

جامعة ابن خلدون - تيارت

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

## دور اقتصاديات الأسواق المالية

### في تمويل التنمية الاقتصادية

دراسة مقارنة (الجزائر - مصر)

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبة:

-كشيشات حياة

تحت إشراف الأستاذ:

بلعيد شكيب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: .....

السنة الجامعية: 2018/2017

## شكر وعرافان

تحية طيبة ملؤها كل معاني الشكر والتقدير والاحترام الذي ساعدوني لإخراج هذا العمل إلى النور، وزودوني بالعون والدعم في أصعب فترات البحث.

واعتراف لذي الفضل بفضلهم، يسعدوني ويسرني كثيرا أن أتواجه بعظيم شكري وخالص امتناني لأستاذي "بلعيد شكيب".

وأوجه خالص شكري لزملائي وزميلاتي، وأخواتي وخاصة خولة، وإلى كل من أعانني في إنجاز هذا العمل من أحباب وأصدقاء ولهم مني فائق الشكر والتقدير.

شكري وتقديري وكبير امتناني إلى عائلتي: والديا وزوجي وأخواتي الذين وفروا لي الظروف المناسبة لإنجاز العمل.

أهداء

أهدي هذا العمل إلى التلميذ لم يكن له أن يربح النور لولاها  
إلى مدرستك الصبر والحنان، التلميذ لو ملك الدنيا فلن تكون  
لغيرها **أهدى** ... أطال الله فاعمرها وقدرتني على رد جزء

من جميلها

إلى رمز القوة والشجاعة ... **أهدى** حفظك الله

إلى من علمني أن العلم حقيقة .. إلى زوجتي الغالية

إلى رباحين قلبي وممتنهم حبي ... إلى أخواتي

إلى من يشاركتني لا إله إلا الله محمد رسول الله

أهداء

أهداء

حياة

الفهرس

الفهرس

شكر

إهداء

قائمة الأشكال والجداول

ملخص

2 مقدمة

الفصل الأول: التنمية الاقتصادية

9 تمهيد

10 المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية

10 المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية

12 المطلب الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية

15 المطلب الثالث: أهمية التنمية الاقتصادية

18 المبحث الثاني: النظريات الكلاسيكية المفسرة للتنمية الاقتصادية

18 المطلب الأول: النظرية التقليدية الكلاسيكية

20 المطلب الثاني: نظرية آدم سميث

22 المطلب الثالث: نظرية جون ستورات ميل

24 المبحث الثالث: النظريات الحديثة المفسرة للتنمية الاقتصادية

24 المطلب الأول: النظرية الكيترية

26 المطلب الثاني: نظرية الدفع القوية

28 المطلب الثالث: نظرية النمو المتوازن

30 خلاصة الفصل

الفصل الثاني: الأسواق المالية

- 32 تمهيد
- 33 المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
- 33 المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
- 37 المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
- 46 المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية
- 61 المبحث الثاني: أثر سوق المال على دعم التنمية الاقتصادية
- 61 المطلب الأول: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية
- 63 المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
- 67 المطلب الثالث: دور أدوات سوق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية
- 69 المبحث الثالث: اليات تعبئة الموارد المالية من خلال السوق المالي
- 69 المطلب الأول: تحويل فائض السيولة إلى صناديق الاستثمار
- 70 المطلب الثاني: تحويل فائض السيولة إلى المصارف التجارية
- 71 المطلب الثالث: تحويل فائض السيولة إلى شركات إدارة محافظ دولية
- 72 خلاصة الفصل
- الفصل الثالث: دراسة عينة للمجموعة من الاسواق المالية في الدول
- 74 تمهيد
- المبحث الأول: بورصة الجزائر
- 74
- 74 المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر

---

	المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر
	77
84	المطلب الثالث: معوقات التي تواجهها بورصة الجزائر
90	المبحث الثاني: بوسة مصر
90	المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة المصرية
92	المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة المصرية
95	المطلب الثالث: معوقات التي تواجهها بورصة المصرية
98	المبحث الثالث: دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في الدول النامية
	المطلب الأول: التذكير بأهم النتائج للبورصتين
	98
107	المطلب الثاني: تحديد أثر السوق المالية على التنمية الاقتصادية في الجزائر ومصر
109	المطلب الثالث: واقع بورصة الجزائر وبورصة مصر
112	خلاصة الفصل
114	خاتمة
118	قائمة المصادر والمراجع

قائمة

الجداول والأشكال



## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الجدول
43	مكونات السوق النقدي	1-2
44	مؤسسات الأسواق النقدية	2-2
65	المقارنة بين السندات والأسهم الممتازة والاسهم العادية	3-2

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم
80	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	1-3
80	تركيبية دزاير اندكس	2-3
81	مؤشرات القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2005 - 2015	3-3
82	تطور أسعار بورصة الجزائر خلال الفترة 2005 - 2015	4-3
83	مؤشرات نشاط بورصة الجزائر أفريل 2016	5-3
84	تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة	6-3
86	طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر	7-3
99	حجم الطلب على أسهم صيدال	8-3
100	القيمة البورصة لصيدال	9-3
101	توزيع الأسهم حسب المكتتبين في رياض سطيف	10-3

101	عدد الاستثمارات بالأصناف	11-3
103	نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي	12-3
104	القيمة السوقية لفندق الأوراسي 2007-2017	13-3
105	الشركات المدرجة في البورصة المصرية	14-3
106	القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة مصر	15-3

# مقدمة

### مقدمة:

أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة، والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، إن زيادة هذا الاهتمام بالأسواق المالية بكل تأكيد لم يكن بعرض الصدفة، فهناك مجموعة من العوامل التي تقوم وراء زيادة هذا الاهتمام، بالإضافة إلى أن الأسواق المالية تعتبر أداة مهمة في حشد مدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي من رفاهية المواطنين.

سوق المالية هي سوق لكنها تختلف عن غيرها من الأسواق فهي لا تقرض ولا تملك في معظم الأموال والبضائع والسلع، ولكن البضاعة التي يتم تداولها بها ليست أصول حقيقية بل أوراق مالية أو أصول مالية وغالبا ما تكون هذه البضائع أسهم وسندات.

وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي، وبصفة عامة يمكن القول أن أسواق المال تقوم بدفع التنمية الاقتصادية من خلال قيامها بعدد من الوظائف كتعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي.

تمثل سوق الأوراق المالية بأحد وجهيها المناخ الاستثماري لحركة رأس المال كما يفكر وجهها الآخر فعاليات وحجم الإنتاج وتطور نشاط المشاريع الخاصة والمختلطة وهي من أجهزة الادخار والاستثمار المهمة، ففيها تستثمر أموال الأفراد والمصارف وشركات الاستثمار والتأمين والشركات المالية الوسيطة، كما تساهم في تمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

فالجزائر ومصر على غرار كثير من الدول النامية التي باشرت إصلاحات اقتصادية، بغية التحول من نظام الاقتصادي الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق، وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، ورغم أن البورصتين في مرحلتها الابتدائية، فلقد واجهتهما مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه الأسواق كآلية تستهدف خلق روافد من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

ومما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية للموضوع بالشكل التالي:

### أولاً: الإشكالية الرئيسية

ما هو دور الأسواق المالية في عملية تمويل التنمية الاقتصادية؟

وبالتالي تتفرع عنها التساؤلات الفرعية تدور حول النقاط التالية:

1. ما هي النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية؟
2. ما مفهوم الاسواق المالية وما هي الأدوات المتداولة فيها؟
3. ما هو واقع الأسواق المالية في الجزائر ومصر وما هي تحدياتها؟

### ثانياً: فرضيات البحث:

محاولة منا للإجابة عن التساؤلات اعتمدنا على بعض الفرضيات:

1. هناك عدة نظريات مفسرة لمفهوم التنمية الاقتصادية منها النظريات الحديثة.
2. هناك عدة أدوات متداولة في سوق المالية والتي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية
3. تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في الدول النامية لتساهم في دعم المؤسسات الاقتصادية وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية.

### ثالثاً: أهداف البحث:

يتمثل الهدف من دراستنا لهذا الموضوع فيما يلي:

- أ. التعرف على أهم المفاهيم، والنظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية
- ب. تسليط الضوء على الاسواق المالية والتنمية الاقتصادية
- ج. إبراز الدور الذي تلعبه الاسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية
- د. التعمق والتوسع في هذا الموضوع أكثر وافضل.

### رابعاً: أهمية البحث

باعتبار الأسواق المالية عصب الحياة في الاقتصاد ككل أصبحت أكثر المواضيع إثارة، وعليه تكمن

أهمية البحث فيما يلي:

- أ. التعريف بالتنمية الاقتصادية

ب. معرفة الأسواق المالية وتقسيماتها

ج. دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية.

### خامسا: أسباب اختيار الموضوع:

يعود اختيارنا لهذا الموضوع لعدة أسباب منها ما هو ذاتي ومنها ما هو موضوعي، فأما عن الأسباب

الذاتية تتمثل في:

أ. الأهمية البالغة التي يكسبها هذا الموضوع في الحياة الاقتصادية

ب. باعتبار الموضوع يتماشى مع التخصص

أما الأسباب الموضوعية فتتمثل في:

أ. كون التنمية الاقتصادية الموضوع والهدف الأساسي لمختلف السياسات التي تضعها الدول

ب. باعتبار الأسواق المالية من الموضوعات المهمة التي تتنافس من أجلها الدول.

### سادسا: المنهج المستعمل

محاولة منا الإجابة على الإشكالية المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المتبناة سابقا ارتأينا اعتماد المنهج الوصفي، التحليلي والتاريخي حيث قمنا بوصف مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بالتنمية الاقتصادية ومفهوم الأسواق المالية وذلك في الفصلين الأول والثاني، كما استعملنا المنهج التاريخي من خلال سرد مراحل نشأة وتطور بورصة الجزائر ومصر.

### سابعا: حدود الدراسة

تم إعداد البحث خلال السنة الجامعية 2017-2018 ودراسة ميدانية تمت خلال فترة (2007-2017).

أما حدود المكانية فقد تمت الدراسة بجامعة ابن خلدون -تيارت- وشملت دراسة حالة عينة من الأسواق المالية في الدول النامية وهي الجزائر ومصر.

### ثامنا: الدراسات السابقة

لقد حظي موضوع الأسواق المالية بأهمية بالغة وذلك على مستوى العالم، حيث توجد الكثير من المطروحات والمذكرات والمراجع التي تناولت هذا الموضوع.

وفي حدود علم الطالب تم تناول موضوع دور إقتصاديات الأسواق المالية في تمويل التنمية الإقتصادية من خلال الدراسات التالية:

1-دراسة بوكساني رشيد: معوقات اسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر سنة 2005-2006.

حيث تكمن إشكالية الدراسة حول المتطلبات الأساسية لإقامة اسواق أوراق مالية فعالة، وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟  
حيث توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق.
- تعاني العديد من أسواق الاسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار اسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

2-دراسة سميحة محياوي: دور الأسواق العربية في تمويل التجارة الخارجية، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بيسكرة، سنة 2014-2015.

حيث تكمن إشكالية الدراسة في ما مدى مساهمة الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية؟  
حيث توصل الباحث إلى:

- تساهم الاستثمارات المالية في الاسواق المالية العربية بجزء كبير في إيرادات برنامج تمويل التجارة الخارجية، كما أن استثمار الوكالات الوطنية للبرنامج في الدول العربية في الاسواق المالية العربية يوفر المصادر التمويلية لقطاع التجارة الخارجية.

3-دراسة بوضياف عبير: سوق الأوراق المالية في الجزائر وهي عبارة عن مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير بجامعة منتوري قسنطينة، سنة 2005، حيث تكمن إشكالية الدراسة هل تعد بورصة الأوراق المالية ضرورة حتمية فرضتها التعاملات والعمليات الناشئة بين المتعاملين الاقتصاديين وهل تضمن هذه الأخيرة حقوق



المعاملين وتحميهم من التيارات التي قد تعصف لمصالحهم وأموالهم التي قد تعود السلب على التنمية الاقتصادية.

حيث توصل الباحث إلى النتائج الآتية:

- إن واقع أسواق المالية في الدولية المتخلفة أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، كما أنها تكاد تكون غير موجودة في عدد آخر من الدول والسبب في ذلك يعود إلى فقر اسواق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة.

4-دراسة بن اعمر بن حاسين: فعالية الاسواق المالية في الدول النامية، وهي عبارة عن أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، بجامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان سنة 2012-2013، حيث تكمن إشكالية الدراسة في هل تعتبر الاسواق المالية في الدول النامية فعالة؟ وما هي متطلبات تفعيلها؟

حيث توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- العمل على توفير المناخ المنافس من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق المالي بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرين الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل السوق ويسترجع دخول مستثمرين جدد.
- ضرورة تشديد مراقبة أداء الشركات في السوق واتخاذ إجراءات صارمة بشأن الشركات الفاشلة حتى تحسن من وضعيتها.
- ضرورة توسيع قاعدة السوق وزيادة الأحجم الفرص للمستثمرين من خلال التوسع في القطاعات والمؤسسات بما في ذلك طرح الاسهم المملوكة للدولة السوق.

### تاسعا: تقسيمات البحث

من خلال هذه الدراسة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول خصص منها فصلين لعرض الجانب النظري للموضوع، أما الفصل الثالث فقد خصص للجانب التطبيقي. حيث كان الفصل الأول يحمل عنوان الإطار النظري للتنمية الاقتصادية، وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تم التعرض فيه إلى ماهية التنمية الاقتصادية، وذلك من تعريفها وأهميتها وأهدافها، أما

المبحث الثاني فيتضمن النظريات الكلاسيكية المفسرة للتنمية الاقتصادية والمبحث الثالث فيتحدث عن النظريات الحديثة للتنمية الاقتصادية.

أما الفصل الثاني فكان بعنوان الأسواق المالية، حيث تقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، خصص المبحث الأول إلى ماهية الأسواق المالية، وذلك من خلال الإلمام بأنواع الأسواق والأدوات المتداولة فيها، أما المبحث الثاني فقد شمل أثر سوق راس المال على دعم التنمية الاقتصادية، وذلك بعرض دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، وأهم الأدوات المتداولة في سوق راس المال ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والمبحث الثالث فقد تمثل في آليات تعبئة الموارد المالية من خلال السوق المالي من خلال تحويل فائض السيولة إلى صناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ المالية و المصارف التجارية، الفصل الثالث فقد خصص لدراسة حالة، وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول و الثاني تضمن الجانب النظري والتاريخي لسوق الجزائر المالي وسوق مصر المالي والمبحث الثالث كان للدراسة مقارنة بين السوقين.

# الفصل الأول

الإطار النظري لمفهوم التنمية

الاقتصادية

تمهيد:

احتل موضوع التنمية الاقتصادية منذ الحرب العالمية الثانية مكانا مرموقا بين الدراسات الاقتصادية، وبدأ يستحوذ على اهتمامات الإقتصاديين والسياسيين في البلدان المتقدمة والنامية والمنظمات الدولية والإقليمية. وقد تعزز الإهتمامات بمسألة التنمية من خلال بروز جملة من العوامل في أعقاب الحرب العالمية الثانية وأهمها:

1-الرخاء المتحقق في البلدان الصناعية المتقدمة.

2-شروع فكرة التنمية على المستوى الدولي وظهور منظمة الأمم المتحدة ووكالاتها المتخصصة كالبنك الدولي و صندوق النقد الدولي والذي عزز مساعي التعاون الدولي في مجال التنمية.

من هنا نتطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث نجد فيه:

**المبحث الأول:** ماهية التنمية الاقتصادية.

**المبحث الثاني:** النظريات الكلاسيكية المفسرة للتنمية الاقتصادية.

**المبحث الثالث:** النظريات الحديثة المفسرة للتنمية الاقتصادية.

### المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية

احتل موضوع التنمية الاقتصادية منذ الحرب العالمية الثانية مكانا مرموقا بين الدراسات الاقتصادية، وبدأ يستحوذ على اهتمامات الاقتصاديين والسياسيين في البلدان المتقدمة والنامية وفي المنظمات الدولية والإقليمية، والإمام بهذا الموضوع سوف نجادل من خلال المبحث إعطاء مفهوم التنمية، أهدافها وأنواعها.

### المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية

إن مصطلح التنمية يعني أشياء مختلفة إلى مختلف الأشخاص، ولهذا من الضروري أن يكون لدينا تعريف محدد ومقبول، وبدون مثل كذا التعريف سوف يصعب تحديد مدى إنجاز وتطور هذا البلد أو ذاك في مضمار التنمية، وقبل إعطاء مفهوم للتنمية الاقتصادية علينا أن نبين الفرق الجوهرية بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، فكلاهما ينطوي على حدوث زيادة في الدخل القومي الحقيقي للاقتصادي خلال فترة زمنية طويلة، إلا أن التنمية الاقتصادية لا تركز فقط على التغير الكمي وإنما تشمل تغيرات هيكلية مهمة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والأنظمة والتشريعات.<sup>1</sup>

فقد عرفها البعض بأن التنمية إنها عادة ما توصف كمفهوم معياري يشترط وجود تحول هام في القوى أو المجالات السابقة، مما يؤدي إلى سلسلة من التحولات فيها وفي الأداء الاقتصادي كذلك.

هكذا يكون الاثر التراكمي ليس مجرد النمو، بل إنه تحول عميق وواسع الانتشار حتى وإن كان متدرجا في قدرة الاقتصاد وأدائه وفي توجهات ومواقف ومهارات العالمين في الاقتصاد.

بفضل حدوث تبدلات تراكمية ذات شأن في البيئة السياسية والاجتماعية والثقافية التي يتحرك الاقتصاد ضمنها، فالتنمية إذا "عملية تراكمية متصلة تتكون من جملة تبدلات سياسية واجتماعية واقتصادية وتقنية تشارك في فعلها عبر تغذية عكسية متبادلة، عملية تطلق رؤية ذاتية تعمل على تطوير

<sup>1</sup> عبد القادر محمد عبد القادر عطية، اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، 2000، ص 16.

