



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع : ..... / 2021/

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرد: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

## مذكرة بعنوان:

# دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة بورصة الجزائر

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية (ل.م.د.)  
تخصص " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:

د. بن جدو سامي

إعداد الطالبة

- بلمعلم لقمان

- بولغريبات حسين

## لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	بوسيكى حليلة
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	ابراهيم سالم يسمينة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	بن جدو سامي

السنة الجامعية 2021/2020



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع: ...../ 2021/

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرد: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

## مذكرة بعنوان:

# دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة بورصة الجزائر

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية (ل.م.د.)  
تخصص " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:

د. بن جدو سامي

إعداد الطالبة

- بلمعلم لقمان

- بولغريبات حسين

## لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	بن جدو سامي

السنة الجامعية 2021/2020

# شكر و عرفان

الحمد لله لاتمام هذا العمل وما التوفيق إلا بالله عزوجل ومن له يشكر  
العبد له يشكر الله.

أما بعد، أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المحترم "بن جدو سامي"  
الذي أمدنا بيد العون ولم يبخل علينا بتوجيهاته وارشاداته التي قدما  
لنا لانجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى كافة أساتذة معهد العلوم الاقتصادية والتجارية،  
وعلوم التسيير، الذين أمدونا بيد العون ولم يبخلوا علينا بتوجيهاتهم  
وارشاداتهم طوال المشوار الدراسي.

كما أتقدم بالشكر إلى كافة عمال المركز الجامعي عبد الحميد  
بصوفه - ميلة -

كما أتقدم بالشكر لأستاذة المحترمة "عيسوي سهام" والأستاذ القدير  
"فريد مشري".

# إهداء

الحمد لله الذي أنار عقلي بسراج العلم وأعانني على إنجاز على هذا العمل المتواضع  
والذي أهديته إلى:

إلى من بسمتها غايتي وما تحب أقدامها جنتي...

إلى من حملتني في بطنها وسقنتني من صدرها وأسكنتني قلبها فغمرتني بحبها..

إلى صديقتي الحميمة وأمي الرحيمة حفظك الله وربك وجعل جنة الفردوس مثواك.

إلى مرشدي في درب الحياة وداعمي في سبيل العلم، والذي قدم لي كل المساعدة  
والعون في إنجاز هذا العمل، أبي العزيز.

إلى من جمعتني بهم ظلمات رحم واحد، إخوتي الأعمى حمودي، حنان، مسعود، حليلة.

وإلى رفقاني وأصدقائي وزملائي في الدراسة خصوصا "مهدي، أسامة، جوني، روستم،  
أحمد، مصطفى، محسن، باسم، فارس، أيوب، هوارى، سيد علي، حمزة، أمير، شوشو،  
وليد، رؤوف، أمين، رباح، أسماء، بشري.

إلى كل الأساتذة المعلمين والذين لهم الفضل في نجاحي وتخرجي في كل أطوار الدراسة  
خصوصا الأستاذ فريد مشري، عيساوي سهام، هشام حريز.

والى كل من ساهم في هذا البحث المتواضع سواء من قريب أو من بعيد.

حسين (محسن) بولغريلا

# إهداء

إلى فيض الحب و وافر العطاء بلا انتظار مقابل، إلى من مرتني بحبها و منانها إلى أحر ما  
إلى من كانت دعواتها سر نجاحي وحنانها بلمس جرحي، إلى من علمتني و عانت الصعاب

لأصل إلى ما أنا فيه و عندما تكسوني المصوم أسبح في بحر حنانها

ليخفف من الألمي " أمي ثم أمي ثم أمي " أدام الله عليهما الصحة و العافية.

إلى الدعامة التي أرتكز عليها، إلى من كان شمعة تنير دربي و علمني الجهاد و المثابرة و  
حب الاطلاع و السير على خطى الحبيب المصطفى عليه أفضل الصلاة و السلام إلى أبي الحبيب  
أطال الله في عمره.

إلى من يذكرهم القلب قبل أن يكتب القلم، إلى من قاسموني حلو الحياة و مرها تحدي  
السقف الواحد، إخوتي وأصدقائي

إلى من جمعني بهم القدر، رفقاء دربي و مشواري الجامعي.

إلى جدي و جدتي أطال الله عمرهما.

إلى كل من وسعهم ذاكرتي و لم تسعهم مذكرتي.

إلى كل من يعرفني، إل كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع راجيا من الله تعالى أن يوفقني  
في مسار حياتي العلمي و العملي.

لقمان

---

# فهرس المحتويات

---

الصفحة	العنوان
	الشكر
	الإهداء
ا	قائمة المحتويات
ا	قائمة الأشكال الجداول
أ	المقدمة العامة
	<b>الفصل الأول: التأسيس النظري للأسواق المالية</b>
2	تمهيد
3	<b>المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية</b>
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية
4	المطلب الثاني: أركان ووظائف الأسواق المالية
8	المطلب الثالث: أهمية وشروط الأسواق المالية
10	<b>المبحث الثاني: أقسام السوق المالي وعوامل نجاحه</b>
10	المطلب الأول: سوق رأس المال
12	المطلب الثاني: سوق النقد
15	المطلب الثالث: عوامل نجاح السوق المالي
17	خلاصة الفصل الأول
	<b>الفصل الثاني: الأدوات المالية والتنمية الاقتصادية-عرض للجانب النظري</b>
19	تمهيد
20	<b>المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية</b>
20	المطلب الأول: مفهوم التنمية
22	المطلب الثاني: أبعاد التنمية الاقتصادية
24	المطلب الثالث: مؤشرات التنمية الاقتصادية
26	<b>المبحث الثاني: الأدوات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية</b>
26	المطلب الأول: أهمية السوق المالي في تحقيق التنمية
28	المطلب الثاني: أدوات التمويل التقليدية
35	المطلب الثالث: أدوات التمويل الحديثة
38	خلاصة الفصل الثاني

	الفصل الثالث: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية
40	تمهيد
41	المبحث الأول: تنظيم السوق المالي بالجزائر
41	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها
46	المطلب الثاني: اعتماد الشركات والوسطاء والأوراق المالية في الجزائر
50	المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة
54	المبحث الثاني: دور السوق المالي في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر
54	المطلب الأول: تحليل تطورات مؤشر البورصة
60	المطلب الثاني: مساهمة البورصة في تمويل التنمية
62	المطلب الثالث: معوقات البورصة وأفاق تطورها
66	خلاصة الفصل الثالث
68	الخاتمة العامة
71	قائمة المراجع

---

# قائمة الأشكال والجداول

---

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
55	تطور نسبة التغير لمؤشر السوق خلال الفترة 2013-2018	01
54	تطور معدل الرسملة البورصية خلال فترة 2013-2018	02
57	تطور عد الشركات المدرجة في الجزائر خلال الفترة 2013-2018	03
58	نسب حجم التداول ببورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018	04
59	معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018	05
61	نسبة التمويل البورصة إلى نسبة التمويل المصرفي خلال الفترة 2013-2018	06

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
36	المقارنة بين السهم العادي وقيمة الحقوق نتيجة لزيادة قيمة السهم	01
54	تطورات مؤشر سهرق الجزائر للأوراق المالية 2013-2018	02
55	قيم وأحجام التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018	03
56	نسب الرسملة البورصية خلال فترة 2013-2018	04
57	الشركات المدرجة ببورصة الجزائر خلال فترة 2013-2018	05
58	نسب حجم التداول ببورصة الجزائر خلال فترة 2013-2018	06
59	معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018	07
60	تصنيف القروض المصرفية خلال فترة 2013-2018	08
61	بين تمويل المصرفي وتمويل البورصة خلال الفترة 2013-2018	09

---

# المقدمة العامة

---

لقد عرفت الحياة البشرية تطورات عديدة شملت مختلف الميادين على مر السنين والحضارات خاصة الاقتصادية منها فانطلاقا من نظام المقايضة وصولا إلى التبادل عن طريق سلعة وهكذا حتى تم اكتشاف المعادن النفيسة، ثم النقود كوسيلة تبادل تحظى بقبول عام لما تمتاز به من سهولة حملها.

ولم يتوقف هذا التطور في مجال التبادل عند النقود فقط، بل هذه الأخيرة برزت بأشكال متعددة، صاحبها ظهور مؤسسات صرافة وبنوك خاصة ومع إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مختلف المشاريع الاقتصادية هنا أدى إلى نمو الأموال كنتيجة حتمية لهذا التوظيف وهذا ما انجر عنه صعوبات في حرية انتقال الأموال من مكان إلى آخر، وهكذا كان حافز لظهور فكرة أسواق مالية.

و بما أن الأسواق المالية هي من بين أهم المصادر التي تعتمد عليها هذه الوحدات الاقتصادية في تمويل نشاطاتها المتعددة فهي بالتالي تعتبر كقناة تمويلية فعالة ومكملة للأساليب الأخرى الموجودة في الاقتصاد خاصة من خلال تنوع الأدوات المالية المتاحة بها.

لكن ليست كل أسواق المال يمكن أن تؤدي إلى تحقيق هذه الغاية بحكم أنها تتطلب وجود موارد مالية مستمرة التدفق وكافية حتى تتمكن من تلبية كل احتياجات و طلبات التمويل من طرف الطالبين لها، وهذا ما يمكن أن نلمسه جليا في دراسة مستوى كفاءة السوق المالي لأي بلد، ذلك أنها تعتبر كمؤشر على مدى تطور البلد أو تخلفه في الجانب المالي و في مستوى تطور اقتصاده ككل.

و في ظل التطورات الحالية أصبح لزاما على الدول التي تريد أن تحقق المزيد من التطور والتنمية الاقتصادية أن تحاول أن تنمي وتفعيل سوقها المالي عن طريق إزاحة كل العراقيل و ذلك لضمان أكثر نجاحا لها، وهذا هو التحدي الذي تحاول الجزائر رفعه منذ إنشاء السوق المالي الجزائري المسمى بورصة الجزائر.

من خلال ما سبق، تظهر لنا إشكالية الموضوع في السؤال الجوهرى التالي:

**ما هو دور بورصة الجزائر في التمويل والتنمية الاقتصادية خلال الفترة 2013-2018؟**

و من أجل الإطاحة بكل جوانب الإشكالية المطروحة ارتأينا طرح أسئلة فرعية أخرى

لتعزيز هذه الأخيرة و توضيحها كما يلي :

- فيما تتمثل أهم الأدوات المالية في تمويل التنمية الاقتصادية ؟

- ما مقدار حجم التمويل البورصي في الجزائر خلال الفترة 2013-2018؟

- ما حجم مساهمة التمويل البورصي في الجزائر لتمويل التنمية الاقتصادية مقارنة بالتمويل المصرفي خلال الفترة 2013-2018؟

### الفرضيات:

للإجابة عن الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية، نضع إجابة مبدئية لها تتمثل في الفرضيات التالية:

- تعتبر الأسهم و السندات من أهم الأدوات المالية في تمويل التنمية الاقتصادية.
- إن حجم التمويل البورصي في الجزائر في نمو مستمر خلال الفترة 2013-2018.
- لا يساهم التمويل البورصي في الجزائر في التمويل التنمية الاقتصادية بشكل كبير مقارنة بالتمويل المصرفي خلال الفترة 2013-2018.

### أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في التعرف أكثر على أسواق المال وعلى إدراك دورها الحيوي كونها من بين أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الوحدات الاقتصادية في نشاطها، أي أنها الداعم الأساسي للتنمية في أي بلد، ومستوى تقدمه الاقتصادي مرهون إلى حد كبير بها، إضافة إلى الأهمية الكبرى التي نوليها إلى بورصة الجزائر كي نحاول أن نبين ولو بقدر بسيط في إظهار العراقيل التي تواجهها وسبل تذليلها لتحقيق دعم التنمية الاقتصادية في بلدنا.

### أهداف البحث:

- يتمثل الهدف العام من هذا العمل في إظهار الدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية في دعم التنمية الاقتصادية وبشكل خاص في الجزائر. وأما الأهداف المحددة فهي:
- تعميق معرفتنا فيما يتعلق بموضوع الأسواق المالية بشكل عام و البورصة بشكل خاص.
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية .
- محاولة التعرف على التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها.
- الكشف عن مدى قوة العلاقة بين وجود الأسواق المالية وتأثيرها على دعم التنمية الاقتصادية.

### أسباب اختيار البحث:

- هناك دوافع ذاتية و أخرى موضوعية دفعتنا لاختيار هذا الموضوع نوجزها فيما يلي :
- \* الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بأسواق المال.
- \* محاولة التعرف على العلاقة التي تربط السوق المالي مع التنمية الاقتصادية.
- \* تناسب الموضوع مع تخصص مسارنا التكويني.

### الدراسات السابقة:

من بين أهم الدراسات في هذا المجال نذكر ما يلي:

- **دراسة صنيبة سعيدة، دحمان فطيمة سنة 2017، بعنوان "دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية-دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية-** هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الإطار العام للأسواق المالية ومدى تأثيرها في التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى قياس الآثار من خلال مؤشرات سوق الأوراق المالية الخليجية وربطها بالنتائج المحلي الإجمالي، وقد خلصت إلى أن رغم تأكيد العديد من الدراسات الحديثة للعلاقة التي تربط أسواق المال بالتنمية الاقتصادية وذلك من خلال قيامها بالعديد من الوظائف كتنويع المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي وزيادة حجم الاستثمارات وغيرها، إلا أن الرؤيا لم تكن واضحة لأثر الأسواق الخليجية على النشاط الاقتصادي، لهذا جاءت فرضية الدراسة على أنه بالرغم من وجود علاقة وطيدة تربط أسواق المال بعملية التنمية الاقتصادية إلا أن هناك عدم فعالية لهذه العلاقة مع الأسواق الخليجية.
- **دراسة بصيري محفوظ، سنة 2016، بعنوان " المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية-دراسة حالة الجزائر 2001-2015-** أبرز فيها الباحث دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية وذلك من خلال تحليل أداء بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات قياس الأداء، وكذا البحث في مختلف مكامن الخلل التي تواجه فعالية هذه الأخيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية.
- **دراسة دغوم هسام، سنة 2016، بعنوان "واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2015"** وقد خلصت إلى أن بورصة الجزائر تشهد ركودا كبير في نشاطها، وتتمو بمعدل بطيء جدا مما يجعلها بعيدة كل البعد عن تحقيق دورها.

### منهج الدراسة:

بهدف التحليل الجيد للمعلومات المجمعّة و المعطيات المستقاة عن طريق مختلف الأدوات التقنية من أجل بلوغ النتائج، فقد اعتمدنا المنهج الوصفي و التحليلي و الذي يجمع بين إبراز ما تحصلنا عليه من معارف ضمن دراستنا خلال مشوارنا الجامعي و المعلومات المستقاة من مختلف المراجع المتحصل عليها، إضافة إلى عملة التحليل التي تتعلق بكل المعطيات و الإحصائيات و المعلومات التي تم جمعها و تكييفها من أجل إبراز النتائج التي سندعم الفرضيات أو ستفيها في الجزء الخاص بدراسة حالة بورصة الجزائر.

### صعوبات البحث:

- أثناء القيام بإجراء هذا البحث واجهتنا عدة صعوبات نذكر من بينها:
- التضارب الموجود في بعض الإحصائيات الخاصة ببورصة الجزائر بين بنك الجزائر ومختلف الهيئات المالية الدولية.
- نقص المراجع الخاصة بأدوات التمويل الحديثة للتنمية الاقتصادية.
- عدم توفر تقارير المجلس الوطني الاجتماعي

### هيكل البحث:

من أجل الإحاطة بالموضوع ككل و إعطاء إجابة للإشكالية المطروحة في هذا البحث بالإضافة إلى اختبار صحة الفرضيات الموضوعية، تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول وهي:

الفصل الأول الموسوم بعنوان الإطار النظري لأسواق المال، يتم من خلاله إظهار المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية من حيث أركانها و وظائفها، أهميتها و شروط قيامها، و الأقسام المكونة لها و كذا الأدوات المالية المختلفة المتداولة بها.

بالنسبة للفصل الثاني بعنوان الأدوات المالية والتنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري، تم تخصيصه لإظهار بعض المفاهيم النظرية المتعلقة بالتنمية الاقتصادية من جهة و من جهة أخرى إظهار كيفية تمويل الاقتصاد عن طريق أسواق المال، وفي الأخير تحديد العلاقة النظرية الموجودة بين أسواق المال والتنمية الاقتصادية.

في الفصل الثالث والأخير والمتعلق أساسا بالأسواق المالية في الجزائر، حيث تم تناول فيه نشأة والهيئات المنظمة لبورصة الجزائر، واعتمدنا أيضا على الشركات والوسطاء والأوراق المالية من جهة ومن جهة أخرى تطرقنا الى الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر، وفي الأخير درسنا دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر.

---

# الفصل الأول

التأصيل النظري للأسواق

المالية

---

### تمهيد:

تعد أسواق المال جانبا مهما من النظام الاقتصادي ككل وأداة تمويلية هامة جدا, حيث يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية وأولئك الذين يعانون من العجز, ولقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى ازدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور باعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة, كما أنه يعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية ولذلك فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوحيد نحو اقتصاد الاستدانة أو اقتصاد السوق المالي.

تساهم أسواق المال في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز, فهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تبعية الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة, ومن ثم تحقيق التنمية لاقتصادية ومن أجل توضيح وتفصيل كل هذه المعارف تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما :

- نظرة عامة حول الأسواق المالية.

- أقسام السوق المالي و عوامل نجاحه.

### المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

السوق المالي كأحد ركائز النظام الاقتصادي الحالي يتميز بإطاره النظري الخاص به وهذا ما سنبرزه في هذا المبحث عن طريق التعرض إلى تحديد مفهومه، أركانه ومدى أهميته، والمتطلبات الضرورية لقيامه.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

#### 1- التطور التاريخي للأسواق المالية:

إن أصل تاريخ الأسواق المالية العالمية يعتبر غامضاً حيث يعود تاريخ البورصات الأولى إلى العهد الإغريقي الروماني، ويعتمد على توفر ما يلي:

- احترام الملكية الخاصة.

- تحرير التجارة.

يعتبر هذان العنصران ضروريان، ولقد سمح تطور السوق وظهور أشكال مختلفة لها سمات متميزة حيث أن لندن أقدم مكان مالي، تم إصدار أول سهم فيه سنة 1599م من طرف شركة الهنود الشرقية. وفي نهاية القرن 17 كانت معاملات الأسهم قد تمت على مستوى 140 شركة، أما التعامل بالقيم المنقولة فظهرت أول جهة لها سنة 1714م وفي سنة 1733م قرر وسطاء القيم لمنقولة (Les Brokers) تعديل نشاطاتهم بتحديد مكان مناسب لاجتماعاتهم والذي كان عبارة عن مقهى (Cofé Newjoro thon's) <sup>1</sup>.(dela

أما بورصة باريس والتي سجل العقد الرسمي لميلادها بموجب تصنيف قانوني بتاريخ 21-22 سبتمبر 1724م أين كانت تتم معالجة السلع وتأثيرات التجارة والقيم المنقولة.

لقد زادت أهمية دور الأسواق المالية اقتصادياً حيث أصبح يطلق عليها اسم البورصات إلى حد أن أصبحت منتشرة في أنحاء العالم كافة، ومن أهم وأشهر البورصات : بورصة نيويورك والتي يطلق عليها اسم (Wallstaeet)، بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة استراليا، سنغافورة، ونستعرض، أهمها :

#### أ- بورصة نيويورك:

نشأت سنة 1792 حيث أرسلت الحكومة الأمريكية الجديدة 20 وسيط للقيم المتداول، وكان يتم إجماع هؤلاء الوسطاء في (Wallstaeet) من أجل تعديل وتنظيم نشاطاتهم بتثبيت التعريف المشتركة للوساطة. تعتبر نيويورك المركز الرئيسي في السوق المالي بسبب الإمكانيات الاقتصادية الهائلة للولايات المتحدة.

