تم بتاريخ 11 فيفري 1998 إصدار مليون سهم محررة كلية بقيمة اسمية 2500دج ، 8000دج ، و حددت فترة الاكتتاب من 15 فيفري 1992 إلى غاية 15 مارس 1999.<sup>2</sup>

## 3-مؤسسة تسيير فندق الأوراسي :

بعد تمويل ملكية فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 28/25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة ، قامت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي برفع رأسمالها يعادل 1.5 مليار دينار جزائري و لتنفيذ برنامج الخوصصة تقرر في إطار تنشيط بورصة الجزائر المسطر من طرف الحكومة بداية من سنة 1999 طرح جزء من رأسمال الشركة بنسبة 20% في البورصة للاكتتاب بما يعادل 1.2 مليون سهم عن طريق الإعلان بقيمة اسمية 250 دج و سعر إصدار 400دج.<sup>3</sup>

## 4-شركة سونلغاز :

<sup>1</sup> - لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، انسحاب رياض سطيف من بورصة الجزائر ، 2006 ، مرجع سابق .  
<sup>2</sup> - بدون مؤلف ، إدراج صيدال ببورصة الجزائر ، 2000، الموقع [www.groupgroup.dz](http://www.groupgroup.dz)  
<sup>3</sup> - بدون مؤلف ، دخول مؤسسة تسيير الأوراسي إلى بورصة الجزائر ، 2006 ، الموقع : [www.elaurassi.com](http://www.elaurassi.com)

مرت المؤسسة الوطنية للكهرباء و الغاز بمجموعة من المراحل التنظيمية حتى أصبحت شركة ذات أسهم حسب المرسوم الرئاسي 195/02 المؤرخ في 01 جوان 2002 ، الذي حول المؤسسة من مؤسسة ذات طبعة تجارية و صناعية إلى مؤسسة ذات أسهم .

تتمثل وظائف سونلغاز في إنتاج و توزيع و نقل الكهرباء و كذا نقل الغاز و يقدر رأسمالها ب 1.5 مليار دينار مقسم على 150000 سهم بقيمة مليون دينار جزائري لكل سهم ، حيث قامت مؤسسة سونلغاز بإصدار قرض سندي ب 20 مليار دينار جزائري مقسم على 3 دفعات ، الدفعة الأولى تقدر ب 8 ملايين دينار جزائري بقيمة اسمية 102.8 دج للسند ، و معدل فائدة سنوي 3% ، أما الدفعة الثانية فتقدر ب 4 ملايين سند بقيمة 104.4 دج للسند ، و معدل فائدة 3.23% أما الدفعة الثالثة فتقدر ب 8 ملايين سند بقيمة 104.5 دج للسند بمعدل فائدة سنوي 3.25% تستحق الأولى بعد 5 سنوات، أما الدفعة الثانية فتستحق بعد 6 سنوات في حين الدفعة الثالثة تستحق بعد 7 سنوات <sup>1</sup>.

#### 5- سونا طراك :

أنشأت الشركة الوطنية للبحث و الاكتشاف و الإنتاج و النقل و تحويل المحروقات سنة 1963، و بعد عملية التأميم سنة 1971 أصبحت شركة سونا طراك تتولى المهام الإستراتيجية المركزة على البحث المعالجة و تمييع الغاز ، و بتاريخ 23 جانفي 1998 صادق المجلس الوطني للطاقة على الملف المتعلق بالقانون الأساسي للشركة ، و الذي بمقتضاه تحولت إلى شركة مساهمة تمتلك الدولة وحدها رأسمالها ، و لقد كان للشركة شرف القيام بأول عملية تتعلق بإصدار قروض سندي في السوق و ذلك بتاريخ 18 نوفمبر 1999 بعد استفتاء الشروط المتعلقة بعملية الدخول في البورصة بقرض سندي بمبلغ 5 ملايين بسعر فائدة قدره 13% و لمدة 5 سنوات ، و فيما يعد تم تعديل مبلغ القرض ليصل في النهاية 12 مليار دينار جزائري حيث وضعت تحت تصرف المستثمرين ثلاثة أصناف من الأوراق المالية بمبلغ 10000 دج ، 50000 دج ، و ذلك نتيجة للطلب الكبير على هذا السند <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - بدون مؤلف ، سونلغاز شركة ذات أسهم ، 2009 ، الموقع : www.sonelgaz.dz  
<sup>2</sup> - بدون مؤلف ، دخول سونا طراك بورصة الجزائر ، 2009 ، الموقع www.sonatrac.dz

### 6- شركة إعادة التمويل الرهني :

قامت شركة إعادة التمويل الرهني في جويلية 2003 بإصدار قرض سندي مدعم بقرارات موجهة أساسا إلى المستثمرين المؤسسيين ، و كانت قيمة العرض تقدر ب 2480.000.000 دج مقسم إلى شطرين ، الشطر الأول قيمته 1280.000.000 دج بمعدل فائدة سنوي 4% يستحق بعد ثلاث سنوات ، أما الشطر الثاني فقيمته 120.000.000 دج بمعدل فائدة اسمي 4.5% يستحق بعد خمسة سنوات ، هذه العملية رافق فيها الشركة القرض الشعبي الجزائري لصالح بنك التنمية المحلية.<sup>1</sup>

### 7- الخطوط الجوية الجزائرية :

قامت الخطوط الجوية الجزائرية في أفريل باقتراض مبلغ 4400000000 دج مدعم بأصول و مقسم إلى شطرين ، الشطر الأول قيمته 1800000000 دج يستحق بعد سنتين و نصف بمعدل فائدة اسمي 3.75% يستحق بعد خمسة سنوات و في 01 ديسمبر 2004 ، قامت الشرطة بإصدار قرض سندي ثان لها بقيمة 2500000000 دج لاقتناء 4 طائرات رفقة قطع غيار بقيمة 50000 دج للسند يستحق بعد 6 سنوات و بمعدل فائدة 3.75% للسنتين الأولتين و 4.5% للسنتين الثالثة و الرابعة و 6% للسنتين الأخيرتين.<sup>2</sup>

### 8- أليانس للتأمينات :

أعلنت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على السماح لشركة " أليانس للتأمينات " بالدخول إلى البورصة في إطار رفع رأسمالها عن طريق اللجوء العلني للادخار العام الموجهة للجمهور العريض كأول شركة جزائرية في مجال تخصصها ، إذ قامت لجنة عمليات البورصة بوضع تأشيرات على المذكرة الإعلامية التي تقدمت بها شركة التأمينات أليانس من أجل رفع رأسمالها الاجتماعي بنسبة 75% من 800 مليون دينار إلى 2.2 مليار دج خلال فترة شهر لرفع مبلغ 1.4 مليار دج من السوق المالية من خلال اكتتاب 8.1 مليون سهم جديد بقيمة اسمية تقدر ب 200 دج للسهم الواحد على أن يتم طرح تلك الأسهم لتداولها من قبل المؤسسات و الهيئات و الجمهور العريض مقابل 830 دج للسهم الواحد بداية من النصف الثاني من شهر أكتوبر القادم .

<sup>1</sup> - بدون مؤلف ، شركة إعادة التأهيل الرهني ، 2005 ، الموقع : www.algerie360.com

<sup>2</sup> - بدون مؤلف ، الخطوط الجوية الجزائرية ، 2004 ، الموقع : www.airalgerie.dz



و أعلنت لجنى عمليات البورصة عن تقسيمها للأسهم الجديدة إلى 5 أقسام تضمن القسم الأول 20% من إجمالي الأسهم حصة موجهة للأشخاص الطبيعيين من جنسيات جزائرية و 30% للمؤسسات بالإضافة إلى 30% أخرى موجهة للأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون الجزائري ، و تعني هذه الشريحة جميع المؤسسات الأجنبية الخاضعة للقانون الجزائري ، مقابل حصة مقدرة ب 10% موجهة للأعوان العاميين للتأمينات الذين يستفيدون من تخفيض ب 10% عن سعر السهم ، و هي نفس الحصة التي تم تحصيلها للعمال الأجراء في الشركة و مختلف فروعها على المستوى الوطني <sup>1</sup>.

### 9- اتصالات الجزائر :

اتصالات الجزائر هي شركة ذات أسهم برؤوس أموال عامة تعمل في سوق الشبكات و خدمات الاتصال الإلكتروني ، تم إنشاؤها طبقا للقانون المؤرخ في 05 أوت 2000 المتعلق بإعادة إنشاء طابع البريد و المواصلات ، الذي يفصل النشاطات البريدية بالأخص عن تلك المتعلقة بالاتصال ، و بالتالي تخضع اتصالات الجزائر لهذا القانون الذي يضمن لها نفس مكانة المؤسسة العمومية الاقتصادية تحت الشكل القانوني لشركة ذات أسهم بدأت النشاط رسميا في جانفي 2003 ، تتكون اتصالات من مديريات مركزية بهوية ، و مديريات عملياتية ولائية ، تور أساسا حول هذه المفاهيم الثابتة و الخدمات و كذا عمليات تدعيم الشبكات ، يضاف إلى هذه البنية ثلاث فروع و هي : النقال ( Mobilis ) ، الأنترنت (Jawab) الاتصالات الفضائية (Revsat).