قدرات الاقتصاد والمجتمع وتمكنه من توفير القوى البشرية والموارد المادية والمالية لتعزيز وترشيد الانتاج الاقتصادي مما يسمح بالتالي بتوفير مستوى لائق من المعيشة للمواطنين في إطار من الأمن بشكل متصل أو مطرد".<sup>1</sup>

فالتنمية الاقتصادية يراد بها أنها زيادة في متوسط الدخل الحقيقي للفرد أي مقدار السلع والخدمات والتي يحصل عليها الفرد خلال فترة زمنية عادة تكون سنة، وللتنمية تعاريف كثيرة إلا أن هذا هو التعريف أكثر شيوعاً ولا يختلف الاقتصاديون في تعريف التنمية الاقتصادية على أساس الدخل الحقيقي "الناتج" الفردي.

ويعرف البروفسور مير "Meier" التنمية الاقتصادية على أنها: العملية التي من خلالها يزداد متوسط دخل الفرد الحقيقي خلال فترة الأمد الطويل.

وفي تعريفه للتنمية الاقتصادية يقول بروفسور باران "Baran" دع النمو الاقتصادي "أو التنمية" لتعرف على أنها الزيادة في متوسط الناتج الفردي عبر الزمن.

وقد ميز كل من "شومبر" و"مسزويسولا هيكس" بين مفهوم النمو الاقتصادي ومفهوم التنمية الاقتصادية، الأول يراد به تحقيق الارتفاع المستمر في متوسط دخل الفرد الحقيقي كما هو عليه الحال في الدول الرأسمالية المنظورة.

أما الثاني فيتطلب إجراء تغيير في الهيكل الاقتصادي والاجتماعي لتحقيق تغيير جذري في أسلوب الإنتاج السائد وفي سلوك الأفراد الاقتصادية إضافة إلى تحقيق ارتفاع مستمر في متوسط دخل الفرد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> كامل علاوي كاظم العقلاوي، حسن لطيف كاظم النريدي، مبادئ علم الاقتصاد، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 282.

<sup>2</sup> ضياء محيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، 2011، ص 71، ص 72.

وأيضاً تعرف التنمية الاقتصادية بأنها: تمثل مقدار التوسع في امكانيات الناتج المحلي الإجمالي أو معدل النمو في المخرجات بالنسبة للفرد الواحد وهو يحدد معدل الارتفاع في مستوى معيشة أي بلد ويقاس معدل التنمية بمقدار المخرجات بالنسبة للشخص الواحد خلال فترة زمنية تمتد لعشر سنوات أو عشرين سنة.<sup>1</sup>

وكذلك أن التنمية هي ظاهرة مركبة تتضمن النمو الاقتصادي كأحد عناصرها العامة، ولكنها تتضمنه مقروناً بحدوث تغيير في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والعلاقات الخارجية، بل يمكن القول أن التنمية إنما تمثل في تلك التغيرات العميقة في الهياكل الاقتصادية و السياسية والاجتماعية للدولة، وفي العلاقات التي تربطها بالنظام الاقتصادي الدولي التي يكون من شأنها تحقيق زيادات تراكمية قابلة للاستمرار في الدخل القومي الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن إلى جانب عدد من النتائج الأخرى غير الاقتصادية، فالمفهوم العكسي للتنمية هو التخلف.<sup>2</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريفها على أنها عملية إحداث تغيير جذري في النسب والعلاقات التي يتميز بها الاقتصاد الوطني وذلك حسب نوع وحجم الموارد الاقتصادية الموجودة والتي توفر الحياة الكريمة والتي تتضمن دخل مرتفعاً وتعليماً أفضل، مستوى عال من الصحة والتغذية وبنية أنظف وتوفير حرية الاختيار للفرد.

### المطلب الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية

التنمية الاقتصادية أهداف عديدة تدور حول رفع مستوى معيشة السكان وتوفير أسباب الحياة الكريمة لهم.

<sup>1</sup> محمود دين الزعبي، البعد الاقتصادي للتنمية السياسية في الأردن، جدار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 31.

<sup>2</sup> جمال حلاوة، علي صالح، مدخل إلى علم التنمية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 31.

ويصعب على الباحث تحديد أهداف معينة للتنمية الاقتصادية نظرا لاختلاف ظروف العمل عن بعضها البعض سواء الاقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية ومع ذلك يمكن إبراز بعض الأهداف الأساسية للتنمية الاقتصادية في الدول المختلفة وهي:

### 1- زيادة الدخل القومي:

إن زيادة الدخل القومي تعتبر من أهم أهداف التنمية الاقتصادية، وهو فقرها وانخفاض مستوى معيشة أهلها واضطراب نمو عدد سكانها، وللمجابهة ذلك لا بد من زيادة الدخل القومي.

### 2- رفع مستوى المعيشة:

لا بد من رفع مستوى المعيشة الأفراد المجتمع بهدف تحقيق ضرورات الحياة المادية ومستوى ملائم للصحة والثقافة، فالتنمية الاقتصادية ليست وسيلة لزيادة الدخل القومي فحسب وإنما هي وسيلة لرفع مستوى المعيشة بكل ما يتضمنه هذا التعبير من المعاني.

### 3- تقليل التعاون في التحول والثروات:

هذا الهدف للتنمية الاقتصادية في الواقع هدف اجتماعي إذ أن معظم الدول المتخلفة بالرغم من انخفاض الدخل القومي فيها وهبوط متوسط تصيب الفرد من الدخل يوجد فيها فروق كبيرة في توزيع الدخل والثروات، إذ تستحوذ فئة صغيرة من أفراد المجتمع على جزء كبير من ثروته ونصيب عال من الدخل القومي والعكس للغالبية من أفراد المجتمع.

### 4- تعديل التركيب النسبي للاقتصاد القومي وتعبير طابعه التقليدي:

هذه الدول يغلب فيها الزراعة على البنيان الاقتصادي، وهي مجال الانتاج ومصدر العيش لغالبية السكان، كما أنها تلعب الدور الأهم بالنسبة للقطاعات الأخرى كمصدر من مصادر الدخل القومي



وسيطرة الزراعة على اقتصاديات هذه الدول يجعلها عرضة لتقلبات الاقتصاديات الشديدة لذلك لا بد من التركيز بشكل أكثر على الصناعة من خلال صناعات جديدة أو التوسع في الصناعات القائمة.<sup>1</sup>

#### 5- إجراء تغييرات في الهيكل والبنيان الاقتصادي:

فالتنمية الاقتصادية تهدف إلى توسيع نطاق الطاقة الانتاجية بالإضافة إلى ضرورة الاهتمام بالزراعة يتعين الاهتمام بالصناعة وبذلك يزيد الناتج المحلي ويتنوع الانتاج في المجتمع وتزداد فرص العمل وتحرر الدولة تدريجياً من تبعيتها للعالم الخارجي.

#### 6- تحقيق عدالة أكبر في توزيع الدخل:

تعمل التنمية الاقتصادية على إعادة توزيع الدخل لصالح الطبقات الفقيرة، وهذا كثيراً ما لا يتحقق في ظل النمو الاقتصادي حيث بالرغم من العديد من الدول قد تنجح في تحقيق معدلات عالية للنمو وما يترقب على ذلك منازلة كبيرة في إجمالي الناتج المحلي، إلا أن معظم تلك الزيادة كثيراً ما تستأثر بها الطبقات الغنية، في وقت لا تحصل فيه الطبقات الفقيرة إلا على زيادات متواضعة.

#### 7- الاهتمام بنوع الخدمات والسلع المنتجة:

حيث تهتم التنمية الاقتصادية بنوعية السلع والخدمات المنتجة وتعطي أولويات أكبر للأساسيات وخاصة التي تحتاج إليها الطبقات الفقيرة كالسلع الغذائية الضرورية والملابس والشعبية والمساكن الاقتصادية فضلاً عن الخدمات الأساسية من تعليم وصحة اجتماعية، كل هذا يتطلب ضرورة التدخل المباشر وغير المباشر من قبل السلطات الحكومية المركزية والمحليات، فإذا كانت السوق حرة يتحدد

<sup>1</sup> غازي محمود دين الزعي، البعد الاقتصادي للتنمية السياسية في الأردن، مرجع سبق ذكره، ص44ص45.

الانتاج والاستهلاك بفعل قوى السوق لحصلت سلع الأغنياء على النصيب الأكثر والأقل إقبالا على انتاج السلع والخدمات التي يحتاج إليها الفقراء.<sup>1</sup>

ومن أحد الغايات النبيلة للتنمية بناء عالم أفضل يقضي على المعاناة الإنسانية ولهذا لا بد أن تكون تغييرا حضاريا يتناول أبنية المجتمع كافة بالقدر الذي يعالج أسباب الفقر.

- ترشيد السياسات المالية والنقدية وإدارة الدين الخارجي وخدمته وهي عناصر رئيسية وضرورية للنمو الاقتصادي الحقيقي المستمر " يعرف النمو الحقيقي بأنه معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بعد استبعاد أثر التضخم" وينبغي أن تهدف السياسات المشار إليها لزيادة المدخرات وتوجيهها للاستثمار في مشروعات تعمل على زيادة معدلات النمو الاقتصادي على أن يصاحب ذلك وضع حزمة من التشريعات التي تعمل على بث الإحساس بالثقة لدى المستثمر الأجنبي مما يحول ظاهرة تهريب الأموال.

- تنمية الصادرات والتي يعدها الاقتصاديون بمثابة قاطرة النمو.

- وضع التشريعات اللازمة للحد من الاحتكار وتحقيق مبدأ السوق الحرة على أسس اقتصادية سليمة (يتم معالجة سلبيتها من خلال تدخل الدول) توفر المنتجات بالموصفات المطلوبة بالأشعار المناسبة دون اجترأ على حق المواطن في اختبار المنتج الملائم وبالسعر المناسب.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: أهمية التنمية الاقتصادية

تمكن الأهمية الكبرة للتنمية الاقتصادية لآية دولة في العالم بأنهما:

- من أهم الأدوات التي تساعد الدول على الاستغلال الاقتصادي والابتعاد عن التبعية الاقتصادية، أي التبعية بأشكالها المختلفة نتيجة تحقيق التقدم والنمو الاقتصادي الذي يمكنها من التخلص من هذه التبعية بأنواعها.

<sup>1</sup> بخيرة شريفة، الاختلاف في توزيع الدخل وأثره على التنمية الاقتصادية، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، تخصص مالية، قسم علوم والتسيير، جامعة تيارت، 2014-2015، ص 36.

<sup>2</sup> سهيلة فريد نباتي، التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص 96، ص 100.

- تعمل على تحسين مستوى معيشة أفراد المجتمع من خلال دخول هؤلاء الافراد وتوفير فرص عمل لمن لا يعمل منهم، وسينعكس ذلك لا شك على المستوى الصحي والتعليمي لهم.
- تقوم بتوفير السلع والخدمات للأفراد المجتمع بالكميات والنوعيات المناسبة.
- تعمل على تجسير الفجوة الاقتصادية والاجتماعية بين طبقات المجتمع مما يؤدي إلى استقراره اجتماعيا وسياسيا.
- أما على مستوى الاقتصاد الكلي فتعمل التنمية الاقتصادية على تحسن الناتج المحلي وتحقيق التطوير الاقتصادي المنشود.

وأهم عنصرين في التنمية الاقتصادية هما:

أ-التنمية وسيلة لتخليص الفجوة الاقتصادية والتقنية بين الدول النامية والدول المتقدمة: من أجل تقليص حدة الفجوة بين الدول النامية والدول المتقدمة، يجب على الدول النامية تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية للنهوض والتسيير بركب الدول المتقدمة، وفي هذا الإطار لابد أن تشير إلى مجموعة العوامل التي تساعد على حدة هذه الفجوة حين يمكن حصرها في المجموعتين الآتيتين:<sup>1</sup>

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

- التبعية الاقتصادية للخارج؛
- ضعف البنية الصناعي و الزراعي؛
- نقص رؤوس الأموال؛
- انتشار البطالة وخاصة البطالة المقنعة؛
- انخفاض متوسط دخل الفرد ومستوى المعيشة؛
- سوء إدارة المنشأة وعدم كفاءة الجهاز الحكومي؛
- ضعف الجهاز المصرفي في تعبئة الادخار ؛

<sup>1</sup> الشرفات علي، التنمية الاقتصادية في العالم العربي، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص14.

- استمرارية أزمة المديونية الخارجية.

**مجموعة العوامل غير الاقتصادية:** تمس هذه العوامل الجانب غير الاقتصادي وهي بدورها تتمثل في:

- الزيادة السكانية الهائلة؛

- انخفاض المستوى التعليمي؛

- ارتفاع نسبة الأمية.

وعليه يجب على البلدان النامية العمل على تجاوز هذه العوامل بنوعيتها تدريجيا وذلك بتبني رؤية واستراتيجية مدروسة وواضحة من أجل تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية حقيقية لتضييق الفجوة بينها وبين الدول المقدمة.

**ب- التنمية أداة للاستقلال الاقتصادي:** إن التنمية الحقيقية لا بد أن تقوم على الاستقلال الاقتصادي وليس على تبعيته، فحصول البلدان النامية على الاستقلال السياسي لا يعني القضاء على حالة التبعية خاصة في حالة ازدياد المشروعات التي تقيمها هذه الدول بع 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 باستقلال الموارد المتاحة في الدولة استغلالا صحيحا وكاملا.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بن عبو فاطمة، مولياط مليكة، التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، مذكرة مدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، تخصص اقتصاد وتنمية، قسم العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، 2014-2015، ص39، ص40، ص41.

## المبحث الثاني: النظريات الكلاسيكية المفسرة للتنمية الاقتصادية

يحتوي الفكر الاقتصادي على مجموعتين من النظريات الأولى تتحدث عن النمو وتحقيق الاستقرار في البلدان المتقدمة، أما الثانية فإنها تبحث في ظروف تحقيق التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة اقتصاديا، وقد ظهرت العديد من النظريات التي تعالج قضايا التنمية الاقتصادية في البلدان والمناطق المتخلفة اقتصاديا ولتحقيق هذا الهدف نتناول النظريات التنموية الآتية.<sup>1</sup>

## المطلب الأول: النظرية التقليدية الكلاسيكية

لقد كشف الاقتصاديون الكلاسيك أن التنمية الاقتصادية يمكن أن تعاق بسبب ضغوط السكانية، مقترنة بندرة الموارد الطبيعية، وأضاف النيوكلاسيك إلى آراء الكلاسيك وضوحا وخاصة فيما يتعلق بتحليل عملية الادخار والاستثمار واستكشاف مسألة تشابك مضاعفات عملية التنمية واهتموا بتأكيد الآثار المواتية للتقدم التكنولوجي.

وقد أكد كارل ماركس على أن علاقات الانتاج في ظل النظام الرأسمالي تتعارض مع التقدم التكنولوجي الذي يتولد في هذا النظام، ومن ثم فإنه في ظل النظام الرأسمال سوف يتعرض الاقتصاد لكساد دوري ثم لركود حتمي، وقد اشار تحليل ماركس إلى التكاليف الباهضة والمتكررة لعملية النمو في ظل النظام الرأسمالي، والتي تتمثل في صورة التمزق الاجتماعي والاقتصادي الذي يجل بالمجتمع.

<sup>1</sup> سهيلة فريد النباقي، التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 12.

ويبين ديفيد ريكاردو كيفية ظهور وانتشار الركود في النهاية في كافة الاقتصادات، حيث وجد أن إمداد السكان المتزايد بالطعام يتزايد بالطعام يتزايد صعوبة في كافة الاقتصادات، مع استمرار عملية التنمية بها يتمخض عنه في النهاية إيقاف عملية التنمية.<sup>1</sup>

وقد اعتمدت النظرية الكلاسيكية على الأسس التالية:

### أ- سياسة دعه يعمل دعه يمر:

آمن الاقتصاديون الكلاسيكيون بضرورة توفر السوق الحرة في اقتصاد تنافسي خالي تماماً من أي تدخل حكومي، وقالوا بوجود "اليد الخفية" التي تعمل على مضاعفات الدخل، فالمنافسة الحرة ضرورية من أجل تبرير المبدأ الفردي.

وينظر آدم سميث أن "اليد الخفية" تعمل بحيث أن متابعة المصالح الفردية كانت تتفق بصورة طبيعية مع المصالح العامة، غير أن الاشتراكيين هاجموا بعنف هذه النظرة المفعمة بالتفاؤل للانسجام الطبيعي بين المصالح الفردية وبين تحقيق الصالح العام بشكل طبيعي.

### ب- تراكم رأس مال:

اعتبره الاقتصاديون الكلاسيكيون مفتاح التطور، وعلى ذلك أكدوا على أهمية الادخارات الكبيرة، وكانت نظرهم إلى الرأسمالين وأصحاب الأراضي باعتبارهم الوحيدون القادرون على تحقيق الادخارات، واعتبروا الطبقات العمالية غير قادرة على تحقيق الادخارات، لأن الأجور التي يحصلون عليها مساوية إلى مستوى عيش الكفاف.

### ج- الربح هو الدافع على الاستثمار:

<sup>1</sup> غازي محمود دين الزعي، البعد الاقتصادي للتنمية السياسية في الأردن، مرجع سبق ذكره، ص32 ص33.

اعتبر الكلاسيكيون الربح العامل المشجع على قيام الاستثمار، فعندما يكون الربح كبيرا يكون كذلك تراكم رأس المال والاستثمار.

### د- اتداه الربح نحو الانخفاض:

قالوا بعدم استمرار الزيادة في الأرباح، أي أن الأرباح تميل إلى الانخفاض عندما يزداد تراكم رأس المال، ويعود السبب في رأي آدم سميث إلى زيادة الأجور نتيجة التنافس بين أصحاب رؤوس الأموال على اجتذاب العمال أما ريكاردو فيرى أن تزايد الأجور والربح يؤدي إلى ارتفاع سعر القمح وبالتالي إلى انخفاض الأرباح. فقد كان اهتمام ريكاردو بالتوزيع يفوق اهتمامه بالنمو "أو الزيادة في الثروة" لكنه يتفق مع آدم سميث في أن التراكم الرأسمالي هو الذي يقود عملية النمو.