<sup>1</sup> - قوعيش عمر، دور الأسواق المالية في تنمية و نشاط البنوك، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، مالية ومحاسبة، جامعة عبد الحميد ابن باديس مستغانم، 2016/2017، ص3.

### ب- بورصة طوكيو:

تعتبر حديثة نسبياً، تم إنشاؤها سنة 1878 وأعيد إنشاؤها سنة 1949م إن تطور بورصات القيم المنقولة.

يتبع التطور الاقتصادي بفتح أسواق جديدة وزيادة عدد المستثمرين، ويظهر دور الأسواق المالية ومكانتها في تمويل الاقتصاد، حيث ازدادت قوته منذ بداية السبعينات وصولاً إلى عولمة التبادلات التجارية.

### 2- تعريف الأسواق المالية:

للأسواق المالية تعاريف مختلفة نذكر منها ما يلي :

**التعريف الأول:** عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العامة في هذا المجال، إما داخل السوق أو خارجه باستخدام شبكات ووسائل الاتصال الفعالة.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** تعريف الاقتصادي لسوق المال ويعرف سوق المال من منظور علم الاقتصاد على انه الآلية التي تمكن وتسير للناس القيام بإصدار وتداول الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء.<sup>2</sup>

ومن خلال هذه التعاريف نستنتج أن السوق المالي هي وسيلة يلتقي خلالها (المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرين والإداريون) وتعامل هذه السوق في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذون الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، تعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دوراً بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي. فضلاً عن كونها آلية في تبعية واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في المواد المالية.

### المطلب الثاني: أركان ووظائف الأسواق المالية

تعتبر أركان الأسواق المالية من أهم المشاركين في السوق كونهم يقومون بخلق العمليات وتسييرها، ومن وظائفه تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار.

### الفرع الأول: أركان الأسواق المالية

**1- فئة المقرضين أو المستثمرين:** تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ويقصد بفئة الأفراد هم الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ويقصد بالمؤسسات المالية: البنوك والمكاتب السماسرة والشركات والاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في المشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير، أو

<sup>1</sup> - صنيبة سعيدة، دحمان فاطمة، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، مالية وبنوك، جامعة أحمد دراية-أدرار - 2016/2017، ص7.

## الفصل الأول: التأصيل النظري للأسواق المالية

بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة. هذا ومن الجدير بالملاحظة أنه بمقدور هذه المؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية مهما اختلفت أداة الاستثمار التي تستخدمها، إذا ما توفرت بعض العوامل المهمة منها:<sup>1</sup>

- معدل الفائدة المتوقع على الاستثمار معقولة ومقبولة.
- عامل الأمان.
- عامل السيولة.
- تاريخ الاستحقاق.

**2- فئة المقرضين أو المصدرين :** وهي تمثل فئة الأفراد التي تقل دخولهم النقدية من احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسيع. وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية، أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسة أو شركة استثمارية وإما بطريقة الاقتراض المباشر وهنا يمكن - بالإضافة إلى المؤسسات - الأفراد أيضا الاقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر. ويمكن أن يكون المقرض هنا فرد أو مؤسسة، ولكن يجب أن نثبت في العقد المبرم بين المقرض والمقرض جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمة الاسمية، ومدته، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ استحقاق سداد القرض.

**3- فئة الوسطاء الماليين أو الوكلاء:** يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي وأنظمتها وتعليماته. وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية. وفي كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم في النظام الداخلي على حسب النشاط والخدمة التي يؤيدونها. وتضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي :

**3-1- السماسرة:** السماسر هو وسيط يعمل كوكيل للمستثمرين عند شراء أو بيع الأوراق المالية فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المستثمرين مقابل الحصول على عمولة وتكون العمولة المنفق عليها، ومن خلال هذه الخدمة يقوم السماسر بخدمته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها آلية العميل ويمكن تصنيف الأوامر من عدة زوايا أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة أهميتها، أنواعها وإستراتيجيتها، الطبعة الأولى 2017-1438هـ، عمان- دار ومكتبة الحاد للنشر والتوزيع - ص 20 و21.

<sup>2</sup> - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك و الأسواق المالية. جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص12.

- **الأمر السوق:** يمثل أداة أو وسيلة لشراء أو بيع صك معين فوراً عند أفضل سعر ممكن.
- **الأمر اليومي:** يمثل هذا الأمر نوعاً من أوامر السوق وإيقاف أوامر الوقف، ويعني الإلقاء للأمر إذا لم يتم تنفيذ في نفس يوم إعطاء التعليمات.
- **الأمر المحدد:** يحدد العميل لمساره سعراً واحداً معيناً لسعر الورقة المالية ويتم تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد.
- **أمر وقف الخسارة:** نوع من الأوامر المحددة، وعندها يعطي العميل أمر وقف الخسارة إلى مساره.
- **أمر المبلغ:** يكون للوسيط (السماسر) حر في تحديد كمية ونوعية الأوراق المالية للاستثمار ولكنه يكون فقط مقيد في المبلغ الذي تتم به الصفقة.

**3-2- صانعو السوق:** وهو وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق المالي الثانوي، من خلال بيع وشراء الأوراق المالية إما لصالح عملائه أو لحسابه الخاص. ويتميز بالمحافظة على<sup>1</sup>:

- توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي وبما يحقق نوع من استقرار الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية. ويحصل صانعو السوق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع الورقة المالية.

**3-3- متعهدو تغطية الإصدارات الجديدة:** وهو الوسيط (بنك استثمار، أو شركة وساطة) الذي يتعهد بشراء الأوراق المالية من مصدرها الأول بهدف إعادة بيعها مقابل عمولة معينة، وأهم شروط يلتزم به الوسيط هو أن يقوم بالشراء لحسابه الخاص ذلك الجزء الذي يفشل في تسويقه وبيعه منه هذه الإصدارات.

### الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في ترقية الاقتصاد وذلك بفضل ما تؤديه من وظائف يمكن ذكرها فيما يلي:

**1 - تشجيع وتوجيه الادخار والاستثمار:**

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم<sup>2</sup>.

### **2- المحافظة على الثروة وتنميتها:**

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

<sup>1</sup> - عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>2</sup> - زياد رمضان، د. مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، 2008، ص 11، 10.

### 3- تسهيل الحصول على السيولة:

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

### 4- تسهيل الحصول على الائتمان:

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

### 5- تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات) وما شابهه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

### 6- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

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

- **التنويع:** أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة) ويقصد به أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنويع.

- **التحوط:** أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على البيع (أو شراء) مقدار معين من العملة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة معينة) بتاريخ معين ويسعر يتفق عليه من الآن ويغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيراً، إذ إنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

### 7- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود بها: أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية وبييعها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية. وإذا أراد مكافحة الركود (يضخ) في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

### المطلب الثالث: أهمية وشروط الأسواق المالية

تكتسي الأسواق المالية أهمية بالغة كما أن نشاطها يخضع للعديد من الشروط، ومن خلال هذا المطلب سيتم التطرق لهذه العناصر

#### الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية

إن الأسواق المالية خلال فترتها الطويلة الماضية، أثبتت دورها الفعال في كافة الاقتصاديات التي توفرت الشروط الأساسية لنجاحها.

- تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية روعياً<sup>1</sup>.

- تحقيق الأسواق المالية فوائد حيوية للنشاط الاقتصادي في مجموعه سواء كان للمدخرين الذين يقومون بتخفيض الإنفاق الاستهلاكي حالياً رجاء الحصول على عائد أكبر لاحقاً، وكذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات المجمعّة من أجل زيادة أرباحهم وكذلك تحقيق زيادة في المستوى الحقيقي للاقتصاد سواء في الإنتاج أو الخدمات.

- ربط الأسواق المالية بالنشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، كما يلاحظ أيضاً وجود الأدوات المالية قصيرة الأجل بجانب الأدوات المالية طويلة الأجل، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة والتي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها الجارية.

- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية.

- ضمان مناخ استثماري يتسم بالشفافية بسبب التزام الشركات بالإفصاح المالي.

- تساهم البورصة في إظهار كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية، حيث أنها تمثل سلطة رقابة خارجية غير رسمية، فالشركات التي لا تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية وترتفع أسهمها في السوق وبالعكس فالأخرى تتخفّض أسهمها في السوق.

- يعتبر وجود سوق أوراق مالية نشيط عاملاً أساسياً في تطوير سوق رأس المال الأولي أو سوق الإصدار حيث تجعل الإصدارات الجيدة أكثر قابلية للتسويق مما يخفض من الخطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار.

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الصفاء للنشر، عمان الأردن، طبعة 2009، ص 84.

وتزداد أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر التالية:<sup>1</sup>

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص، وتنشيط الاقتصاد القومي ككل.
- إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.
- تكوين تراكم رأسمالي لأجال قصيرة أو طويلة.
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية لأوراق المالية.

### الفرع الثاني: شروط الملائمة لقيام الأسواق المالية

يتطلب قيام الأسواق المالية توفر مجموعة من الشروط نذكر منها:

- 1- توفر الاستقرار السياسي للدولة:** وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم.<sup>2</sup>
- 2- تشجيع القطاع الخاص:** يتطلب قيام أسواق المال أن يكون المساهم الأساسي في السوق هو القطاع الخاص ولتحقيق ذلك يجب:
  - تبني سياسة ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق.
  - توفر الآثار القانونية والتشريعية المناسبة والتي تحفز هذا الدور.
  - منح القطاع الخاص بعض المزايا لتدعيم دوره في الاقتصاد ككل.
- 3- القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات:** ويتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية من الأدوات المالية التي تتناسب مع رغبات جميع المستثمرين بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية.
- 4- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها:** إن تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات في البورصة لابد أن يصاحبه إعلان مناسب ويكون على المستوى الوطني ولذلك حتى تتاح الفرصة لكل مستثمر أو مدخر أن يوظف أمواله، وللمحافظة على صغار المدخرين فلا بد للمصدر البيان من الرجعة والوقوف على البيانات الواردة في إعلانها حتى تكون ذات صبغة جيدة.
- 5- وجود جهاز مالي مصرفي متكامل:** يعتبر الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية ككل الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفة الوسيط المالي الأساسي الذي يعمل على تعبئة المدخرات، ثم تقوم هذه المؤسسات بعمليات الاقتراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.

<sup>1</sup> - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007، ص 14.

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2010، ص 130.

### المبحث الثاني: أقسام السوق المالي وعوامل نجاحه

بما أن الأسواق المالية تتميز بالتنوع والاختلاف فإن عملية تقسيمها تعتمد على عدة معايير، فمنها من يعتمد على معيار أجال العمليات، والأخر يعتمد على المنتجات المتداولة، ومعيار آخر يعتمد على توقيت الإصدار، كما أنه لنجاح هذا السوق هناك عوامل يشترط وجودها، و لهذا سيتم إبرازه في هذا المبحث.

#### المطلب الأول: أسواق رأس المال:

**1- تعريف أسواق رأس المال:** هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتكمن أهميته في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة.<sup>1</sup>

وتقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هما:

- الأسواق الحاضرة .

- الأسواق المستقبلية.

#### **1-1- الأسواق الحاضرة أو الفورية:**

التعامل في هذه الأسواق يمثل بالأصول المالية المتوسطة والطويلة الأجل ووظيفتها الأساسية تتمثل في تجميع المدخرات ومن ثم توجيهها باتجاه الاستثمارية طويلة الأجل، وتضم هذه الأسواق ما يلي:<sup>2</sup>

**أ- السوق الأولية:** ويتم في هذا التعامل بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) عند إصدارها لأول مرة عندما تقوم الشركات الجديدة بعد تأسيسها بطرح رأسمالها على شكل أوراق مالية ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها يطلق على هذا السوق بسوق الإصدار بمعنى إنها السوق ذات العلاقة المباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب.

**ب- السوق الثانوية:** وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة شروط الإدراج والتي سبق تداولها من السوق الأولية، وعادة ما يطلق عليها بالبورصات أو الأسواق الثانوية، فهي أسواق تنقل فيه الأموال من الأفراد وشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات بمعنى أنها لا تمثل مصدر تمويل جديد وتكون على نوعين هما :

• **النوع الأول: السوق المنظمة:** وهي السوق التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع والشراء (البورصات)، ويدرار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط هذا السوق التعامل في الأوراق المالية المسجلة لديه، وتتم عمليات التداول في هذا السوق بطريقة المزايدة العلنية.

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 96-97

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، عمان-دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2012، ص 51-57

• النوع الثاني: السوق غير المنظمة : يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (البورصة )، إذ أن هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجري فيه المعاملات، أي أنها أسلوب لأداء الصفقة المتمثل في(التلفون، الانترنت، الفاكس) الذي يجمع ما بين المستثمرين والتجار المنتشرين داخل دولة ما، ومن خلال هذه الشبكة يستطيع المستثمر أن يختار تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة.

ويطلق على هذه الأسواق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على العمليات خارج الصالة (market counter the Over) وتتولاها بيوت السمسرة المختلفة ، وتختلف عن البورصة (السوق المنظمة) في عدم وجود مكان محدد تجري فيه المعاملات وإنما يتم التعامل من خلال الاتصالات التلفونية أو الالكترونية، ويتم تحديد الأسعار بالتفاوض.

هناك بعض التطبيقات الجديدة للأسواق الثانوية تتمثل بالاتي:

- السوق الأول: ويتكون من السماسرة العاملين في البورصة.
- السوق الثاني: يتكون من السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمتواجدين في المؤسسات المالية المختلفة والمصارف.
- السوق الثالث: ويتمثل في بيوت السماسرة من غير المسجلين في الأسواق المنظمة ولها الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة وهذه تتمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة.
- السوق الرابع: وهو السوق الذي تتعامل به المؤسسات الكبرى مباشرة فيما بينها دون الحاجة إلى شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية والهدف هو تقليص النفقات باستبعاد عمولات وأرباح التجار والسماسرة ، ويتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة اتصال الالكترونية تسمى (Instinet) إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة أسعار الأوراق المالية وحجم المعاملات.

### 1-2 – الأسواق المستقبلية

وهي أسواق يتم الاتفاق فيها على السعر والأصل المباع والمشتري حالا على إن يتم الاستلام والتسليم لاحقا. وتتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الخيار والعقود المستقبلية وتستخدم عقود الخيار والمستقبلات لحماية المستثمرين من تقلبات الأسعار المستقبلية وتحقيق الإرباح الرأسمالية.

خلال الخمس العقود الأخيرة لاقت الأسواق المالية اهتماما واسعا، حيث تعتبر المشتقات من التطورات المهمة في أشكال الاستثمارات، وتعرف المشتقات المالية بأنها عقودا مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول رئيسية تمثل موضوع العقد وان كانت الأوراق المالية الأصلية مثل الأسهم والسندات، والعملات الأجنبية .. الخ، تظهر كبنود داخل الميزانية وتنشأ عنها تدفقات نقدية، فان أدوات المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية ولا ينشأ عنها تدفقات نقدية ويتم التعامل مع بعض أدوات المشتقات في البورصات أما

البعض الآخر فيتم توفيره للعملاء بواسطة المؤسسات المالية، حيث يتم تداولها خارج البورصات وهو ما يطلق عليه بالأسواق غير الرسمية للأوراق المالية.<sup>1</sup> ومن أهم أدوات المشتقات :

- عقود الخيارات.

- العقود المستقبلية.

- العقود الآجلة.

- العقود المبادلات.

### المطلب الثاني: أسواق النقد

**1- تعريف الأسواق النقدية:** هي الأسواق التي تتداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، تكون قابلة للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة. يعتبر السوق النقدي بمثابة آلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل لفترة تقل عن سنة، ففي هذا السوق يتقابل عرض الأموال القابلة للإقراض قصيرة الأجل مع الطلب عليها.<sup>2</sup>

### **2- مكونات الأسواق النقدية:**

يمكن أن تقسم الأسواق النقدية بدورها إلى:

- **السوق الأولية:** وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، وبأسعار فائدة تتعدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقرض وسمعته المالية.

- **السوق الثانوية:** وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.

- **سوق الخصم:** هو السوق التي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية، القبلات المصرفية وأذونات الخزنة) وهذه الأدوات وغيرها سيتم تناولها بالتفصيل لاحقاً.

- **سوق القروض قصيرة الأجل:** وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الاقتراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من الناحية الأخرى.

<sup>1</sup> - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010، ص 149-150

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 93-94

### 3- أدوات الأسواق النقدية:

تتوافر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها بخاصية القابلية للتسويق العالية، والمخاطرة تكون منخفضة، وبأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة، والأنواع المتاحة في سوق النقد هي<sup>1</sup>:

أ- **أذونات الخزنة:** هي عبارة عن أداة دين حكومية وتصدر بصيغة لحامله ولأجل تتراوح بين 3 شهور إلى 12 شهرا. ويمكن بيع الأذن بخصم أي سعر أقل من قيمته الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن.

وعادة ما يكون المستثمرين في أذونات الخزينة مؤسسات استثمارية (وليسوا أفراد) مثل البنوك وشركات التأمين وشركات الاستثمار، والبنك المركزي لأي دولة هو الذي يطرح الأذونات للبيع في السوق، ويعتبر عائدا خاليا من المخاطر.

ب- **قرض الاحتياطي الإلزامي:** هو قرض يقترضه البنك من بنك آخر من فائض الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي، فهو تمويل قصير الأجل بين البنوك وعادة لفترة يوم واحد، ويدفع على هذا القرض معدل فائدة مرة واحدة عند نهاية اليوم. فالبنوك التي لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي تقرض البنوك التي لديها عجز في احتياطي لدى البنك المركزي.

ج- **شهادات إيداع القابلة للتداول:** هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية، والتي يثبت فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد ولمدة محددة لا تزيد عن سنة، وتحصل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد.

تتميز شهادات الإيداع بأنها لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق ولكن يمكن بيعها في السوق الثاني الذي يشمل البنوك التجارية، البنوك الاستثمار، والبنوك السمسرة.

د- **الكمبيالات:** هي عبارة عن أداة دين قصيرة الأجل أو متوسطة لا تزيد عن خمس سنوات، يصدرها أفراد أو شركات أو دوائر حكومية، للحصول على قروض من شركات وأفراد آخرين، والكمبيالات عبارة عن اقتراض يتولد عنه فوائد محددة وتستحق في تواريخ محددة.

هـ- **القبولات المصرفية:** نشأة هذه الأداة في سوق النقد نتيجة التطور في المعاملات التجارية الدولية منذ فترة طويلة، والقبول المصرفي عبارة عن حوالة مصرفية (وعد بالدفع يشبه الشيك) مؤجلة الدفع تصدرها البنوك التجارية وتكون مضمونة الدفع من قبل البنك الذي يتعامل معه الشركة، ويؤيد البنك قبول دفع قيمة هذه الحوالة عند الاستحقاق وذلك بكتابة كلمة "قبلت" على وجه الحوالة.

و- **الأوراق التجارية:** تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق قصيرة الأجل، وهي عادة تصدر في السوق المفتوحة من قبل الشركات العالية السمعة والمكانة الراسخة دون ضمانات معينة، وبهذا المعنى نجد أن الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر لحامله على أساس الخصم، وعادة ما

<sup>1</sup> - زياد رمضان، د. مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 55-57

تحصل الشركات المقترضة على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، حيث تقوم البنوك بالالتزام بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق، وهذا ما يقوي المركز المالي يترك الأوراق.

**ن- اتفاقيات إعادة الشراء:** وهي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين.

**ي- اليورودولار:** مصطلح اليورودولار يعني ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، وقد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى إقبال الشركات المتعددة الجنسيات على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها إلى أوروبا والشرق الأوسط ومناطق أخرى، إضافة إلى طلب الحكومات على الدولار وطلب البنوك الأمريكية الأم لمواجهة احتياجاتها من أجل تغطية الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي الأمريكي أو الأغراض السيولة.