وفي 17 أكتوبر 2006 أطلق اتصالات الجزائر أول قرض سندي للعموم ، بقيمة قدرها 21.5 مليار دينار جزائري خلال 5 سنوات و بنسبة فائدة تدريجية ، في 22 نوفمبر 2006 تم إدماج اتصالات الجزائر ضمن بورصة الجزائر بقرض سندي قيمته 21598560000 دج بنسبة فائدة تدريجية كما يلي : 4% في السنتين الأولتين ، 4.5% في السنة الثالثة و الرابعة ، 7.9% بالنسبة للسنة الخامسة ، تاريخ استحقاقه 2011/10/17.<sup>2</sup>

### 10- شركة دحلي :

لقد تم معلينة طلب Dahli SPA من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة المتعلق بطرح سندات للجمهور بقيمة 8.3 مليار دج لمدة 7 سنوات بنسب فائدة تصاعدية

<sup>1</sup> - بدون مؤلف ، ألياتس للتأمينات ، الطفرة التي أعادت الحياة إلى البورصة ، 29 ديسمبر 2010 ، الموقع : [www.algerie360.com/economie](http://www.algerie360.com/economie)

<sup>2</sup> - بدون مؤلف ، دخول اتصالات الجزائر لبورصة الجزائر ، 2009 ، الموقع : [www.algeriatelecom.dz](http://www.algeriatelecom.dz)

4% إلى 6.75% مشكلة في 830000 سند بقيمة اسمية قدرها 10000 دج للسند الواحد و الضمان المقدم هو رهن أصليين من أصول Dahli SPA المتمثلة في فندق الهيلتون و برج ABC.

### 11- الشركات المتوقع دخولها بورصة الجزائر :

كشف المدير العام لبورصة الجزائر فرفارة مصطفى عن إيداع ثلاث شركات للملفات من أجل دخول البورصة و هي محل الدراسة حاليا و يتعلق الأمر بشركة سوفيتال و التي أبدى صاحبها يسعد ربراب رغبة مجموعته دخول بورصة الجزائر .

أما الشركتين الأخرتين فيتعلق الأمر بمؤسسة الاسمنت بمفتاح و الشركة الأجنبية للاتصالات نجمة (Nedjma) و التي تعتبر أول شركة أجنبية ستدخل بورصة الجزائر .

كما يضيف البعض أن أوراس كوم تطرح إمكانية طرح جيزي (Djezzy) في بورصة الجزائر<sup>1</sup>.

### المبحث الثالث: أداء بورصة الجزائر :

سنحاول من خلا هذا المبحث تناول الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر ، و شروط قبول القيم المنقولة في البورصة ، و كذا شروط ضبطها ، بالإضافة إلى تقييم أداء بورصة الجزائر من خلال مؤشر نسبة رأس مال السوق و مؤشر تطور حجم التداول .

### المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر :

جانب مهم يشكل سبب تواجد البورصة تعتمد في وجودها و حجم نشاطها كسوق تداول على ما يفرزه سوق الإصدار من أوراق مالية كما و كيفا ، لذلك حرص المشرع الجزائري شأنه في ذلك شأن التشريعات المتعلقة بهذا الجانب على تحديد الشروط العامة الواجب توافرها في القيم المنقولة حتى يصبح لها حق التداول في البورصة ، و هو ما فصله الفصل

<sup>1</sup> - بدون مؤلف ، شركات جديدة تقرر دخول بورصة الجزائر ، 28 أكتوبر 2010، الموقع : www.sawt-alahrar.net

الثاني من القرار رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997<sup>1</sup>. حيث حدد بوضوح شروط قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة ، و أوكل في ذلك المهمة للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، من خلال نص المادة السادسة عشر ، فقد " ألزم الشركات التي ترغب في طلب قيمها المالية للتداول في البورصة على تعيين وسيط يتكفل بمتابعة كل إجراءات القبول و الإدخال"<sup>2</sup>

و قد شهدت بورصة الجزائر إلى غاية 2011/04/01 تداول عدة قيم منقولة و المتمثلة في أسهم شركة صيدال و أسهم مؤسسة فندق الأوراسي ، بالإضافة إلى ثلاث سندات تتمثل في سندات الخطوط الجوية الجزائرية و سندات سونلغاز و سندات اتصالات الجزائر ، بالإضافة إلى هذه القيم المنقولة ثم تداول سندات الخزينة العمومية ببورصة الجزائر في 2008/02/11 ، تتنوع بين ذات الأجل 7 سنوات ، 10 سنوات ، 15 سنة<sup>3</sup>.

#### الفرع الأول: شروط قبول القيم المنقولة في التداول :

وردت في هذا الصدد جملة من الشروط الواجب تلبيتها من قبل كل جهة مصدرة ، و كانت نقطة الانطلاق فيها وجوب أن تكون الصفة القانونية للجهة المصدرة شركة مساهمة حسب القانون التجاري ، حتى يكون طلبها محل دراسة من قبل اللجنة حسب ما نصت عليه المادة 30 من القرار رقم 97 – 03 السالف الذكر ، كما يشترط حسب نص المادة 31 على كل الشركات الراغبة في الحصول على قبول قيمتها في التداول بأن : " تكون قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين المتتاليتين لسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول ، ما لم تقرر لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها خلاف ذلك" إلى جانب جملة من الشروط نوردها من خلال النقاط التالية :

1 – أن تقوم الشركة بإعداد تقرير تقييمي لأصولها عن طريق عضو من المنظمة الوطنية للخبرات المحاسبية غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها ، و الذي يمثل جانبا مهما للغاية ، بعكس حقيقة الجهة المصدرة ، أو الراغبة في الدخول إلى البورصة ، باعتبار العملية سوف تعكس القيمة الحقيقية لأوراقها المالية كما أنها عملية إذ ما نجحت الدول ممثلة في لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من ضبطها ،

1 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 87 ، 1997 ، ص 8 .

2 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، المرجع نفسه ، ص 8 .

3 - لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، 2011 ، مرجع سابق .

تكون لبدون شك في خدمة موضوع الخوصصة و المساهمة في تسريع العملية عن طريق ما أطلق عليه القانون الخوصصة عبر السوق المالية .

2 – يشترط في جميع الشركات أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق إيداع طلب القبول في البورصة ، و بإمكان اللجنة أن ترى خلاف ذلك بما يتناسب و الظروف السائد .

3 – أن يكون قسط رأسمال المكتتب فيه لا يقل عن مئة مليون دينار ، و أن يمثل الاكتتاب الإجمالي 20% من رأس المال مع التذكير في هذا الإطار أن القانون يجيز في إطار عملية الخوصصة لشركات المساهمة التنازل عن 20% مع فسخ المجال لتلك الشركات في رفع النسبة بما يتلاءم و وضعيتها .

4 – يجب أن يصل عدد المكتتبيين إلى 300 مكتتب على الأقل ، و أن يمتلكون فرادى 5% من رأسمال الشركة كحد أقصى<sup>1</sup> .

بالنسبة لسندات الدين يجب أن يكون ثمنها لا يقل عن مئة مليون دينار يوم الإدخال يكتتب فيها على الأقل 100 مكتتب .

#### الفرع الثاني: شطب القيم المنقولة :

إن قيد القيم المنقولة في البورصة لا يعد نهائيا أو أبديا و إنما يخضع لتطور أوضاع الشركات المصدرة فيما إذا كانت سلبية أو إيجابية ، و بما تراه لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، كما يمكن للجهات المصدرة أن تطلب شطب قيمتها من السوق إذا تعلق الأمر بالأسهم ، و يتم الشطب تلقائيا إذا تعلق الأمر بالسندات عند وصول أجل استحقاقها .

لقد فسر القانون بوضوح هذا الجانب لما له من أهمية في الحفاظ على مصالح المستثمرين فقد نصت المادة 73 من القرار 97-03 السابقة الذكر على أن " شطب سند يعني أن كل السندات المرتبطة بها أو ترجع إليها ، مثل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال ، و كذا الحقوق المتعلقة بهذه السندات مشطوبة هي الأخرى من جدول الأسعار " <sup>2</sup>

كما مكن التشريع كل الجهات المصدرة أي شركات المساهمة من إمكانية سحب قيمتها من السوق عن طريق تقديمها بطلب عرض عمومي للسحب يتعلق بقيمتها المنقولة حسب ما نصت عليه المادة 75 من القرار رقم 97-03 بما يوحي في هذا الإطار ان التشريع وفر

1- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 87 ، 1997 ، ص 9 .

2 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 87 ، 1997 ، ص 12 .

خيارات واسعة ، أو بالأحرى حصر مختلف الحالات الممكن حدوث شطب قيمتها حتى لا يبقى القانون عاجزا أمام وضعية قد تشهدها السوق .