### ه- حالة السكون:

اعتقد الاقتصاديون الكلاسيكيون بجمية عودة الاقتصاد إلى حالة السكون في نهاية عملية تراكم رأس المال، عندما تأخذ الأرباح في الانخفاض، فإن هذه العملية ستستمر حتى يزول الربح فيصبح صفرا، وبالتالي يتوقف تراكم رأس المال، وتراجع الأجور إلى مستوى الكفاف.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: نظرية آدم سميث

عارض تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، ونادى بمدى تخصص وتقسيم العمل ويرى أن الأرباح هي الأساس في تكوين المدخرات وفي زيادة معدلات التكوين الرأسمالي يأتي آدم سميث في طبيعة الاقتصاديين الكلاسيكيين، وكان كتابة عن طبيعة وأسباب ثروة الأمم معينة بمشكلة التنمية الاقتصادية، لذلك فإنه لم يقدم نظرية

متكاملة في النمو الاقتصادي، وإن كان الاقتصادي اللاحقون قد شكلوا النظرية الموروثة عنه وهي من سماتها:

<sup>1</sup> ضياء مجيد الموسوعي، أسس علم الاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 74، ص 75.

أ- القانون الطبيعي:

اعتقد آدم سميث إمكانية تطبيق القانون الطبيعي في الأمور الاقتصادية ومن ثم فإنه يعتبر كل فرد مسؤولاً عن سلوكه أي أنه أفضل من يحكم على مصالحه، وأن هناك يد خفية تقود كل فرد وترشد إليه السوق، فإن كل فرد إذا ما ترك حراً فسيبحث عن تعظيم ثروته، وهكذا كان آدم سميث ضد تدخل الحكومات في الصناعة أو التجارة.<sup>1</sup>

ب- تقسيم العمل:

يعتقد الاقتصادي آدم سميث أن تقسيم العمل هو نقطة البداية لعملية التنمية الاقتصادية، وأساس رفع الانتاجية وزيادة مهارات العمال، حيث أن تخصص العمال في أنشطة معينة بدلاً من القيام بأعمال انتاجية متعددة، هو وضع يعطي لهم القدرة على الإنتاج بكميات أكبر وبنفس الجهد المبذول من طرفهم

ج- عملية تراكم رأس المال:

وحسب آدم سميث دائماً فإن تقسيم العمل لا يمكن أن يأخذ مكانه إلا عندما يستطيع استخدام الآلات والمعدات المتخصصة من أجل ضمان تقسيم العمل وبالتالي زيادة في نصيب الفرد من الدخل.<sup>2</sup>

وذلك بالتراكم الرأسمالي الذي يعتبر شرطاً ضرورياً للتنمية الاقتصادية، فالمشكلة هي مقدرة الافراد على الادخار أكثر ومن ثم الاستثمار في الاقتصاد الوطني.

د- دوافع الرأسمالين على الاستثمار:

وفقاً لأفكار سميث فإن تنفيذ الاستثمارات يرجع إلى توقع الرأسمالين بتحقيق الأرباح، وأن التوقعات المستقبلية فيما يتعلق بالأرباح تعتمد على مناخ الاستثمار السائد، إضافة إلى الأرباح الفعلية المحققة.

<sup>1</sup> سهيلة فريد النباتي، التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>2</sup> بن عبو فاطمة، موليياط مليكة، التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، مرجع سبق ذكره، ص 09.



هـ- عملية النمو:

يفترض آدم سميث أن الاقتصاد ينمو مثل شجرة، فعملية التنمية تتقدم بشكل ثابت ومستمر فبالرغم من كل مجموعة من الأفراد تعمل معاني مجال إنتاجي معين إلا أنهم يشكلون معاً الشجرة ككل.

و- عناصر النمو:

وفقاً لآدم سميث تتمثل عناصر النمو في كل من المنتجين والمزارعين ورجال الأعمال، ويساعد على ذلك أن حرية التجارة والعمل والمنافسة تعود هؤلاء إلى توسيع أعمالهم مما يؤدي إلى زيادة التنمية الاقتصادية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: نظرية ميل

ينظر جون ستيورات ميل للتنمية الاقتصادية كوظيفة للأرض والعمل ورأس المال، حيث العمل والأرض عنصرين أساسيين أصليين للإنتاج، في حين يعد رأس المال تراكمات سابقة لنتائج عمل سابق، ويتوقف معدل التراكم الراس المالي على مدى توظيف بقوة العمل بشكل منتج فالأرباح التي تكتسب من خلال توظيف العمالة غير المنتجة مجرد تحويل للدخل، ومن سمات هذه النظرية:<sup>1</sup>

أ- التحكم في النمو السكاني:

اعتقد ميل بصحة نظرية مالتوس في السكان وقصد بالسكان الذين يؤدون أعمالاً إنتاجية فحسب واعتقد أن التحكم في السكان يعد أمراً ضرورياً للتنمية الاقتصادية.

<sup>1</sup> فارس رشيد، التنمية الاقتصادية في الوطن العربي، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، الأردن، 2008، ص.76، ص.77.

ب- معدل التراكم الرأسمالي:

يرى ميل أن الأرباح تعتمد على تكلفة عنصر العمل ومن ثم فإن معدل الأرباح يمثل النسبة ما بين الأرباح والأجور فعندما ترتفع الأرباح تنخفض الأجور ويزيد معدل الأرباح، والتي تؤدي بدورها إلى زيادة التكوين الرأسمالي وبالمثل فإن الرغبة في الادخار التي تؤدي إلى زيادة معدل التكوين الرأسمالي.

ج- معدل الربح:

يرى ميل أن الميل غير محدود في الاقتصاد يتمثل في أن معدل الأرباح يتراجع نتيجة لقانون تناقص قلة الحجم في الزراعة وزيادة عدد السكان وفق معدل مالتوس، وفي حالة التحسن التكنولوجي في الزراعة وارتفاع معدل النمو السكان بشكل يفوق الرأسمالي، فإن معدل الربح يصبح عنه حده الأدنى وتحدث حالة من الركود.

د- حالة السكان: اعتقد أن حالة السكان متوقعة الحدوث في الأجل القريب ويتوقع أنها ستقود إلى تحسين نمط توزيع الدخل وتحسين أحوال العمال ولكن ذلك يمكن أن يكون ممكناً من خلال التحكم في معدل الزيادة في عدد طبقة العمال بالتعليم وتغيير العادات.

ه- دور الدولة:

كان ميل من أنصار سياسة الحرية الاقتصادية التي يجب أن تكون القاعدة العامة لذلك فقد حد دور الدولة في النشاط الاقتصادي عند حده الأدنى وفي حالات الضرورة فقط إعادة توزيع ملكية وسائل الإنتاج.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سهيلة فريد نباتي، التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 37.

### المبحث الثالث: النظريات الحديثة المفسرة للتنمية الاقتصادية

#### المطلب الأول: النظرية الكيترية:

شهد العالم الرأسمالي أزمة الكساد العظيم 1929-1933 لتعم البطالة كافة نواحي الاقتصاد ولبصاب الاقتصاديون بصدمة فكرية قوية، الأمر الذي عزز من نقد عدد من الاقتصاديين للنظرية الكلاسيكية.

قدم الاقتصادي جون مينرد كيتر في عام 1936 تفسيراً جديداً للكيفية التي يتم بها تحديد مستوى التوظيف، رغم موافقتهم لاحتمال ظهور بطالة قصيرة الأجل، تكفل فيها مرونة والأجور إعادة تحقيق التوازن عند مستوى التوظيف الكامل.

وعليه قامت النظرية الكيترية على نقد ومعارضة النظرية الكلاسيكية، حيث يرى كيتر أن النظام الاقتصادي الرأسمالي لا يحتوي الميكانيكية التي تضمن تحقق التوظيف الكامل وأن الاقتصاد يمكن أن يصل إلى التوازن رغم وجود بطالة كبيرة أو تضخم شديد، ومن ثم يتمثل التعارض النظريتين السابقتين في العديد من الأمور لعل من أهمها ما يلي:

- رفض فرض النظرية الكلاسيكية لقدرة النظام الرأسمالي على تحقيق التوازن تلقائياً عند مستوى التوظيف الكامل، حيث اعتبر كيتر أن التوظيف الكامل حالة خاصة "عرضية" وليست دائمة

الحدوث"، وأن الاقتصاد الحديث ليس بالضرورة أن يجد توازنه في التوظيف الكامل بل يمكن أن يوجد التوازن في وجود البطالة "توازن العمالة الناقصة"، أي أن تقلبات النشاط الاقتصادي هي الحالة العامة لنمو النظام الرأسمالي الحر.

- معارضة مرونة الأجور والأسعار بالدرجة التي تكفل إعادة التوازن عند التوظيف الكامل فمع وجود نقابات العمالية والإضرابات يصعب انخفاض الأجور بالدرجة التي تزيل البطالة وتعيد التوازن عند التوظيف الكامل.

- رفض فكرة الاعتماد عن أن الدخل بكامله سيعاد تدفقه في صورة طلب على السلع والخدمات وفق ما نص عليه قانون ساي، حيث يمكن أن يتسرب بعضه عن طريق مدخرات غير مستخدمة أو غير مستثمرة.<sup>1</sup>

ويرى كيتز أن الدخل الكلي يعتبر دالة في مستوى التشغيل في أي دولة، فكلما زاد حجم التشغيل زاد حجم الدخل الكلي، والأدوات الكيترية والاقتصاديات النامية هي:

### - الطلب بالفعال:

وفقا ل كيتز فإن البطالة تحدث بسبب نقص الطلب الفعالي وللتخلص منها يقترح كيتز حدوث زيادة في الانفاق سواء على الاستهلاك أو الاستثمار.

### - الكفاية الحدية لرأس المال:

يرى كيتز أن الكفاية الحدية لرأس المال تمثل أحد المحددات الرئيسية لمعدل الاستثمار وتوجد علاقة عكسية بين الاستثمار والكفاية الحدية لرأس المال.

### - سعر الفائدة:

<sup>1</sup> عبلة عبد الحميد بخاري، التنمية والتخطيط الاقتصادي، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، 2017، ص73.

يمثل سعر الفائدة العنصر الثاني المحدد للاستثمار بجانب الكفاية الحدية لرأس المال في النموذج الكيترزي، ويتحدد سعر الفائدة بدوره بتفضيل السيولة وعرض النقود.

- المضاعف: فالمضاعف الكيترزي يقوم على أربعة فروض كما يلي:

أ- وجود بطالة لا إرادية؛

ب- اقتصاد صناعي؛

ت- وجود فائض في الطاقة الانتاجية للسلع الاستهلاكية؛

ث- سيتم العرض بدرجة مرونة مناسبة وتوفير سلع لرأس المال اللازمة للزيادة في الإنتاج.

- السياسات الاقتصادية:

هناك مجالات أخرى لا تتوافق فيها الظروف السائدة بالدول النامية مع متطلبات على السياسات الكيترزية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: نظرية الدفع القوية:

إن صاحب هذه النظرية هو **Rosentein Rodam** الذي يؤكد على القيود المفروضة على التنمية في البلدان المتخلفة، وفي مقدمة هذه القيود ضيق حجم السوق، لهذا فإن التقدم خطوة خطوة في نظر **Rodam** لن يكون تأثير فاعل في توسيع السوق وكسر الحواجز والقيود، وكسر الحلقة المفرغة للفقر التي تعيشها البلدان المتخلفة، بل يتطلب الأمر حد أدنى من الجهد الإنمائي ليتمكن الاقتصاد الانطلاق من مرحلة الركود إلى مرحلة النمو الذاتي.

ويؤكد الاقتصاديون المؤيدون لفكرة الدفع القوية بأن الاستثمار على نطاق واسع سوف يؤدي إلى حصول زيادة سريعة في الدخل القومي ومن ثم زيادة في الميل الحدي للادخار، ويرى **Rodam** أن يكون للدولة دور بارز في عملية التخطيط وتنفيذ مشروعات التصنيع.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سهيلة فريد نباتي، التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 19.

تعتمد نظرية Rodam على التصنيع في دفع عجلة التنمية في البلدان النامية، واعتبرها المجال الذي يمكن أن يمتص البطالة المتفشية فيها باعتبار الزراعة ريفية وغير متطورة، ولكي تنجح هذه البلدان عليها البدء بعملية التصنيع بتوجيه استثمارات ضخمة في بناء مرافق رأس المال الاجتماعي من طرق ومواصلات ووسائل نقل وقوى محركة وتدريب ليد العاملة، وهي مشروعات ضخمة غير قابلة للتجزئة تؤدي إلى خلق وفرات اقتصادية خارجية، تتمثل في توفير خدمات إنتاجية بتكلفة منخفضة تكون ضرورية لقيام مشروعات صناعية.<sup>2</sup>

ويفرق Rodam بين ثلاثة أنواع عدم التجزأة والتي ينجم عليها وفرات خارجية:

#### أ- عدم التجزأة في دالة الإنتاج:

وتمثل عدم التجزأة في المستلزمات والإنتاج أو العمليات التصنيعية والتي تقود إلى زيادة العوائد، وأهم مثال لعدم التجزأة هو رأس المال الاجتماعي والذي يشتمل على صناعات أساسية مثل الطاقة والنقل والاتصالات والتي لها فترة نضج طويلة، إن تأسيس مثل هذه المشروعات يتطلب قدرا كبيرا من رأس المال.

#### ب- عدم التجزأة في الطلب:

إن ظاهرة عدم التجزأة في الطلب المكمل تتطلب إقامة الصناعات المعتمدة على بعضها في البلدان المتخلفة هو ما يساعد على تأمين الطلب لكل هذه الصناعات اعتمادا على بعضها البعض.<sup>3</sup>

#### ج- عدم التجزأة في جانب العرض من المدخرات:

<sup>1</sup> مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية، "نظريات وسياسات وموضوعيات"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 88.

<sup>2</sup> كبداني سيد أحمد، أثر النمو الاقتصادي عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية: دراسة تحليلية ومناسبة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، تخصص اقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 62، ص 63.

<sup>3</sup> مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 61.

تتطلب الاستثمارات الضخمة تعبئة كل المدخرات وهو ما تفتقده البلدان النامية لضعف الدخل الفردي، مما يجعل الميل الحدي للإدخار أقل من الميل المؤسسية له، وهو ما يشكل عقبة في عدم كفاية المدخرات في مواجهة المتطلبات المالية للاستثمارات الكبرى.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: نظرية النمو المتوازن

إن الأوضاع السائدة في البلدان النامية في فترة الخمسينيات وستينيات القرن الماضي وظروفها الاقتصادية التاريخية المرتبطة بالاستعمار، هي التي جعلت نظرية الدفعة القوية محل انتقاد، لذلك صاغ (Nupkse) نظريته المسماة بالنمو المتوازن، وهو يعتقد أن مشكلة التنمية في البلدان النامية هي الحلقة المفرغة للفقر الناتجة عن تدني مستوى الدخل، الذي يقود إلى تدني الاستهلاك وضيق حجم السوق، ولكي تخرج هذه البلدان من هذا الإشكال عليها توجيه استثمارات ضخمة لكافة القطاعات مع ضرورة تحقيق التوازن بين الصناعة والزراعة حتى يكون تخلف أحدهما عقبة في تقدم الآخر، كما أن الهدف من الإنتاج هو اشباع حاجات السوق المحلية لضعف المنافسة فيها.<sup>2</sup>

كما أن نظرية النمو المتوازن تتطلب تحقيق التوازن بين مختلف الصناعات الاستهلاكية وبينها وبين الصناعات الرأسمالية وكذلك التوازن بين القطاع المحلي والقطاع الخارجي وتجدد الإشارة إلى أن أهمية التوازن بين القطاع المحلي والقطاع الخارجي تكمن في حقيقة أن عوائد الصادرات هي مصدر مهم لتمويل التنمية، فالاستيرادات تزداد مع زيادة الانتاج، كما أن التشغيل يتوسع، ولمواجهة متطلبات الاستيرادات المتنامية ولتمكين الصادرات من أن تمثل التنمية، فإن البلد لا يمكن أن يوسع من تجارته الداخلية على حساب تجارته الخارجية.

<sup>1</sup> كبداني سيد أحمد، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 63.

<sup>2</sup> كبداني سيد أحمد، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 64.

ولابد من الإشارة إلى أنه لم يقصد هنا بالنمو المتوازن أن تنمو كافة الصناعات بمعدل واحد، بل بمعدلات مختلفة تتحدد في ضوء مرونة الطلب الداخلية للمستهلكين على السلع المختلفة بحيث يتساوى جانب العرض مع جانب الطلب.<sup>1</sup>

ونظرية النمو المتوازن قد تمت معالجتها من قبل روز نشتين ورائجو وأرثر لويس وقدمت هذه النظرية أسلوباً جديداً للتنمية طبقتها روسيا وساعدتها على الإسراع بمعدل النمو في فترة قصيرة، وقد يكون لهذه النظرية آثار هامة.

وآثار سلبية منها:

أن الدول النامية تفتقر إلى الموارد اللازمة لكسر الحلقة المفرغة المتمثلة بصغر السوق، وتعمل هذه النظرية على إحلال الواردة مقابل المستوردة من الخارج مما يحرم الدول النامية من التطور بسرعة كافية للحاق بدول المتقدمة لأن هذه النظرية تدعو إلى نمو كامل للقطاعات من أجل النمو الاقتصادي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 91.

<sup>2</sup> سهيلة فريد نباتي، التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 25، ص 26.



## خلاصة:

تركزت الدراسة في هذا الفصل عن التنمية الاقتصادية، حيث اتضح في المبحث الأول الذي اختص بدراسة التنمية الاقتصادية أي مفهومها وأهميتها وأهم الأهداف، وتبين من خلاله أن التنمية تعني تلك العملية التي بمقتضاها يجري الانتقال من حالة التخلف إلى حالة التقدم، ويصاحب في ذلك العديد من التغيرات الجذرية و الجوهرية في البنيان الاقتصادي.

أما في المبحث الثاني فتكلمنا فيه عن النظريات الكلاسيكية المفسرة للتنمية الاقتصادية، فتطرقنا بذلك إلى عرض النظرية التقليدية الكلاسيكية، نظرية ادم سميث وأخيرا نظرية جون ستيوارت ميل.

أما المبحث الأخير من هذا الفصل فقد اهتم بالنظريات الحديثة المفسرة للتنمية الاقتصادية، فتمثلت في عرض أهم النظريات من بينها النظرية الكيترية، نظرية الدفع القوية ونظرية النمو المتوازن، ومن خلا هذه النظريات استنتجنا أنها ظهرت لتعالج قضايا التنمية الاقتصادية في البلدان والمناطق المتخلفة.

# الفصل الثاني

## الأسواق المالية

### تمهيد:

مما لا شك أن المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية غيرها من الحاجات تتمثل في سلعة أو خدمة، ولعله لا غيب عن الذهن أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال، باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة ومن ثم لا بد أن يتوفر المال في الوقت المناسب وأيضا بالقدر المناسب ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توفر الأسواق المالية والنقدية المختلفة.