#### 4- المؤسسات المالية العاملة في السوق النقدية:

يتمثل المشاركون في سوق النقد من مقترضين ومقرضين الأموال، وفيما يلي عرض موجز لأهم المؤسسات العاملة في سوق النقد:<sup>1</sup>

- أ- **البنك المركزي:** ويحتل قيمة سوق النقد، ويطلق عليه بنك الإصدار، كما يطلق عليه بنك الحكومة لقيامه بالمعاملات الحكومية، وكذلك يطلق عليه بنك البنوك لقيامه بالإشراف والرقابة والتعامل مع البنوك التجارية ومد يد العون إليها عند الحاجة. ومن خلال البنوك المركزية تتمكن أسواق النقد من تحقيق وظيفتها الأساسية وذلك بالعمل على معالجة ما يطرأ على السيولة في الوحدات الاقتصادية في المجتمع من عجز أو فائض مؤقت، حيث يمكن للبنوك المركزية التحكم في كمية عرض النقود وتنفيذ السياسات النقدية الموضوعية.
- ب- **البنوك التجارية:** البنوك التجارية هي مؤسسات مالية، أصل عملها قبول الودائع ومنح القروض قصيرة الأجل، ويمكن أن تتعدى أحياناً هذه الوظيفة. وتقوم هذه البنوك بدور المقترض والمقرض في السوق النقد حيث تتلقى ودائع العملاء سواء كانت قابلة للسحب عند الطلب أو ذات أجل محددة، ومن خلال هذه الودائع تقوم بوظيفتها الأساسية في إقراض المؤسسات والأفراد قروضاً قصيرة الأجل.
- ت- **شركات السمسرة:** وتقوم بشراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء.
- ث- **صناديق الاستثمار:** وتمثل مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين وبصفة خاصة من صغارهم، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة.

<sup>1</sup> - عبدالكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، عمان - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2014، 30-31

د- شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية: هي شركات يقوم نشاطها في الأساس على تقديم الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين محافظ الأوراق المالية للعملاء (أفراد-شركات-بنوك...), وكذلك تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية للعملاء.

هـ- شركات رأس المال المخاطر: هي شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات أو شركات جديد ذات مخاطر عالية أو مشروعات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها, بغرض تحسين فعالية تلك المشروعات وتعظيم عوائدها الاستثمارية, بصورة تتناسب مع درجة المخاطر التي تتعرض لها. ويختلف السوق النقدي عن سوق رأس المال بما يلي:

- يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصير الأجل, بينما سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل الأجل.
- يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد, بينما يكون لعنصر الربحية الأولوية لمستثمر سوق رأس المال.
- إن سوق رأس المال اقل اتساعا من السوق النقدي.
- إن سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من السوق النقدي والمتعاملين فيه من المتخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

### المطلب الثالث: عوامل نجاح الأسواق المالية

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي والبعض الآخر مكمل.<sup>1</sup>

#### 1- العوامل الأساسية:

والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- تنظيم الأسواق المالية، حيث يكون هذا التنظيم من قبل الحكومات الخاصة وذلك بقيامها بما يلي:
- عدم إنشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استمرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
- تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
- تنظيم الأوجه المختلفة في المؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين.
- إنشاء بورصة للأسواق للأوراق المالية داخل وتنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين، ويوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.
- الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالمدخر يتعامل باختياري وليس إجبارية، حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات.
- وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

<sup>1</sup> - مونية سلطان, مرجع سبق ذكره, ص 18-19

- الحصول على عائد معقول للمستثمر: بحيث يتمكن المستثمرين الحصول على عائد السندات المطروحة بلا إعفاء العائدات الضريبية.

### 2- العوامل المكتملة:

- الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية.
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار والشركات المساهمة العامة.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.
- النمو الواعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- توفر المرافق العامة (المواصلات السلكية واللاسلكية, المساكن...الخ).
- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالي في أسعاره ومعادلاته.
- وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية والشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.

### خلاصة الفصل الأول:

إن السوق المالي والذي يقوم بجمع مختلف الوسطاء وأصحاب المدخرات وأصحاب الفوائض شأنه شأن الأسواق الأخرى يوفر نظاما فعالا لتبادل المنتجات والأموال وهو ذلك الإطار الذي يتحقق من خلاله التوازن ما بين الوفرة في الأموال والعجز في التمويل.

وبسبب التنوع الكبير الموجود في الأسواق المالية أمكن ذلك من تقسيمها حسب المعايير المختلفة حسب نوع المنتج إلى سوق سلع وقروض وسوق للأوراق المالية، وحسب معيار أجال العمليات إلى سوق نقد وسوق رأس مال، وحسب معيار توقيت الإصدار إلى سوق إصدار وسوق تداول.

وتقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال، حيث أن هذا الأخير الذي يمكن أن يتصف بالكفاءة في حالة توفير كل البيانات فيه والمعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية.

---

# الفصل الثاني

## الأدوات المالية في التنمية

### الاقتصادية-عرض للجانب

#### النظري

---

### تمهيد:

إن التنمية الاقتصادية هي أهم الغايات التي يطمح لأن يصل إليها كل مجتمع لبناء عالم أفضل من خلال العمل على الحفاظ على معدلات مقبولة أو مناسبة لحد ما حتى يتحقق على المدى البعيد التطور المنشود دون حدوث تضخم أو انكماش, لكن هذه العملية جد صعبة في الدول النامية بسبب إشكالية حجم المدخرات الممكنة والموجهة للجهاز المالي ككل و خاصة لأسواق المال التي تعتبر القناة الأولى والأسهل للتمويل الاستثمارات لما تتسم به من سهولة وشفافية لكل المتعاملين.

ولأسباب عدة تتأثر عملية التنمية الاقتصادية بزيادة أو النقصان من خلال تأثير المؤشرات السوق المالي حسب حالة الاقتصاد ككل ولإظهار مدى تأثير الأسواق المالية في عملية دعم التنمية الاقتصادية وتم

التطرق في هذا الفصل إلى مبحثين هما:

- ماهية التنمية الاقتصادية

- أدوات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية

### المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية

التنمية عمل تقدمي ذلك أنها تهدف إلى الرفاهية والارتقاء بالمجتمع وهي تطوير الإنسان لوارده ومؤسساته ككل، أي أنها تطوير كافة بنى المجتمع في الوقت الحاضر ومحاولة لأن يمتد ذلك إلى المستقبل عن طريق استدامة هذه التنمية، ولتحقيق ذلك وجب توفير التمويل اللازم لها عن طريق مصادر مختلفة وبأنظمة متعددة، ولتوضيح ذلك ارتأينا إبراز هذه النقاط ضمن هذا البحث.

### المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية

تعرف التنمية بأنها مفهوم معنوي يعبر عن عملية ديناميكية تتكون من سلسلة من المتغيرات الوظيفية والهيكالية في المجتمع، تحدث نتيجة التدخل الإرادي المقصود لتوجيه التفاعل بين الطاقات البشرية في المجتمع وعوامل البيئة بهدف زيادة قدرة المجتمع على البقاء والنمو.

يقصد بها الجهود المنظمة التي تبذل وفق تخطيط مرسوم للتنسيق بين الإمكانيات البشرية والمادية المتاحة في وسط اجتماعي معين من أجل تحقيق مستويات أعلى للدخل القومي والدخول الفردية ومستويات أعلى للمعيشة والحياة الاجتماعية في نواحيها المختلفة للوصول إلى تحقيق أعلى مستوى ممكن من الرفاهية الاجتماعية. وإذ تغدو التنمية ظاهرة شاملة تتكامل فيها الجوانب التقنية والاجتماعية والاقتصادية والسياسية والثقافية والبيئية بحيث تشمل جميع مظاهر الحياة في المجتمع. وتعرف الجمعية العامة للأمم المتحدة التنمية بأنها عملية اقتصادية واجتماعية وثقافية وسياسية شاملة تستهدف التحسين المستمر لرفاهية السكان بأسرهم والأفراد جميعهم على أساس مشاركتهم النشطة والحرّة والهادفة في التنمية وفي التوزيع العادل للفوائد الناجمة عنها. فالتنمية بطبيعتها عملية شاملة يشكل النمو الاقتصادي محوراً الفقري ولكنه لا يستوعبها كاملة فمقاصد التنمية تتجمع في بناء ديناميكي حضاري محددة المعالم والقيم.

وعليه فالتنمية عملية تحويل الهياكل الاقتصادية، السياسية والاجتماعية التي تساعد على تخفيض نسبة الفقر، الرفع من المستوى المعيشي، معدلات الاستثمار وإعطاء المزيد من الفرص للأفراد لأجل ممارسة حرياتهم.<sup>1</sup>

وتعرف التنمية بأنها: "عملية تتم عن طريقها زيادة الدخل الوطني الحقيقي بحيث يترتب على ذلك ارتفاع متوسط نصيب الفرد من هذا الدخل"، ومن هذا التعريف تجدر الإشارة إلى معرفة بعض العناصر المهمة:

- إن تمييز العملية يقصد به تفاعل مجموعة معينة من القوى، ينتج عنه حدوث تغيرات جوهرية في بعض متغيرات الحياة.

<sup>1</sup> - فنادزة جميلة، الشراكة العمومية الخاصة والتنمية الاقتصادية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بالفايد تلمسان، تخصص تسيير المالية العامة، سنة 2017-2018، ص43.

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

- الاهتمام في عملية التنمية ينصب على الدخل الحقيقي وليس الدخل النقدي لأن التغيرات في الدخل النقدي وتعكس في حجم الإنتاج للمجتمع من السلع والخدمات بل التغيرات في المستوى العام للأسعار.

- لا بد أن ترتبط الزيادة في الدخل الوطني الحقيقي بزيادة في نصيب الفرد من هذا الدخل لأن الارتفاع في الدخل الوطني الحقيقي يواكبه النمو الديموغرافي أحيانا يفوق معدله معدل الزيادة في الدخل الوطني الحقيقي أكبر من الزيادة في النمو الديموغرافية.

ومنه فإن التنمية الاقتصادية لا تنطوي فقط على تغيرات اقتصادية معينة بل تتضمن كذلك تغيرات هامة في المجالات الاجتماعية والهيكلية والتنظيمية، فالتنمية الاقتصادية تتضمن زيادة الدخل الوطني الحقيقي ونصيب الفرد منه.<sup>1</sup>

وعليه فعناصر التنمية تتمثل في :

- زيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي.

- شمولية التغير لمختلف الجوانب (الثقافية، الاجتماعية، السياسية، الأخلاقية).

- زيادة الإنتاج السلعية.

- استمرار الزيادة لفترة زمنية طويلة.

- أن تكون الزيادة لغالبية أفراد المجتمع.

وللتنمية أنواع مختلفة تتمثل في:

### 1- التنمية السياسية:

إن مفهوم التنمية السياسية مفهوم حديث وهو يعني نشأة اليافعين والشباب وتهيئتهم سياسيا للمشاركة الفاعلة في الحياة العامة، وتمكينهم ليصبحوا مواطنين مدركين لمسؤولياتهم وحقوقهم وواجباتهم، ملتزمين بالقيم الأساسية والديمقراطية والمبادئ السياسية للمجتمع والدولة، مالكين للمعارف والمهارات الأساسية اللازمة للمشاركة الفاعلة في الحياة السياسية.

### 2- التنمية الاجتماعية:

تعرف بأنها عملية توافق اجتماعي اقتصادي وتنمية طاقات الفرد إلى أقصى حد مستطاع، أو بأنها إشباع الحاجات الاجتماعية للإنسان، أو عملية تغيير موجهة يتحقق عن طريقها إشباع احتياجات الفرد. وهي الجهود التي تبذل لإحداث سلسلة من المتغيرات الوظيفية والهيكلية اللازمة للنمو المجتمعي، وذلك بزيادة قدرة أفرادها على استغلال الطاقات المتاحة إلى أقصى حد ممكن لتحقيق أكبر قدر من الحرية والرفاهية لهؤلاء الأفراد بأسرع من معدل النمو الطبيعي.

<sup>1</sup> - محمد عبد العزيز عجمية، محمد الليثي، التنمية الاقتصادية: مفهوما، نظرياتها، سياساتها، مؤسسة شبان الجامعة، مصر، 1999، الطبعة

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

فالتنمية الاجتماعية هي تطوير التفاعلات المجتمعية بين أطراف المجتمع والمتمثلة في الأفراد الذين يتفاعلون معا بطرق مختلفة عن طريق المؤسسات والعمل الجماعي الهادف إلى رفعة الأمة وتقدمها.

### 3- التنمية الثقافية:

هي جهد واع مخطط له من أجل إحداث تغيير ثقافي مما يعني -على سبيل المثال - تغييرا في الفكر وأساليب السلوك، وقدرة التمييز بين العناصر الثقافية التقليدية والعناصر الجديدة المستحدثة، واستبعاد العناصر التي يثبت عجزها عن التناغم مع الجديد والمستحدث الذي لا يمكن التكرار له أو تجاهله.<sup>1</sup>

### 4- التنمية البشرية:

هي عملية اقتصادية واجتماعية وثقافية وسياسية شاملة تستهدف التحسين المستمر لرفاهية السكان بأسرهم والأفراد جميعهم، على أساس مشاركتهم النشطة والحررة والهادفة، في التنمية وفي التوزيع العادل للفوائد الناجمة منها. فهدف التنمية البشرية هو تنمية الإنسان من جميع النواحي. فالبشر هم الثروة الحقيقية للأمم، إذ أن التنمية البشرية هي عملية توسيع خيارات البشر.

### 5- التنمية المستدامة:

تعتبر تغييرا اجتماعيا موجها من خلال إيديولوجية معينة، وهي عبارة عن عملية معقدة وواعية على المدى الطويل، وشاملة ومتكاملة في أبعادها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والبيئية، وتجنب دمار الموارد الطبيعية وتطور الموارد البشرية. فالتنمية المستدامة هي فعل تحسين شروط وجود المجتمعات البشرية مع البقاء في حدود قدرة تحمل أعباء الأنظمة البيئية.

إن التنمية لكل لا تتجزأ، فمن الصعب القول بأنه يمكن أن تكون هناك تنمية في مجال ما وأن تعمل التنمية في جوانب أخرى، فلا يتصور أن تكون هناك تنمية اقتصادية منعزلة عن التنمية الاجتماعية أو بعيدة عن التنمية السياسية.<sup>2</sup>

## المطلب الثاني: أهمية وأبعاد التنمية الاقتصادية

إن للتنمية الاقتصادية أهمية كبيرة و لها عدة أبعاد معينة

### الفرع الأول: أهمية التنمية الاقتصادية

إن أهمية التنمية الاقتصادية تتجلى في العنصرين التاليين هما:

**1- التنمية وسيلة لتقليص الفجوة الاقتصادية و التقنية بين الدول المتقدمة :** من اجل تقليص حدة الفجوة الاقتصادية والفنية الموجودة بين الدول المتقدمة والدول النامية يجب على هذه الأخيرة تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية للنهوض والسير بركب الدول المتقدمة وفي الإطار لابد أن تشير إلى مجموعة من العوامل التي تساعد على حدة هذه الفجوة حيث يمكن حصرها في مجموعتين الآتيتين:

<sup>1</sup> - قنادرة جميلة، مرجع سبق ذكره، ص45

<sup>2</sup> - مرجع سبق ذكره، ص46

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

أ - مجموعة العوامل الاقتصادية : تمس هذه العوامل الجانب الاقتصادي وهي تتمثل في :

- التبعية الاقتصادية للخارج.
- سيادة نمط الإنتاج الواحد.
- ضعف البنيان الصناعي.
- ضعف البنيان الزراعي.

ب- مجموعة العوامل غير الاقتصادية: وتمس هذه العوامل الجانب غير الاقتصادي وهي بدورها تتمثل في:

- الزيادة السكانية الهائلة.
- انخفاض المستوى الصحي.
- انخفاض مستوى التعليم.
- ارتفاع نسبة الأمية.

وعليه يجب على البلدان النامية على تجاوز هذه العوامل بنوعها تدريجيا وذلك بتبني رؤية وإستراتيجية مدروسة وواضحة من أجل تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية حقيقية لتضييق الفجوة بينها وبين الدول المتقدمة.

2- التنمية أداة لاستقلال اقتصادي: إن التنمية الحقيقية لا بد أن تقوم على الاستقلال الاقتصادي وليس على تبعيته فحصول البلدان النامية على الاستقلال السياسي لا يعني القضاء على التبعية، خاصة في حالة ازدياد المشروعات التي تقيمها هذه الدول بعد الاستقلال، والتي تحتاج فيها إلى التعامل التكنولوجي والمالي مع الدول المتقدمة، الأمر الذي يزيد ويعمق من روابط تبعية الدول النامية، من أجل التخلص من هذه التبعية لا بد من تغيير الهيكل الاقتصادي للدولة وذلك بإحداث تنمية حقيقية تعتمد على الذات باستغلال الموارد المتاحة في الدول استغلا صحيحا وكاملا.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: أبعاد التنمية الاقتصادية

إن التنمية الاقتصادية تنطوي على عدة أبعاد معينة ومن بينها الأبعاد السياسية والأبعاد الاجتماعية والأبعاد المادية والحضارية وسوف نوجز هذه الأبعاد فيما يلي:

#### 1- البعد المادي للتنمية:

يستند هذا البعد على أن التنمية هي نقيض للتخلف، فإن التنمية تتحقق من خلال التخلص من سمات التخلف واكتساب الخصائص السائدة في البلدان المتقدم، فالبلدان المختلفة تحتاج إلى تحقيق من العمليات لكي تتحقق التنمية وتتمثل في تحقيق التراكم الرأسمالي، تطوير التقسيم الاجتماعي للعمل، سيادة الإنتاج السلعي، عملية تكوين السوق القومية.

<sup>1</sup> - مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، نظرية وسياسات وموضوعات، دار وائل للنشر والتوزيع، 2007، الطبعة الأولى، ص 131، 132.

### 2- البعد الاجتماعي للتنمية:

ترتب على توسيع التنمية أمان بالنسبة للمسألة الأولى تتمثل في المرادفة بين التنمية والتحديث وهو عملية التحول نحو الأنماط من الأنظمة الاجتماعية والاقتصادية والسياسية، أما المسألة الثانية فتتمثل في تحقيق التنمية بالانتشار ومن خلال التكنولوجيا ورأس المال و المهارات و القيم والتغيرات في الأنظمة القائمة وجوانب البعد الاجتماعي للتنمية فتتمثل في تغيرات في الهياكل الاجتماعية واتجاهات السكان والمؤسسات القومية.

### 3- البعد السياسي للتنمية:

يتضمن البعد السياسي للتنمية التحرر من التبعية الاقتصادية إلى جانب التبعية الاستعمارية المباشرة وقد فرض على البلدان النامية الاستعانة بالموارد الأجنبية من رأس المال والتكنولوجيا.

### 4- البعد الدولي للتنمية:

إن فكرة التنمية والتعاون الدولي في هذا المجال قد فرضت نفسها على المجتمع الدولي وقادت إلى تبني التعاون على المستوى الدولي وإلى ظهور الهيئات الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي.<sup>1</sup>

### 5- البعد الحضاري للتنمية:

إن مفهوم التنمية مفهوم واسع يشمل كل جوانب الحياة ويقضي إلى مولد حضارة جديدة ويعتبر البعض بأن التنمية بمثابة مشروع نهضة حضارية ، فالتنمية ليست مجرد عملية اقتصادية تكنولوجية بل هي عملية بناء حضاري تؤكد فيه المجتمعات شخصيتها وهويتها الإنسانية.

## المطلب الثالث: مراحل ومؤشرات التنمية الاقتصادية

### الفرع الأول: مراحل التنمية الاقتصادية

التنمية تمر بمراحل ثلاث :

#### 1- المرحلة الأولى: مرحلة إنتاج السلع

وفي هذه المرحلة تعتمد الدول النامية على استيراد آلات الإنتاج واستيراد التكنولوجيا من الدول المتقدمة، وتستخدمها في إنتاج السلع التي تسد احتياجات السوق المحلية.