تمثل الجوانب التشريعية السابقة الذكر لبورصة الجزائر ، الجوانب المهنية ذات العلاقة بنشاط السوق و التي تطلب لإعدادها و اكتمال صورتها السابقة فترة زمنية طويلة نسبيا ، حيث خضع جانب مهم منها للتعديل و تم البعض الآخر بنصوص تشريعية أكثر تلاؤما مع المحيط الذي يستهدفه نشاط البورصة ، سعيا من الجهات القائمة إلى تأهيلها للاضطلاع بدورها المتعارف عليه ، فإذا أمعنا النظر في النصوص التشريعية المذكورة ، أو النصوص التفصيلية الأخرى و التي يسع البحث لذكرها لأمكننا الإجابة عن تساؤلنا المطروح في مقدمة هذه الدراسة ، من حيث كون الإطار التشريعي الحالي لبورصة الجزائر كاف في الوقت الراهن لإقامة سوق ذات مستوى مقبول من الكفاءة التشغيلية و كفاءة التسعير ، شرط أن تجد تلك النصوص التطبيق الفعلي ميدانيا ، و أن يحرص عمليات البورصة ، أو على مستوى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، حتى تضمن الهيئات السابقة الذكر الشفافية و العدالة المطلوبتين في السوق ، بما يحفظ مصالح جميع الأطراف ذات الصلة بنشاطها ، و يفرز قوة البورصة كمركز جذب للمستثمرين في سبيل خدمة التنمية الاقتصادية .

#### المطلب الثاني: تقييم أداء بورصة الجزائر :

قبل تفصيل هذا الجانب نشير إلى أن النتائج المسجلة على صعيد بورصة الجزائر تعتبر هزيلة ، إذا ما قورنت بمثيلاتها في دول مجاورة كبورصة تونس ، و الدار البيضاء ، و سوق عمان و غيرها من البورصات العربية ، بغض النظر عن البورصات الناشئة الأخرى التي تسجل نتائج تعتبر قياسية و تساهم بفعالية في التنمية الاقتصادية ، لذلك فالمعطيات و البيانات المعتمد عليها في التحليل تغطي نشاط البورصة منذ افتتاحها بتاريخ 13/09/1999 إلى غاية 31/12/2010 ، و تتعلق بجوانب متعددة لاسيما حجم التداول و رسملة البورصة و غيرها من الجوانب ، و منه يمكننا القول أن بإمكاننا تقييم أداء بورصة الجزائر من خلال مؤشرين : نسبة رأسمال السوق و مؤشر حجم التداول.

#### الفرع الأول: نسبة رأسمال السوق :

تمثل نسبة رأسمال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي ، و هذا ما سنتناوله من خلال الجدول التالي :

الجدول (2): تطور نسبة رأسمال السوق في بورصة الجزائر ( 1999 – 2004 )

السنوات	رأسمال السوق دج	التغيير %	PIB مليار دج	رأسمال %PIB	السوق
1999	19175	-	32382	0.57	
2000	21495	-	40988	0.52	
2001	14720	-	42418	0.35	
2002	10990	-	44554	0.25	
2003	11100	-	51240	0.22	

المصدر : زيدان محمد ، نور الدين محمد ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر.

من خلال الجدول نجد أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما من خلال نسبة رأسمال السوق إلى النتائج المحلي الإجمالي ، حيث بلغت هذه النسبة 0.59% عام 1999 ، ثم أخذت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى 0.22% عام 2003 ، و رغم أن رأسمال السوق ارتفع سنة 2000 إلى 21495 مليار دج بعد أن كان 19175 مليار دينار سنة 1999 أي بزيادة قدرها 21.10% ، و هذا راجع إلى إدراج أسهم فندق الأوراسي ، غير أن هذه الزيادة سرعان ما أخذت في التراجع إلى 11100 مليار دينار عام 2003 ، و يعزي هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة إذا ما أخذنا بعين الاعتبار أن رأسمال السوق = عدد الأسهم X سعر السهم . نضيف إلى ذلك قلة الشركات المدرجة ، و بالتالي عدم توزيع فرص الاستثمار ،<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - زيدان محمد ، نور الدين محمد ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر ، المعلقات و الآفاق – مداخلة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات – دراسة حالة الجزائر و الدول النامية – جامعة خيضر بسكرة ، الجزائر ، 21/22 نوفمبر 2006 .

الفرع الثاني: تطور حجم التداول :

نقطة التحليل في هذا الجانب نبدها من الأوراق المالية المتداولة بالبورصة و التي تعتبر جد قليلة مقارنة بباقي البورصات الناشئة ، و هذا ما ينعكس بالطبع على نشاط هذا الجهاز و عكس حجمه الذي يكاد يكون في عداد اللاموجود ، على اعتبار أن نشاط كل الأسواق يتعلق في الأساس بنشاط أسواق الإصدار ، و بالتالي بعدد ما تفرزه هذه الأخيرة من أوراق تكون موضع بيع و شراء مختلف المستثمرين ، و منه انطلاقا من ذلك يمكن عرض نشاط بورصة الجزائر للفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2010 من خلال الجدول التالي :

الجدول (3) : تطور التداول في بورصة الجزائر ( 1999 – 2010):

السنوات	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول(دج)	عدد الأوامر	عدد المعاملات
1999	286664	35348	108079390	2568	1056
2000	1896140	323490	720039160	10513	4559
2001	2275426	361445	533217905	13639	2898
2002	876337	80161	112060345	7328	2098
2003	393525	39693	172257700	1546	2071
2004	412076	22183	8432615	826	393
2005	229369	13487	4188200	226	141
2006	767643	76010	149391910	1235	64
2007	1365861	130443	960417115	3948	234
2008	2146130	184110	1218511505	2483	410
2009	1398077	143563	896650625	3357	545
2010	1081977	117729	670069575	2632	488

المصدر : الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ([www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz))

من خلال هذا الجدول نلاحظ ارتفاع عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر خلال عام 200، إذ وصل عددها إلى 4559، و يعزي هذا الارتفاع إلى الإقبال الكبير للمستثمرين على سندات سونطراك ، و كذا الإدراج الجديد لأسهم فندق الأوراسي ، لكن بعد هذا العام انخفض حجم المعاملات انخفاضاً شديداً إذ وصل إلى 141 عام 2004 ، و ذلك بسبب انخفاض أسعار هذه الوضعية تعني أن بورصة الجزائر تتجه في مسار عكسي ، و هو فعلا ما حدث سنة 2005 أين انخفض عدد المعاملات إلى 64 معاملة و ما يقابله من قيمة تداول جد منخفضة تقدر ب 4188200دج ، و انطلاقاً من سنة 2006 عاد التطور ليميز

سوق السندات لتعرف البورصة انتعاشا كبيرا لاسيما بعد إصدار شركات مثل سونلغاز و اتصالات الجزائر للسندات ، و وصل حجم التداول سنة 2006 إلى حوالي 149 مليون دينار جزائري ، ليصل نهاية 2007 إلى أقصى قيمة ب 960 مليون دينار جزائري ، و في سنة 2008 عرف حجم التداول أقصى قيمة له ، حيث بلغ 1218511505 دج ، و بعد ذلك أي سنة 2009 عرفت البورصة انخفاض التداول بها أي بلغ 896650625 دج ليوصل الانخفاض بالنسبة المقبلة أي نوصل نهاية سنة 2010 إلى 670069575 دج و عدد معاملات منخفض يقدر ب 361 معاملة.

**المطلب الثالث: الأسباب العامة لتدهور نشاط البورصة وكيفية تفعيل دورها لخدمة التنمية لاقتصادية :**

**الفرع الأول: الأسباب العامة لتدهور نشاط البورصة:**

يعد البحث في الأسباب الجهوية لتدهور الأوضاع في بورصة الجزائر أمرا بالغ التعقيد نتيجة لتظافر الكثير من العوامل التي ولدت تلك الوضعية السلبية ، و التي لم يجد لها الجهاز الإدارية القائم على نشاط شركة تسيير بورصة القيم حلا ، و وقف حاجز أمام الوضع دون تحريك ساكن ، و تبوأ مكانة الملاحظة دون أن يكون مت دخلا في إيجاد حلول لتلك الأوضاع بالتعاون طبعاً و تحت إشراف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة باعتباره الجهاز المضطلع بتلك المهام وفق ما نص عليه القانون ، و يمكن إجمال الأسباب التي أدت إلى تدور نشاط بورصة الجزائر في النقاط التالية:

**أولاً-أسباب تتعلق بظروف إنشاء بورصة الجزائر :**

شكل إنشاء بورصة الجزائر في عام 1993 حدثاً بارزاً على الصعيد الاقتصادي رغم كونه قرار سياسياً أكثر منه رغبة اقتصادية و مالية ملحة ، و تطلب الأمر في ذلك مرور قرابة الست سنوات حتى تسجل بورصة الجزائر الدخول في نشاطها الفعلي ، لعدم توفر الأدوات المالية الممكنة تدوالها إلا بعد صدور قانون الخصصة كسياسة اقتصادية جديدة انتهجتها الجزائر في الثلاثي الأخير من عام 1995 ، لتكتل العملية بتسهم أول شركة دخلت بورصة الجزائر في الثلاثي الأخير من عام 1995 ، لتكتل العملية بتسهم أول شركة دخلت بورصة الجزائر فعلياً في أول جلسة تسعيرة بتاريخ 13 - 09 - 1999 و قد مثلت السابقة فراغاً كبيراً جعل من هذا الجهاز بالنسبة للعارفين بأهميته مجرد نصوص قانونية لا أكثر ،