إن وجود الأسواق المالية والنقدية يعتبر أداة الهامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسستها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالاتها الاستثمار، والدخول المختلفة كما يمكنها التنبؤ بالمستقبل، وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة وذلك ما يشجع اصحاب الأموال في الاستثمار، والدخول في هاته الأسواق.

من هنا نتطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث نجد فيه

**المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية**

**المبحث الثاني: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية**

**المبحث الثالث: آليات تعبئة الموارد المالية من خلال السوق المالي.**

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

شهدت الأسواق المالية، ولازالت تطورات وإبداعات على صعيد بنيتها وإدارتها، ساهمت في جذب العديد من المستثمرين أفراد أو شركات، مما أدى إلى تراكم في الخبرة والممارسة للعمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية هذا فضلا عن دور الاسواق في تقدير أركان القطاعات العاملة في الاقتصاد الوطني، فيهدف هذا الفصل إلى تعميق المعرفة بالجوانب الآتية:<sup>1</sup>

- التعرف على ماهية الأسواق المالية
- تصنيف أدوات الأسواق المالية
- اقتصاديات الأسواق المالية

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

يستحسن قبل تعريف السوق المالية توضيح بعض الأمور، علما أن المقصود من ذلك هو إعطاء صورة الواقعية للسوق المالية، والأدوات المتداولة فيها، وتوضح هذه الأمور فيما يلي:

موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال، وبه توصف فيقال السوق المالية، والمال في اصطلاح المختصين في شؤون الأسواق المالية يقصد به المال في صورته النقدية، فعلى ذلك لا تدخل أسواق السلع مثل البترول، والذهب، والمحاصيل الزراعية في مفهوم السوق المالية كما لا تدخل فيه أسواق العملات، لأنه وإن كانت النقود هي محل التعامل في هذه الأسواق، إلا أنه يتعامل بها باعتبارها سلعة تباع وتشترى، ويطلب الربح فيها من خلال فروق الاسعار، بخلاف التعامل بها في سوق المال.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية "إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2010، ص 21.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، مركز النشر العلمي، جدة السعودية، الطبعة الأولى، 2010، ص 03.

ويوجد هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال **marché financier et le marché de capitaux** حيث أن مفهوم السوق المالية يشتمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أو السيولة المؤجلة.

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما اسواق النقد وسوق رأس المال<sup>1</sup>، ويتكون مصطلح السوق المالي أو سوق المال من كلمتين هما:

السوق والمال، والسوق له أولها تعريفات عدة منها: أنه الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين "جانب العرض" والمشتريين "جانب الطلب" لسلعة أو خدمة أو أصل مالي وأصل نقدي أو العناصر الانتاج خلال فترة الزمنية معينة وفي منطقة معينة، والسوق بهذا المعنى يجب أن يحقق شرطين أساسيين.

**الأول:** الاتصال الوثيق بين البائعين والمشتريين، سواء حصل هذا الاتصال بالمقابلة المباشرة أم عن طريق وسيط "سمسار" أم عن طريق الهاتف أم عن طريق شبكة معلومات أم غير ذلك من الوسائل.

**الثاني:** وحدة "أو تعادل" الثمن السلعة الواحدة أو للسلع المتماثلة في السوق الواحد، أو في كل السوق، ولا يؤثر في ذلك اختلاف الثمن الذي يرجع إلى اعتبارات معينة مثل: تكاليف النقل أو الرسوم الجمركية أو نحو ذلك.

أما كلمة المال فقد جاء معناها في القاموس المحيط بأنها تشمل: ما ملكته من كل شيء وطبقا لعلم الاقتصاد فإن المال هو: أي شيء يحقق منفعة ما أو يكون له ثمن أي كان نوعه أو قيمته، فكل يمكن أن يعرض في السوق ويكون له قيمة يعتبر مال.

ونظرا لتعدد تعريفات السوق والمال فإن هناك تعريفات عدة أيضا لسوق المال، ويمكن التعرض لأهم هذه التعريفات على النحو التالي:

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 41.

أما كلمة المال فقد جاء معناها في القاموس المحيط بأنها تشمل: ما ملكته من كل شيء وطبقا لعلم الاقتصاد فإن المال هو: أي شيء يحقق منفعة ما أو يكون له ثمن أيا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق ويكون له قيمة يعتبر مال.

ونظرا لتعدد تعريفات السوق والمال هناك تعريفات عدة أيضا لسوق المال، ويمكن التعرض لأهم التعريفات على النحو التالي:

### أولاً: التعريف الاقتصادي لسوق المال:

يعرف سوق المال من منظور عام الاقتصاد على أنه: الآلية التي تمكن وتسير للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل

ويشمل هذا التعريف على المفاهيم التالية:

- الآلية: تمثل المجال أو الإطار أو الإجراءات والقواعد التي يدار على أساسها سوق المال فالسوق المالي يعد مجرد مكان فقط.
- الناس: هو الأفراد والمؤسسات بأنواعها كافة والحكومات، سواء كانوا يمثلون وحدات الفئات المالية أم وحدات العجز المالي.
- إصدار وتداول: تعني أن هناك سوقين هما سوق الإصدار وسوق التداول لأدوات الاستثمار.
- أدوات الاستثمار: تشمل الأوراق المالية (مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع وغيرها) والسلع (مثل المعادن) والقيم المنقولة الأخرى التي لها قيمة.
- تكلفة معاملات منخفضة: أي أن سوق المال يجب أن يحقق الكفاءة التشغيلية.
- أسعار تعكس فرضية السوق الكفاء: وتتحقق هذه الفرضية إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي وسعره الحقيقي "سعر التوازن".

ثانيا: تعريف سوق المال في إطار علم التمويل:

يعرف سوق المال في إطار علم التمويل، بأنه السوق التي بالوظائف التالية:

- تسهيل زيادة رأس المال، ويتم ذلك من خلال أسواق رأس المال.
- تسهيل نقل المخاطر، ويتم ذلك من خلال أسواق المشتقات
- تسهيل التجارة الدولية، ويتم ذلك من خلال أسواق العملة
- الوساطة بين من يملكون "يعرضون" ويطلبون رأس المال.

ثالثا: التعريف في إطار علم رياضيات التمويل:

يعرف مصطلح الأسواق إطار علم رياضيات التمويل، بدلالة حركية البروانية المستمرة عبر

الزمن والتي تتبع عمليات عشوائية فيما يتعلق بالأصول والأسواق والمكاسب الرأسمالية والمخاطر والثروة.

رابعا: تعريفات أخرى للأسواق المالية:

وهناك تعريفات أخرى للأسواق التالية منها:

- أن سوق المال هو حلقة وصل أو مكان الالتقاء بين البائع والمشتري والذي يكون فيه عرض وطلب الأموال من قبل المدخرين والمستثمرين.
- أو سوق المال يتمثل في الطرق والأدوات المناسبة التي يرغب المدخرون استثمار أموالهم فيها من حيث الفترة التي يرغبون التخلي عن أموالهم فيها، والتي قد تختلف من شخص إلى آخر من حيث الشروط ورغبتهم في المخاطر أو عدمها.
- أن سوق المال هو سوق لتبادل رأس المال والائتمان، ويشمل على أسواق النقد وأسواق رأس المال.
- أن سوق المال هو السوق الذي يؤدي إلى تسهيل التبادل بين النقود والأصول المالية.

- أن سوق المال يتمثل في الطرق والأدوات المناسبة التي يرغب المدخرون استثمار أموالهم فيها من حيث الفترة التي يرغبون التخلي عن أموالهم فيها، والتي قد تختلف من شخص إلى آخر من حيث الشروط ورغبتهم في المخاطر أو عدمها.
- أن سوق المال هو سوق لتبادل رأس المال والائتمان، ويشمل على أسواق النقد وأسواق رأس المال.
- أن سوق المال هو السوق الذي يؤدي إلى تسهيل التبادل بين النقود والأصول المالية.

### المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تعتبر كما أسلفنا، القلب في الجهاز المالي حيث تقوم الأموال "مدخرات وحدات الفائض" فتقرر بذلك حجم الانتماء والسيولة المتاحة وتجذب المدخرات على تقرير معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية، ومعظم المدخرات التي يتم ضخها بواسطة الأسواق المالية تذهب إلى الاستثمارات بأنواعها وبالتالي إلى أسواق عوامل الانتاج وأسواق السلع والخدمات، وفيما يلي تقسيمات مختلفة للأسواق المالية يمكننا إيجازها كالآتي:<sup>1</sup>

#### أولاً: أسواق رأس المال

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الآجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الآجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الآجل.<sup>2</sup>

إذن يمكن القول أن سوق رأس المال يتكون من نوعين:

النوع الأول: السوق الأولى "أو سوق الإصدار":

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر. الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 56.

<sup>2</sup> صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص 71.



هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، الأسهم والسندات والأسهم الممتازة، ولذلك يطلق عليها أيضا سوق الإصدار "وتختص بها الجهات المخول لها منح تراخيص الشركات مثل: مصلحة الشركات، والهيئة العامة للاستثمار".

وهذا السوق يكون فيه البائع للورقة المالية "السهم أو السند" هو مصدرها الأصلي<sup>1</sup>، في السوق الأولية تنشأ علاقة مباشرة بين الجهة المصدرة للورقة المالية والمكتب بها "جمهور المستثمرين" أن تقوم هيئة الأوراق المالية بتنظيم أنشطة الاكتتاب بموجب قوانين وتعليمات تشرع لهذا الغرض، ولذلك حدود السوق الأولية تبدأ حينما تحصل الشركة على موافقة هيئة الأوراق المالية على بيان التسجيل، الذي يتضمن معلومات عن طبيعة الأعمال التي تمارسها الجهة المصدرة للورقة المالية وسماتها الأساسية وطبيعة المخاطر الاستثمارية وخلفية عن الإدارة، هذا بالإضافة إلى الملحق الخاصة بالقوائم المالية الخاصة بالشركة موثقة من محاسب قانوني مستقل.<sup>2</sup>

### النوع الثاني: السوق الثانوي

هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعاً عبر السماسرة والوسطاء، ولذلك يطلق عليها سوق التداول "البورصة"، ويتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين.

مثال: طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق النقدية قبل هذا التاريخ.<sup>3</sup>

يتضح من المفهوم السوق الثانوية إن الفرق الأساسي بينها وبين السوق الأولية هو أن الأموال تتدفق من المشتري إلى البائع.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 20.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 104.

<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 100.

وقد تتخذ سوق الثانوي أي التداول شكلين هما:

#### أ-الأسواق المنظمة:

وهي على عكس الأسواق غير المنظمة، حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء<sup>1</sup>، ذلك أهم ما يميز هذه السوق لها هيكل ومؤسسي منظم يدار من قبل لجنة تسمى لجنة السوق أو البورصة، وأعضاء لجنة السوق منتخبين من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق والوسطاء والحكومة، وتتخذ مهام لجنة السوق بإدارة وتنظيم عملية التداول بالأوراق المالية عبر الوسطاء المسجلين والمجازين من قبل لجنة السوق، حيث تكمن أهمية السوق المنتظمة في كونها توفر علانية للصفقات وحرية المساومة عبر آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، هذا بجانب أن التشريعات التي تضعها لجنة السوق توفر الحماية للمتعاملين وضمان حقوقهم، وإن الأوراق المالية يتم تداولها عبر الوسطاء والسماصرة المسجلين لدى السوق من خلال المقاعد التي يمتلكونها في قاعة التداول فالوسيط تاجر يحتفظ بمخزون ويكون على استعداد دائم لبيع وشراء الورقة المالية وعند أية نقطة زمنية لضمان التوازن في تدفق الأوامر السوق<sup>2</sup>

#### ب-الأسواق غير المنظمة:

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها السوق الموازي التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الاسواق والمؤسسات المالية "بنوك تجارية، أسواق أوراق مالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية مصر، 2001، ص 295.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، المرجع سبق ذكره، ص 101، ص 102.

لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.<sup>1</sup>

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة، وعلى الأخص السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق أضيق، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة، وفي مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال.

وفي السوق غير المنظمة يتحدد سعر الورقة بالتفاوض وعادة ما سبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار "هم في حقيقة الأمر بيوت للسمسرة تمارس أيضاً نشاط التجار".<sup>2</sup>

وإن كان السوق أي التداول يتضمن بدوره شكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة إلا أنه قد يضم إلى جانب ذلك أسواقاً أخرى تعتبر جزءاً من هذا السوق وهي ما يطلق عليها السوق الثالث والسوق الرابع.

### ج- السوق الثالث:

يرجع انشاء هذا السوق منذ بدايات عام 1960 كسوق مناقش للأسواق المنتظمة والموازية والسبب راجع في رغبة المستثمرين الكبار و المستثمرين المؤسسين في تخفيض كلفة الصفقات وتجنب الدخول إلى الأسواق المنتظمة ذات العمولات الثابتة الغير القابلة للتفاوض.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> علي حاج، عامر خطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص110.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، طبعة الأولى، 2007، ص 106.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأوراق، مرجع سبق ذكره، ص 105.

فالسوق الثالث هو قطاع من السوق المنظم. بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية يتم خارج البورصة "أي السوق المنظمة" ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية.<sup>1</sup>

### د- السوق الرابع:

ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كثيرة، والتي يكون الهدف منها وذلك كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى<sup>2</sup>، والسمة الأساسية لهذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وتكلفة منخفضة جدا، هيكل السوق الرابع يتخذ صيغتين، الأولى وتمثل شبكة الكترونية، وعبر هذه الشبكة يتم إرسال أوامر البيع والشراء بين المستثمرين وبسرعة وشفافية وبدون إعلان للهوية الشخصية للمتعاملين، وإن قيام الشبكة بعدم إظهار هوية المتعاملين، قد تنال رغبة العديد من المستثمرين الكبار الذين لا يرغبون بالانكشاف على الجمهور، تخوفا من رفع الأسعار على صفقاتهم الكبيرة.

أما الصيغة الثانية هي شبكات التقاطع وهي نظام لتنفيذ صفقات متقابلة للمتعاملين في حالة البيع والشراء وعبر الحاسوب، وتقوم الشبكة بمعالجة دفعات الأوامر بشكل إجمالي وفي آن واحد وعلى أساس السرعة وبكلفة منخفضة.<sup>3</sup>

ه- الأسواق الأخرى: إلى جانب الأسواق الثلاث التي سبقت الإشارة إليها، هناك أسواق أخرى يتم ابتكارها مباشرة أو غير مباشرة السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضاها، وتتمارس النشاط في هذه الأسواق سمسرة الخصم وتجار الطلبات الكبيرة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار الحنفي، رسمية قرفاص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 299.

<sup>2</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأوراق، مرجع سبق ذكره، ص 105، ص 106.

<sup>4</sup> سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة

الخارجية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، غير منشورة، كلية الاقتصادية وعلوم التسيير، تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 27.

### ثانيا: السوق النقدي

هو سوق التعامل بين البنوك، الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك بعرض فوائضها لدى هذه السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا على وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي.<sup>1</sup>

وهي الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار تداول رؤوس الأموال قصيرة الآجل، ففي هذه السوق يتركز عرض الطلب الأموال القابلة للاقراض Ionable funds لفترة تقل عن عام، ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته "فوائضه" عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.<sup>2</sup>

وهنالك سوقان متميزان في سوق النقد هما:

**أ-السوق الأولي:** ويتم فيه على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة الآجال، مقابل أسعار فائدة تتحدد وفقا لمصدر هذه الأموال وسمعة المقرض وملاءمته.

**ب-السوق الثانوي:** وفيه يجري تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الآجل بأسعار فائدة تتحدد حسب قوى الطلب والعرض والسوق الثانوي يفوق في أهمية السوق الأولى.<sup>3</sup>

أي أن السوق محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول first sale لأوراق الدين، بينما السوق الثانوي محله "إصدارات مستعملة"، إذا صح التعبير يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين الآخرين.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> مروان عطون، الاسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، 1993، ص 16.

<sup>2</sup> إسماعيل احمد الشناوي. عبد النعيم مبارك. اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية. الدار الجامعية للنشر والتوزيع. الاسكندرية، مصر، ص124.

<sup>3</sup> سعيد سامي حلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك و المصارف المركزية، الدار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة العربية، 2010، ص67، ص 68.

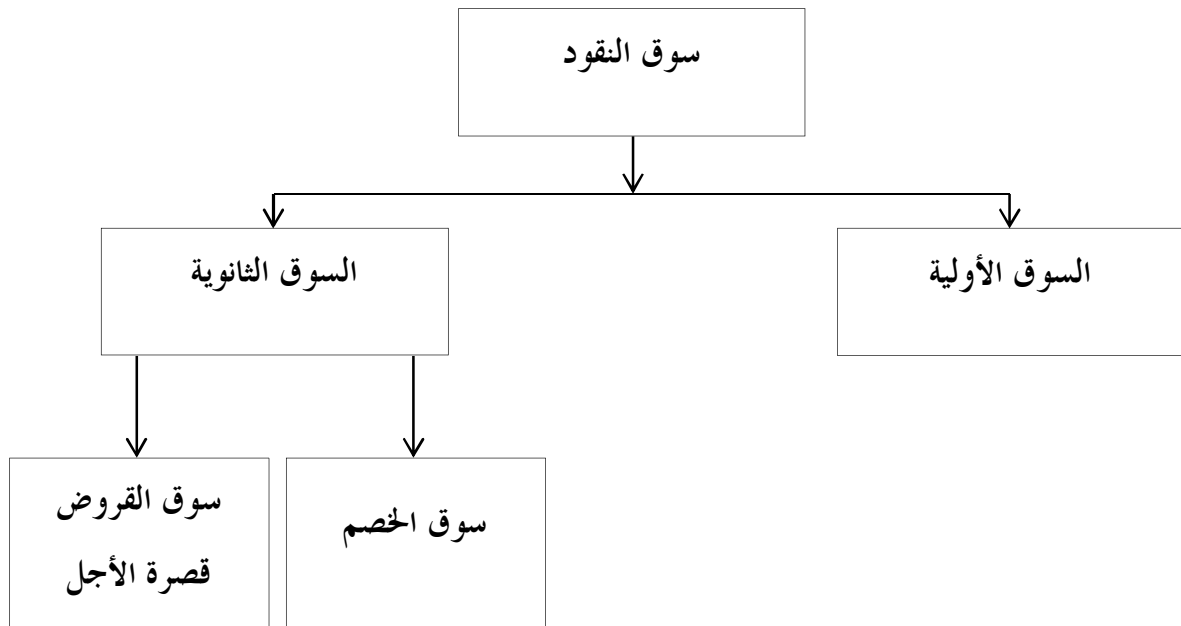
<sup>4</sup> إسماعيل احمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص125.

ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الآجل.

أ- سوق الخصم: سوق الخصم هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الآجل، ومن أهمها: الأوراق التجارية العادية "الكمبيالات والسندات الأذنية" القبولات المصرفية، أذونات الخزينة.

ب- سوق القروض قصيرة الآجل: وتشتمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الاساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض المؤسسات الاقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الآجل من الناحية الأخرى.<sup>1</sup>

الشكل (2-1): مكونات سوق النقد



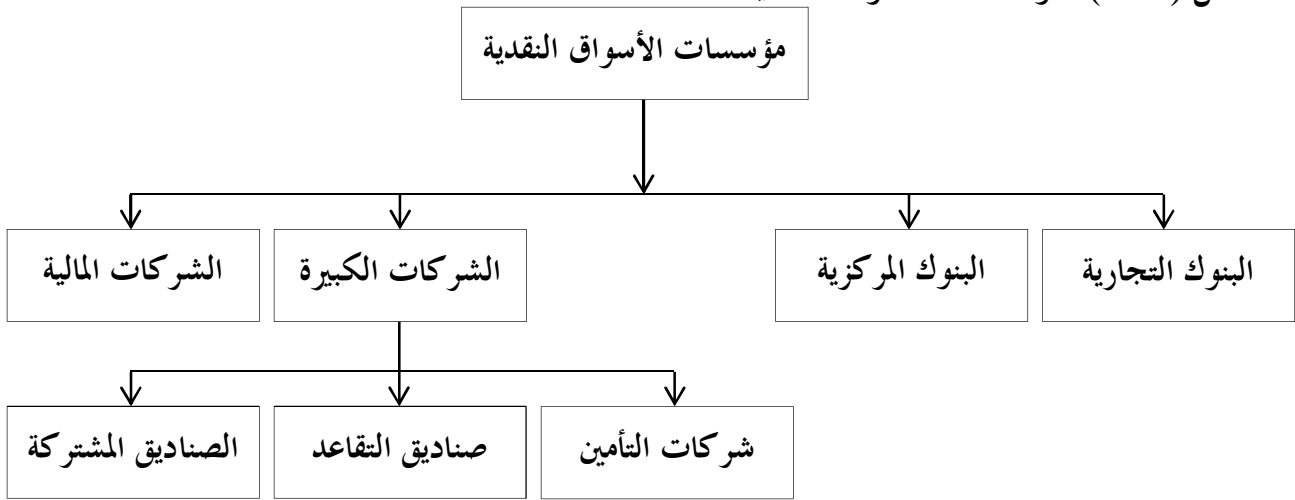
المصدر: من إعداد الطالبة

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 94.

مؤسسات الأسواق النقدية:

إن من أهم المؤسسات التي تؤدي دورا رئيسيا في الأسواق النقدية مذكورة في الشكل الآتي:

الشكل (2-2): مؤسسات الأسواق النقدية



المصدر: من اعداد الطالبة

**1-البنوك المركزية:** تنصدر البنوك المركزية قمة الأجهزة المصرفية لما لها من القدرة على تحويل الأصول

الحقيقية إلى أصول نقدية والأصول النقدية إلى حقيقية فهي التي تقوم بإصدار النقد.

ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال:

- توجيه السياسة النقدية
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها

- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية
  - ممارسة سياسة السوق المفتوحة، بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة مثلاً
  - إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.
- وهكذا يرتبط البنك المركزي بسوق الخصم من خلال ما يطرحه من أذونات الخزينة في السوق النقدي نيابة عن الحكومة.<sup>1</sup>

**2-البنوك التجارية:** تعتبر البنوك التجارية أهم أنواع البنوك وأكثرها نشاطاً، حيث أن معظم الودائع تتركز لديها، وإن معظم القروض تمنح من خلالها، وتؤدي معظم الخدمات عن طريقها، وبذلك فإن البنوك التجارية تعتبر من أهم البنوك التي تؤدي وظائف أساسية في الاقتصاديات المعاصرة، وهي الوريث للجهات السابقة، وبخاصة منها مقرضي النقود "المرايين" والتجار والصاغة إلا أنها طورت وظائفها.<sup>1</sup>

بجانب كونها مؤسسة متخصصة بقبول الودائع المختلفة الجارية تحت الطلب أو لآجل وتفتح الاعتمادات وتحصل الصكوك المسحوبة من العملاء أو عليهم وتمنح كافة أنواع القروض وتقوم بأية أعمال مصرفية أخرى.<sup>2</sup>

وتقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم كما يلي:

- توفر بيوت الخصم من خلال الاقتراض المباشر للأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات
  - تقوم البنوك بشراء الكمبيالات والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.
- وهكذا أخذت البنوك التجارية تلعب دور الوسيط في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق المالية وجنيها الأرباح مقابل عمولة، كما عملت على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها الخاص.

### 3-الشركات الكبيرة:

<sup>1</sup> صلاح دين شريط، مبادئ الأسواق المالية. دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة العربية الأولى، 2014، ص50، ص51.

<sup>2</sup> فليح حسن خلف. النقود والبنوك. جدار للكتاب العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص322

<sup>2</sup> سعيد سامي حلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، مرجع سبق ذكره، ص 57.



هي شركات مساهمة مقفلة أو عامة تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة ويدير نشاطها مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة النقدية وتشغيل الفائض تحقيقا لأكبر عائد في ظل المخاطرة وهي تشمل شركات التأمين، وصناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة.<sup>1</sup>

### 4-الشركات المالية :

وهي شركات وساطة مالية تقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية. فقد اهتم السوق المالي والنظام المصرفي منذ مباشرة اعماله بتطوير خدمات الوساطة المالية وتنشيط التعامل في السوق الثانوي وعمليات الأولى

1. ولهذا الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع و التوفير لأجل وكذلك رأس المال المدفوع و الاحتياطات و العملات التي تحققها<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية

#### أولاً: الأدوات المالية محل التعامل في سوق رأس المال

تعتبر هذه الادوات أكثر مخاطرة إذ ما قورنت بالأدوات المستخدمة في سوق النقود حيث أن الأدوات المستخدمة في سوق رأس المال جميعها معرضة لعدم السداد باستثناء الأوراق المالية الحكومية. وتتميز هذه الأوراق أيضا بأنها تمويل طويل الآجل يتعدى فترة السنة لاستردادها، ومن أهم هذه الأوراق، كالآتي.<sup>2</sup>

#### -الأسهم:

تعتبر الاسهم بنوعيتها العادية والتمتازة أحد أهم مصادر تمويل رأس المال في الشركات المساهمة، ويمكن تعريف السهم أنه أداة ملكية قابلة للتداول يمنح لحامله الحق على موجودات الشركة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، ص 49، ص 50، ص 51.

<sup>2</sup> محمد الصربي، البورصات، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص 57.

وهي عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها في جزء من رأس المال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.<sup>2</sup>

### أنواع الأسهم:

يمكن تصنيف الاسهم إلى أنواع متعددة بحسب عدة اعتبارات، وذلك على النحو التالي:

- باعتبار الشكل القانوني: تميز بين الأنواع التالية:

أ- **الأسهم الاسمية:** هي تلك الاسهم التي تحمل اسم حاملها وتحتوي على البيانات التالية:

- اسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم

- نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها.

- نوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها التجاري

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

ب- **أسهم لحاملها:** هي التي لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب حيازته المادية التي

تعتبر قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في سند الملكية.

ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك تداوله بأقصى سرعة ويكفي

مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداورات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قسمة

أموالها وارباحها، ولا تلتزم الشركة بالاعتراف إلا بمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير

بطرق غير قانونية.

ج- **السهم الأمر:** وهو ذلك السهم الذي يكتب عليه عبارة "الأمر" ويتدخل بطريقة التظهير، وللشركة

أن تصدر أسهما لأمر وتشتترط فيها أن يكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة

<sup>1</sup> محمد قاسم خصاونه، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص 158.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 147.

لا تستطيع تعقب تداول الأسهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة لم تدفع من أصل قيمة السهم.<sup>1</sup>

- من حيث الحقوق التي تتمتع بها أصحابها:

**1- الأسهم العادية:** تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المشروع، حيث يتكون رأسمال الشركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى الأسهم، وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم المشروع خاصة في حالات الشركات التي تكون في أول مراحل التشغيل، ويرجع ذلك إلى أن إصدار الاسهم لا يترتب عليه التزام المشروع بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم كما هو الحال بالنسبة لأنواع التمويل الطويل الآجل، ويتمتع حملة الاسهم بمجموعة من المزايا أهمها:

- حق الرقابة على المشروع

- حق الأولوية في الاكتتاب

- حق نقل المكتبة الأسهم.<sup>2</sup>

**خصائص السهم العادي:** يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص:

-**القابلية للتداول:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لاتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة

<sup>1</sup> نور الدين بومدين، صناعة الهندسية المالية وأثرها في تطوير الاسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، 2014-2015، ص100.

<sup>2</sup> زاهر عبد الرحمن عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية "بين النظرية والتطبيق"، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 247.

المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وخاصة التداول وإن كانت توفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالسنة لأسهم الشركات المساهمة العامة.

-**الأسهم متساوية القيمة:** يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة يقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد.

-**المسؤولية المحددة للمساهم:** تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم في الشركة المحددة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في الشركات التضامن، أو شركات الاشخاص عموماً حيث تكون مسؤولية محددة.<sup>1</sup>

ويأخذ السهم ثلاث قيم:

أ-**القيمة الاسمية:** وهي القيمة المدونة في وثيقة السهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح<sup>2</sup>، وهي عادة أقل من القيمة السوقية وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.<sup>3</sup>

ب-**القيمة الدفترية:** تشمل حقوق الملكية رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح المحجوزة، وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بتقدم ونجاح الشركة لأن احتياطاتها وأرباحها المحجوزة تكون مرتفعة وتقل القيمة الدفترية كلما اتجه منحى تقدم الشركة ونموها نحو الانحدار للأسفل، لذلك فإن نجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للسهم علماً أن القيمة الدفترية في بداية عمل الشركة تساوي القيمة الاسمية.

<sup>1</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 129، ص 130.

<sup>2</sup> حسني علي حربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، دار الزهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص 56، ص 57.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، معققات أسواق الأوراق المالية العربية وسبيل تفعيلها، مرجع سبق ذكره ص 54.

ويستخرج بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية} = \text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{عدد الأسهم}}{\text{عدد الأسهم}}$$

فتستخدم المعادلة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية} - \text{حقوق الاسهم الممتازة}^1}{\text{عدد الاسهم الدفترية}}$$

**ج- القيمة السوقية:** وهو السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق، بالنسبة إلى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية الشركة، ففي بداية أعمال الشركة، من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، وحين يحقق الشركة أرباحا عاليا ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم.<sup>2</sup>

حيث أنها القيمة التي يعبر عنها سعر السهم في البورصة والذي يتشكل بموجب آلية العرض والطلب التي تتحرك وفقا لمتغيرات داخلية وخارجية بعضها تحت السيطرة والبعض الآخر خارج السيطرة<sup>3</sup>، وبالتالي تحدد قيمته وفقا للمعطيات التالية:

- القيمة الدفترية
- ظروف الطلب والعرض بالسوق المالي
- الظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم والانكماش
- توقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة

<sup>1</sup> حسني علي خربوش، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 57.

<sup>2</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الإمارات، 2010، ص 75.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013، ص 107.

- المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل

- توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة.

ولذلك فمن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعودا بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة، وفي العالم تقارب

القيمة السوقية للسهم قيمته الدفترية، ويحتسب معدل العائد الحقيقي للسهم بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد الحقيقي (الفعلي) للسهم} = \frac{\text{القيمة الاسمية}}{\text{القيمة السوقية}} \times \text{نسبة التوزيع}^1$$

### د- القيمة التصفوية:

وهي القيمة التي يحصل عليها السهم العادي في حال تصفية المنشأة، وقد تصل هذه القيمة إلى الصفر

ولهذا السبب تعتبر الاسهم ذات مخاطر عالية جدا، وتحسب باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية} = \frac{\text{القيمة التصفوية للمنشأة}^2}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

### 2- الأسهم الممتازة:

وهي الأسهم التي يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من

ممتلكات الشركة عند التصفية قبل الاسهم العادية.<sup>3</sup>

ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية، غير أن له القيمة الدفترية واسمية وسوقية شأنه كشأن السهم العادي،

غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد

الأسهم المصدرة، وعلى الرغم من أن ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في

توقيت لاحق.

<sup>1</sup> علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جوده، الاسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 57.

<sup>2</sup> فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص 134.

<sup>3</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، الاسواق المالية في منظور الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حامل السهم العادي في تصفية الأموال كما أنه لديه الحق في نسبة مئوية ثابتة توزع سنويا من القيمة الاسمية للسهم، وفي حالة عدم تحقيق أرباح في سنة مالية معينة أو تحققت أرباح والإدارة قررت عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيع لحاملي الأسهم العادية في أي سنة لاحقة إلا إذا حصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم، ومع ذلك هناك عقود تأسيس تنص على غير ذلك أي الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي حصلت فيها الأرباح.<sup>1</sup>

ويوجد نوع آخر من الأسهم الممتازة، وهي نادرة يطلق عليها اسهم ممتازة، والتي تسمح لحاملها المشاركة مع حملة الاسهم العادية في الأرباح والأسهم الممتازة المشاركة بالعموم تكون كما يلي:

- يدفع السهم الممتاز الربح المستحق له وعلى سبيل المثال 5 دينار للسهم.

- السهم العادي يستحق أرباحا موزعة بمبلغ يساوي ما حصل عليه السهم الممتاز من الأرباح.<sup>2</sup>

- **السندات:**

هو التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجب المقترض "المصدر للسند" تقديم مدفوعات إلى المقترض "المحتفظ بالسند" والتي هي فائدة، تدفع خلال عدد معين من السنوات وإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية، وعليه فإن الفائدة هي التزام مالي إضافي يتحمله الاشخاص<sup>3</sup>، والمقترض قد يكون دولة أو شركات مساهمة لذلك نميز بين السندات الحكومية وسندات الشركات المساهمة، ويعتبر حامل السند مقرضا، يستحق فائدة ثابتة سنوية مقابل استثمار أمواله في شكل سندات، ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بالسيولة العالية لحامله بوجود سوق للأوراق المالية، فضلا عن امكانية تحقيق

<sup>1</sup> جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2005، ص 40.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 59.

<sup>3</sup> بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص 70.

المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول<sup>1</sup> ويحصل أصحاب السندات على فوائد سنوية من الشركة المصدرة بمعدلات محددة ومبنية على هذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق.<sup>2</sup>

أ- أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات طبقاً لمعايير عدة منها:

- التصنيف طبقاً لجهة الإصدار :

يمكن تصنيف تبعاً لجهة الإصدار إلى سندات تصدرها منشآت الأعمال، وأخرى تصدرها جهات حكومية، والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال تعتبر صكوك دين تطرح في سوق المال لآجال طويلة تتراوح عادة بين خمس سنوات وثلاثين سنة، وتصدرها باعتبارها مصدراً أساسياً من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل.

السندات الحكومية التي تتركها وزارة الخزانة "المالية" فتشمل.

**1- السندات الادخارية:** وهي سندات في طبيعتها غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء، أو بالتنازل كما أنه لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير، وتمثل وزارة الخزانة المصدر الوحيد لشراء تلك السندات، ويرتبط معدل الفائدة على السندات الادخارية طردياً بطول فترة الاحتفاظ بها، فإذا احتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الاستحقاق وهو عادة خمس أو عشر سنوات من تاريخ الإصدار يكون له الحق في استرداد قيمته الاسمية بالكامل.

**2- سندات الخزانة:** وتمثل أدوات استثمار متوسط وطويل الأجل، يتراوح تاريخ استحقاقها بين سبع سنوات وثلاثين سنة، وتعد سندات الخزانة من الأدوات المالية القابلة للتداول يحق لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل لطرق ثالث قبل حلول تاريخ الاستحقاق، كما أن للحكومة الحق في استدعاء السند بقيمة وتاريخ أو تواريخ محددة سلفاً.

<sup>1</sup> الداغر محمود محمد، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 103.

<sup>2</sup> عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، مرجع سبق ذكره، ص 66.



**3-سندات بدون كوبون:** فقد يرغب الكثير من صغار المستثمرين في توجيه أموالهم إلى شراء سندات حكومية لانخفاض مستوى المخاطر المرتبطة بها إلا أنهم قد لا يقدمون على ذلك لقلّة الموارد المالية المتاحة.

### - التصنيف طبقا لشكل السند:

يمكن تصنيف السندات طبقا لشكل السند إلى:

**1-السند لحامله Bear Bond** حيث تتوفر إمكانية تداوله بالبيع أو الشراء أو بالتنازل، وفي تواريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامله للبنك المختص بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضا سندات الكوبون coupon bonds.

**2-السند الاسمي** والذي تسجله باسم المستثمر Registered Bond، فيتم دفع فوائده بشيكات للشخص المسجل باسمه السند.

**3-السند لأمر**

- **التصنيف طبقا لتاريخ الوفاء بقيمة السند:** يتم تصنيف السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها:

**1-السندات الدائمة:** وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد الوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر، لا يمنع المنشأة المصدرة من شراء السندات التي اصدرتها من السوق مباشرة.

**2-السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد:** هي سندات التي لها تاريخ استحقاق وفي هذا التاريخ يتقدم حامل السند إلى المنشأة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

**3-السندات القابلة للاستدعاء:** وهي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها، وتقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء اعتمادا على سعر الفائدة السائدة في السوق.