#### 2- المرحلة الثانية: التوسع في إنتاج السلع لكفاية السوق المحلي

وفيها المزيد من الاعتماد على التكنولوجيا المستوردة لتحقيق فائض إنتاجي في السلع، لكي يصدر إلى الأسواق الخارجية ليحقق فائضا في الدخل القومي ليستغل في المرحلة الثالثة.

#### 3- المرحلة الثالثة: استغلال الفائض

استغلال الفائض في الميزان التجاري والذي ينتج عن تصدير السلع المنتجة محليا وتسخير هذا الفائض من أجل إنتاج الآلات نفسها.

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص41.

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

### الفرع الثاني: مؤشرات التنمية الاقتصادية

توجد ثلاثة معايير أساسية لقياس التنمية الاقتصادية تتمثل فيما يلي:

#### 1- معايير الدخل:

يعتبر المؤشر الأساسي الذي يستخدم في قياس التنمية ودرجة التقدم الاقتصادي، ومن الجدير بالذكر أن ضعف الأجهزة الإحصائية في الدول النامية. وصعوبة تحديد مفهوم الدخل الحقيقي والاتفاق على البنود التي تحسب ضمن إجمالي الناتج الوطني واختلاف الدول فيما بينها بالنسبة لمعالجة بنود الدخل، كذلك عدم ثبات أسعار الصرف الخارجية واختلاف الأسعار الرسمية عن الأسعار الحقيقية من الأمور التي يتعين أن تؤخذ في الحسبان عند تقديس وتقييم تلك المؤشرات.

#### 2- المعايير الاجتماعية:

يقصد بها العديد من المؤشرات الخاصة بنوعية الخدمات التي تعايش الحياة اليومية لأفراد المجتمع وما يعترىها من متغيرات، فهناك الجوانب الصحية والجوانب الخاصة بالتغذية وكذا الجوانب التعليمية والثقافية.<sup>1</sup>

#### 3- المعايير الهيكلية:

كانت الدول المتقدمة تعمل خلال فترة طويلة على توجيه اقتصاديات الدول النامية نحو إنتاج مواد غذائية وغيرها من المنتجات الأولية، الزراعية والمعدنية حتى يتسنى لها ضمان الحصول على تلك المنتجات الأولية بأسعار ملائمة وكذلك حتى تتمكن من جعل تلك الدول أسواقا لتصريف منتجاتها من السلع المصنوعة، إلا أن الوضع لم يعد مقبولا وحدثت تغيرات على الناحية الاقتصادية الأسباب كثيرة ومن أهم المؤشرات التي تستعمل للدلالة على درجة النمو والتقدم الاقتصادي:

الأهمية النسبية للإنتاج الصناعي إلى إجمالي الناتج المحلي.

الأهمية النسبية للصادرات من السلع الصناعية إلى إجمالي الصادرات.

نسبة العمالة إلى القطاع الصناعي إلى إجمالي العمالة.

#### 4- العوامل السياسية والإدارية:

تعتبر العوامل السياسية من أهم المؤشرات في إمكانات قيادة وتوجيه عمليات التنمية في بلدان العلم الثالث، فالدول المتخلفة بصفة عامة تعاني من هيمنة الاستعمار المباشر والغير مباشر، ومن حداثة العهد بالاستقلال وبلاستقرار سياسي، ومن ضعف المشاركة بين الطبقة الحاكمة وأفراد الشعب، من اتساع الهوة بينهما.

ونظرا لقصر الأفق الزمني لاستقلالها السياسي وجهودها في إرساء قواعد الاستقرار وتحقيق التقدم الاقتصادي والاجتماعي، فإن مؤسسات البلدان المتخلفة السياسية والإدارية تعاني من فجوة بين محتوياتها وهياكلها مما يجعل مستوى كفاءتها ضعيفا واقل من المطلوب بكثير.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد عبد العزيز عجيبة، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 ص 66-83

### المبحث الثاني: الأدوات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية

يتمثل تمويل التنمية توفير المصادر المالية اللازمة والملائمة لأهداف والطموحات التنموية، حيث تتأثر الخطوط والمستويات التنموية بطبيعة التمويل المتاح لتحقيق الأهداف وتنفيذ الخطط التنموية الشاملة وغيرها، وتختلف طبيعة التمويل حسب الوفرة الكمية للأموال ومصدرها وأدواتها المالية وشروط استثمارها.

#### المطلب الأول: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية

تلعب الأسواق المالية دورا هاما وحيويا في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي، وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء متعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي، وبغض النظر عن كونها أسواقا محلية أو إقليمية أو عالمية، وتسهم سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال:

- **تعبئة المدخرات المالية:** تسهم سوق الأوراق المالية في تنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلا إضافيا وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم وقت يشئون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية.

- **توفير السيولة للمستثمرين:** أصبحت الأسواق المالية تلعب دورا هاما وحيويا في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات النامية، إذ ارتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

- **التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة:** تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشرا للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فانخفاض أسعار الأسهم تعتبر مؤشر على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشرا على قدوم مرحلة إنعاش.

- **تحويل الفائض إلى إدارة خاصة (الشركات المساهمة) بدلا من جامعي الأموال:** يسهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة ذات الميزة التشاركية والتي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية في البلد.<sup>2</sup>

- **الرقابة على إدارة الشركات:** تعتبر البورصة جهة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في ردهة البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية

<sup>1</sup> - المرجع السابق ص 83

<sup>2</sup> - أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية،

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفوءة فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط. أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي، وبصفة عامة يمكن القول إن أسواق رأس المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف التي تم وسيتم ذكرها. إن الأسواق المالية تعمل كمرآة للاقتصاد في غالب الأحيان وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتأثر هذه القوى بالحالة الاقتصادية، ويمكن إيجاز لبعض وظائف ودور الأسواق في دفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال الأتي:

- تنمية الاقتصاد الوطني عن طريق تشجيع المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية، حيث تشجيع سوق الأوراق المالية صغار المدخرين وكبارهم ممن لديهم فائض مالي لا يستطيعون استخدامه في القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم نظرا لعدم وجود فكرة استثمارية لديهم، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد خدمة أغراض التنمية.<sup>1</sup>
  - المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام.
  - الاقتراض من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية وذلك عن طريق إصدار السندات والأدونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة ومن هنا أصبحت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا تقل أهميتها عن أوجه التوظيف الأخرى.
  - المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.
  - المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي وهذا يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية أهمها كفاءة التسعير، عدالة السوق، الأمان، عمق السوق، استمرارية السوق، تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.
- بناء على ما تقدم نرى أن للأسواق المالية دورا مهما وحيويا في دفع وثنائر النمو الاقتصادي وعملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى

<sup>1</sup> - المرجع السابق ص ص 161-162

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب وشرط توفر البيئة المناسبة والإدارة الكفوءة.

### المطلب الثاني: أدوات التمويل التقليدية

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال. وتمثل في الورقة صك حيث يعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا، فحامل الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب في أصولها و ان كان ليس من حقهم المطالبة به طالما أن المنشأة مستمرة. كذلك فان لحامل السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحهم أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.<sup>1</sup>

#### 1- الأسهم العادية:

##### 1-1- تعريف الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على انه صك يخول لصاحبه الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة على المشاع بقدر حصته المدونة كقيمة اسمية في الصك ذاته أو في التصفية عند انتهاء الشركة وتصفيتها. وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل ففي المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في أسواق رأس المال وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية لرأس المال الشركة، وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في السوق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى الطلب والعرض، وبالتالي فان هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس المال الشركة، بل أنها مجرد عملية التداول بين البائعين والمشتريين ونقل حقوق الملكية من شخص إلى آخر، وبذلك فان المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

##### 1-2- حقوق المساهمين العاديين:

يتمتع المساهمين بعدة حقوق من أهمها:<sup>2</sup>

1- الحق في الأرباح الموزعة: فغالبا ما يفضل المساهمين توزيع الأرباح على أساس منتظم، لأن الأرباح يتضمن في محتواها على معلومات وهي إشارة مهمة للسوق. فالشركة التي تنتهج سياسة توزيع أرباح مستقرة سيكون موضع تقدير كبير من قبل السوق، وأي تعديل في سياسة توزيع الأرباح سينعكس هذا على أسعار الأسهم، فإن علم توزيع الأرباح من قبل الشركة، حتى لو كان له ما يبرره لمشاريع استثمارية مريحة للغاية، كثيرا ما ينظر إليها من قبل السوق على أنها إشارة إلى انخفاض الأرباح في المستقبل (الآن قيمة الأسهم في

<sup>1</sup> - عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، 2016، عمان، دار ومكتبة الحامد للنشر للتوزيع، ص42،

<sup>2</sup> عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 44

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

السوق يتحدد باستخدام خصم التدفقات النقدية للأرباح المتوقعة) والمساهمين لهم نفور من المخاطرة فهم يفضلون الأرباح على أساس منتظم، على الأرباح المؤجلة في المستقبل.

**2- حق التصويت:** فالمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة، لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم، ويتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل منهم صوت. يعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جدا كيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل.

**3- حق الأولوية في الاكتتاب:** إن أصحاب الأسهم العادية يملكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام. وغالبا يجري ذلك بالنسبة إليهم من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقا من أسهم.

**4- حق بيع الأسهم:** يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

**5- حق الحضور الجمعيات العامة:** قد تكون جمعيات عادية أو طارئة، للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا، وتتعدّد الجمعيات العادية كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، ومناقشة قضية توزيع الأرباح وبذلك يمكن من المشاركة في تسيير شركتهم، بينما الجمعيات الطارئة تجتمع متى تقتضى وخاصة عند إجراء تعديل على القانون الأساسي للشركة، رفع رأسمالها، ... الخ.

**6- حق الإطلاع على وثائق الشركة:** للمساهمين العاديين الحق في الإطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا، خاصة وثائق المحاسبة وقائمة مساهمين الآخرين وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم طلب ذلك عن طريق المحكمة.

**7- حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية:** تصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها لتسديد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين، كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملة الأسهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهماتهم في تلك الشركة، لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.

### 1-3- قيم الأسهم العادية:

يتمتع المساهمين بعدة حقوق من أهمها كالتالي:

**أ- القيمة الاسمية:** وهو المبلغ المكتوب على وجه صك السهم، والذي أصدر به أول مرة، إذ أن الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس المال يجب أن يكون مطابقا للمبلغ الذي يساهم به الشريك حقيقة رأس المال، ويحتسب رأس المال الشركة طبقا للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم.

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

ب- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم في سوق رأس المال بحسب العرض والطلب، والقيمة السوقية للسهم هي قيمة عرضة للتقلبات، وتدور دائما بين الارتفاع وانخفاض تبعاً لمدى سلامة المركز المالي للشركة، ونجاح مشروعها ومدى ما تدره من أرباح.

ج- **القيمة الحسابية أو القيمة الدفترية:** وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب من خلال جميع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة...) ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية. وقد تبين في حالات عديدة أن القيمة المحاسبية أو الدفترية منخفضة نسبياً وخاصة عندما يكون عدد المساهمين كبير جداً وعند احتسابها في مرحلة التصفية وذلك لان إنقاص الأجهزة الرأسمالية والمخزونات المتبقية تجري تصفيتها بشكل عام بأسعار منخفضة.

### 2- الأسهم الممتازة:

#### 2-1- تعريف الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للعمل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، كما أن له الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، كما يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق الهجينة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والمستندات، في تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية عند التصفية، وهي تشبه الأسهم العادية في تواجدتها فهي دائمة رغم الانتهاء الحالي لتكوين احتياطات لإعادة هذه الأسهم الممتازة، وأيضاً تدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفي من الضريبة يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري وكذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات، فليس لهم حق المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.<sup>1</sup>

#### 2-2- خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية :

- يحدد العائد بنسبة معينة من قيمة الأدلة ومن الأرباح المتحققة.
- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية.

<sup>1</sup> - عيساوى سهام، مرجع سابق، ص 46

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

- لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات وفي أموال التصفية، الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياسا للمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، فمن المتوقع أن تكون تكلفة التمويل المرتبطة بها أقل من الأسهم العادية، إذ أن معدل العائد المطلوب في حالة الأسهم العادية يكون أعلى منه في حالة الأسهم الممتازة.
- تضمن الشركة حقوق أصحاب هذه الأسهم بمجوداتها الاستثمارية، علما بان هذه الضمانة لا يتم توفيرها لأصحاب الأسهم العادية، لذا فالأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية.
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.
- هناك مجموعة من الحقوق الأخرى التي تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص، أهمها:
  - **حق تراكم العوائد:** بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم أو يتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، وقد ينص في عقود التأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح.
  - **حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية:** وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها. وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة.
  - إن هناك التزاما هاما تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار، بعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

### 3- السندات:

**3-1- تعريف السند:** يعرف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة العامة، تطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركات بموجبهها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.<sup>1</sup>

ويعرف السند أيضا أنه تعهد مكتوب بمبلغ الدين لحامله في تاريخ معين نظير فائدة، وبذلك فهو صك مالي قابل للتداول يمنح للمكاتب لقاء المبالغ التي اقترضها، ويخوله استعادة مبلغ القرض والفوائد المستحقة وذلك بحلول أجله، وتصدر السندات بوحدة من الأسلوبين التاليين:  
أن يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة عنها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا عاما.

<sup>1</sup> - عيساوي سيهام، مرجع سابق، ص ص 48-49

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

أو أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا خاصا.

### 3-2- خصائص السندات: يمكن تلخيص أهم خصائص السندات وهي كالتالي:

- **السند أداة دين:** يترتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيته، في حين يترتب السهم لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استثناء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

- **محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا على عكس السهم الذي يبقى قائما ما دامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك سعره السوقي.

- **السند أداة استثمارية ثابتة الدخل:** وهي فئة من الأوراق ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.

- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، ضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم. كما يظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية للسند.

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار التعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

- تخضع السندات النوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها بخصم، وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.

- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيم حالية أدنى للسندات.

- **قابلية التداول:** وهي قابل للتداول كالسهم أيضا، وتختلف طرق تداوله باختلاف الشكل الذي يصدر به، فإذا كان سندا اسميا فينتقل بطريقة التطهير، أما إذا كان السند لحامله فيجري انتقاله بمجرد التسليم، ويجوز أن يصدر السند بشكل معين وأن يجري تحويله فيما بعد إلى شكل آخر، كأن يصدر اسميا ثم يحول للحامل أو العكس وذلك طبقا للشروط.

- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، إن الفترة الأطول للتديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة.

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

- ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون اكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

**3-3- أنواع السندات:** وتتنوع السندات إلى أنواع عديدة، يمكن ذكر أشهرها وفقا للتقسيمات الآتية:

**3-3-1- تقسيم السندات من حيث جهة الإصدار:** وتنقسم إلى :

- **سندات حكومية:** وهي صكوك متساوية القيمة، تمثل دينا مضمونا في ذمة الحكومة، وهي تغل عائدا غالبا ما يكون ثابتا، ولها آجال محدودة ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية ، ومن أنواع سندات الحكومة : سندات الخزينة، شهادات الخزينة، سندات البلدية، سندات حكومية بعملات أجنبية ، وهذه الأنواع تتفق في جوهرها، إنما تختلف في أمور تنظيمية فتختلف مثلا في مدة السند، وفي نسبة الفائدة وفي إعفاء أرباح بعضها من ضريبة الدخل، وفي العملة التي تدفع بها والشروط التي يسدد بها رأس المال، والغرض الذي أصدت من أجله.

- **السندات الأهلية:** والتي تصدر من القطاع الخاص من الشركات التجارية وشركات الخدمات.

**3-3-2- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل:** وتستطيع تقسمها كالاتي:

- **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وهي سندات يتم إصدارها بقرار من الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، وتعطي هذه السندات لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم، واقتضاء قيمتها إذا رغب في ذلك، وغالبا ما تعطي للمساهمين في الشركة أولوية في الاكتتاب في هذه السندات ، وفي هذا النوع من السندات ينقلب حملة السندات من دائنين للشركة إلى شركاء فيها، والتحويل هذا يعني زيادة رأس مال الشركة، ولذلك يجب مراعاة القواعد المقررة لزيادة رأس المال بوجه عام كما قررها القانون التجاري، ويتم الوفاء بالأسهم الجديدة عن طريق المقاصة مع قيمة السندات.

- **السندات غير القابلة للتحويل:** وهي السندات التي لا تعطي للمستمر (المكاتب) حق التحويل وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

**3-3-3- تقسيم السندات من حيث شكل الإصدار:** وتنقسم من خلال هذه الزاوية إلى:<sup>1</sup>

- **سندات اسمية أو مسجلة:** وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل بطريق التسجيل، وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل (الدين الأصلي والفائدة) أو مسجلة تسجيلا جزئيا (أصل الدين)، وأما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات المرفقة بها، فيتوزع منها لتحصيل فائدتها من البنك.

- **مستندات لحاملها:** وهي التي لا تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بطريق الاستلام، فيحصل حاملها على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين.

<sup>1</sup> - عيساوى سهام، مرجع سابق، ص 51-52.

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

### 3-3-4- تقسيم السندات على أساس الضمان: وتقسم إلى :

- **سندات مضمونة:** وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتب كاملة، ويستند عليها في حساب فوائد السند، ويكون هذا السند مصحوبا بضمان شخصي، مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك، أو بضمان عيني كرهن تقرره الجهة المصدرة للسند على عقاراتها لصالح حملة السندات.
- **سندات غير مضمونة:** وهي سندات لا تكون مصحوبة بضمان شخصي أو عيني، فليس لصاحب هذا السند غير الضمان العادي الذي يكون له بسبب القرض، إذ أن فرضه مضمون في ذمة المفترض (الضامن الوحيد لحاملها سمعة المفترض).

### 3-3-5- تقسيم السندات من حيث العائد: تقسم إلى :

- **سندات ذات معدل فائدة ثابت:** هي السندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، بحيث تدفع هذه الفائدة المحددة بشكل دوري، إلى أن يحل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بقيمته الاسمية.
- **السندات ذات معدل الفائدة العائم:** وهي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة، وإنما تتغير هذه النسبة تبعا لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، بحيث إذا حل وقت الفائدة أعطي حامل السند نسبة الفائدة السائدة في ذلك الوقت، وغالبا ما يربط معدل الفائدة على السند، بمعدل فائدة في تعامل محدد، كسعر الفائدة على القروض التي تجري بين المصارف في لندن، المسمى ليبور LIBOR. وقد يتم ربط معدل الفائدة على السند بمؤشر تكاليف المعيشة، وهو المؤشر الذي تصدره سلطة حكومية متخصصة، لمعرفة التغير في القوة الشرائية للنقود، عن طريق قياس الارتفاع والانخفاض في أسعار سلعة من السلع الأساسية.

### 3-3-6- تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء : وتقسم حسب هذه الفئة إلى :

- **السندات القابلة للاستدعاء:** والتي بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تشتترط إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإطفائها حسب الشروط المتفق عليها، وذلك إما في أي وقت ستحدده مستقبلا أو سينبه إلى ذلك قبل فترة معينة مثل شهر واحد، وفي أي حالة كانت حالة التسديد الفوري لقيمة السند ودون إعلام مسبق أو حالة التسديد المؤجل بعد فترة محددة من الإعلام إلا أنه سيحرم المحتفظ بالسند من العوائد المترتبة على هذا السند.

- **السندات غير القابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، و الأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

- **السندات الدولية:** وهي السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته، ولصالح مفترض أجنبي، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه ، فمثلا لو أن فرعا لشركة استثمارية جزائرية في لندن أصدرت سندات بالجنيه الإسترليني

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

لصالح بنك فرنسي، يقال بأنها سندات أجنبية، بينما لو تم الإصدار بالدولار بدلا من الجنيه الإسترليني لكانت السندات دولية.