ليصبح بعد ذلك كيانا ماديا بدون أي نشاط بذكر ، مما أفقده إن صح التعبير بريقة ، و أحاطه بجو من الشك من حيث قدرته على القيام بدوره التمويلي المتعرف عليه من جهة تزامن إنشاء البورصة مع دخول الجزائر في الفترة الممتدة بين 1990 و 2000 في حالة الاستقرار السياسي و اقتصادي ، إضافة إلى تزامن ذلك مع مواجهة الدولة لظرف مالي خانق ساهم بقدر كبير في فشل هذه السوق الناشئة قبل أن تبدأ نشاطها ، و يعود الأمر في ذلك حسب الأخصائيين إلى خطأ في توقيت إطلاق مثل هذا الجهاز ، و عدم توخي الدقة و الحذرة المطلوبين دائما في اختيار الفرصة المناسبة لذلك ، و تحصيل الظروف الاقتصادية و المالية و الهيكلية التي يفترض أن تتعامل معها هذه السوق بشكل إيجابي و اقبال جمهور المستثمرين على التعامل معها بأقل قدر من التحفظات <sup>1</sup>.

### ثانيا- أسباب تتعلق بغياب ثقافة الاستثمار

أثبت واقع التعاملات في بورصة الجزائر ميول المستثمرين للربح دون تحمل المخاطرة سمات كرسها النهج السابق للاقتصاد الوطني ، الذي تميز بثقافة استثمار من نوع خاص جعلت من الدولة المبادر بالاستثمار و الفرد فيها عاملا ، و مستهلكا لا يعد مشاركا في عملية البناء الاقتصادي من خلال عملية الاستثمار و تحمل تبعاته السلبية و الايجابية ، و لعل الفترة أقصت بالفعل صادرات القطاع الخاص ، و أعطت الأولوية للقطاع العام مما أفقد الخواص روح المبادرة و التطوير و بالتالي افتقارهم للوعي الاستثماري المنتشر عبر الأقطار الليبرالية ، و ما يؤكد ذلك هو التوجه المتسارع للمستثمرين نحو التخلص من الأوراق المالية أي يجوزنها دون إبداء رغبة شراء تقابلها ، مما خلق فجوة واسعة بين إجمالي عروض البيع و طلبات الشراء و التي خلقت اختلال في السوق و انعكست على الأسعار الجارية للأوراق المتداولة إضافة إلى الميول المفرط للمستثمرين نحو تملك السندات دون الأسهم ، و هو ما يعكس نقص الخبرة و المعرفة في ميدان التعامل بالأوراق المالية .

في سيادة هذا الوضع فإن إنشاء بورصة الأوراق المالية لن يجد إقبال و قبولا عاما لدى جميع الأطراف كونها تمثل بالنسبة إليهم جهاز إداريا من أجهزة الدولة التي تعودوا على التعامل معها انطلاقا من قناعة راسخة لديهم : إنها أجهزة بيروقراطية معرقة للتنمية لا دافعة لها .

<sup>1</sup> - جبابنة حسان ، المرجع السابق ، ص 352 .

من هذا المنطلق فإن نشاط البورصة محكوم عليه بالفشل لأن الدولة تناست في إنشائها المحيط الخارجي لها كما تناسته على الدوام في المراحل السابقة في تبينها سياسات و توجيهات اقتصادية آلت إلى الفشل الذريع<sup>1</sup>.

### ثالثا-السوق الموازية :

تتكون هذه السوق من المؤسسات و اليد العاملة غير المصرح بها ، حيث تتميز بارتفاع أسعار المنتجات المعروضة بها ، إضافة إلى عدم دفع الضرائب ، و يتمركز نشاط هذه المؤسسات عموما في قطاعات البناء و الأشغال العمومية ، تجارة ، نقل ، حلاقة ، الأنشطة الحرفية ... الخ ، و نلاحظ أن المداخل التي يتم جنيها من هذه السوق كبيرة جدا ، و إعادة ما تمر المدخرات المحصل عليها من هذه السوق على شكل نقود سائلة بداراة التمويل الرسمية ، و هو ما يعني أن هذه السوق تؤثر على الاقتصاد من أوجه عديدة أهمها :

- توجيه النقود المتداولة نحو السوق الموازية .
- عدم الثقة في النقود الكتابية .
- إصدار النقود الورقية مما يعني تضخيم الكتلة النقدية التي تعود إلى دارة التمويل الرسمية لكن لتغذية السوق الموازية .

و يمكن استخلاص أن ظاهرة الاقتصاد الموازية تشكل قطب اجتذاب للمستثمرين و المدخرين ، حيث يجدون فيها ما يبحثون عنه على النحو الذي يحقق لهم تئمين أموالهم من نقود سائلة بشكل أسرع من استثمارها في الأصول المالية ، حيث يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطر و كذا الحصول على ربوع مضاربة .

### رابعا-أسباب تتعلق بغياب الإعلام الاقتصادي :

يعتبر الجانب الإعلامي في غاية الأهمية ، خاصة مع غياب الوعي الاستثماري الحقيقي كونه جانبا تحسيسيا ، كان بإمكانه أن يشكل دفعة لبورصة الجزائر ، خاصة في الفترة التي سبقت دخولها في النشاط الفعلي هي المدة التي قاربت الست سنوات ، فالدولة بتجاهلها للمحيط الخارجي أغفلت هذا الجانب مما أثر سلبا على نشاط السوق بصفة عامة ، إضافة إلى ذلك نجد أن جهاز البورصة في حد ذاته و المستجد فيما يسمى تسيير بورصة القيم لم تراع هذا الجانب و لم توله أهميته القصوى ، لأنه كان بالأمكان تبني برامج تحسيسية و إعلامية واسعة النطاق بغية نشر و عي استثماري لدى الفرد الجزائري ، و حثه أكثر على

<sup>1</sup> - جبانة حسان ، المرجع السابق ، ص 352 ، 353 .

الاستثمار في القيم المتدالة بالبورصة قصد إبعاده عن منافذ الاستثمار الأخرى التي لا تخدم في كثير من الأحيان ما تسطره الدولة و تسعى إلى تحقيقه .

في هذه النقطة بالذات نسجل ملاحظة هامة و تتعلق بالجانب الإعلامي لبورصة الجزائر سواء إلى الإعلام المكتوب أو المرئي ، حيث لا يسجل الواقع إلى اليوم قيام بورصة الجزائر بنشر نتائج التداول فيها دوريا في صحف يومية أو متخصصة كما هو معمول به في دول أخرى فالسؤال المطروح : كيف يمكن تصور نشاط أي بورصة في ظل مثل هذا الوضع الذي يستدعي تحركا واسعا و هادفا عله يحافظ على ما بقى من هذا الجهاز<sup>1</sup>.

#### خامسا-أسباب تتعلق بضيق السوق :

يقترن دائما نشاط البورصة و خاصة الناشئة منها بعدد الأوراق المالية المتداولة فيها و منه تنوع محاذ الأوراق المالية للمستثمرين ، و يعد ذلك بمثابة حافز لهم . أما فيما يخص بورصة الجزائر فالعكس تماما ، حيث يتم تداول عدد محدود من الأوراق المالية و هي لا تشكل في نظر الأخصائيين سببا لوجود هذه السوق ، و يعود ذلك إلى الإنشاء المسبق للبورصة من المنظور التشريعي قبل التفكير في الآلية الكفلية ، و توفير الأوراق المالية للتداول فيها ، و لعل الأمر يرتبط في هذه الحالة بعملية خصخصة منشآت القطاع العام لاسيما الإيرادية منها بمثابة دفعة قوية لكل البورصات المتقدمة ، كما حدث في بريطانيا ، التي زاد فيها نشاط بورصة لندن بعد تبني الحكومة البريطانية لبرنامج خصصة واسع النطاق أفرز عددا هائلا من القيم المنقولة للتداول في البورصة ، فما تم خصصته حتى الآن الجزائر لا يمكن الماهية في تفعيل نشاط البورصة كونها عملية تمس ما يسمى بالشركات المحلية أو المؤسسات الاقتصادية العمومية لاسيما التي تشهد متاعب مالية ، في ظل هذه الأوضاع وجدت بورصة الجزائر نفسها في مواجهة وضعية صعبة يبقى حلها بأيدي متخذي القرار السياسي و سيتعلق بخصوصية جزء من المؤسسات الاقتصادية الممكن دخولها السوق هذا من جهة ، و من جهة ثانية تواجه البورصة وجود قطاع خاص يمارس زحفا إن صح التعبير من خلال تبوأ مكانة أكثر أهمية على مستوى الاقتصاد الوطني تشكله مجموعة من المؤسسات

<sup>1</sup> - زيدان محمد ، نور الدين بومدين ، المرجع السابق ، ص 15.