**4-السندات ذات العائد الصغرى:** هذا النوع من السندات لا يمنح المستثمر فوائد دورية وإنما يحصل المستثمر على فوائد عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند، وتمثل الفائدة على هذا النوع من السندات في الفرق بين القيمة التي اشترى بها المستثمر والقيمة الاسمية التي يبيع بها السند.

5-السندات ذات معدل الفائدة المتحرك: يتم في تعديل معدل الكوبون بصورة دورية لكي يعكس أثر التضخم، لأن التضخم يجعل الفائدة المحل عليها غير كافية لتعويض المستثمر.

6-السندات الرديئة: يقصد بها تلك السندات التي يرفع مقدار المخاطرة المرتبطة بالعائد المتحقق.

7-السندات القابلة للتحويل: يعني أن السندات المصدرة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية وهي إما اختيارية اي برغبة حامل السند، أو إجبارية عن طريق استدعاء حملة تلك السندات.<sup>1</sup>

### - المشتقات المالية:

تمثل المشتقات احدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي إذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه وقد سميت، بأسواق المشتقات المالية، وتعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية، أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل وبالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر.<sup>2</sup>

وهي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى "أسهم وسندات وعقارات وعمليات أجنبية والذهب والسلع..." وتكون لتلك العقود المالية مدن زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد من طرفي البائع والمشتري.<sup>3</sup>

وإن عمليات المشتقات المالية قد تطورت بصورة كبيرة في الأسواق المالية المتقدمة وقد استقرت في السنوات الأخيرة نظرا لتقلبات الواسعة التي حدثت في الأسواق المالية، ولما توفره تلك العمليات من أدوات لتغطية المقرضين والمقرضين على السواء من مخاطر تقلبات العائد واسعار الصرف في عالم يسوده قدر كبير من عوامل عدم التقين.<sup>4</sup>

### أنواع المشتقات المالية:

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 140، ص 141.

<sup>2</sup> حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية، عقود مستقبلية الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 15.

<sup>3</sup> صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 127.

<sup>4</sup> بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة قياسية"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ص 29.

أ-العقود المستقبلية: هي اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة التقاص لاستلام أو تسليم اصل معين في وقت لاحق وسعر محدد سلفا، والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، حيث يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، ولكن هذه الاتفاقية تختلف عن الاتفاقيات الأخرى من حيث إمكانية تحويلها، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد.<sup>1</sup>

ب-الخيارات: هي عقود ثانوية مشتقة من عقود اساسية تمنح لحاملها حق شراء أو بيع عدد من الأسهم بسعر محدد، وخلال مدة نفاذ معينة مقابل مبلغ محدد يسمى علاوة الخيار "option premium".

يتضح من مفهوم الخيارات أنه يمكن تصنيفها وفق الحق الممنوح للمستثمرين من قبل محور الخيار على أنها خيارات شراء و colloption وخيارات البيع put option.

ولذلك طبيعة عقود الخيارات تتضمن منح حق وليس التزام، لحملتها حرية التنفيذ من عدمه اعتمادا على توقعاتهم بشأن الاسعار السوقية للأسهم محل العقد. كما أن التمتع بهذا الحق مشروط بطريقة تنفيذه، فإذا كان ممارسة الحق في تاريخ النفاذ فقط تسمى "الطريقة الأوروبية"، أو إذا كان التنفيذ عند اية نقطة زمنية معينة خلال مدة النفاذ تسمى "الطريقة الأمريكية".<sup>2</sup>

أنواع الخيارات: يوجد أساسا نوعان من الخيارات:

حق البيع put

حق الشراء call

- شراء الخيار put "البيع": يعطي الحق دون التزام ببيع الاصل بسعر المحدد في عقد الخيار.

- شراء الخيار call: يعطي الحق دون التزام بشراء الأصل بالسعر المحدد في عقد الخيار.

أما الخيار الأمريكي قد يباشر المشتري الخيار فقط في تاريخ الاستحقاق.

والخيار الأوروبي يباشر الخيار في تاريخ الاستحقاق.<sup>3</sup>

ج-المبادلات:

<sup>1</sup> حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 185، ص 186.

<sup>2</sup> رشيد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، مرجع سبق ذكره، ص 350.

<sup>3</sup> عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 83.

تعرف المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد آتيا وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق، وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسوية العقد على فترات دورية "شهرية، أو ربع سنوية، أو ربع نصف سنوية..." تكون ملزمة لطرفي العقد على العكس من عقود الاختيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية.

### ثانيا-الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقد:

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في الصكوك دين قصيرة الآجل، قابلة للتداول يستحق حاملها استرداد المبلغ المدون عليها، الذي سبق أن أقرضه لطرف آخر، في تاريخ محدد لا يتجاوز في الغالب سنة منذ إصدارها، وتتميز هي الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق وذلك بيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم، أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الأداة المالية، ومن أهمها ما يلي:

أ- **أذونات الخزينة:** هي أدوات دين قصيرة الآجل، تصدرها الحكومة، لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر، وأثنى عشر شهرا. وهي لا تحمل سعر فائدة محدد، وإنما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق. وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنا لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق.

ويتم بيعها عن طريق المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة كالبنوك التجارية وشركات التأمين، والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم سعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل.<sup>1</sup>

ب- **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** هي عبارة عن أداة دين قصيرة الآجل غير شخصية، تصدر عن المصارف التجارية بقيم اسمية مختلفة ومعدلات فائدة ثابتة، فهي بذلك ترقب لحاملها حق على

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

وديعة بنكية مؤجلة، لا يحق لحاملها استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق إلا من خلال بيعها في السوق الثانوية<sup>1</sup>، ومن هنا جاء وصفها بأنها ذات الإيداع<sup>2</sup>.

وتوفر شهادات الإيداع مجموعة من المزايا للمستثمر أهمها:

- توفر له فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة وذلك عن طريق بيع هذه الشهادات في السوق الثانوي، مقابل تنازله عن جزء من العائد.
- العائد الذي تحققه هذه الشهادات أعلى نسبياً من العائد المحقق على حسابات التوفير.
- تتمتع بقدر كبير من السيولة، لأنها تصدر من معظم الأحيان بصيغة لحامله.
- غالباً ما تكون مضمونة من البنك المركزي، فهي بذلك توفر درجة عالية من الأمان.
- تجنب المستثمر مخاطر تقلب اسعار صرف العملات الأجنبية وتصدر هذه الشهادات في صورتين، قد يكون إصدارها عاماً تعرض فيه للبيع للجماهير وبقيم صغيرة نسبياً ويطلق على النوع مصطلح Franch cd، كما قد يكون إصدارها خاصاً بناء على طلب مسبق من المودعين وبشرط متفق عليه بينهم وبين البنك المصدر وبقيم كبيرة نسبياً ويطلق على هذا النوع top cds<sup>3</sup>.

**ج- الأوراق التجارية:** يقصد بالأوراق التجارية أداة الاستثمار والتي تتخذ غالباً شكل سندات أذنية صادرة عند مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل قصيرة الأجل، وتعتبر الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصيرة الأجل في سوق النقد الثانوي.

وتعتبر الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت تصدر لحامله وعلى أساس الخصم لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة مما يجعل درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها عالية جداً. وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق تبرز أربع سمات أساسية لها:

<sup>1</sup> بن قومان مسعودة، أثر الأسواق المالية على التنمية الاقتصادية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية والعلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التسيير، تخصص علوم مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2011-2012، ص 17.

<sup>2</sup> إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك، والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 145.

<sup>3</sup> رسمية أحمد موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 104.

أولها: أنه من غير الضروري أن تكون مضمونة باي أصل من أصول المنشأة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها والتي يفضلها قبلت المصارف التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق.

ثانيها: التزام المصارف بالسداد يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محددا ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة التي تحمله منخفضا ويعادل تقريبا معدل الفائدة على القبولات المصرفية.

ثالثها: تسهم الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق في خلق سوق ثانوي لها يتمثل في بعض بيوت السمسرة والمصارف التجارية.

وأخيرا: نظرا لأن مركز تلك الأوراق مستمدة من قوة مركز المنشأة المصدر لها ورغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل ستاندر وبور دليلا خاصا بأسماء المنشأة التي تصدر مثل هذه الأوراق.<sup>1</sup>

د-الكمبيالات أو القبولات المصرفية: تعد الكمبيالات أو القبولات المصرفية أهم الأدوات القصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، ولهذه الكمبيالات سوف ثاني يتمثل: في البنوك التجارية، وبعض بيوت السمسرة، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية، أي وعد بالدفع مماثل للشيك، تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره، أو لأمر شخص ثالث مبلغها محدد من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة "مقبول Accept".<sup>2</sup> ويتضمن الاتفاق الذي بموجبه بوقع المصرف على الكمبيالة بالقبول، ان يقوم العميل الذي تم توقيع بناء وعلى طلبه بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف، قبل تاريخ الاستحقاق، حتى يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> رسمية أحمد موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص ، ص 105.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 125، ص 126.

<sup>3</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية في المنظور الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 30.

فإن فترة تسديدها تحددت غالبا بين 30 يوم و 270 يوم، ويمكن للمصدرين الأجانب الاحتفاظ بالوثائق الضمان المصرفي حتى يحين موعد استحقاقها ليستلموا قيمها كاملة وذلك بشكل خاص لبنوك التجارية، البنوك المذكورة تحمل مسؤولية نهائية لتسليم المدفوعات المطلوبة. وهنا نميز نوعين من الدفع:

- دفع البنك المبلغ المتفق عليه تماما
- دفع البنك المبلغ المشترك في وقت لاحق على التجهيز، فينتظر المصدر حتى يتم التصدير وتدفع الرسوم والضرائب، إن المهم في هذه الحالة هو دفع المستوردون المبلغ المستحق مسبقا، وفي حالة عدم الدفع لا بد للبنك الملتزم أن يدفع مكانه المبلغ المستحق.<sup>1</sup>

هـ- **اتفاقيات إعادة الشراء:** تمثل اتفاقيات إعادة الشراء، أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة وذلك لليلة واحدة أو لأيام قليلة، وهكذا يبين أن اتفاق إعادة الشراء ما هو إلا قرضا قصير الأجل بضمان أوراق مالية يتضمنها الاتفاق الذي ينعقد ليلة واحدة أو بضعة أيام أو تزيد قليلا، وتعتبر البنوك التجارية في العالم هي السوق النشط لبيع وشراء صكوك تلك الاتفاقيات.<sup>2</sup>

و- **سوق اليورو دولار:** يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك في خارج الولايات المتحدة الأمريكية وعلى الأحص البنوك الأوروبية، ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، وتتسم القروض التي تقدمها البنوك بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق.<sup>3</sup>

ز- **سوق فائض الاحتياطي الإلزامي:** يمكن للبنوك التي يوجد لها فائض الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ولا تعتبر تلك القروض أوراق مالية بالمعنى المفهوم ذلك أيها تتمثل في

<sup>1</sup> بوضياف عبر، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 7، ص 8.

<sup>2</sup> محب خلة توفيق، الهندسة المالية "الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، الاسكندرية، مصر، ص 98.

<sup>3</sup> محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 90، ص 91.

تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي أو المؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: أثر أسواق رأس المال على دعم التنمية الاقتصادية

إن الأسواق المالية مجموعة من الأهداف أنشئت من أجلها مثل تمويل الاستثمارات وتخصيص الموارد، والتأثير على المتغيرات الاقتصادية على المستوى الكلي، والحفاظ على الطاقات الإنتاجية للمجتمع، حيث توفر أسواق مستمرة للشركات عن طريق خلقها للسيولة، كما يتم من خلال تسعير



الثروة بشكل عادل، لهذا فإن فعاليتها وقدرتها على التفاعل مع المحيط يجعلها أكثر قدرة على تحقيق أهدافها.

### 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 وحدات التي تعاني من عجز مالي، وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواءا متعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي، وبغض النظر عن كونها أسواق محلية أو إقليمية أو عالمية، وتسهم سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال:

أ- 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 يشاءون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية.<sup>1</sup>

ب- 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.

ج- التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة: تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشرا للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر كمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر،

<sup>1</sup> جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا عمليا، الإشعاع الفنية للنشر و التوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2000، ص

فانخفاض أسعار الأسهم مؤشر على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشرا على قدوم مرحلة إنعاش.

**د- الرقابة على أداء 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 وتمويلية على مستوى عال من الكفاءات تتحسن أسعار أسهمها في البورصة أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفؤة 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 ويمكن أيجاز لبعض وظائف ودور الأسواق في دفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال الآتي:

- تنمية الاقتصاد الوطني عن طريق تشجيع المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية، حيث تقوم بتشجيع 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 ما يساعد خدمة أغراض التنمية.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية وذلك عن طريق إصدار السندات والأدوات التي تصدرها الخزنة العامة.
- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي فإذا ما زادت 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 تصور وازدهار اقتصادي وهذا ما يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية أهمها كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، الأمان، عمق السوق، استمرارية السوق، تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.

### المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

أهم أدوات السوق المالي المتداولة في سوق رأس المال هي الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ومشتقاتها المختلفة، وقد درسنا الأدوات المالية بالتفصيل في المبحث الأول، وسيتم تناول هذه الأدوات كالتالي:

#### أدوات الملكية:

#### I. الأسهم:

السهم في حقيقته جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك أيضا سهما فالسهم إذا هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضا الصك المثبت لهذا الحق.

لهذا السهم قيمة اسمية، وقيمة إصدار، وقيمة دفترية، وقيمة حقيقية، وقيمة سوقية، وقيمة تصفية.

أنواع الأسهم: تتنوع الأسهم باعتبارات مختلفة إلى عدة أنواع:

أولا: بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقودا.

- **الأسهم العينية:** وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان، كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع.<sup>1</sup>

ثانيا: أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها:

ويمكن التفريق بينهم من حيث التداول.

- **الأسهم الاسمية:** وهي التي تحمل اسم مالكيها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم.
- **الأسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر مالكيها.
- **الأسهم الإذنية أو لأمر:** وهي الأسهم التي يذكر فيها أسم مالكيها مع النص على كونها لإذنه أو لأمره.

ثالثا: أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها:

وتتنوع إلى نوعين، هما:

- أ- **الأسهم العادية:** وهي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتحويل حاملها حقوق.
- ب- **الأسهم الممتازة أو المفضلة:** وهي الأسهم التي يتكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من الممتلكات عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، وهي تتنوع إلى عدة أنواع، منها:

- الأسهم الممتازة المجمعة أو المتراكمة الأرباح.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

<sup>1</sup> سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص35، ص36.

II. السندات:

السندات أداة مالية تصدرها الشركات والحكومات عندما تريد اقتراض مقدار كبير من المال، يتعذر في العادة أن تحصل عليه من فرد واحد، أو مؤسسة واحدة فتجزئ القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، مقابل كل جزء صكاً يحمل قيمة اسمية لذلك الجزء ثم تعرض هذه الصكوك على الراغبين في الاقتراض من الأفراد والمؤسسات، ليشاركوا جميعاً في تقديم القرض. بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منهم سندا، ولهذا اصطلح على تسمية هذه الصكوك بالسندات.

الجدول (2-3): المقارنة بين السندات والاسهم الممتازة والأسهم العادية

أسهم عادية	أسهم ممتازة	السندات	عامل المقارنة
المرتبة الثالثة	المرتبة الثانية	الدرجة الأولى في السداد	من حيث الأسبقية في الحصول على الدخل
المتبقي وغير المحدود	ثابت ومحدود	ثابت ومحدود	من حيث العائد والدخل
ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	محدد مسبقاً وله تاريخ محدد	تاريخ استحقاق استيراد القيمة

المصدر: من إعداد الطالبة.

- الفروق بين الأسهم والسندات:

إذا كان السهم والسند يتفقان في أن كلا منهما يعد من الأوراق المالية المتداولة في سوق المال، إلا أن بينهما فروق يمكن ذكر أهمها فيما يأتي:

- 1) السند جزء من قرض، وهو دين على الشركة، بينما السهم جزء من رأس مال الشركة.
- 2) ليس لحامل السند حق في إدارة الشركة، وليس له حضور جمعيتها العامة إلا في حالات معينة، وذلك أنه دائن أجنبي عن الشركة، بينما هذه الحقوق مخرولة لحامل السهم، باعتباره شريكاً ومالكا لجزء من الشركة.

3) لا يحصل حامل السهم على نصيب من الأرباح إلا إذا حققت الشركة أرباحاً وقررت الجمعية العامة وتوزيعها. بينما يحصل حامل السند على الفائدة المقررة ولو لم تحقق الشركة أرباحاً.

### III. المشتقات:

المشتقات هي عقود معاوضة تهدف لتبادل المخاطر وهي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعمليات أجنبية وسلع وذهب) وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري، ومن أشهر صورها المستقبلية، الاختيارات والعقود الآجلة والمبادلات.

1) **المستقبلية:** هي تعاقداً مستقبلياً يلزم طرفين متعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد وذلك بغرض التحوط وتجنب مخاطر تقلب الأسعار.

2) **الاختيارات:** هي اتفاق المتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه بسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً.

### أنواعها:

أ- **خيار البيع:** يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها أي يعطي له الحق في بيع تلك الأسهم لطرف ثاني بسعر الشراء مقابل مكافأة لذلك المشتري وإذا ارتفع السعر من حقه عدم التنفيذ لذلك العقد.

ب- **خيار الشراء:** خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يستلم الأوراق المالية المتعاقد عليها أو أن يمتنع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق.

ج- **العقود الآجلة:** العقود الآجلة أو الأمامية تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري سلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ.

د- **المبادلات:** التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد في تاريخ لاحق.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: دور أدوات السوق المالي في دعم التنمية الاقتصادية.

يسمح وجود سوق نظامي للأوراق المالية بزيادة القدرة على حشد المدخرات التي تحتاجها الاستثمارات وتوسيع الملكية في المجتمع، وتبرز أهمية هذه الأسواق في أي دول (متقدمة أو نامية) في الدور الذي تلعبه في عملية التنمية الاقتصادية والتي تتطلب رؤوس أموال مجمعة وتبرز أهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة أو العامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة، هذا علاوة على أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالإدخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة. وبصفة عامة يمكن القول أن الأسواق رأس المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال قيامها بعدد من الوظائف الاقتصادية والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ) **زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني:** حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تشجيع الإدخار الاستثماري بشكل عام وتشجيع صغار المدخرين على الإدخار بوجه خاص والذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدد من الأسباب منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات فضلاً عن عدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة وبالتالي فإن الأفراد الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع استثمارية يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم الأمر الذي ينعكس في تكوين أو زيادة رؤوس الأموال للشركات أو المؤسسات الاستثمارية وبالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار وزيادة معدلات التشغيل.