### المطلب الثالث: أدوات التمويل الحديثة

وهي عبارة عن أدوات تشمل على خصائص مشنقة من أداة أخرى وهي تداول في الأسواق المستقبلية والأجلة.

**1- صكوك شراء الأسهم** : لقد عرف هذا الصك بأنه حق اختيار يسمح بالحصول أو الاكتتاب خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقا في أسهم الشركة المصدرة سواء في فرع من الفروع أو في الشركة الأم ولإتمام ذلك يجب على الحامل التخلي عن الشهادة للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) ودفع مبلغ من النقود وعليه فان صكوك الشراء بمثابة الأوراق المالية التي تصدرها الشركات بغرض جمع رؤوس الأموال الضرورية لتغطية احتياجاتها الآنية والتوسعية.

وتصف هذه الشهادة بالخصائص التالية:

- ليس لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين.
- ليس لحاملها حق الحصول على الأرباح الموزعة.
- لا يتمتع حاملها بأية حقوق على أصول الشركة .
- طويلة الأجل نسبيا تصل مدتها من 5 سنوات إلى 20 سنة، وأحيانا لا يكون لها تاريخ استحقاق. وعادة ما تصدر الشركات هذه الشهادات مصاحبة لإصدارتها من السندات، فهي تساعد على جذب المستثمرين لهذه السندات لدى عرضها للاكتتاب العام، ويلاحظ أن سعر الشراء الثابت أو سعر ممارسة الحق يجعل هذه الشهادة أكثر قابلية للمضاربة بقيمتها بالقياس إلى قيمة الأسهم التي تتضمنها، فنسبة الزيادة أو النقصان في القيمة السوقية للشهادة تكون أكبر من نسبة الزيادة أو النقصان في قيمة السهم العادي نفسه.
- لنفرض أن سعر السهم في السوق لشركة "إيهاب" 50 دج، وأنه يمكن شراء نفس السهم من خلال الحقوق التي تصدرها الشركة بسعر 40 دج، وأنه حدثت زيادة في قيمة الأسهم قدرها 10 دج للسهم، فانه يمكن عرض النتائج التالية:

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

الجدول رقم (1): المقارنة بين السهم العادي وقيمة الحقوق نتيجة لزيادة قيمة السهم

المقارنة	السهم العادية	قيمة الحقوق
سعر السهم قبل الزيادة	50 دج	10 دج
الزيادة في سعر السهم	10 دج	-
قيمة السهم بعد الزيادة	60 دج	20 دج
مقدار الزيادة	10 دج	10 دج
نسبة الزيادة %	20	100

المصدر: عيساوى سهام الأدوات المالية المشتقة أهميتها , أنواعها وإستراتيجيتها, الطبعة الأولى 2017-1438هـ, عمان- دار ومكتبة الحاد للنشر والتوزيع - ص 55.

من الواضح أن المستثمر هنا يأخذ موقف المضارب، فهو يأمل في ارتفاع القيمة السوقية لأسهم داخل الحق" حيث يؤدي ذلك إلى ارتفاع أكبر في قيمة الحق نفسه، فقد ارتفع السهم بنسبة % 20 في حين أن الحق نفسه زادت قيمته بخمس مرات أمثال قيمة زيادة السهم أي %100.<sup>1</sup>

### 2- الأوراق المالية المختلفة المتداولة في أسواق مستحدثة:

وهي أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق غير منظمة أنشأتها بعض بيوت السمسة، وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق نظرا لعدم وجود سوق تداول فيه، ومن الأمثلة عن تلك الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية قروض الإسكان وهي تمثل اتفاق يبرم بين أحد الأفراد الراغبين في شراء منزل للإسكان فيه، وبين مؤسسة مالية للإقراض ، وبمقتضى الاتفاق يحصل الأفراد على القرض ويتم تسديدها على أقساط شهرية، وإن يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعنية.<sup>2</sup> ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوك قابلة للتداول ومضمونه بتلك القروض، وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها، ولتسيير تداول تلك الصكوك عادة ما تصدر بقيمة اسمية صغير، كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين . وفي حالة فشل المفترض (مشتري العقار) في الوفاء بما عليه من التزامات، تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك، على أن تقوم فيما بعد ببيع العقار والحصول على مستحقاتهم وتعتبر قروض الإسكان في المحاولة الرائدة لظهور الأوراق المالية المخلفة التي انتشرت بعد ذلك في مجالات أخرى مثل قروض شراء السيارات التي تقدمها البنوك والقروض التجارية.

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص55،

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص56،

## الفصل الثاني: الأدوات المالية في التنمية الاقتصادية عرض للجانب النظري

3- التوريق والمشتقات: يعد التوريق واحدا من أهم الإبداعات الجديدة في التعاملات المصرفية منذ نهاية الثمانينات وخلال حقبة التسعينات. لذلك فقد عرف التوريق على أنه: "هو عملية تجميع القروض وتحويلها إلى الأوراق المالية التي يتم بيعها بعد ذلك للمستثمرين (طرحها للاكتتاب).

"وعلى الرغم من أن ممارسة بيع القروض بين البنوك هي عملية قديمة أما إعادة بيعها للمستثمرين هي الأكثر حداثة، ولذلك عرف بأنها تكنولوجيا مالية مستحدثة تفيد إلى حشد بنك ما لمجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في صورة أوراق مالية للجمهور لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك".

أما المشتقات يوحي اسمها (المنتجات المشتقة) على أنها الأدوات المالية التي تستمد خصائصها من الأدوات المالية الأخرى مثل الأسهم، السندات، مؤشرات الأسهم، العملات وأسعار الفائدة. وهي تنفرع إلى أربعة أنواع وهي: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار والمبادلات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عيساوى سيهام، المرجع السابق، ص 57،

### خلاصة الفصل الثاني

التنمية كعمل تقدمي يهدف إلى الرفاهية والارتقاء بالمجتمع نحو الأفضل يمكن أن يتحقق عن طريق الاعتماد على القوى الذاتية للمجتمع، و إحداث التوازن بين مختلف القطاعات الاقتصادية وهذا لتحقيق النمو و لضمان التنمية المستدامة.

يعتبر التمويل العامل الأساسي في عملية التنمية الاقتصادية و هو يأتي من عدة مصادر داخلية و خارجية على حسب الأهداف التنموية المسطر لها، و كل ذلك يتحقق إما عن طريق إتباع نظام التمويل المناسب لها سواء كان نظام تمويل مباشر أو غير مباشر.

تمارس الأسواق المالية دورا مهما في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، فهي المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ و هذا ما يمكن قياسه عن طريق عدة مؤشرات وضعت لهذا الغرض.

---

## الفصل الثالث

دور السوق المالي في

تمويل التنمية الاقتصادية

---

### تمهيد

بعد مجموع التطورات التي حصلت في الاقتصاد العالمي والتي أَلقت بظلالها على الدول النامية منها الجزائر من خلال التخلي عن الاقتصاد الموجه، سعت الجزائر إلى مواكبة هذا الواقع الجديد من خلال إنشاء سوق مالي عرف ببورصة الجزائر والذي تشرف عليه هيئات منظمة أنشأت لهذا الغرض.

في بورصة الجزائر يخضع إدراج الشركات والوسطاء والأوراق المالية بها إلى شروط محددة وآليات يجب التقيد بها ضمن النظام العام المعمول به فيها، وخلال مدة حياة هذه السوق المالية على مدى عشرية تميزت وضعيتها بالضعف على العموم وقد علم ذلك من خلال بعض المؤشرات، ومن أجل فهم أفضل التطورات التي مست بورصة الجزائر اتبعنا النقاط التالية :

- مراحل وشروط القبول في البورصة.
- الأدوات المالية المتداولة والشركات المدرجة في البورصة.
- تطورات مؤشرات البورصة.

## المبحث الأول: تنظيم سوق المالي بالجزائر

الجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية "البورصة" ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

### المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها:

#### الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، و منذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

#### **1- المرحلة التقريرية ( 1990-1992)**

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة الصناديق المساهمة، اتخذت

الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص

متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة. ولقد نصت القوانين

الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها. ونظرا

لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9320000 دج، كما غير اسمها لتحمل

بذلك اسم بورصة الأوراق المالية. وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن

تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.<sup>1</sup>

### 2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للاذخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300000 دج إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (5000000 دج) في حالة إجراء العرض العمومي للاذخار.

- مليون دينار جزائري (1000000 دج) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للاذخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد

نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

في إطار هذا المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما

يلي:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي.<sup>2</sup> أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين<sup>3</sup>.

- لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصة (COSOB) وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة.

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.

<sup>2</sup> قاسم شاوش لمياء، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة البليدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2004\_2005، ص160.

<sup>3</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

- شركة تسيير القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، ولا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة.

### 3- مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث :

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة.

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .

- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصة يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي.

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997م، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي سونا طراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سونا طراك أول متعامل اقتصادي يبدئ سوق الأسهم في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية. ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مروراً بالبورصة وهي :

- شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20%.

- مجمع صيدال: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

- فندق الأوراسي: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

### الفرع الثاني الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر:

تتمثل هيئات السوق المالي الجزائري في:

#### 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير

## الفصل الثالث: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

سوق القيم المنقولة وشفافيتها، وتتكون من رئيس وستة أعضاء، يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات، ويمارس مهمته كامل الوقت، وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية، أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري، ويعين أعضاء اللجنة لمدة أربع سنوات، حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي<sup>1</sup>:

- قاضي يقترحه وزير العدل .

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر .

- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.

- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسبها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي .

ولقد زود المشروع للجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، سلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق.

**1-1- السلطة التنظيمية:** تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع

إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي<sup>2</sup>:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات - حافظي السندات.

- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على

الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.

- تسيير حافظة القيم المنقولة.

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.

- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

**1-2- سلطة الاعتماد والتأهيل:** تعتمد اللجنة على:

- الوسطاء في عمليات البورصة.

- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.

- توهل ماسكي الحسابات - حافظي السندات.

**1-3- سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق:** تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد خصوصا من:

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.

- امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع إليها.

<sup>1</sup> المادة 20، المرسوم التشريعي رقم ( 93 10)، المؤرخ في 23ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34، الجزائر، ص 6.

<sup>2</sup> المرسوم التشريعي رقم ( 93 10)، المؤرخ في 23ماي 1993 مرجع سبق ذكره، ص 6.

- حسن سير السوق.

وتؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة.<sup>1</sup>

### 2- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة:

تأسست شركة إدارة بورصة القيم المنقولة سنة 1993 وهي مسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية الضرورية للمبادلات على القيم، وتعرف بأنها شركة إدارة بورصة القيم، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء الماليين، حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 93-10 الصادر سنة 1993 والمتمثلة في:

- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة.
- تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض.
- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة.
- وضع نشرة رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

### 3- المؤتمر المركزي على السندات:

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون ( 5 بنوك) والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليون دينار جزائري وتتمثل وظائفه في:

- فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات.

- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال.<sup>2</sup>

### 4 - الوسطاء في عمليات البورصة:

وهم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

### 5- المصدرون:

وهم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للادخار.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الموقع الإلكتروني، [www.cosob.org](http://www.cosob.org)، تاريخ الإطلاع 10 جوان 2021.

<sup>2</sup> المرجع السابق

<sup>3</sup> بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع 10 جوان 2021.

## المطلب الثاني: اعتماد الشركات والوسطاء, والأوراق المالية في البورصة

### الفرع الأول: المراحل الرئيسية لدخول المؤسسة إلى بورصة الجزائر

في إطار دخول المؤسسة للبورصة و إدراج أوراقها المالية فيها تتطلب المرور على عدة مراحل نذكر أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

#### **1- الجهاز القانوني الذي يقرر فتح رأس مال:**

إن قرار فتح رأس مال المؤسسة للاكتتاب يعزز أو يزيد من امتيازات "المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE)" إذ بالنظر لهذا القرار فإن الجمعية العامة للمؤسسة تجتمع في دورة استثنائية من أجل:

- تبني حل يكرس فتح رأسمالها عن طريق السوق المالي.
- تفويض الإدارة من أجل إعداد واستخدام الوسائل الضرورية لنجاح العملية.

#### **2- تقييم ممتلكات المؤسسة وتحديد سعر العرض:**

الهدف المراد الوصول إليه من خلال تكريس, أو تطبيق أعمال التقييم هو تقدير سعر الأسهم التي تعرضها المؤسسة للبيع أو الاكتتاب. يستحسن البدء بعملية التقييم باستدعاء محترفين وخبراء يملكون المهارة والكفاءة من أجل الحصول على نتائج التقييم في الأجل المرغوبة من طرف المؤسسة.

#### **3- اختيار وسيط في عملية البورصة:**

طبقا للمادة 17 من قانون (COSOB), رقم 97-03 الصادر في 18-11-1997 فإنه يجب على المؤسسة أن تعين وسيط في عملية البورصة يساعدها ويرافقها طيلة عملية قبول أسهمها في التداول.

#### **4- تعيين مسؤول مكلف بالتنسيق:**

لأسباب تهدف إلى أفضل فعالية في تنظيم وسير العملية, يجب على المؤسسة أن تعين مسؤولا عن الملف الذي سيصبح المتحدث الوحيد إزاء مختلف المتدخلين في السوق المالي, مهتمة متابعة وتنظيم كل الأسهم والأعمال المنجزة خلال كل مراحل الدخول إلى البورصة.

#### **5- الاتصال بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):**

ترتبط المؤسسة مع مصالح "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)" هذه المصالح أعدت لتقديم كل التوضيحات الضرورية حول:

- سير عملية القبول.
- طبيعة الوثائق الواجب تقديمها في الملف.
- كل معلومة تساعد مسؤولي المؤسسة على فهم الصحيح لمحتوى المذكرة الإعلامية.

<sup>1</sup>طرش سميرة, كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم, أطروحة دكتوراه, علوم اقتصادية, جامعة قسنطينة 2010, ص 69-70

**6- إعداد مشروع مذكرة إعلامية:**

هذه الوثيقة المخصصة لإعلام الجمهور، تشكل مستند أساسي يسمح بتزويد المستثمر بكل معلومة ضرورية، وصادقة قصد مساعدته على اتخاذ قراره، تعالج هذه الوثيقة أساساً:

- تنظيم الشركة ونشاطها.
  - ممتلكاتها ومركزها المالي.
  - مميزات القيم المنقولة المطروحة في عرض البيع.
- المحتوى المفصل لهذه الوثيقة حدد بتعليمية "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)" التي تحمل الرقم 03-97 الصادر في 03-11-1997.

بالإضافة إلى ذلك فإن مشروع المذكرة الإعلامية هذا يجب أن يرفق بمشروع نشرة إعلامية (أو بيان تمهيدي). الذي يعيد بطريقة مختصرة محتوى المعلومات المناسبة، مع تبيان ما هو مخصص لعامة الناس في المذكرة الإعلامية.

بعد كل هذه الإجراءات المتبعة سيتم تقديم طلب القبول للجنة لاستكمال المراحل المتبقية التالية:<sup>1</sup>

**7- تقديم طلب القبول مرفق بملف:**

يحتوي هذا الملف على توثيق عام حول الشركة ورأسمالها، إضافة إلى وثائق اقتصادية ومالية وقانونية، بالإضافة إلى تقرير التقييم الاقتصادي للمؤسسة، وعند إتمام الملف يودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، على أن يتم تقديمه في أجل لا يقل عن ستين (60) يوماً قبل التاريخ المحدد للتسعير في البورصة، وهو نفس الأجل الذي يمنح للجنة من أجل دراسة ملف القبول والذي يحق لها طلب تعديلات قبل منح تأشيرة القبول.

**8- إبرام العقود والاتفاقيات:**

عملية القيد في البورصة تتطلب تضافر جهود العديد من الأطراف (الوسطاء، البنوك، أجهزة البورصة) لذلك فالأمر يتطلب عقد اتفاقيات تحدد الواجبات، والمسؤوليات ومستحقات كل طرف، و من أهم هذه العقود هي:

- العقد بين المؤسسة و الوسيط.
- الاتفاقيات بين البنوك و الوسطاء.
- عقد السيولة وهو اتفاق تبرمه الشركة المصدرة مع أحد البنوك التجارية ليقوم هذا الأخير بدور صانع السوق بالنسبة لأوراقها المالية.

<sup>1</sup> -بن زاوي نسرين، أثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مناجمت المؤسسة، المركز

**9- طبع ونشر مطبوعات وأوامر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم:**

تطبع وتنتشر مطبوعات الشراء بكميات كافية، يخضع شكلها ومحتواها لقانون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويجب على المؤسسة أن تتجز نموذج شهادات الأسهم وتحضرها بكميات تكفي المساهمين الجدد، كما يجب على المؤسسة أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لاستثمار الشهادات بأسماء المساهمين الجدد في أحسن الظروف الممكنة.

**10- انطلاق الحملة الإعلامية:**

ويباشر ذلك من خلال تحديد إستراتيجية الإعلان (الملصقات، الإشهار بالوسائل الإعلامية السمعية البصرية، السمعية والمكتوبة)، إرسال قافلة حول عدة نقاط من الوطن، الالتقاء بالمستثمرين، التعريف بالمؤسسة من كل الجوانب، الإجابة على أسئلة المستثمرين.

**11- طبع شهادات الأسهم:**

ويكون ذلك عند نهاية العملية وتبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر.

**الفرع الثاني: شروط قبول الأوراق المالية في البورصة**

يجب على الشركات التي تريد إدراج أوراقها المالية في البورصة أن توفر شروطا خاصة بالشركة وأخرى بالورقة المالية ذاتها.

**1- الشروط المتعلقة بالشركة طالبة القبول:**

حتى يتم إدراج أي شركة في البورصة الجزائر يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط وهي:<sup>1</sup>  
- أن تكون الشركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري الجزائري.  
- يجب تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة يعده خبير مصنف من أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر.

- إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية للشركة، وأن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة.

- أن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية المصادق عليها لسنتين سابقتين للسنة التي تم فيها تقديم طلب القيد.  
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

**العناصر المكونة لملف القبول :<sup>2</sup>**

- يتكون ملف قبول الأوراق المالية للشركات المساهمة للتداول في البورصة من:  
- رسالة تطلب من خلالها الشركة قبول أسهمها للتداول في البورصة.  
- وضعيات الشركة بانتظام حتى تاريخ إعداد طلب القبول.

<sup>1</sup> صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، علوم اقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس 2009، ص153

<sup>2</sup> لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثاره على القيمة السوقية للسهم، مرجع سبق ذكره، ص66

## الفصل الثالث: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

- شهادة تسجيلها في السجل التجاري.
- محاضر ضبط الجمعيات العامة التي تقرر وتصادق على فتح رأس المال.
- حسابات النتائج, الميزانيات الموطدة, الملحقات, تقارير محافظي الحسابات, الحلول المتعددة.
- محاضر الضبط المعدة أو المقدمة خلال كل الجمعيات العامة العادية المتعلقة بالخمسة سنوات المالية السابقة.
- ملاحظات وصفية أو إيضاحية حول القضايا التالية:
  - نشاطات الشركة, فروعها, وتنظيمها.
  - قائمة أعضاء مجلس الإدارة, وكذلك المسيرين الرئيسيين للشركة.
  - المنازعات في المحاكم.
  - اسم المؤسسة المكلفة بإمساك, أو الإشراف على المصالح المالية.
  - تطور رأسمالها منذ تأسيسها.
  - أسماء المساهمين الذين يملكون أكثر من 5% من رأس المال الاجتماعي, وعدد الأسهم التي يحتفظون بها.
  - قائمة بكل الشركات التي تحتفظ فيها بحصة من رأس مال - أسهم بمقدار 10% أو أكثر.
  - تقديرات الأرباح و التدفقات النقدية للشركة خلال الخمسة سنوات القادمة.
- 2- الشروط المتعلقة بقبول الأوراق المالية:**

يوجد نوعان من الشروط على حسب أنواع الأوراق المالية شروط متعلقة بالأسهم وأخرى تتعلق بالسندات.<sup>1</sup>

### 2-1- الشروط الخاصة بالأسهم: والمتمثلة في ما يلي:

- يجب أن لا يقل رأسمال الشركة عن 100.000.000 دج.
- يجب أن تطرح الشركة 20% على الأقل من رأسمالها للاكتتاب لدى الجمهور.
- يجب أن تكون الأسهم المعروضة على الجمهور موزعة على 300 مساهم على الأقل يوم الدخول إلى البورصة.