الرائدة في مجالات عدة خاصة في ميدان الصناعات الغذائية التي بإمكانها دخول البورصة و الإسهام في دفعها للأمام.<sup>1</sup>

#### سادسا-أسباب تتعلق بغياب آليات إحلال التوازن :

تكمن المشكلة الحقيقية لبورصة الجزائر في عدم التوازن و اللاستقرار بحيث كانت سوقا تأخذ اتجاهها نزوليا لا يبشر بوضع صعودي على الإطلاق عبر مسيرتها القصيرة ، ولعل من أبرز الشواهد على ذلك وضعية السوق من جانب العرض و الطلب ، حيث شهدت جل القيم المتداولة تفوق دائم في العرض على الطلب دون تدخل فوري من قبل السلطات لتصحيح الانحراف لحفظ مصالح المستثمرين و السوق بصفة عامة ، و يمكن تحميل المسؤولية في ذلك لعدة أطراف نذكر منها :

- مسؤولية إحلال التوفيق في السوق باعتبارهم أطراف هدفهم الحفاظ على استقرار أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة ، و يكون رد فعلها عكس اتجاه السوق .
- إن وضع عدم التوازن تتحمل فيه لجنة تنظيم و مراقبة البورصة جزءا كبيرا من المسؤولية على اعتبار أن كافة المؤشرات تدل على التوجه السلبي للسوق دون أن تتخذ قرارات صحيحة لعلاج الانحراف رغم أن التشريع منح لها بعض الصلاحيات للحفاظ على مصالح جميع المتعاملين
- بالإضافة إلى نقص الخبرة و الكفاءة المتعلقة بالجهاز القائم على هذه اللجنة إذ يمثل 80% من الإطارات فيا إداريون في حين 20% فقط تقنيون.<sup>2</sup>

#### سابعا-الأسباب الاجتماعية و الثقافية و الدينية :

يدخل ضمن هذا الإطار الأمية ،حيث يجهل العديد من الأشخاص دور البورصة و أهميتها في التمويل بالإضافة إلى عدم الثقة في مصداقية فعالية هذه الأداة و نتيجة للخوف من مراقبة مصالح الجبانة ، بالإضافة إلى العامل الديني ، إذا أنه تتخذ سياسة سليمة لتجنيد الادخار العائلي ، بحيث يجب الأخذ بعين الاعتبار النظام القومي للمجتمع لأنه يعتبر ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة ، تمنع العديد من

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص ص 16 ، 17 .

<sup>2</sup> - جببنة حسان ، المرجع السابق ، ص 356 ، 357 .

العائلات من توظيف فوائدها من الأصول المالية خاصة منها السندات باعتبار أن عائدها يتمثل في الفائدة و التي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: كيفية تفعيل دور بورصة الجزائر لخدمة أغراض التنمية :

حسب ما ورد في أسباب فشل بورصة الجزائر يمكن القول بأن علاج هذه الوضعية يتطلب تحركا سريعا من قبل السلطة و جميع الأطراف ذات العلاقة المباشرة بالموضوع من أجل التفكير الجدي في فتح سبل أمامها على أن تعالج الانحرافات السابقة لتمكينها من لعب دورها الذي وجهت من اجله ودفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال ما تحتاجه الآلة الإنتاجية من تمويل كاف بالتوفيق و التكلفة المناسبين ، و في هذا الإطار يمكن تبني قرارات تمثل حولا في نظر المختصين منها ما وجد على الساحة الاقتصادية دون تفعيل ، و منها ما يمكن المبادرة به ليكون حلالا مناسبا ، ذلك في هذا المنظور ، يبدي البعض أن الفرصة مازالت لإنقاذ الموقف و إعادة بلورة المشكلة ، و من بين الجوانب التي من الممكن أنها تفتح آفاقا أما البورصة الجزائر و تفعيل من دورها في الاقتصاد و تساهم في تمويل التنمية الاقتصادية نذكر ما يلي :

1 - الاهتمام أكثر بالجانب الإعلامي لبورصة الجزائر ، من خلال الحملات الإعلامية للتعريف بها و المزايا التي تحققها للاقتصاد الوطني ، و تستهدف تلك الحملات جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراد أو بنوكا تجارية أو شركات تأمين ، بالإضافة إلى القائمين على شؤون المؤسسات الاقتصادية ، تابعة للقطاع أو الخاص و الممكن أن تكون في الفترة المقبلة مدرجة بالبورصة ، الاقتصادية ، تابعة للقطاع العام أو الخاص و الممكن أن تكون في الفترة المقبلة مدرجة بالبورصة ، في المجال المالي ، و بإشراف كل من شركة تسيير بورصة القيم ، و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، و ضرورة توزيع الاتجاهات التي تنظم فيها تلك الحملات بين المقتنيات الخاصة بنوي الاهتمام بالموضوع، و كذا الأوساط الجامعية و منظمات أرباب العمل ، إلى جانب الحملات الإعلامية على الصعيد السمعي البصري و المكتوب أيضا .

في هذا السياق يجب أيضا التركيز على الجانب التحسيبي للشركات ، عمومية كانت أم خاصة ، من حيث عرض المزايا الإيجابية التي يتيحها التمويل باللاوساطة المالية ، و عرض الفروق الموجودة في الواقع على صعيد تكلفة هي كل رأس المال بين التمويل بالوساطة المالية ، و التمويل عن طريق اللاوساطة المالية ، فالأمر يستدعي عرض حالات عملية لتتضح الصورة أكثر لدى القائمين على إدارة شؤون تلك الشركات إذ بات من الواضح عدم

<sup>1</sup> - جاسم علي الشامي ، السوق الإسلامي للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأصل و الواقع ، المؤتمر العملي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 743.

إدراك الكثير من المسيرين للشركات و المؤسسات الاقتصادية خاصة على مستوى مؤسسات القطاع الخاص.<sup>1</sup>

2 – تفعيل دور سوق الإصدار: كونها السبيل الكفيل لتوفير عدد من الأدوات المالية الممكن تداولها في البورصة فدور هذه السوق في الجزائر منقوص لانعدام الخبرة الكافية في هذا المجال ، و منه من جهة أخرى غياب المؤسسات الكفيلة بتنشيط العملية ، و أبرزها على الإطلاق مصاريف الاستثمار التي في غيابها تكفلت المصاريف التجارية بعملية تسويق ما تم إفرازه من أدوات مالية و بشرية تؤهلها للعب هذا الدور المهم فطالما ارتبط نشاط أسواق التداول بمدى نشاط أوراق الإصدار و استمرارها و تطوير نشاطها مرهون نشاط أسواق التداول.<sup>2</sup>

3 – لقد بينت هذه الدراسة في المطلب الأول من الفصل أن احد أسباب فشل بورصة الجزائر مرتبط بضيق السوق ، لذلك فإن نشاط البورصة مستقبلا مرهون بتوزيع الأوراق المالية المتداولة فيها ، من خلال إدراج أكبر عدد ممكن من شركات القطاع العام الخوصصة أو شركات القطاع العام ، و لتحقيق هذا الجانب يمكن ما يلي :

أ – تتمين دور الخوصصة عبر السوق المالية في الجزائر ، من خلال تسهيل مؤسسات القطاع العام و عرضها للاكتتاب العام ، شريطة أن يكون رأس المال المصدر يتعدى نسبة 50% حتى يتسنى للمساهمين توجيه السياسة العامة للشركة ، بما يناسب مصالح الملاك ، على عكس الوضع القائم حليا بالنسبة للشركات المدرجة ببورصة الجزائر.<sup>3</sup>

ب – ينبغي الحرص عند القيام بهذه العملية على طرح أوراق مالية بأسعار إصدار في متناول أكبر عدد من المكتتبين ، بهدف تجميع أكبر قدر من المدخرات و توجيهها لخدمة التنمية الاقتصادية .

ج – لضمان دور فعال لبورصة الجزائر يجب التأكيد على أهمية اختيار المؤسسات المرشحة للخوصصة ، و التي يفترض فيها توفر عامل الجذب للمستثمرين المحليين و الأجانب ، على عكس ما ثبت في التجربة الجزائرية ، إذ بينت عملية الخوصصة في الفترة السابقة استهدفت في أغلب الأحيان شركات مفلسة أو على وشط الإفلاس و في أحسن الحالات شركات تعاني من متاعب مالية.<sup>4</sup>

1 - بدون مؤلف ، بورصة الجزائر تنتظر الإنقاذ ، 8 أكتوبر 2006 ، الموقع : [www.islqmf.in.go.forum.net](http://www.islqmf.in.go.forum.net)

2 - بدون مؤلف ، بورصة الجزائر في ركود منذ سنوات ، مخطط لإنقاذ السوق المالية في الجزائر ، 03 جامفي 2011 ، الموقع : [www.terredislam.bloguez.com](http://www.terredislam.bloguez.com)

3 - بدون مؤلف ، بورصة الجزائر تنتظر الإنقاذ ، المرجع السابق .