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان فوز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص23، ص.24.

ب) تقوم سوق الأوراق المالية بنقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (المدخرين) إلى الفئات التي تحتاج هذه الأموال لإقامة مشاريعهم الاستثمارية الأمر الذي ينعكس في زيادة التشغيل وتحسن مستوى المعية في المجتمع.<sup>1</sup>

ج) المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلد: حيث أن سوق الأوراق المالية تقوم بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية، وبالأخص مشاريع البنية التحتية عن طريق طرح الحكومة أوراق مالية (سندات الدين العام) في هذه الأسواق مما يمكنها من رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها المالية والنقدية المقررة، من ناحية أخرى تعد هذه الأموال (أذون الخزينة، سندات الخزانة) وسيلة رئيسية لتمويل العجز المالي، ومن ناحية تتيح السوق للمستثمر إمكانية تسيير أصوله المالية أو جزء منها بسهولة ويسر وبأسعار مناسبة وبأقل تكلفة ممكنة.

د) تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق: إن سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية.

هـ) توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر قرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار مما يجنب المدخرين مشكلة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسبهم.

و) الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني حيث يساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.

ي) الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين 2005-2009)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014-2015، ص 64، ص 65.



### المبحث الثالث: آليات تعبئة الموارد المالية من خلال السوق المالي

يسهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ المالية والتي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية، فالشركات المساهمة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ المالية تتيح للمواطنين توظيف وتجميع رؤوس الأموال ضمن رأس مال الشركة أو صندوق الاستثمار والتي يمكنها من القيام بمشروعات تنموية مما يساعد على زيادة وتدعيم فرص الاستثمار والتوظيف ويوفر فرص عمل جديدة تخفض من معدلات البطالة.

#### المطب الأول: تحويل فائض السيولة إلى صناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هي طريقة تستخدم لتوفير الأموال الخاصة بمجموعة من المستثمرين من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية الخاصة بهم، ويحتفظ كل مستثمر بملكيته للأوراق المالية، ويساهم صندوق الاستثمار في توفير مجموعة من الفرص الاستثمارية المتنوعة.

وتعرف أيضا بأنها وعاء من المال يشارك في ملكيته مجموعة من المستثمرين، وتتم إدارته من قبل متخصصين في مجال الاستثمار المالي، والذين يتخذون قرارات البيع أو الشراء لمجموعة من الأوراق المالية، مثل السندات والأسهم.

ونظرا للأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية لها تأثير في المدخرات وتشجيع الاستثمار، قامت بعض المصارف والمؤسسات المالية باستخدام هذه الصناديق في مجالاتها الاستثمارية وتطوير أعمالها ونشاطها بحيث أصبح دورها لا يقتصر على تكوين محافظ للأوراق المالية وإدارتها، فالوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار هي تجميع مدخرات الأفراد والهيئات.

حيث ترتب على وجود فائض السيولة بإنشاء صناديق الاستثمار، الذي ساهم بانخفاض أسعار الفائدة على الودائع وارتفاعها على الائتمان، وكذلك الساهل في منح الائتمان، ويمكن لأي مستثمر في تلك

<sup>1</sup> كنعان علي، النظام النقدي و المصرفي السوري، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2000، ص 260.

الصناديق تقديم طلب استرداد قيمة اشتراكه لمدير الصندوق في اي وقت، ومن ثم يمكنه الحصول على المبلغ خلال الفترة المحددة في اتفاقية الأحكام والشروط.

تمثل إحدى قنوات تحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال نشطة، تساهم في رفع مستوى الاستثمارات المتاحة في الاقتصاد.

تلعب دورا مهما في دعم برامج التخصيص في الدول النامية، وذلك عن طريق مساهمتها في الترويج لاسهم الشركات المخصصة وفي المساعدة على امتصاص فائض السيولة لدى الأفراد.

### المطلب الثاني: تحويل فائض السيولة إلى المصارف التجارية

إلى جانب آليات المركزي في مجال استثمار فائض السيولة التي تم الإشارة إليها فإن المصارف التجارية تستثمر سيولها الفائضة في المجالات الآتية:

**أولاً:** القيام بعمليات شراء الأسهم والسندات المتداولة في سوق الأوراق المالية لغرض تنوع المحفظة الاستثمارية من جانب والحصول على الفوائد من جانب آخر، كما تراعي المصارف أيضا في هذا الجانب شراء حزمة أسهم من الأسهم المتداولة في القطاعات "الصناعي، الزراعي، التجاري، السياحي" وغيرها.

**ثانياً:** استعمال الأموال لاقتراض المصارف التي تحتاج إلى مبالغ ولآمداد قصيرة عادة والتي يطلق عليها عمليات الاقتراض والاقتراض ما بين المصارف لقاء اتفاق مسبق بين المصرف المقترض والمقرض ولمدة محدودة ويجري تجديدها بين آونة وأخرى حسب التغيرات في البيئة الاستثمارية والقطاع المصرفي.

**ثالثاً:** تقوم المصارف أيضا باستثمار الأموال المتاحة لديها في شراء العقارات واستعمالها كمقرات للفروع أو سكن متسببها على وفق النسبة المحددة.

**رابعاً:** تقوم المصارف أيضا باستثمار جزء من الودائع والموارد الذاتية الخاصة بها بوضعها وودائع لدى مراسيلها في الخارج لقيام الائتمان التعهدي كالاقتادات المستندية فضلا عن خطابات الضمان الخارجي وكذلك تغطية لقيام الحوالات الخاصة لزبائنها.

كما يمكن استثمار فائض السيولة في التمويل الداخلي لعجز الموارد الاضطراري في حالة الهبوط الحاد في الموارد النفطية أو الاختياري.

توجيه النسبة الأعلى للتمويل من قبل المصارف نحو الاستثمارات الداخلية والانتاجية التي تنهض بالبلاد وتقود نحو التطور الاقتصادي من خلال منح القروض المتوسطة والطويلة الآجل التي هي قروض تذهب دائما إلى مجالات الانتاج والاستثمار، حيث أن معظم القروض التي تمنحها المصارف التجارية قروض قصيرة الآجل.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: تمويل فائض السيولة إلى شركات إدارة محافظ المالية

تعرف محفظة الأوراق المالية بأنها مجموعة من أصول مالية أو الاستثمارات، وتعرف كذلك بأنها المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وبحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجموع يضم موجودات محفظة السوق، وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرها.

وتستنتج مما سبق أن محفظة الأوراق المالية هي وجود أكثر من استثمار واحد، حيث أنها تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية والغرض منها تبين أن الاستثمار في الأوراق المالية أفضل من اي استثمار فردي لأن توزيع الثروة أو الفائض على عدة استثمارات يؤدي إلى التقليل من المخاطر الكلية. حيث تعتبر نظرية المحفظة أسلوبا فعالا لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية لأنها تركز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.

تتم بتطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات.

<sup>1</sup> سلمان معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية "مفهوم وأهداف وسياسات"، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص 28، ص 29.

وإن نمو المحفظة ودخلها يساعد على القوة الشرائية لأصل المبلغ المستثمر، مما يتم عن حماية رأس ماله.<sup>1</sup>

### خلاصة:

لقد ركزت هذه الدراسة في هذا الفصل على الإطار النظري للأسواق المالية، حيث اتضح في البحث الأول الذي اختص بمناهية الأسواق المالية بما فيها من مفهوم وأنواع الأسواق، والأدوات المتداولة فيها وقد تم استنتاج بأن السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتي تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، وذلك بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق.

أما البحث الثاني، فتناول أثر سوق رأس المال على دعم التنمية الاقتصادية، حيث تطرقنا فيه دور الأسواق المالية في تحقيق ودعم التنمية الاقتصادية، حيث أن دورها في تعبئة المدخرات المالية، وتوفير السيولة للمستثمرين والتنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني، كما بينا في هذا البحث أهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال ودورها في تحقيق التنمية ومن بين هذه الأدوات الأسهم بأنواعها والسندات والمشتقات المالية.

بينما اهتم البحث الأخير من هذا الفصل آليات تعبئة الموارد المالية من خلال السوق المالي، حيث تعتبر هذه الموارد العام الأساسي أو تلعب الدور المهم في تنشيط السوق المالي.

<sup>1</sup> بن حسين اعمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص 114.

# الفصل الثالث

دراسة عينة لمجموعة من الأسواق المالية

في الدول النامية

## المبحث الأول: نشأة بورصة الجزائر.

إن الحديث عن البورصة في الجزائر جديد، لان النظام الاقتصادي الذي سارت عليه منذ الاستقلال إلى أواخر الثمانينات يتعارض تماما مع النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يقوم على مفاهيم اخرى كالاقتصاد السوق ، التنافس و لاقتصاد الحر ... الخ ، و هي مفاهيم اقتصادية تتعايش مع مفهوم النظام المالي للبورصة.

لكن مع التحولات الاقتصادية و السياسية عبر العالم و اثرها على الجزائر و الميل شيئا فشيئا الى الاقتصاد الرأسمالي، و لمسايرة هذا الاقتصاد الجديد و تطوير الاقتصاد الوطني و تمويله، و اعتمدت فتح بورصة القيم المنقولة لاستغلال الادخار العام و بالتالي تمويل الاقتصاد الاستثماري و تطوير المؤسسات.

### المطلب الاول: التعريف ببورصة الجزائر و مراحل تطورها.

إن بورصة الجزائر سوق متمركز تديره الاوامر ليس الاسعار ، حيث تتداول الاوراق المالية في سوق رسمي وحيد و تجري مفاوضات على تلك الاوراق في قاعة المفاوضات مكان التقاء الوسطاء في عملية البورصة و ذلك من اجل تنفيذ اوامر البيع و الشراء.

نظرا لحدثة بورصة الجزائر و قلة المؤسسات المتعاملة بها اعطى نظرة سيئة للاقتصاد الوطني و كافة المؤسسات الجزائرية فقد فكرت الجزائر في انشاء هذه السوق المالية.<sup>1</sup>

### الفرع الاول : مراحل تطورها.

تدخل فكرة انشاء بورصة الاوراق المالية بالجزائر في اطار برنامج الاصلاح الاقتصادي الذي اعلن عنه عام 1987 و دخل حيز التطبيق عام 1988 ، اما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين الى غاية الوقت الحالي ، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

<sup>1</sup> شمعون شمعون، بورصة الجزائر ، دار الأطلس للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، الجزائر ، 1993 ، ص 80.

أ) المرحلة التقريرية (1990-1992):

مارس 27 المؤرخ بتاريخ 90-101 نص المرسوم رقم 1990 ظهرت فكرة انشاء بورصة الجزائر عام 1990 المؤرخ بتاريخ 90-102 على امكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما اوضح المرسوم رقم 1990، انواع شهادات الاسهم التي يمكن ان تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها، 1990 مارس 27، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الاسهم المكتسبة برؤوس اموال الشركات العمومية الاقتصادية والأخرى ، و في اكتوبر من نفس السنة ، و من خلال هيئات مؤهلة الجمعية العامة لصناديق المساهمة اتخذت الحكومة قرار انشاء شركة القيم المتداولة ، و هي شركة مساهمة متكونة من مجموعة من المساهمين، وهم صناديق المساهمة الثمانية، والتي بلغ راس مالها 320000 مليون دج ، تتكون من ثمانية اعضاء وكل عضو يمثل احد صناديق المساهمة.

وفي سنة 1992 فقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي، والدور غير الواضح الذي يجب ان تلعبه ، ففي فبراير عام 1992 رفع راس مال الشركة الى 93200000 ، كما ان اسم الشركة تغير و اصبحت بورصة الاوراق المالية BVM.

ب) المرحلة الابتدائية (1993-1996):

88-04 لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون عملية تنازل الشركات العمومية عن اسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب 12 جانفي 1988، تم ادخال بعض التعديلات على القانون التجاري بتعلق الامر بالمرسوم التشريعي 93-08 المؤرخ في 25 افريل 1993 بتعديلات خاصة بشركات الاسهم و القيم المنقولة ، اما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة جعل امكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة او عند تقرير رفع بصفة واضحة رأس مالها من 30000000 المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري 5000000 دج في حالة اجراء العرض العمومي للاذخار.
- مليون دينار جزائري 1000000 دج عند عدم اللجوء العرض العمومي للاذخار.

ولهذا اصبحت شركة الاسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار اما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على امكانية اصدار انواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في اسهم المنتج، شهادات الاستثمار ، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة ، السندات القابلة للتحويل الى اسهم و السندات المرفقة بأدوات الاككتاب ، ان اتخاذ مثل هذا القرار ، ادخار القيم المنقولة جديدة يعتبر في غاية الاهمية خاصة مع انشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

### ج) مرحلة الانطلاق الفعلية من 1996 - الى الوقت الحالي:

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

- تم وضع نص قانوني لتنظيم و انشاء هذه البورصة.
- اصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة البورصة COSOB في فبراير 1996 الى جانب شركة تسيير القيم SGBV مع تحديد مخطط كل منها ، و اصبح كل الافراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل

ومع بداية سنة 1997 ، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية ، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين اسبوعيين في كل من تونس و فرنسا ، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي.

وتم بالفعل اصدار اول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998 متمثلا في القرض السندي لسوناطراك ، و ذلك فيما يسمى بالسوق الاولي للسوق المالي.



ونشير الى انه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة و هي :

- شركة الرياض سطيف : فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20%.
- مجمع صيدال : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.
- فندق الأوراسي : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : شروط و كيفية الادراج في بورصة الجزائر.

قبل ان يقرر مسيرو المؤسسة ادخال او عدم ادخال قيمهم في البورصة يتوجب عليهم ان يقوموا بوزن محاسن و مساوئ هذا القرار، و في حالة القرار بالقبول يجب ان يتم في احسن الظروف بهذا الصدد فان هؤلاء المسيرين يواجهون نوعين من القروض :

أ) قيد مادي : كتشكيل ملف و اختيار وسيط لعملية البورصة.

ب) قيد استراتيجي : الذي يتمثل في قياس نتائج مثل هذا القرار على حياة المؤسسة.<sup>2</sup>

### اجراءات الادراج :

أ) ملف الادراج : ان المؤسسة التي ترغب أن يتم قبولها في البورصة يجب ان تقدم ل COSOB ملف معلومات يتضمن اربعة اجنحة :

### الجنح الاول : وثائق عامة حول المؤسسة.

رسالة تطلب من خلالها المؤسسة قبول اسهمها و سنداتها للتداول في البورصة و تتضمن :

- الاسم و النظام الداخلي القضائي للمؤسسة التي تطلب الادراج.

<sup>1</sup>شمعون شمعون، بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 87.

2guide de l admission par la COSOB .1998

- تاريخ طلب قيم المؤسسة في البورصة.
- طلب رسمي يحدد عدد ، مبلغ ، صنف و مصدر الاسهم او السندات التي تود المؤسسة تسجيلها في لائحة الاسعار.
- وصف عام لأنشطة المؤسسة و فروعها.
- قائمة اعضاء مجلس الادارة و مجلس المراقبة بالإضافة الى اهم مسيري المؤسسة.
- يجب ان تكشف المؤسسة عن كل نزاع قيد الحاكمة.
- قائمة المؤسسات المكلفة بالخدمات المالية للمؤسسة.
- نسخة عن النشر في النشرة الرسمية في الاعلانات القانونية للبيان.
- مشروع البيان الاعلامي الخاضع ل: COSOB.
- الجناح الثاني: الوثائق المتعلقة برأسمال الشركة.
- العدد الكلي للسندات المصدرة ، و المبلغ الكلي للإصدار و تاريخه بالإضافة الى المبلغ الصافي.
- الانشطة التي تم تمويلها من المبلغ المتحصل عليه من الاصدار و المبلغ بالتدقيق.
- عدد المساهمين في صنف الاسهم و اسم المساهمين المهمين الذين يمتلكون اكثر من 15% من راس المال الاجتماعي و العدد بالترتيب للاسهم التي يمتلكونها.
- شهادة توزيع قانونية و مصادقة من طرف أحد مسيري المؤسسة

#### الجناح الثالث: الوثائق الاقتصادية و المالية

- تعليمة حول نشاطاتها الصناعية والتجارية.
- الوضعية المالية للمؤسسة مرفوقة بالميزانية للخمس سنوات السابقة للطلب.
- نسختين من حساب الناتج.
- جدول توزيع الارباح و تقرير تحليلي يوضح الارباح و الخسائر.

## الجناح الرابع: الوثائق القانونية

- خمس نسخ من القوانين الاساسية الموضحة لأخر وضعية لها.
  - خمس نسخ تشهد بان المؤسسة قد سددت الضرائب المستحقة.
  - وثيقة لكل العقود الهامة و التي تكون المؤسسة طرفا فيها ، كما تتأكد ايضا COSOB من قانونية الشروط و قابلية التفاوض على الاوراق التي تم طلب قبولها.<sup>2</sup>
- II. شروط الادراج : تماشيا مع القوانين المعمول بها فان القيم المنقولة و التي يمكن ان يتم قبولها بالتفاوض في سوق البورصة تخضع للشروط التالية :

### أ) بالنسبة للأوراق موضوع القبول :

- يجب ان يتم اصدار القيم المنقولة من طرف شركة اسهم.
- يجب تحرير كل الاسهم.
- يجب ان يتم توزيع الاسهم المعروضة على الجمهور بما لا يقل على 300 مساهم.
- ان سندات موضوع طلب القبول يجب ان تكون موزعة على 100 مكتب على الاكثر.