### 2-2- الشروط الخاصة بالسندات: والمتمثلة في ما يلي:

- بلغ القرض يجب أن يكون مساوي على الأقل ل 100.000.000 دج.
  - يجب أن يكون عدد الحائزين للسندات 100 حائز على الأقل يوم الدخول إلى البورصة.
- عندما تستوفي الشركة شروط القبول, يجب عليها أن تحضر ملف القبول الذي يكون محتواه المفصل محدد من طرف اللجنة.

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها, سير البورصة, 2004, ص6

## المطلب الثالث: أوراق المالية المتداولة في البورصة والشركات المدرجة

### الفرع الأول: أدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

الأوراق المالية أدوات الاستثمار المالي وهي تعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، حيث تتوفر الأوراق المالية المتداولة في البورصة كالآتي:

#### 1- الأسهم:

السهم هو حق المساهم في الشركة الأموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري، وهي من الأدوات المالية ذات الدخل المتغير بمعنى أنها لا تعد مستثمريها بدخل نقدي محدد، ويعني ذلك حدوث تغير في التدفقات المالية التي يتلقاها المستثمر، فيكون من المتوقع حدوث تقلبات في التدفقات النقدية للأوراق المالية بمعنى أن تكون قابلة للزيادة أو النقصان أحياناً، وربما تكون قيمتها في أحيان بالسالب، وتشكل الأسهم الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعطن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.

#### 2- السندات:

تعتبر السندات أحد أشكال المديونية التي تلجأ إليها كافة المنظمات على اختلاف أحجامها، يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ الحكومة أو الشركات أو المؤسسات إليه للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال، ويعتبر السند أكثر الأوراق المالية شيوعاً، فالسندات جزء من المديونية بمعنى من يشتري سندا فهو دائن للشركة يحصل على فائدة ثابتة واجبة الدفع في مواعدها كما يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق ولحاملي السندات الرجوع على كل أموال الشركة بلا تمييز ولهم الحق في تصفية الشركة لوفاء الدين.

#### 2-1- خصائص السندات:<sup>1</sup>

- السند ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنوياً، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر.
- السندات هي وثائق تمثل اتفاقاً بين الشركة المصدرة (أو الحكومة) وبين المستثمرين تلتزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند، أي تاريخ الاستحقاق.
- تتقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.

<sup>1</sup> - عزالدين حملة، عثمان علام، بورصة الجزائر بين الركود وأليات التنفيع، vol (issn :2437-0916) al-riyada for business economic

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة, وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح, باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

### 2-2- الجهة المصدرة للسند:

- الدولة.

- منشآت القطاع العام.

- المصارف.

- المنشآت الخاصة.

- تجمعات أخرى.

### 3- المشتقات المالية:

هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (الأسهم, السندات, وكذلك سلع وعمليات أجنبية... الخ) وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد, ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات, العقود الآجلة, عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة, إن المشتقات ليست أصولا مالية, وليست أصولا عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الأخر, وأصل الحاجة إلى المشتقات نشأت لغرض التحوط, لكنها استخدمت بعدد ذلك لأغراض المضاربة السعرية فيها وال, وأكثر ما تستخدم له في الأسواق المالية اليوم هو في هذا النوع من المجازفات وليس التحوط.

### الفرع الثاني: إجراءات إدراج الأوراق المالية في البورصة

يحدد النظام العم ثلاث أنواع من الإجراءات التقليدية و التي يمكن من خلالها إدراج الأوراق المالية

في البورصة والمتمثلة في:<sup>1</sup>

- الإجراء العادي.

- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد.

- إجراء العرض العمومي للبيع بأدنى سعر.

### 1- الإجراء العادي:

هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزعا بشكل كاف على الجمهور, بالقيام بالتسجيل المباشر لقيمة السند في جدول التسعيرة لكي يتم تداولها ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق, وذلك انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة, استنادا إلى شروط السوق.

<sup>1</sup>فتيحة عباسية, دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية, مرجع سابق, مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير, تخصص: مالية وبنوك, جامعة العربي بن مهيدي, أم البواقي, 2013/2012, ص83

**2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد:**

وهو الإجراء الذي يتضمن وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معينا من الأوراق المالية بسعر ثابت سبق تحديده.

**3- إجراء العرض العمومي للبيع بالسعر الأدنى:**

وهو الإجراء الذي يتم بمقتضاه وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معينا من الأوراق المالية بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها.

ويتمثل الفرق الأساسي بين هذين الاجرائين الأخيرين أن الأول بسعر محدد سلفا في حين أن الثاني يتم بالمزايدة.

**الفرع الثالث: الشركات المدرجة في البورصة**

يوجد في البورصة مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الاقتصادي، وذلك بعد أن تحصلوا على تأشيرة القبول من لجنة البورصة، وهذا من الدعوة العامة للادخار أي فتح رأسمال المؤسسات، وهذه المؤسسات هي:

**1 - مجمع صيدال:**

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الكبرى في الجزائر، والرائدة في الإنتاج الصيدلاني، الشيء الذي أكسب المجمع ميزات تنافسية عدة، ولقد مر مجمع مثله مثل العديد من المؤسسات العمومية بمراحل عدة حتى وصل إلى ما هو عليه الآن، هذه المراحل جاءت لتلبية متطلبات الإصلاحات التي قامت بها الدولة في ذلك الوقت، يعتبر مجمع صيدال ثاني مؤسسة دخلت البورصة في سبتمبر 1999، طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال اجتماعه المنعقد في 18 جوان 2002 وفي إطار عملية الخوصصة، وطبقا للأمر رقم 95/22 بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخوصصة المقرر من طرف الحكومة، أيدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 22/06/1998 القرار رقم 04 لاقتراح مجلس الإدارة الذي يسمح للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة، إذ أن حصة رأسمال المتنازل عنها هي 20% من رأس المال وتمثل 2,000,000 سهم بسعر محدد 800 دج.<sup>1</sup>

**2- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:**

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 02 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة بتسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات حتى عام 1983 في ذلك العام وضمن إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أفريل 1983)، وعدل الفندق في 12 فيفري عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية

<sup>1</sup> - محمد زرقون، "العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية". دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 12، 2013، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 109.

عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وفي جويلية 1999 فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ القرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% رأس المال الاجتماعي المقدر بـ 1,500,000,000 دج.<sup>1</sup>

### 3 - شركة أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة مملوكة للقطاع الخاص ذات أسهم برأس مال وطني تأسست في 30 جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 والصادر عن وزارة المالية والمتعلقة بفتح سوق التأمينات، وبعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (المرسوم رقم 05/122) انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بدأت الشركة بمزاولة نشاطها برأس مال ابتدائي قدره 500 مليون دينار جزائري، وفي أواخر سنة 2009 بلغ رأس المال الاجتماعي للشركة 800 مليون دينار جزائري، ونتيجة لرغبة الشركة في رفع رأس مالها إلى 2.2 مليار دينار جزائري لجأت إلى عملية اكتتاب عام تمهيدا لإدراج حصة من أسهمها في بورصة الجزائر، على أن تبدأ فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر إلى غاية 01 ديسمبر 2010، وقد حدد سعر الاكتتاب بـ 830 دينار للسهم الواحد، وتعتبر شركة أليانس أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى البورصة، ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها مقدار 1,4 مليار دينار جزائري، وتسعى هذه الشركة إلى تحقيق جملة من الأهداف من بينها:

- رفع رأس مال الشركة تطبيقا لشروط قانون التأمينات 2009.
- توسيع قاعدة الشركة بمساهمين جدد عن طريق الادخار العام.
- اقتسام الثروة الناجمة عن العملية من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للادخار.
- المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص.

### 4 - شركة أن - سي أروبية:

هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأس مال قدره 849195000 دينار جزائري، وقد تأسست سنة 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية وفي سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة من الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية إلى أن سي أروبية، وفي أبريل 2013 شرعت المؤسسة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصبت مبلغ العرض على 25% من رأس المال أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم، الكمية المعروضة 2122988 سهم تمثل 25% من رأس المال وسعر الإصدار 400 دينار جزائري أما فترة الاكتتاب من 07 أبريل إلى 09 ماي 2013.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص109.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص110.

### 5- شركة دحلي:

إن شركة المساهمة دحلي هي المؤسسة الأولى التابعة للقطاع الخاص التي استلمت تأشيرة إصدار قرض سندي بمبلغ 8,3 مليار دج موجه إلى الجمهور الواسع. وتعتمد الشركة من هلال التوجه نحو سوق السندات إلى رفع الأموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع، تتمثل في حظيرة مائية، وفندق بشقق، وميناء استجمام "مارينا"، التي سوف تكون جزءا لا يتجزأ من مدينة الأعمال الجديدة "الجزائر مدينة". ويحمل المصدر تسمية شركة: "دايو الجزائر للفندقة والترفيه العقاري" وتدعى باختصار "دحلي" وهي شركة مساهمة تنشط أساسا في قطاع الفندقة والعقارات والترفيه. ويبلغ رأسمالها 20,8 مليار دج، تحوزه أساسا الشركة ذات المسؤولية المحدودة "أركوفينا" و"ل ل ب أركوفينا".

### المبحث الثاني: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر

إن السوق المالي ركيزة أساسية في تحقيق التنمية الاقتصادية وهذا ما سنبرزه في هذا المبحث عن طريق تحليل لمؤشر البورصة، مساهمتها في التنمية الاقتصادية، معوقات وأفاق تطور بورصة الجزائر.

#### المطلب الأول: تحليل لتطورات مؤشر بورصة الجزائر

#### الفرع الأول: مؤشر البورصة في الجزائر 2013-2018

يستمد المحللين الاقتصاديين في تحليلهم لأداء السوق لمؤشر الذي من خلاله يمكن إبراز أداء السوق

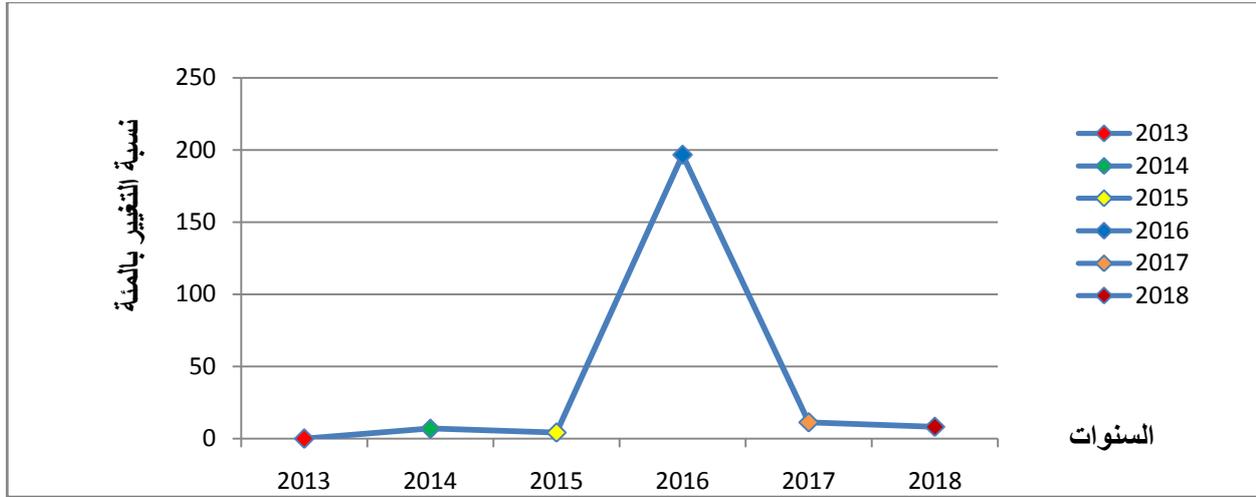
المالي حيث نتطرق لبورصة الجزائر في فترة ما بين 2013-2015 كما يلي:

#### **جدول رقم(2): تطورات مؤشر سوق الجزائر للأوراق المالية 2013-2018**

السنة	مؤشر السوق	نسبة التغير
2013	13819991460	-
2014	14793245795	7,04%
2015	15429078190	4,3%
2016	45778197740	196,7%
2017	40587792120	-11,34%
2018	42035127480	3,57%

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على بيانات موقع بورصة الجزائر.

الشكل رقم (1): تطور نسبة التغير لمؤشر السوق خلال الفترة 2013-2018



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (2).

- تحليل الأداء:

من خلال الشكل رقم (1) الذي يمثل نسبة التغير لمؤشر السوق خلال الفترة 2013-2018، نلاحظ أن مؤشر السوق قد بلغ في سنة 2014 ب14793.2 نقطة ونسبة التغير 7,04%، أما في سنة 2015 ارتفع المؤشر حيث بلغت نسبة التغير 4,3% ليصل إلى 15429.0 نقطة، وبالنسبة لسنة 2016 قد شهد المؤشر زيادة مرتفعة بلغت 45778.1 نقطة وبنسبة تغير 196,7%، وفي سنة 2017 شهد انخفاض في المؤشر بنسبة تغير 11,34%- ليصل إلى 40587.7 نقطة. وفي سنة 2018 ارتفع المؤشر إلى النقطة 42035,1 وبنسبة 3,57%.

**الفرع الثاني: تقييم أداء بورصة الجزائر خلال فترة 2013-2018**

يمكن قياس تطور أداء البورصة من خلال مؤشرات قياس الأداء، وقد تم استخدام المؤشر الخاص ببورصة الجزائر، إلى جانب مؤشر حجم السوق ومؤشر سيولة السوق، وقبل قياس هذا الأداء نستعرض أولا قيم وأحجام التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018.

**جدول رقم (3): قيم وأحجام التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018**

(الوحدة: مليار دج)

السنة	القيمة المتداولة	حجم التداول
2013	101027990	127589
2014	8395273440	110165
2015	18238407185	2230723
2016	12410264940	2230723
2017	12410264940	494408
2018	12410264940	267477

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على بيانات موقع بورصة الجزائر.

## الفصل الثالث: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

وسنقوم بتحليل هذا الأداء من خلال الاعتماد على بعض المؤشرات التالية:

**1- مؤشرات حجم السوق:** يمكن قياسها من خلال:

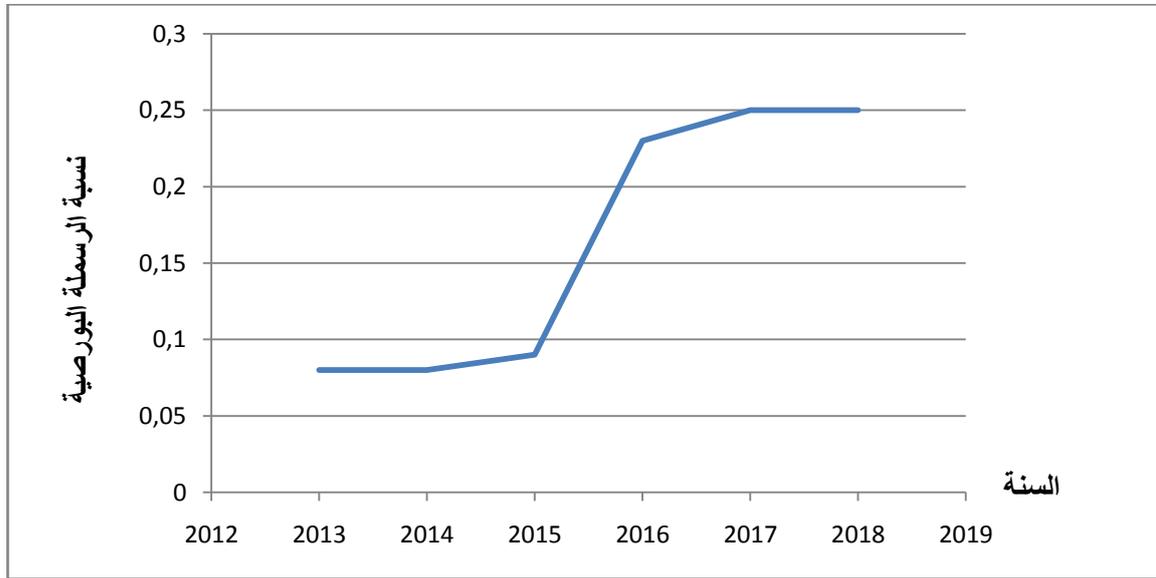
**1-1- معدل الرسملة السوقية:** وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي.

**جدول رقم (4):** نسب الرسملة البورصية خلال فترة 2013-2018

السنة	2013	2014	2015	2016	2017	2018
النسبة	0,08	0,08	0,09	0,23	0,25	0,25

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على بيانات موقع بورصة الجزائر.

**الشكل (2):** تطور معدل الرسملة البورصية خلال فترة 2013-2018



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (4).

من خلال الشكل (2) الذي يمثل تطور معدل الرسملة البورصية في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2018، حيث بلغت سنة 2013 نسبة 0,08% حتى سنة 2016 يرتفع إلى 0,23% بسبب إدراج أسهم مؤسسة رويبة، وارتفاع أسهم صيدال والأوراسي. وظلت تتراوح حول هذه النسبة إلى نهاية 2018.

**1-2- مؤشر عدد الشركات المدرجة:**

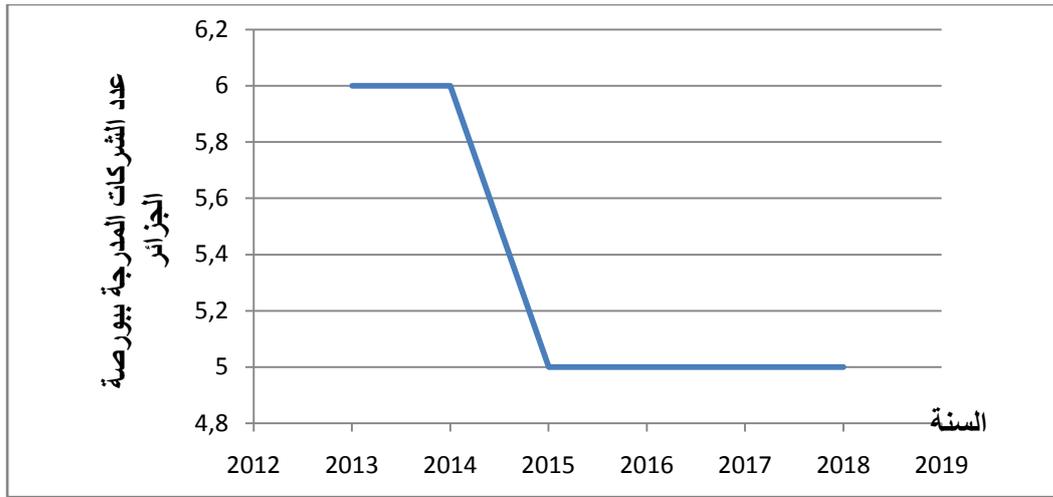
يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق، فزيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة والعكس صحيح حيث انخفض عدد الشركات المسجلة أو معدل نمو السلبي في عدد الشركات المسجلة يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

الجدول رقم (5): عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر خلال فترة 2013-2018

السنة	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة	6	6	5	5	5	5

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على موقع بورصة الجزائر.

الشكل (3): تطور عد الشركات المدرجة في الجزائر خلال الفترة 2013-2018



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (5).