4 - بدون مؤلف ، بورصة الجزائر ، 24 مارس 2009 ، الموقع : [www.sawt-alahrar.net](http://www.sawt-alahrar.net)

د - تفيد الأدبيات التي سبق استعراضها من خلا هذه الدراسة أن الأسهم العادية المضمونة شكلت على مستوى البورصات العالمية ملاذا للمشروعات الجديدة المدرجة في البورصة ، و الشركات غير المعروفة . كما شكلت هذه الأسهم عامل ضمان بالنسبة للمستثمرين ، و نعتقد أن بورصة الجزائر في أمس الحاجة إلى توفير عامل الضمان المفقود العام في شكل أسهم عادية مضمونة ، و تمثل كأذونات التعويض المرفقة للأسهم العادية المضمونة عامل الضمان للمستثمر مقابل إمكانية انخفاض قيمتها في السوق عند بداية التداول

ه - تشجيع المؤسسات الاقتصادية عمومية أم خاصة ، و التي لا ترغب في التمويل بالملكية ( طرح رأسمالها للاكتتاب) على الإقبال على التمويل بالدين في شكل سندات ، و الابتعاد ما أمكن عن التمويل عن طريق البنوك التجارية ، و يمكن في هذا الإطار إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو إصدار سندات ذات فائدة متغيرة .

و - يمكن للخرينة العمومية المساهمة في توزيع الأوراق المالية بالبورصة عن طريق إصدار سندات خزينة تطرح التداول ، و باعتبارها صادرة عن جهة مضمونة الدفع ، فإنها يمكنها جذب المستثمرين على حيازتها بكثافة بالشكل الذي يضمن للسوق نشاطا إضافيا و ذلك في ظل ميول المستثمرين في الجزائر إلى تملك السندات على حساب الأسهم .

ز - بالنظر لحجم الديون المستحقة على مؤسسات القطاع العام تجاه الخزينة يمكن للمؤسسات العمومية بتلك الديون إصدار سندات تطرح للاكتتاب ثم التداول في السوق ، بما يضمن تحصيل الخزينة لديونها المستحقة من جهة و من جهة أخرى تمكين السوق من التداول كم عائل من الأوراق المالية تسمح بتنويع المحافظ المالية للمستثمرين ، و لأجل ضمان الإقبال على حيازتها يمكن إصدار سندات مكفولة بضمانات<sup>1</sup>.

4 - ترتبط عملية تنشيط التداول ببورصة الجزائر بمسألة هامة - تتعلق بالمنظومة البنكية في الجزائر ، و التي تميزها كثير من أوجه القصور و تتطلب علاجها في أقرب الآجال ، فمن غير الممكن الحديث عن بورصة نشطة في وجود منظومة مصرفية لا ترقى في خدماتها إلى المستوى المطلوب و ما دامت وكالات البنوك التجارية تشكل السبيل الوحيد لتجميع أوامر الوسطاء في البورصة ، فإن الأمر يستدعي تحركا فوريا على كثير من الأصعدة ، نذكر أهمها فيما يلي :

أ - الإسراع في تجسيد مشروع إصلاح المنظومة المصرفية ، و الذي شكل محور ناشط في عدة نوات دون أي تفعيل في الميدان ، و لعل الجانب الملفت للانتباه في ذلك مشروع الربط

<sup>1</sup> - حنان حيمر ، بورصة الجزائر تبحث عن إعادة الثقة في السوق المالية ، 2008 ، الموقع : [www.elmassa.com](http://www.elmassa.com)

البنكي سواء بين وكالات البنك الواحد أو بين البنوك التجارية المختلفة ، فلا يمكن تصور دور البنوك في التنمية الاقتصادية دون تفعيل دورها في تقديم التسهيلات اللازمة لكافة عملائها بمن فيهم المستثمرين خاصة من جانب تسريع إتمام خدماتها الروتينية ، و خفض كلفتها ، ناهيك عن أهمية تنويع المنتوجات المصرفية التي تعرضها البنوك كعوامل جذب للادخار ، بما يمكنها من منح كميات معتبرة من السيولة للاقتصاد الوطني .

ب - في ظل التعطيل الذي سجلته البنوك التجارية في جمع و تبليغ أوامر البيع و الشراء للوسطاء المعتمدين ببورصة الجزائر يجب التأكيد على حتمية تسريع العملية من خلال خلق آلية كفيلة بربط وكالات البنوك التجارية بالوسطاء عن طريق شبكة ربط إلكترونية لتمكين كافة العملاء من إصدار أوامره إلى الوسطاء بشكل مباشر بما لا يترتب عن ذلك فاصل زمني قد يعرض تلك الأوامر لاحتمال عدم التنفيذ كما هو الحال عليه الآن هذا من جهة ، و من جهة أخرى طالما أن البنوك التجارية مخول لها ممارسة دور الوساطة في البورصة ، وفقا لما نص عليه القانون رقم 03- 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 ، فمن المنطقي ربط البنوك التجارية بنظام التداول ببورصة الجزائر ، حتى تتاح الفرصة لكافة المتعاملين مع البورصة في إصدار و تنفيذ أوامره انطلاقا من البنوك التجارية ، و التي تخصص فيها شبائيك وصلات خاصة بالتداول ، مجهزة بشاشات عرض أسعار السوق بما يتيح لكافة المستثمرين الإطلاع على الوضعية السائدة ، و التدخل بيعا و شراء على عدد من الأوراق المالية ، و باعتبار العملية جديدة على المستثمر الجزائري فإن النظام المقترح يمكن في البداية ألا يسمح بإصدار الأوامر من قبل العميل ذاته - و إنما يصدر أوامر لأعوان يسخرهم البنك للعملية ، يكون بمستوى تأهيل عال و يخضعون للشروط الي حددها القانون بهذا الشأن و نركز في هذا الصدد على ضرورة توخي الدقة في اختيار و تكوين هؤلاء الأعوان ، حتى يساهموا بفعالية في تكثيف التداول بالسوق <sup>1</sup> .

ج- يمكن للبنوك التجارية المساهمة في تفعيل النشاط التداول بالبورصة من خلال تدخلها في الأمر من زاويتين : الأولى كطرف يمكنه استثمار جزء من سيولته في تداول الأوراق المالية المسجلة بالبورصة و الثانية من حيث إمكانية تقديم البنوك التجارية قروضا للمستثمرين تعلق فقط بمسألة التداول بالبورصة ، و هي القروض التي تدفع مبالغها في حسابات خاصة بهذا الغرض ، و يمكن أن ترتبط بشروط تفضيلية حتى توفر سيولة أكبر للمستثمرين ، من شأنها خلق التداول إضافي بالسوق <sup>2</sup> .

1 - بدون مؤلف ، بورصة الجزائر في ركود منذ سنوات ، مخطط الإنقاذ السوق المالية ، المرجع السابق .

2 - المرجع نفسه .



د – بإمكان شركات التأمين الجزائري الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصة فوجودها إلى جانب البنوك التجارية بإمكانه إحداث ديناميكية في السوق لكن من المهم الإشارة إلى أن دعوة هذه الأطراف للاستثمار ضمن بورصة الجزائر ، لا يعني في الواقع تنشيط التداول بالسوق على حساب مبدأ قيام البنوك و شركات التأمين المتمثل في تحقيق و تعظيم الربح ، و يجب أن ينبع كل تحرك نحو التعامل مع بورصة الجزائر من عمق اقتصادي و مالي بحت ، و بحسابات دقيقة تخص هذا المجال الحساس .

5 – تتطلب المرحلة المقبلة إعادة النظر و صفة شاملة في الكوادر البشرية المؤطرة لنشاط كل من شركة تسيير بورصة القيم ، و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، فبالنظر لحدثة التجربة في الجزائر ، و نقص الإدراك بأهميتها و الدقة التي تطبعها ، من الضروري إعطاء أهمية أكبر للعنصر البشري المرتبط بنشاط السوق ، من حيث استيفائه للشروط التي حددها القانون ، مع التركيز على نوعية التكوين المطلوب ، و التخصص في مجال و إخضاع جميع العناصر البشرية لدورات تكوين متخصصة تمكنهم من الإلمام بكافة جوانب السوق .

6 – من المهم في الفترة المقبلة التركيز على دور الوساطة في البورصة ، خاصة من جانب الأعوان المؤهلين لإجراء معاملات في السوق ، و الذين يفترض فيهم التخصص في الميدان ، لكي ترقى خدماتهم إلى مستوى أفضل يمكنهم من إرشاد المستثمرين بخصوص الاستثمار في الأوراق المالية ، و حتى يلتزم الوسطاء بإخضاع أعوانهم لتكوين متخصص ، و يمكن للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في هذا الصدد تعيين الجهات المخول لها إعطاء هذا النوع من التكوين ، سواء كانت محلية أو أجنبية<sup>1</sup>.

7 – ضرورة التجسيد الفعلي لدور المؤتمن المركزي على السندات و تسيير كافة الإمكانيات المادية و البشرية لعملة في الميدان حتى يساهم بفعالية في تسريع التسوية النهائية لكافة الصفقات المبرمة في السوق لاسيما انتقال ملكية الأوراق المالية و تقريب هذه العملية من حيث أجالها إلى المقاييس الدولية ، فالتباطؤ في إتمام هذا الأمر يعطل مصالح المستثمرين خاصة من جانب اتخاذ قراراتهم الاستثمارية<sup>2</sup>.

8 – توفير الحد الأدنى من الاستقرار السياسي و القانوني ، يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال الفائضة بدل المدخرين و حسن توجيهها كما أن وجود هذا الاستقرار يسمح بتطوير البورصات و ترقيتها ، أما بخصوص الاستقرار القانوني يعتبر من

1 - حسان خباياة ، المرجع السابق ، ص 408 .

2 - بدون مؤلف ، بورصة الجزائر ، المرجع السابق .

المتطلبات التي تساهم بفعالية لترقية و نمو سوق البورصة ، و توفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الاقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناء على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات في السوق .<sup>1</sup>

### خلاصة الفصل :

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات ، و لما كان هذا الوضع هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد ، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات ، و قد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها و ذلك بإنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم ، و لكن و رغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها ، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا .

<sup>1</sup> - بدون مؤلف ، بورصة الجزائر في انتضار قرار سياسي ينقذها ، المرجع السابق

و ما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو إنتاج لعدد من المعوقات ، سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة في الجزائر أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني ، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام .

## خاتمة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع و توجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر التمويل المتنوعة.

حيث تكتسي البورصة أهمية بالغة في اقتصاديات الدول كأحد المتطلبات الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال قيامها بدور هام يتمثل في استحداث نوعيات جديدة من الأوراق المالية التي تناسب رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية وكذا رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المستثمرة ذات الاحتياج المالي.

ونظرا لأهمية البورصة في الاقتصاد الوطني، فقد سارعت الجزائر إلى إنشاء سوق للأوراق المالية والتي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات، والتي بدأت عملها بصدور المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المالية، لكن رغم مرور العديد من السنوات إلا أن عمل هذه السوق لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى رأس مالها السوقي مقارنة إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي.

وما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه سوق الأوراق المالية الجزائرية، إنما هو نتاج للعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو الهيكل التنظيمي للسوق، أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني مع التركيز على بعض القطاعات دون الأخرى في جانب الاستثمارات وهشاشة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، لذا لا بد أن تحظى هذه السوق بكثير من الإهتمام.

## اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى صحيحة لأن أسواق الأوراق المالية تعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع و توجيه الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين و الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد و صغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم وتوفر للمنشآت مصادر تمويلية متنوعة، مما يساهم بدرجة كبيرة في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية.

الفرضية الثانية صحيحة لأن الطرق و الأدوات المستعملة محدودة و أسعار الأسهم و السندات غير جاذبة للمدخرين و المستثمرين، وكذلك الشركات المدرجة في البورصة غالبيتها شركات عمومية، و بتالي فهي لاتبحث عن تحقيق الربحية و تتميز بادائها الاقتصادي الضعيف، وهو ما أدى إلى التأثير على عمل البورصة بصفة عامة و الشركات المدرجة فيها بصفة خاصة.

الفرضية الثالثة خاطئة لأن البورصة في الجزائر لم تساعد على زيادة سرعة العجلة التنموية، وذلك بسبب وجود قصور كبير في أدائها في عدة مجالات، سواء من حيث قدرتها على استقطاب شركات القطاع الخاص أو من حيث حجم التداول، وهذا يرجع إلى عوامل كثيرة منها عوامل داخلية و يتعلق الأمر بالأجهزة المشرفة على سير عمل البورصة، ومنها ما يرجع إلى العوامل المحيطة بها و التي لم تخضع لعملية تهيئة و تأهيل كافي لتسهيل قيام البورصة بدورها التمويلي للتنمية الاقتصادية على أكمل وجه.

**النتائج:** من خلال الدراسة التي قمنا بها توصلنا إلى النتائج التالية:

- إن عملية التنمية الاقتصادية يمكن الوصول إليها من خلال توفر مجموعة من المتطلبات و المستلزمات. - تعد بورصة الأوراق المالية أحد الركائز الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية.
- إن انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية عامل مهم للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر.
- للبورصة جملة من الوظائف تبرز في اعتبارها وسيلة لتحفيز وتشجيع الادخار والاستثمار وتوجيهها، وأنها سوق دائمة ومستمرة كما تساهم في تأمين جو المنافسة و توفير السيولة اللازمة للاستثمار طويل الأجل و أنها أداة لتقييم المؤسسات و بارومتر لقياس تغيرات الضغط باعتبار أنها تعكس و تقيس بصفة دقيقة الواقع الاقتصادي سواء للمؤسسة أو الاقتصاد الوطني .
- انخفاض العائد المتحصل عليه من الاستثمار في بورصة الجزائر جعل المستثمرين يفضلون الاستثمار في الموجودات الثابتة كالعقارات و الودائع.
- انخفاض معدل الادخار في الجزائر مما أدى إلى تقليل الموارد المالية المتاحة للاستثمار، إضافة إلى انعدام ثقة الاستثمار في البورصة لدى الكثير من المستثمرين الجزائريين.
- ضعف السيولة ويمكن ملاحظة ذلك من خلال عدد العمليات التي تبرم و عدد أيام التداول في السنة.

**التوصيات:** في ضوء هذه الدراسة تم الوصول إلى ما يلي:

- رفع مستوى الشفافية و الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة و تبسيطها، و بصفة خاصة الميزانيات السنوية و تقارير مجالس الإدارة و حسابي الأرباح و الخسائر.
- تفعيل القوانين والتشريعات التحفيزية لدخول البورصة للمؤسسات الاقتصادية أو المصرفية سواء العامة أو الخاصة.
- العمل على نشر الوعي الادخاري و التوظيف المالي لدى الأفراد من خلال وسائل الإعلام المختلفة.
- تفعيل نشاط هيئة السوق المالية من خلال إنهاء التضارب بينها و بين الجهات الرسمية الأخرى، من خلال إعطائها الاستقلالية التامة في اتخاذ القرارات المتعلقة بسير عمل البورصة.
- وضع سياسة اقتصادية تعتمد على البورصة كمصدر تمويلي أساسي لها.
- توفير مصادر للمعلومات المالية المحلية أو الدولية لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار.
- العمل على ربط بورصة الجزائر بالبورصات العالمية للاستفادة من تجارب الآخرين.
- إدراج ممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء في الهيئات المكونة لبورصة الجزائر.

### **آفاق الدراسة:**

من خلال هذا البحث فإننا لم نستطع أن نلم بمختلف جوانب هذا الموضوع، الذي يبقى واسعاً للبحث في مواضيع مختلفة يمكن تناولها بالدراسة مستقبلاً، ولعل أهم هذه الآفاق: "معرفة المتطلبات الأساسية لتطوير سوق الأوراق المالية الجزائرية، والإجراءات التي يجب اتخاذها لتفعيل دورها في تمويل التنمية الاقتصادية".

## قائمة المراجع .

### 1-الكتب:

- 1- إبراهيم مشوري ، التخلف و التنمية ، دار المنهل اللبناني،لبنان ،الطبعة الأولى،2002 .
- 2- أحمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم ، الاستثمار في البورصة ، أسهم ، و أوراق مالية ، دار الحامد ، عمان ، الأردن ، 2006 .
- 3- أرشد فؤاد الميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار في الأوراق المالية ، تحليل و إدارة ، دار الميسرة ، عمان ، الأردن ،الطبعة الأولى، 2004 .
- 4- أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية " تحليل و إدارة " ، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الأردن ،الطبعة الأولى، 2004 .
- 5- إسماعيل شعباني، مقدمة في اقتصاد التنمية، دار هومه للطباعة والنشر، الجزائر، 1992.
- 6- جبار محفوظ ، سلسلة التعريف بالبورصة ، ج3، تنظيم و غدارة البورصة، دار هومة ،الطبعة الأولى، 2002 .
- 7- جمال الدين لعويسات، العلاقات الاقتصادية الدولية و التنمية، دار هومة، الجزائر، 2002،
- 8- حامد العربي الحضري ، تقييم الاستثمارات ، دار الكتب الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر ، 2000.
- 9- زياد رمضان ، مروان شموط ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة ، للتسويق و التوريدات، القاهرة ، مصر، 2007 .
- 10-سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، الدار المصرية،مصر،الطبعة الأولى، 2003.
- 11-سعيد توفيق ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، القاهرة ، 2000.
- 10- سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات ، مصر ، 2005.
- 11- سمير محمد عبد العزيز، تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1988.
- 12- شمعون شمعون ، البورصة ، بورصة الجزائر ، دار هومة ، الجزائر ، 1999 .
- 13- شمعون شمعون ، البورصة بورصة الجزائر ، الأطلس للنشر ، الجزائر ، 1999 .