يوضح الشكل رقم 3 الذي يمثل عدد الشركات المدرجة، أن عدد الشركات سنة 2013 بلغ 6 شركات هي (أليانس للتأمينات، فندق الأوراسي، صيدال، شركة الروبية، شركة دحلي، سونلغاز). أما في سنة 2015 فقد انخفض العدد إلى 05 شركات بعد خروج شركة سونلغاز. وظل العدد على حاله حتى نهاية سنة 2018.

ويمكن القول إن مؤشر عدد الشركات في الجزائر ضعيف جدا، وهذا العدد الضئيل من الشركات سيرفع نسبة المخاطر ويضيع إمكانية التنويع ويقلص حجم السيولة.

2- مؤشر سيولة السوق: يقاس من خلال:

2-1- معدل حجم التداول:

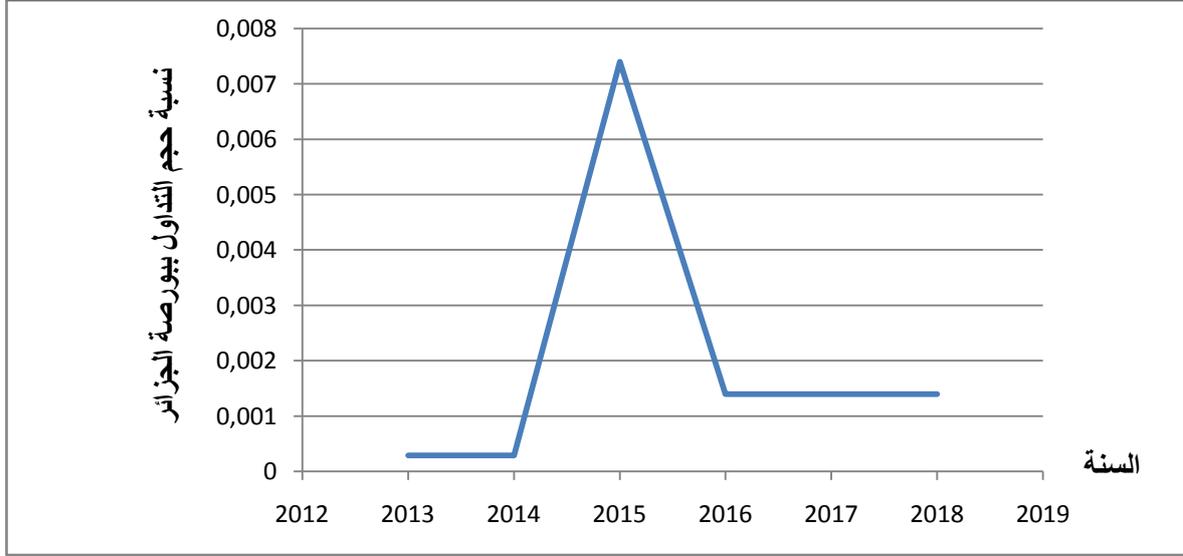
هو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي.

جدول رقم(6): نسب حجم التداول ببورصة الجزائر خلال فترة 2013-2018

السنة	2013	2014	2015	2016	2017	2018
النسبة حجم التداول	0,00029	0,00029	0,0074	0,0014	0,0014	0,0014

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على موقع بورصة الجزائر.

شكل (4): نسب حجم التداول ببورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (6).

من خلال الشكل نلاحظ أن نسب حجم التداول في بورصة الجزائر شبه منعدمة، حيث بلغت سنة 2013 نسبة 0.00029% وظلت منخفضة حتى سنة 2015 حيث ارتفعت إلى 0.0074% وهي أعلى قيمة له، وذلك بسبب تداول أسهم أليانس للتأمينات التي مثلت قيمة تداولها 96% من حجم التداول الكلي، ثم عادت للانخفاض مرة أخرى من 2016 إلى غاية 2018 حيث بلغت 0.0014% سنة 2018، أي أن حجم المعاملات في بورصة الجزائر منخفض وهذا يدل على أن مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني ضعيف جدا.

## 2-2- معدل الدوران:

هو قيمة الأوراق المالية المتداولة مقسومة على قيمة رأس المال السوقي، ويقاس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تتخضع بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران.

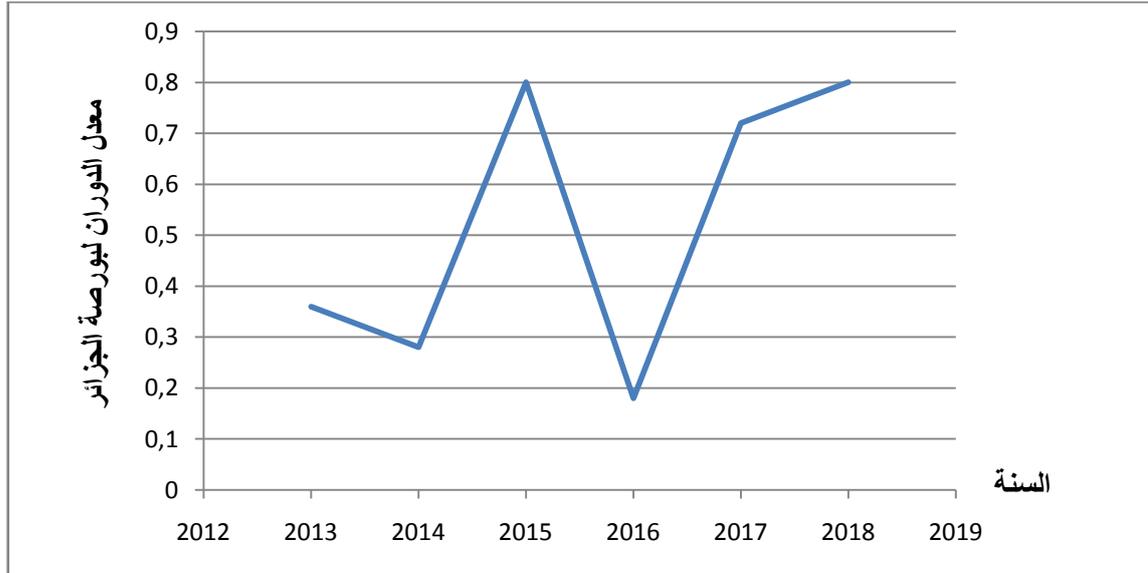
معدل الدوران = القيمة المتداولة / الرسملة السوقية %.

الجدول رقم(7): معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018.

السنة	2013	2014	2015	2016	2017	2018
معدل الدوران	0,36	0,28	0,8	0,18	0,72	0,8

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على البيانات الجدول(3) و(4).

شكل (5): معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2018.



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على البيانات الجدول(1) و(2)

يتميز معدل الدوران في بورصة الجزائر بالضعف الشديد أين بلغ نسب متدنية حيث بلغ سنة 2013 حوالي 0.36%، لينخفض سنة 2014 إلى 0.28%، ليرتفع سنة 2015 إلى 0.8%، وهذا الارتفاع نتيجة الإقبال الكبير للمستثمرين على أسهم أليانس للتأمينات، ويعود لينخفض سنة 2016 إلى 0.18%.  
 قد ارتفع إلى 0.72% و 0.8% سنة 2017 و 2018 على التوالي، وهذا ما يدل على أن عملية تداول الأوراق المالية (بيع وشراء) تتم بطريقة بطيئة جدا والمعاملات محدودة جدا، وهذا راجع إلى انخفاض عدد المتدخلين في البورصة. ويدل على ضعف تمويل بورصة الجزائر من الأسهم، ومحدودية الأوراق المالية المتداولة نتيجة وجود عدد ضئيل من المتدخلين، كما أن أيام التداول في بورصة الجزائر محصورة في يومين فقط في الأسبوع، يومي الإثنين والأربعاء.

**المطلب الثاني: مساهمة البورصة في تمويل التنمية**

قبل التطرق لمساهمة بورصة الجزائر في التنمية نتطرق لتطور مؤشرات التنمية المطلوبة .  
الجدول رقم(8): تصنيف القروض المصرفية خلال فترة 2013-2018.

2018	2017	2016	2015	2014	2013	قروض المصارف
4944,2	4311,8	3952,8	3689,9	3382,9	2434,3	قروض موجهة للقطاع العمومي
5029,9	4566,1	3955,0	3586,6	3120,0	2720,2	قروض موجهة للقطاع الخاص
9974,0	8877,9	7907,8	7275,6	6502,9	5154,5	مجموع القروض الممنوحة

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على تقارير القروض المصرفية.

خص نمو القروض الموجهة للاقتصاد كل من القروض الممنوحة للقطاع العمومي والتي ارتفعت ب 14,67% وكذا القروض الممنوحة للقطاع الخاص والتي ارتفعت ب 10,16% مقابل بالترتيب 9,08% و 15,45% في 2017. من حيث مساهمتها في نمو القروض الموجهة للاقتصاد، ساهمت القروض الممنوحة للقطاع العمومي بما يعادل 57,69% وساهمت تلك الممنوحة للقطاع الخاص ب 42,31%. على عكس سنوات 2015، 2016 و 2017، يترجم النمو الطفيف للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بتراجع في حصتها في إجمالي القروض الموجهة للاقتصاد والتي انتقلت من 51,4% في 2017 إلى 50,43% في 2018. حيث بلغت هذه الحصة 52,8% في 2013.

تبقى القروض الموزعة من طرف المصارف العمومية، الملتزمة بصفة كبيرة بتمويل المشاريع الكبرى للمؤسسات العمومية، مهيمنة بنسبة 86,59% في حصة السوق، مقابل 13,4% للمصارف الخاصة. تضمن المصارف العمومية بصفة كلية التمويل المباشر للقطاع الاقتصادي العمومي وتبقى حصتها في تمويل القطاع الخاص مهمة (73,59% مقابل 74,50% في 2017).

خلال السنة قيد الدراسة، ارتفعت القروض الممنوحة من طرف المصارف العمومية بنسبة 12,10% مقابل 11,24% في 2017. أما فيما يتعلق بوتيرة توسع القروض الموزعة من طرف المصارف الخاصة، الممنوحة تقريبا بصفة حصريا للقطاع الخاص، فقد قدرت ب 13,98% مقابل 19,47% في 2017. في ظل غياب أسواق مالية متطورة، تضمن وتغطي القروض المباشرة بطريقة شبه كلية تمويل الاقتصاد بما يساوي 98,4%. تضمن هذه القروض التمويل للقطاع الخاص بأكمله و 96,8% من تمويل القطاع العمومي (96,3% للقطاع العمومي خلال 2017).

يؤكد هيكل قائم القروض الموزعة من طرف المصارف في نهاية 2018 المستوى المرتفع للقروض متوسطة وطويلة الأجل وكذا القروض الطويلة الأجل المتعلقة بتمويل استثمارات المؤسسات العمومية. بلغت

## الفصل الثالث: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

الحصة النسبية لهذه القروض 73,1% ( 74,1% في نهاية 2017) في إجمالي القروض الموزعة، مقابل 26,9% فيما يخص القروض القصيرة الأجل (25,9% في نهاية 2017).

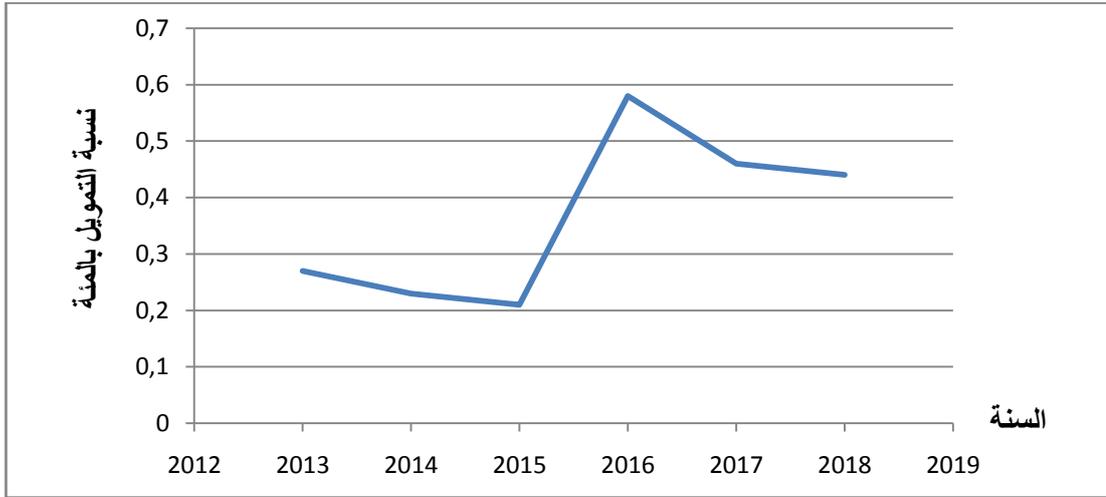
في نهاية 2018، مثلت القروض المتوسطة وطويلة الأجل الموزعة من طرف المصارف العمومية، 78,63% من إجمالي القروض، مقابل 79,44% في نهاية 2017 و 80,74% في 2016. بالنسبة للمصارف الخاصة، هذه الحصة التي بلغت مستوى معتبر في نهاية 2009 (52%)، تراجعت تدريجيا، لتبلغ 37,1% في 2018 مقابل 39,15% في نهاية 2017 و 40,96% في نهاية 2016.

**الجدول رقم(9): مقارنة بين تمويل المصرفي وتمويل البورصة خلال الفترة 2013-2018.**

2018	2017	2016	2015	2014	2013	نوع التمويل
43,9353	50,5877	45,7781	15,4290	14,7932	13,8199	تمويل البورصة
9974,0	8877,9	7907,5	7275,6	6502,9	5154,5	تمويل المصرفي
0,44	0,46	0,58	0,21	0,23	0,27	النسبة التمويل البورصة إلى التمويل المصرفي

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على موقع بورصة الجزائر والتقارير القروض المصرفية.

**الشكل رقم (6): نسبة التمويل البورصة إلى نسبة التمويل المصرفي خلال الفترة 2013-2018**



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (9).

نلاحظ من خلال المنحنى رقم 6 الذي يمثل نسبة التمويل البورصي إلى التمويل المصرفي في الجزائر خلال الفترة 2013-2018 أن النسبة هامشية خلال الفترة المدروسة إذ لا تتعدى 0,58%، حيث بلغت سنة 2013 نسبة 0,27%، ورغم زيادة في التمويل البورصي سنة 2014 إلا أن النسبة انخفضت إلى 0,23%، وكذلك بالنسبة لسنة 2015 حيث تراجع إلى 0,21%، أما في سنة 2016 فقد شهد ارتفاع كبير في التمويل البورصي إلا أن ذلك لم يؤثر على النسبة فقد بلغت 0,58% فقط، وفي سنتين 2017 و 2018 فقد شهدت زيادة طفيفة في التمويل البورصي إلا أن ذلك أدى إلى تراجع النسبة إلى 0,46% و 0,44% على التوالي.

وهذا راجع إلى زيادة التمويل المصرفي الذي شهد تطور مستمر خلال فترة المدروسة 2013-2018، حيث كان 5154,5 مليار دج سنة 2013 وقد بلغ 99740 مليار دج في سنة 2018.

### المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تطورها

من خلال هذا المطلب سنبرز أهم المعوقات التي عرقلت نمو وتطور بورصة الجزائر ثم نحاول أن نستعرض بعض الحلول والأفاق لإزالة هذه العوائق.

#### الفرع الأول: معوقات بورصة الجزائر

لم ترق بورصة الجزائر إلى المستوى المرجو منها بسبب حداثة نشأتها وبسبب معوقات أخرى حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، واجتماعي وثقافي وتنظيمي... الخ.

#### **1- المعوقات الاقتصادية:**

تتمثل المعوقات الاقتصادية في التضخم والسوق الموازية وضعف الحوافز الجبائية وكذا نوعية الجهاز الاقتصادي في الجزائر.

#### **1-1- ظاهرة التضخم:**

التضخم هو المرادف المعبر عن الانخفاض في القدرة الشرائية لدى المواطن وما ينتج عنه من انخفاض في الميل نحو الادخار حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في التحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها وهذا ما ينتج عنه التقليل من الادخار على المستوى الفردي ثم انعكاس ذلك على المستوى الكلي أو على مستوى الادخار الوطني.

وقد تم ملاحظة الارتفاع الكبير لمعدلات التضخم بالجزائر في فترة التسعينات، بالرغم من الجهود المبذولة في هذا الإطار كل هذا جعل الأفراد لا يخاطرون بأموالهم، وبالتالي هروب أو تحويل نصف الكتلة النقدية إلى السوق الموازية أو خروجها إلى الخارج أين تكون هناك أكثر استقرار في العملة، والنتيجة أن كان لذلك أثرا سلبيا على رأس مال الاجتماعي لبورصة الجزائر.<sup>1</sup>

#### **1-2- السوق غير الرسمي:**

تتميز السوق غير الرسمية أو السوق الموازية بالارتفاع الكبير للأرباح المحققة لذلك فإن التوجه إليها يتزايد يوما بعد يوم ووجود مثل هذه السوق يعتبر مصدرا خطيرا لسحب المدخرات إلى الجانب الذي يضر بالسوق المالي من خلال تقليل العائلات إلى توجيه ادخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص: 140.

### 1-3- ضعف الحوافز الجبائية:

ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على الأرباح الشركات هذه النسبة تؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري و الاستثماري.<sup>1</sup>

### 1-4- تركيبة الجهاز الاقتصادي:

يتميز الجهاز الاقتصادي في الجزائر في غالبيته من وجود عدد كبير من المؤسسات العمومية والتي تتميز بنقص المردودية الاقتصادية وارتفاع نسبة العمال بها أحيانا حتى أكثر من الاحتياجات اللازمة لها حيث أن التوظيف بها يكون نتيجة لقرارات سياسية أو اجتماعية أكثر منها اقتصادية، ونفس الشيء يطبق على تعيين مسيري المؤسسات الذي غالبا ما يكون استنادا إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

من جهة أخرى نجد أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى مالكة استعداد لفتح رأس مالها للغير والباقي من شركات المساهمة يعتبر كاستثناء.

### 2- المعوقات السياسية والتشريعية:

والتي يمكن إبرازها في ما يلي:

#### 2-1- المعوقات السياسية:

بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما سنتهم في تعطيل نشاطها خاصة في انطلاقتها الأولى، وكما هو معروف فان السوق المالي سوق جد حساس لكل تغير في محيطها سواء في الجانب الاقتصادي أو الاجتماعي أو السياسي، لأن المستثمر في هذا السوق يريد تعظيم ربحه و تدنية الخطر وهو ما يتوفر في وقت الأزمات والصراعات، وما يلاحظ حاليا هو الاستقرار النسبي في الساحة السياسية مما ساهم في بداية تفعيل البورصة.

#### 2-2- المعوقات التشريعية:

طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996، كما أن شركة

<sup>1</sup> زيدان محمد، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثارها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص14.

إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها. نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 93-03 المؤرخ في جوان 1996 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.<sup>1</sup>

**3- المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية: تتمثل هذه العوائق في:**

### **3-1- العائق الاجتماعي والثقافي:**

يميل الفرد الجزائري نحو حياة الموجودات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان والعائد المضمون قبل أي اعتبار وذلك بفعل تأثير عوامل اجتماعية وثقافية حيث أن العوامل التاريخية ترتبط أساسا بالأمية، عدم الثقة في السوق المالي وغياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية والخوف من مراقبة مصالح الجباية.<sup>2</sup>

### **3-2- الجانب الديني:**

يحكم أن الشعب الجزائري يدين بدين الإسلام فان التعامل في السوق المالي يسبب له الحرج والخوف من الابتعاد عن الكسب الحلال وذلك بسبب نوعية الأوراق المالية خاصة السندات والتي تعتبر في الشرع قرض ربوي وحتى الوسطاء المتعاملين في السوق المالي ينوك تجارية ربوية، كل هذا أسهم في عزوف الغالبية العظمى عن التعامل مع هذا الجهاز.