- 14- صبحي تادريس قريصة، مذكرات في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، 1992.
- 15- صلاح الدين حسن السيبي، دراسات نظرية و تطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع القاهرة، 2003 .
- 16- صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية " علميا – عمليا" ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، الطبعة الأولى، 2000.
- 17- ضياء مجيد ، البورصات أسواق رأس المال و أوراقها للأسهم و السندات ، مؤسسة شهاب ، الجامعة ، الإسكندرية ، مصر ، 2003.
- 18- طارق عبد العال حماد ، دليل التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2007.
- 19- عادل مختار الهواري، التنمية الاقتصادية، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1995.
- 20- عاطف وليم أندروس ، أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2006 .
- 21- عاطف وليم اندروس، اسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى، 2007 .
- 22- عباس كاضم الدعي ، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية ، دار الصفاء للنشر التوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى، 2010.
- 23- عبد الرحمان توفيق ، البورصات المالية و تكوين محافظ الاستثمار، مركز الخبرات المهنية للإدارة ، مصر ، الطبعة الأولى، 2004.
- 24- عبد الغفار الحنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال ، الدار الجامعية للطباعة و النشر ، الإسكندرية ، 2002.
- 25- عبد الغفار حقي ، رسمية قرياصة الأسواق المالية و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية للطباعة و النشر ، الإسكندرية ، مصر ، 2005.
- 26- عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية : أسهم ، سندات ، و وثائق الاستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2006-2007 .
- 27- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال ، البورصات ، مصارف الشركات التامين ، دار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2003.
- 28- عبده محمد مصطفى محمد ، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2006.
- 29- عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية " البورصة" دار أسامة للنشر و التوزيع ، الأردن ، الطبعة الأولى، 2008.



- 30- علي جدو الشرفات، التنمية الاقتصادية في العالم العربي، دار عيش الزمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 31- علي لطفي وآخرون، التنمية الاقتصادية، دار عين الشمس، مصر، 2001.
- 32- عمر صقر ، العولمة و القضايا المعاصرة ، الدار الجامعية الإسكندرية ، 2003 .
- 33- فليح حسن خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، عالم الكتب الحديثة، الأردن، 2006.
- 34- مالكوم جليز وآخرون، اقتصاديات التنمية، دار المريخ للنشر، السعودية، 1995.
- 35- محمد ألبنا، التنمية والتخطيط الاقتصادي، مكتبة زهراء الشرق، قطر، 1996.
- 36- محمد الصيرفي ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى، 2008 .
- 37- محمد الفرجاني حصن، أفريقيا وتحديات العولمة، الدار اللبنانية، لبنان، 2003.
- 38- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية للطباعة و النشر ، الإسكندرية ، مصر ، 2005.
- 39- محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، عمان، 2005 .
- 40- محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ، الأسهم و السندات و ظوابط الانتفاع و التصرف في الفقه الإسلامي ، دار النفائس ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى، 2007 .
- 41- محمد عبد العزيز عجمية و عبد الرحمان يسري أحمد، التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و مشكلاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 42- محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 43- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 44- محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمن يسري أحمد، التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 45- محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق رأس المال ، بورصة الأوراق و مصادر تمويل مشروعات الأعمال ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1993 .

- 46- محمد مطر ، غدارة الاستثمارات ، الإطار النظري و التطبيقات العملية ، مؤسسة الوراق ، عمان ، 1993.
- 47- محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى، 2004.
- 48- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 49- مروان عطون ، الأسواق المالية ، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر الطبعة الأولى، 2006 .
- 50- مصطفى رشيد متيجة ، زينب عرض الله ، الاقتصاد و البنوك و بورصة الأوراق المالية ، المطبعة للحديثة، القاهرة ، 1993.
- 51- منير إبراهيم ، إدارة الأسواق و المنشأة المالية المعارف للطباعة و النشر ، الإسكندرية ، 2002.
- 52- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2007 .
- 53- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة توزيع المعارف ، مصر ، 1995 .
- 54- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة توزيع المعارف ، الإسكندرية ، 1997.
- 55- ميشيل تودارو، ترجمة محمود حسن حسني وآخرون، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009.
- 56- هشام محمود الإقداي، معالم الإستراتيجية للتنمية الاقتصادية والقومية في البلدان النامية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009.
- 57- هوشيار معرف، دراسات في التنمية الاقتصادية، دار صفاء للطباعة والنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

## 2- الأطروحات والرسائل الجامعية:

- 1- جبابنة حسان ، دور الخوصصة و بورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد ، رسالة دكتوراه ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 2005/2004 .
- 2- ربوح عبد الغني ، الدور المالي و الاقتصادي لبورصة القيم و أثرها على أداء المؤسسات – دراسة بورصة الجزائر- رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود و تمويل ، جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2005/2004.

3- لطرش سميرة ، تقييم الأداء المالي لمنشأة مسجلة بالبورصة ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير المؤسسات ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2002/ 2001 .

4- مريمت عديلة ، محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991 ، 2002) مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، تخصص نقود و مالية ، جامعة 8ماي 1945 ، قالمة ، 2004 .

### 3-الملتقيات و المؤتمرات:

1- زيدان محمد ، نور الدين محمد ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر ، المعلقات و الآفاق – مداخلة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات – دراسة حالة الجزائر و الدول النامية – جامعة خيضر بسكرة ، الجزائر ، 22/21 نوفمبر 2006 .

2- جاسم علي الشامي ، السوق الإسلامي للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأصل و الواقع ، المؤتمر العملي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة .

### 4- التقارير والمنشورات:

- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 11 ، 2003 .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 34 ، 1993 .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 93 ، 1998 .
- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، 1997 .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 11 ، 2003 .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 84 ، 1996 .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 03 ، 1996 .
- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، انسحاب رياض سطيف من بورصة الجزائر ، 2006 .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 87 ، 1997 .

### 5- مواقع الانترنت:

- www.cocob.org.
- www.sawt-alahrar.net
- www.elmassa.com
- www.islqmfin.go.forum.net
- www.terredislam.bloguez.com

- [www.cocon.org](http://www.cocon.org)
- [www.riadsetif.dz](http://www.riadsetif.dz)
- [www.groupgroup.dz](http://www.groupgroup.dz)
- [www.elaurassi.com](http://www.elaurassi.com)
- [www.sonelgaz.dz](http://www.sonelgaz.dz)
- [www.sonatrac.dz](http://www.sonatrac.dz)
- [www.algerie360.com](http://www.algerie360.com)
- [www.airalgerie.dz](http://www.airalgerie.dz)
- [www.algerie360.com/economie](http://www.algerie360.com/economie)
- [www.algeriatelecom.dz](http://www.algeriatelecom.dz)
- [www.sawt-alahrar.net](http://www.sawt-alahrar.net)

## فهرس الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
115	الوسطاء في بورصة الجزائر	01
128	تطور نسبة راسمال السوق في بورصة الجزائر (1999-2004)	02
129	تطور حجم التداول في بورصة الجزائر (1999-2010)	03

## الملخص:

من المعلوم أن سوق الأوراق المالية وجدت بمختلف أنواعها وأدواتها بهدف جذب المدخرات لتمويل التنمية الاقتصادية، ولقد سارعت العديد من الدول النامية التي تأخذ بأسباب التنمية الاقتصادية والاجتماعية كوسيلة لرفع مستوى معيشة سكانها اهتماما بموضوع سوق الأوراق المالية، ومن بينهم الجزائر التي قامت بإنشاء سوق للأوراق المالية بعد أن هيأت لها كافة الشروط والمقومات الأساسية التي تكفل نجاحها من أجل التسريع في عجلة التنمية.

ويعاني سوق الأوراق المالية في الجزائر من العديد من المعوقات والعراقيل التي حالت دون ترقية التعامل فيها وتحقيق الأهداف المنشودة من وراء إنشائها، مما أوجب ضرورة وضع مقترحات لتفعيلها وتنشيطها والاهتمام بمختلف القطاعات الاقتصادية وغير الاقتصادية للنهوض باقتصاد الجزائر، وليكون سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة للاقتصاد الوطني.

**كلمة المفتاح: التنمية، التنمية الاقتصادية، سوق الأوراق المالية، البورصة، بورصة الجزائر.**

## Abstract

It is known that the stock market and found various Onoaha and tools in order to attract savings to finance economic development, and I have hastened many developing countries that take the causes of economic and social development as a means to raise the standard of living of the population interested in the subject of the stock market, including Algeria, which has set up a securities market afterthat created all the conditions and that essential ingredient for success in the wheel of development accelerator.

And suffers the stock market in Algeria from many of the constraints and obstacles that have prevented the upgrade deal in which the achievement of the objectives behind the establishment, which necessitated the need to develop proposals to activate and revitalization of and interest in various sectors of economic and non-economic advancement of the economy of Algeria, the stock market mirror the national economy.

**The key word :** Development, economic development, stock market, stock market, stock exchange Algeria.