### **4- المعوقات التنظيمية:**

المعوقات التنظيمية التي تخص الشركات المدرجة وكذا الأوراق المالية وكل ما ينضم عمل البورصة

### **4-1- محدودية الأدوات المالية:**

يقتصر نشاط التداول في السوق المالي عندنا على السندات بكثرة دون الأسهم كصورة من صور التمويل بالدين والتي تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها إلى التمويل متوسط وطويل الأجل، وهذا التركيز على نوع واحد من الأوراق المالية يحد من رغبة المستثمرين في اللجوء إلى السوق المالي بسبب قلة التنوع في عروض الأوراق المالية الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويقلل من كفاءة ذلك السوق.<sup>3</sup>

### **4-2- قلة عدد المؤسسات المدرجة:**

تتميز بورصة الجزائر منذ انطلاقتها بالعدد المحدود جدا من المؤسسات المدرجة فيها وذلك بسبب المناخ الاقتصادي الذي انطلقت فيه وكذلك بسبب طبيعة المؤسسات الاقتصادية الموجودة في الجزائر والتي

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص 15.

<sup>2</sup>- حسين عثمانى، النظام المحاسبي ودوره في تفعيل نشاط بورصة الجزائر، جامعة أم البواقي، للاطلاع على الموقع:

<https://www.alukah.net/sharia/0/47134/>

<sup>3</sup>حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، فيفري 2004، ص-14.

في معظمها ليست شركات مساهمة إضافة إلى تميز المؤسسات الاقتصادية عندنا بسوء التسيير وتدهور الوضعية المالية لها.

### 4-3- قصور أنظمة الإفصاح المالي:

رغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة، فأنظمة الإفصاح المالي عندنا ليست مدققة وتبقى في بغض الأحيان في إطار العموميات، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وأن مصداقيتها متفاوتة من سوق لآخر وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي بنشر الميزانية الختامية والتأخر أحيانا في نشر مثل هذه البيانات و الاكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتفتح المجال واسعا أمام بعض الأطراف في الحصول على سبق في المعلومات دون غيرهم وتحقيق أرباح غير عادية على حسابهم.

### خلاصة الفصل الثالث:

من خلال تناولنا لمحاوّر هذا الفصل والخاص ببورصة الجزائر تعرضنا إلى ظروف نشأتها والهيئات المنظمة لها ومراحل تطورها وأيضاً دور السوق المالي في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر. تتميز بورصة الجزائر بقلّة المتدخلين فيها سواء من ناحية الوسطاء الذين ينحصرّون في عدّة مؤسسات فقط، وكذا عدد الشركات المدرجة فيها، والتي تتميز بقلتها رغم مرور أكثر من عشرة سنوات على إنشائها وهذا ما انعكس على الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق التي تتم بقلتها، وقلّة العرض والطلب عليها بسبب عدم وجود عمق في هذا السوق المالي. إضافة إلى اعتبار بورصة الجزائر سوق مالي للسندات أكثر ما هي سوق مالي لتداول الأسهم وهذا ما كان يجدر بها أن تكون أي سوق أسهم بالدرجة الأولى، كل هذا يبيّن أن بورصة الجزائر سوق مالية هشّة تتميز بنقص الفعالية وقلّة الجاذبية للمستثمرين. ومن خلال إبراز واقع ومتطلبات تحقيق الفعالية في سوق رأس المال الجزائري تبين أن هناك العديد من الإجراءات التي ينبغي اتخاذها في العديد من المجالات الاقتصادية والدينية والسياسية والاجتماعية لمواجهة هذا القصور الذي أدى إلى نقص الفعالية وعدم تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

---

الخاتمة العامة

---

إن الهدف المرجو من خلال قيامنا بهذه الدراسة هو توضيح مدى تأثير سوق الأوراق المالية على دعم التنمية الاقتصادية مع الإشارة إلى بورصة الجزائر كعينة للدراسة، وهذا من خلال محاولة الإحاطة بكل ما يمكن أن يعزز هذا الدور في المستقبل مع الإشارة إلى حجم العراقيل التي تصادفها في إتمام الدور المنوط بها في المجال الاقتصادي، حيث تعرضنا في دراستنا إلى المحاور التالية :

عرض مفاهيم نظرية عامة حول الأسواق المالية من حيث إظهار ماهيتها، وظائفها والأهمية التي تحضى بها، وتحديد العوامل المكملة لنجاحها إضافة إلى المتطلبات الرئيسية لقيامها، إضافة إلى الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق من الأدوات المالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل أو الأوراق المشتقة، إضافة إلى كيفية تحقيق كفاءة السوق من خلال إبراز مفهوم وأنواع الكفاءة ومستوياتها.

بعدها تم إظهار نوع العلاقة الموجودة بين الأسواق المالية وعملية دعم التنمية الاقتصادية إذ تبين من خلال ذلك وجود رابط قوي بين هاذين المتغيرين، فالتنمية الاقتصادية لا تتحقق بوجود سوق مالي غير كفاء وغير متطور، خاصة أن السوق المالي هو القناة التمويلية التي تساهم في تعبئة المدخرات من الأفراد الطبيعيين والمعنويين ثم تقوم بعد ذلك بتوزيعها على طالبيها في الوقت وبالتكلفة المناسبة، فهذه المرونة في التمويل لا تتحقق إلا في السوق المالي.

بورصة الجزائر سوق مالي ناشئ تشرف على تنظيمه هيئات محددة من قبل المشرع الجزائري، يتم تداول أوراق مالية محددة فقط به، ويخضع نظام إدراج الشركات والوسطاء فيه والأدوات المالية إلى أطراف وتنظيمات محددة في القانون وفي النظام العام للبورصة.

ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع خلصنا إلى النتائج التالية :

- السوق المالي هو أحد أهم الركائز للاقتصاد، إذ أنه يتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل الاستثمارات والمشاريع للوحدات التي تعاني من عجز التمويل.
- تنوع الأوراق المالية في السوق المالي أداة جد هامة لتحقيق التوازن والتكامل بين كل متطلبات المتدخلين سواء كعارضين أو كطالبيين لها وذلك يتحقق إما باللجوء إلى سوق النقد أو سوق رأس المال.
- كلما كان السوق المالي متطور كلما انعكس ذلك بصورة جلية على تطور وتنمية اقتصاد الجزائر أي أن العلاقة طردية بينهما.
- حجم التمويل في بورصة الجزائر في تنامي مستمر خلال الفترة 2013-2018 وهذا راجع لزيادة الوعي بأهمية البورصة في تمويل الاقتصاد،
- على الرغم من تنامي التمويل عبر البورصة إلا أنه يبقى هامشي مقارنة بالتمويل المصرفي وهذا راجع لسهولة الحصول على القروض في البنوك مقارنة بإصدار الأدوات المالية في البورصة،
- غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية في المجتمع الجزائري وعدم الثقة في الاستثمار عن طريق البورصة،

- ضعف الدخل الفردي وبالتالي قلة المدخرات يؤدي إلى الحد من حجم الطلب على الأوراق المالية،
- السوق المالي الجزائري مازال بعيد كل البعد عن التنمية الاقتصادية بسبب ما يعانيه من عراقيل والتي انعكست بالسلب على المؤشرات العامة له ، إلى أنه بدأ الأمل يلوح للالتفات إليها حاليا في محاولة لتذليل هذه الصعوبات.
- و على ضوء هذه النتائج يمكن اقتراح ما يلي:
- العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية.
- تفعيل دور الوسطاء في عمليات البورصة في سبيل توعية المستثمرين بأهمية الاستثمار في الأدوات المالية. فضلا عن ضرورة القيام بحملات تحسيسية باستخدام تكنولوجيا الإعلام والاتصال.
- فتح المجال لإصدار أدوات مالية إسلامية ووضع الإطار القانوني لها. الأمر الذي من شأنه جلب الكثير من المستثمرين، خاصة الصكوك الإسلامية.
- الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مال أمام المتعاملين.
- لأجل الوصول إلى بورصة نشطة ومتطورة فإنه يتوجب على السلطات المكلفة مساندة المقاييس الدولية
- مراجعة الجانب التشريعي خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج، وفتح المجال لإصدار أدوات مالية إسلامية ووضع الإطار القانوني لها.
- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد بتوفير مشاريع إنتاجية وخدماتية ذات ربحية وتوفير روافد تمويلها من خلال البورصة.
- بعد تعرضنا لهذا الموضوع ودراسته واستخلاص النتائج منه يظهر جليا أن مجال البحث فيه ما يزال مفتوحا ونذكر على سبيل المثال:
- تفعيل دور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لتنمية بورصة الجزائر.
- زيادة كفاءة السوق المالي من خلال إدراج الوسائل التمويلية الإسلامية.

---

# قائمة المراجع والمصادر

---

➤ باللغة العربية

✓ الكتب

- 1- عيساوي سهام ، الأدوات المالية المشتقة أهميتها ، أنواعها وإستراتيجيتها ، الطبعة الأولى 2017-1438هـ ، عمان- دار ومكتبة الحاد للنشر والتوزيع.
  - 2- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، الصفاء للنشر، عمان الأردن، طبعة 2009.
  - 3- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2010.
  - 4- زياد رمضان، د. مروان شموط ، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، جامعة القدس المفتوحة، 2008.
  - 5- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007.
  - 6- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، عمان- دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2012.
  - 7- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010.
  - 8- عبدالكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، عمان- مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2014.
  - 9- محمد عبد العزيز عجمية، محمد الليثي، التنمية الاقتصادية: مفهومها، نظرياتها، سياستها، مؤسسة شبان الجامعة، مصر، 1999، الطبعة الأولى.
  - 10- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، نظرية وسياسات وموضوعات ، دار وائل للنشر والتوزيع، 2007، الطبعة الأولى.
  - 11- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
  - 12- أحمد بوراس، أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر، 2002.
- ✓ المذكرات والأطروحات
- 13- قوعيش عمر، دور الأسواق المالية في تنمية و نشاط البنوك، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، مالية ومحاسبة، جامعة عبد الحميد ابن باديس\_مستغانم، 2017/2016.
  - 14- صنيبة سعيدة، دحمان فاطمة، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، مالية وبنوك، جامعة أحمد دراية-أدرار- 2017/2016.

- 15- مونية سلطان, كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا", أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية, تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية. جامعة محمد خيضر بسكرة, 2015/2014.
- 16- قنادزة جميلة, الشراكة العمومية الخاصة والتنمية الاقتصادية في الجزائر, أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية, جامعة أبي بكر بالقايد تلمسان, تخصص تسيير المالية العامة, سنة 2017-2018.
- 17- قاسم شاوش لمياء, "الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر -" مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية, جامعة البليدة, كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, السنة الجامعية 2004-2005.
- 18- لطرش سميرة, كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم, أطروحة دكتوراه, علوم اقتصادية, جامعة قسنطينة 2010.
- 19- بن زاوي نسرين, أثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال, مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية, تخصص مناخمت المؤسسة, المركز الجامعي العربي بن مهدي. 2066-2007.
- 20- صايفي عمار, محددات الاستثمار المحفظى وأثاره على أسواق الأوراق المالية, مذكرة ماجستير, علوم اقتصادية, تخصص اقتصاديات المالية والبنوك, جامعة بومرداس 2009.
- 21- فتيحة عباسية, دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية, مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير, تخصص: مالية وبنوك, جامعة العربي بن مهدي, أم البواقي, 2013/2012.
- ✓ **المجلات العلمية**
- 22- أذيب قاسم شندي, الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية, مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية, العدد الخاص بمؤتمر الكلية, 2013.
- 23- محمد زرقون, "العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية". دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر, مجلة الباحث, العدد 12, 2013, جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- 24- حسان خبابة, دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية, مجلة العلوم الإنسانية, جامعة بسكرة, فيفري 2004.

✓ الملتقيات العلمية

25- زيدان محمد, دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق, ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثارها على الاقتصاديات والمؤسسات, دراسة حالة الجزائر والدول النامية, جامعة بسكرة يومي 21 و22 نوفمبر 2006.

✓ المراسيم القانونية والتشريعية

26- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية ، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.

27- المرسوم التشريعي رقم ( 93 10)، المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34، الجزائر.

✓ روابط الانترنت

28- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الموقع الإلكتروني، www.cosob.org، تاريخ الإطلاع 10 جوان 2021.

29- بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، www.sgbv.dz، تاريخ الإطلاع 10 جوان 2021.

30- عزالدين حملة، عثمان علام، بورصة الجزائر بين الركود وأليات التفعيل, al-riyada for business economic (issn :2437-0916) vol 04 N 02 June 2018

31- حسين عثمانى، النظام المحاسبي ودوره في تفعيل نشاط بورصة الجزائر, جامعة أم البواقي، للاطلاع على الموقع:

<https://www.alukah.net/sharia/0/47134/>

---

# قائمة الملاحق

---

- وبمقتضى القانون رقم 88 - 01 المؤرخ في 22 جمادى الاولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988 والمتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية،

- وبمقتضى القانون رقم 88 - 03 المؤرخ في 22 جمادى الاولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988 والمتعلق بصناديق المساهمة،

- وبمقتضى القانون رقم 90 - 10 المؤرخ في 18 رمضان عام 1410 الموافق 14 أبريل سنة 1990 والمتعلق بالنقد والقرض،  
- وبعد استطلاع رأي المجلس الاستشاري الوطني.

يصدر المرسوم التشريعي التالي نصه :

المادة الاولى : تؤسس بورصة للقيم المنقولة.

وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الاسهم.

المادة 2 : تعقد بورصة القيم المنقولة في مدينة الجزائر.

المادة 3 : تشتمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين الآتيتين :

- لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة. وتدعى في صلب النص "اللجنة".

- شركة لتسيير بورصة القيم.

المادة 4 : يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة وسطاء في عمليات البورصة.

مرسوم تشريعي رقم 93 - 10 مؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة

إن رئيس المجلس الأعلى للدولة،

- بناء على الدستور، لاسيما المادتان 115 و 117 منه،

- وبناء على الإعلان المؤرخ في 9 رجب عام 1412 الموافق 14 يناير سنة 1992 والمتضمن إقامة المجلس الأعلى للدولة،

- وبناء على المداولة رقم 92 - 02 / م . أ . د المؤرخة في 11 شوال عام 1412 الموافق 14 أبريل سنة 1992 والمتعلقة بالمراسيم ذات الطابع التشريعي،

- وبناء على المداولة رقم 92 - 04 / م . أ . د المؤرخة في أول محرم عام 1413 الموافق 2 يوليو سنة 1992 والمتعلقة بإنتخاب رئيس المجلس الأعلى للدولة،

- وبمقتضى الأمر رقم 66-154 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الاجراءات المدنية، المعدل والمتمم،

- وبمقتضى الأمر رقم 66-156 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 5 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون العقوبات، المعدل والمتمم،

- وبمقتضى الامر رقم 75 - 58 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون المدني، المعدل والمتمم،

- وبمقتضى الامر رقم 75 - 59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم،

## الباب الاول

## الوسطاء في عمليات البورصة

**المادة 5 :** لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة.

**المادة 6 :** يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض.

**المادة 7 :** يخول الوسطاء في عمليات البورصة، حسب الشروط التي تحددها اللجنة، القيام بما يأتي :

- يديرون لحساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مشفوعة بتفويض إدارة.

- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبائنهم.

ويجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا، فضلا عن ذلك، من أن رؤوس الاموال التي ياتمنهم عليها زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا.

تبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق الفقرة أعلاه.

**المادة 8 :** يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقدموا ضمانات كافية لا سيما فيما يخص تكوين رأسمالهم ومبلغه، وتنظيمهم، ووسائلهم التقنية والمالية، وما يجب عليهم تقديمه من ضمانات وكفالات، وشرف مسؤوليهم وأعاونهم وخبرتهم، وأمن عمليات زبائنهم.

تبين لائحة من اللجنة جميع هذه الشروط.

**المادة 9 :** تعتمد اللجنة الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللائحة المذكورة في المادة 31 أدناه.

ويجب أن يكون قرار اللجنة مبين الاسباب في حالة رفضها الاعتماد.

ويحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملا في الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به.

**المادة 10 :** يمكن المسير أو مجلس الإدارة لكل وسيط في عمليات البورصة أن يؤهل أعاوننا أكفاء من بين مستخدميه لإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة.

تحدد قواعد التأهيل في لائحة تصدرها اللجنة.

**المادة 11 :** يسجل الأعاون، المذكورون في المادة 10 أعلاه، لدى اللجنة التي تسلمهم بطاقة مهنية.

تبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق هذه المادة.

**المادة 12 :** يلزم الوسطاء في عمليات البورصة، والقائمون بإدارتهم ومسيروهم ومديروهم وأعاونهم المسجلون وأمور حساباتهم بالسر المهني.

ويعاقب على عدم التقيد بالسر المهني وفقا لقانون العقوبات.

**المادة 13 :** يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض.

ويجب أن تنص العقود لزوما على تقارير دورية يقدمها الوسيط كل ستة أشهر على الأكثر عن العمليات التي أجزاها لحساب زبون.

تحدد الاشتراطات الحتمية التي يجب أن يتضمنها كل عقد نموذجي في لائحة تصدرها اللجنة.

**المادة 14 :** يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمرتهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق وبيعها.

## الباب الثاني

## شركة إدارة بورصة القيم

**المادة 15 :** تتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، بمفهوم المادة 18 أدناه.

- وتتكون من رئيس وستة أعضاء.
- المادة 21 :** يعين الرئيس لمدة نيابة تدوم أربع ( 4 ) سنوات.
- تحدد شروط تعيين رئيس اللجنة وإنهاء مهامه ووضعه القانوني عن طريق التنظيم.
- المادة 22 :** يعين أعضاء اللجنة لمدة أربع ( 4 ) سنوات، حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي :
- قاض يقترحه وزير العدل،
  - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر،
  - عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة،
  - عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.
- وتنهي مهامهم حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم.
- المادة 23 :** يجدد نصف تشكيلة اللجنة، فيما عدا الرئيس، كل سنتين.
- المادة 24 :** يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت. وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية. أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري.
- المادة 25 :** لا يجوز للرئيس ولجميع المستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة.
- المادة 26 :** تصادق اللجنة على نظامها الداخلي خلال اجتماعها الأول.
- المادة 27 :** تؤخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها اللجنة.
- وتحدد قواعد أساس هذه الأوتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

- المادة 16 :** تمثل رأسمال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة.
- المادة 17 :** لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا الا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتتب قسما من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم.
- تبين شروط تطبيق هذه المادة في لائحة تصدرها اللجنة.
- المادة 18 :** يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص :
- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة،
  - التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها،
  - تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة،
  - تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة،
  - تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها،
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة،
  - اصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.
- تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة.
- المادة 19 :** تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجرى في البورصة.

وتحدد قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

### الباب الثالث

### لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

#### الفصل الأول

#### تشكيلتها وسيرها

- المادة 20 :** تنشأ لجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل ومعرفة دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية لمعالجة إشكالية الدراسة ثم الاعتماد على دراسة تحليلية من خلال تحليل العديد من مؤشرات بورصة الجزائر 2013-2018, وقيم وحجم التداول, ونسبة الرسملة, ومن خلال التحليل والمناقشة تم التوصل إلى أن السوق المالي الجزائري بعيد كل البعد عن التنمية الاقتصادية. **الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية, التنمية الاقتصادية, الأوراق المالية, بورصة الجزائر.

## Summary :

This study aims to analyse and recognize the crucial role of financial marketing to support the economic development, and for addressing the academic issues we have relied on the analysis of many Algerian stock market indices (2013-2018) in addition to measures the stock market capitalization on which we relate markets. Therefore, according to our analysis and deep discussion we conclude that Algerian financial markets are so far from economic development

**Key words:** Financial Markets\* Economical Development\* Money Bills\* Algeria Stock Exchange