### ب) بالنسبة للشركة الطالبة لقبول قيامها :

- يجب ان يكون لديها راس مالها أكثر من 100 مليون دج
- يجب ان تقوم بنشر عدد من الاوراق يمثل 20% على الاقل من رأس مالها الاجمالي.
- يجب ان تقوم بنشر أوضاعها المالية المصادق عليها في السنتين (2) السبقتين للسنة الجارية التي قدمت خلالها يتم طلب القبول.
- يجب ان تقدم مذكرة اعلامية تكون COSOB قد صادقت عليها.
- يجب ان تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة السابقة للطلب.
- اذا كان لا بد من التوقف او التخلي عن بعض عناصر الاصول قبل دخولها في البورصة اذ تعين عليها اعلام COSOB بذلك.
- يجب ان تقدم تقريرا لتقييم اصولها معد من طرف احد اعضاء هيئة المعتمدين في الجزائر.
- و تعيين تبرير البنية المراجعة الداخلية و هذه البنية يجب ان تكون موضوع تقدير.

الجدول (3-1): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر :

اسم الشركة	الرمز في البورصة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الاسهم
اليانس للتأمينات	ALL	التأمينات	200	5804511
أنسي أروبية	Roui	الصناعة الغذائية	100	8491950
م ت ف الأوراسي	AUR	الفندقة	250	6000000
صيدال	SAI	الصناعة الصيدلانية	250	10000000
بيوفارم	BIO	الصناعة الصيدلانية	200	25521875

المصدر : [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

الجدول (3-2): اخر تركيبة دزاير اندكس :

القيمة	افتتاح	اقفال	% التغير	القيمة السوقية دج
اليانس للتأمينات	425,000	425,000	0,00	66917175,00
م ت ف الأوراسي	500,00	500,00	0,00	600000000,00
بيوفارم	1010,00	1010,00	0,00	5155954050,00
انسي روية	295,00	295,00	0,00	626281460,00
صيدال	620,00	620,00	0,00	1240000000,00

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على المرجع [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

الجدول (3-3): تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة : 2005 – 2015

السنة	المؤشر
2005	10400
2006	6710
2007	6460
2008	6500
2009	6550
2010	7900
2011	1497
2012	13029
2013	13820
2014	14793
2015	15429

[www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع بورصة الجزائر

الجدول (3-4): تطور اسعار بورصة الجزائر خلال الفترة 2005 الى 2015 :

الشركات المدرجة السنوات	صيدال	الأوراسي	اليانس للتأمين	انسي روية
2005	-	-	-	-
2006	440	385	-	-
2007	400	405	-	-
2008	380	450	-	-
2009	385	450	-	-
2010	520	450	-	-
2011	715	500	830	-
2012	620	340	825	-
013	450	390	610	405
2014	560	440	595	365
2015	640	480	540	335

المصدر: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي :

بالنسبة لصيدال: لم يكن هناك تطورات خلال 2005 ثم بعدها ، انخفضت الاسعار من 2006 الى 2009 من قيمة 440 الى 385 ، ثم ارتفعت من 2010 الى 2011 من قيمة 520 الى 715 ثم انخفضت من سنة 2011 الى 2013 من قيمة 715 الى 450 ، و رجعت لترتفع من جديد من سنة 2014 الى 2015 الى 60.

بالنسبة للأوراسي: لم تكن هناك تطورات خلال سنة 2005 ، ثم بعدها ارتفعت من سنة 2006 الى 2011 من 385 لتصل ال 500 ، ثم انخفض السعر من 2011 الى 2012 بقيمة 340، فارتفع بعد ذلك من 2012 الى 2015 من قيمة 340 الى 480

بالنسبة لاليانس للتأمينات: لم تكن هناك تطورات من سنة 2005 الى 2010 ، و بعدها انخفضت أسعارها من سنة 2011 الى 2015 على التوالي حيث كانت تمثل 830 ، 825 ، 610 ، 595 ، 540.

بالنسبة لان سي روية : فلم تكن هناك تطورات من سنة 2005 الى سنة 2012 ، ثم بعدها ارتفعت من سنة 2013 من قيمة 405 الى سنة 2014 بقيمة 365 ، و في سنة 2015 انخفضت لتصل الى قيمة 355.

النشاط العام لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاض خلال شهر افريل 25,55%، حيث بلغت قيمة المعاملات 11045380 دج ، مقارنة بالشهر الماضي اين سجلت التداولات ما قيمته 24680445 دج كذلك انتقل حجم التداول من 31425 سهم في شهر مارس الى 15101 سهم في شهر افريل مسجلا بذلك نسبة انخفاض قدرها 51,15%.

الجدول (3-5): مؤشرات نشاط بورصة الجزائر افريل 2018:

الاسهم	اعلى سعر (دج)	ادنى سعر 0دج9	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
اليانس للتأمينات	425	425	425,00	425
الاوراسي	-	-	-	-
بيوفارم	1065	1010	1031,1	1028,48
انسي روية	-	-	-	-
صيدال	620	620	620	620,00

المصدر: تقارير شركة بورصة الجزائر

الجدول (3-6): تطور قيمة وحجم الاسهم والسندات المتداولة:

عدد الصفقات	قيمة التداول	حجم التداول	القيم المنقولة
17	2359600	5552	اليانس للتأمينات
-	-	-	الاوراسي
13	6962800	6770	بيوفارم
-	-	-	انسي روية
9	17229890	2779	صيدال
39	11045380	15101	المجموع

### المطلب الثالث : معوقات بورصة الجزائر.

يعترض تطور بورصة الجزائر لعديد من المعوقات و في مختلف المجالات منها :

#### أ) المعوقات السياسية:

هناك صلة بين الاوضاع السياسية و الاوضاع المحيطة بالبورصة ، فتقدم البورصة مرهون بالاستقرار السياسي ، و حسن قيام السلطة التنفيذية و التشريعية برسالتها من جهة ، و من جهة اخرى تأثير تطور البورصات على الاوضاع السياسية ، فالاستقرار السياسي في الدول الاكثر تقدما مثل امريكا اليابان والمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصتها ، و فيما يتعلق ببورصة الجزائر ، فانه من المعروف انها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993 ، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ الى يومنا، ونحن نعلم ان معظم المستثمرين يبحثون عن الامن ، وعليه فان السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي او المستثمر الأجنبي.



## ب) المعوقات الاقتصادية:

- **التضخم:** و ذلك من خلال تأثيره على الادخار، اذ يؤدي الى التقليل من الميل الى الادخار بل والتقليل من حجم المدخرات الموجودة فعلا، حيث يدفع التضخم الافراد ذوي الدخول الثابتة او المنخفضة الى اللجوء الى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لانفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها ، و اذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن ان يؤدي الى تناقص معدل الادخار الوطني الى مستويات غير مرغوب فيها. كما ان المستثمر عندما يتخذ قراره الاستثمارية ، لابد ان تكون حسابات التكلفة و العائد على اساس الأرقام الحقيقية و ليست الإسمية ، و ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الإنخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الإستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد هذه الفترة.

إضافة إلى انه يؤدي الى توجيه رؤوس الأموال الى فروع النشاط الإقتصادي الأقل إنتاجية ، فعند هذا الاخير يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فانه يشجع على انتقال الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار و هكذا فان التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الاموال في ميادين اخرى غير البورصة.<sup>1</sup>

- **ضعف الحوافز الجبائية :** و يتجلى ذلك في الضعف الجبائي الممارس على الاعوان الاقتصاديين الخاضعين و المصرح بهم لدى مصلحة الضرائب ، و خاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض اسعار المحروقات في الأسواق المالية الدولية و التي تشكل ايراداتها المصدر الاساسي للمداخيل الوطنية ، و تبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الاعوان الإقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع او التوزيع ، أو الخدمات ، و حتى في الأصول المالية.

- **طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر :** بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توفرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاصا طبيعيين او أشخاص معنويين إلا أن الرجوع إلى

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص230.

طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOB يؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين ان يمارسوا الوساطة المالية ، الا ان المتبع للوساطة المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط، على الرغم من ان القانون صدر في جويلية 1996. بمعنى ان اقتصار عدد الشركات على خمسة لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية و يمكن تلخيص انواع الوسطاء في بورصة الجزائر كما يلي :

جدول (3-7): طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر<sup>1</sup>:

الوسطاء في البورصة	طبيعة النشاط	راس المال	تاريخ الحصول على الاعتماد	الهيئات المكونة للوسيط
الراشد المالي	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 01/99 في 199/07/27	- صندوق اعادة التأمين. - البنك الجزائري الخارجي. - الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.
الشركة المالية للاستشارة والتوظيف	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 02/99 في 1999/07/27	- الشركة الوطنية للتأمين. - البنك الوطني الجزائري. - بنك التنمية المحلية.

<sup>1</sup> بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 123.

شركة التوظيف في القيم المنقولة	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 03/99 في 1999/07/27	- الشركة الجزائرية للتأمين و اعادة التأمين. - بنك الفلاحة و التنمية الريفية
الشركة العامة للمالية و الاستثمار	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 04/99 غي 1999/07/27	- القرض الشعبي الجزائري. - الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط. - المؤسسة الجزائرية للتأمينات.
وسيط البنك الاتحادي	نشاط غير محدود	1000000 دج	رقم 2000/01 في 2000/02/15	-البنك الاتحادي.

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على معطيات و إحصائيات مقدمة من بورصة الجزائر .

- السوق الموازية: الاقتصاد الموازي، او ما يسمى الظل <<الخفي>> لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فان الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة اذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية، وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم الاقتصاد الضال هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية ، وكذا مدفوعات الضمان الاجتماعي، وفي دراسة قام بها صندوق النقد

الدولي على عينة متكونة من 84 بلدا من أنحاء العالم لقياس حجم إقتصاد الضال كنسبة مئوية من الناتج المحلي الاجمالي الرسمي لفترة 1998-2000 ثم تسجيل النتائج التالية :

- البلدان النامية 35%-44%
- بلدان التحول الاقتصادي 21%-30%
- بلدان منظمة التعاون و التنمية في الميدان الاقتصادي 14%-16% و تمثل هذه السوق في الجزائر قطبا يجذب المستثمرين و المدخرين حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه ، و على النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الإستثمار في الأوراق المالية ، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على ريع المضاربة.

ج) **المعوقات التشريعية:** طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر فنجد انه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات مسؤولية محدودة أو الشركات ذات شخص وحيد ، ضف الى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث ان تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة. إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995 ، أما النصب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فبراير 1996 ، كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشاءها.<sup>1</sup>

د) **العوائق التنظيمية:** و التي نذكر من أهمها :

- **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة ، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة و العكس صحيح ، و ما يلاحظ الان في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة و القادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا و هذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات ، و هذا ما يعيق نمو البورصة

<sup>1</sup> صليحة بولحية، تقييم أداء بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 35.

- عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع احد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ، تفسح لهم مجال واسع لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم ، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية ، و التنوع من هذا المنطق يعمل على تخفيض حجم المخاطر أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة و لا تتداول فيها إلا ثلاث أصناف من الأوراق المالية ، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية
- هـ) المعوقات المؤسسية : و يمكن ذكر من بين المعوقات ما يلي :
  - عجز في نظام الادخار المحلي ، ذلك إلى المستثمرين المحليين هم ضحية عجز القنوات البنكية التي لا تقدم الدعم الذي يستحقه المشترين.
  - عدم القدرة على إيجاد حلول بديلة فيما يخص التمويل اللازم لتنمية البورصة من اجل خلق أقطاب مالية.
  - حقوق جمركية عالية.
  - اعباء اجتماعية معقدة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> صليحة بولحية، تقييم اداء بورصة الجزائر، المرجع سبق ذكره، ص 36 .

## المبحث الثاني : نشأة بورصة مصر

برز الدور الهام الذي يقوم به سوق المال في مصر مع بداية الثمانينات و هي التي تميزت بسياسات متعددة الهدف منها توفير الإستقرار اللازم لتحقيق مزيد من الإستثمار و الانتاج.

وقد بدأ الإهتمام بتطوير سوق رأس المال للدور الذي يمكن يقوم به لتحقيق التوازن بين الطلب على الأموال ممثلا في مختلف الإحتياجات الإستثمارية المطلوبة ، و بين العرض من الأموال ممثلا أساسا في الفوائض المتاحة على المستوى المحلي و الإقليمي

### المطلب الأول: لمحة تاريخية عن إنشاء البورصات في مصر.

تعتبر بورصات الأوراق المالية في مصر من أقدم البورصات على المستوى العالمي، فمنذ أن تكونت أولى شركات المساهمة المصرية عام 1750م بدأ التفكير في مزاوله نشاط البورصة و لكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي أو الطريق لبيع و شراء الأسهم و إبتداء من عام 1883م الى عام 1898م قامت عدة محاولات لإنشاء سوق لبيع و شراء الأوراق المالية، و استمرت هذه المحاولات لإنشاء سوق منظمة للأسواق المالية ففي عام 1898م قامت محاولة أخرى و اختير أحد الفنادق لهذا الغرض غير أن إزدياد النشاط الاقتصادي في مصر خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر، حيث بلغ عدد الشركات المساهمة التي تم التعامل على أسهمها ما يقرب من 79 شركة يشكل رأسمالها 29مليون جنيه إستوجب ضرورة إيجاد سوق للأوراق المالية و قد دفع ذلك بتدخل المشروع وأقيمت أول بورصة رسمية عام 1903م في القاهرة ثم بعدها تم إنشاء بورصة الإسكندرية.

ويمكن استعراض مراحل تطور سوق تداول الأوراق المالية في مصر بأربعة مراحل متميزة على الوجه الآتي:

### I. المرحلة الأولى:

- مرحلة ما قبل التأميم <> من نهاية الخمسينات إلى بداية الستينات >>: نلاحظ انخفاض نشاط سوق التداول في هذه المرحلة بسبب القانون الخاص بتحديد نسب توزيع الأرباح لحملة الأسهم و قد أدى الهبوط المتتالي في القيمة السوقية إلى وضع حد أدنى للأسعار و دخول الحكومة في بعض الأحيان مشترية بغرض حماية سوق الأوراق المالية من الإنهيار.

### II. المرحلة الثانية:

- مرحلة التأميم: ترتب على قوانين التأميم استبعاد أسهم الشركات التي شملتها من نطاق التداول في البورصة نظرا لتحويلها إلى سندات على الدولة.

وقد أدى ذلك إلى انكماش سوق تداول الأوراق المالية، و فقدت السوق أهميتها كمركز للتعامل في الأسهم بسبب ضعف عائد الأوراق المالية و خضوع الأرباح الموزعة على المساهمين على شكل نتائج الأسهم لضريبة القيمة المنقولة و كذلك الحال بالنسبة لتداول السندات.

### III. المرحلة الثالثة:

- مرحلة سياسة الانفتاح الاقتصادي: كان من أهم التطورات الاقتصادية خلال بداية هذه المرحلة من عام 1974م و حتى عام 1982م صدور مجموعة من القوانين و القرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر كالقانون رقم 43 لسنة 1974م و القانون رقم 157 لسنة 1981م بإصدار قانون الضرائب على الدخل القانون رقم 121 لسنة 1981م بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات و القانون رقم 159 لسنة 1981م بشأن الشركات المساهمة و شركات

لتوصية بالأسهم و ذات المسؤولية المحدودة، و ابتداء من عام 1983م و حتى 1994 ارتفع عدد الشركات المقيد أسهمها و كذلك ارتفع حجم التعامل ارتفاعا ملحوظا.<sup>1</sup>

#### IV. المرحلة الرابعة:

صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال و الذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط و تنمية سوق رأس المال كما تم استحداث أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية و هي:

- ترويج و تغطية الإكتتاب في الأوراق المالية و الاشتراك في تأسيس الشركات.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة و التسوية في معاملات الأوراق المالية.<sup>2</sup>
- تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية.
- صناديق الاستثمار و السمسرة.

#### المطلب الثاني: شروط الادراج في بورصة مصر.

I. تمر عملية قيد الشركات في البورصة المصرية بالمراحل التالية:

أ) المرحلة الاولى: مرحلة اشتراك الشركة بشركة مصر للمقاصة والإيداع و القيد المركزي و حفظ أوراقها المالية <<أسهمها>> مثلا لدى أحد أمناء الحفظ المعتمدين بصر للمقاصة.

ب) المرحلة التالية:

مرحلة القيد بالبورصة: هنا يجب تحديد ما إذا كانت الشركة سوف تقيد ببورصة النيل <<بورصة المشروعات الصغيرة و المتوسطة>> او السوق الرئيسية.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات و المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 315.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 223.



## II. الشروط العامة للقيد بالبورصة:

- أ) أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الايداع و القيد المركزي.
- ب) ألا يتضمن النظام الأساسي للجهة المصدرة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها مع عدم الإخلال بالقيود الواردة بالتشريعات المنظمة لبعض الأنشطة أو مناطق جغرافية معينة.
- ج) أن يتم القيد لجميع الأوراق المالية المصدرة من ذات النوع
- د) تقديم ما يفيد عدم ممانعة الهيئة على التقدم لقيد الأوراق المالية بمداول البورصة للشركات المرخص لها.
- هـ) أن تلتزم الشركة طالبة القيد بإنشاء موقعها الإلكتروني على شبكة المعلومات الدولية فور قيد أي من أوراقها المالية بالبورصة و قبل بدء التداول عليها نشر القوائم المالية السنوية و الدورية و الايضاحات المتممة لها و تقارير مراقبي الحسابات التي تحددها إدارة البورصة من بين ما يجب على الشركات.

ويشترط لقبول و قيد الاوراق المالية بالبورصة توفر ما يلي:

### أ) بالنسبة للأسهم:

- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسون ألف جنيه.
- أن تكون الأسهم في صكوك من فئة الخمسة أسهم أو مضاعفاتها بحيث لا تتجاوز ألف سهم في الصك الواحد.
- أن تكون الأسهم قد طرحت في إكتاب عام و إلا فيجب أن تقدم ثلاث ميزانيات مرضية عن ثلاث سنوات متتالية سابقة لطلب القيد.
- أن يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل أو لا يقل المدفوع في حالة تقسيط قيمة الأسهم عن ربع تلك القيمة على أن تقيد في جدول الأسعار المؤقت حين سداد القيمة الكاملة.

ب) بالنسبة للسندات : يشترط الاتي:

- لا يقيد في البورصة إلا سندات الشركات التي قيدت أسهمها بالبورصة فعلا، و الحكمة من ذلك هو أن أسهم الشركة عند قيدها تكون قد مرت بمرحلة فحص كبيرة من اللجنة و تم القبول .
- أما إذا كانت هذه السندات خاصة بشركة اجنبية فيتطلب توافر الشروط التالية:
- 1. أن تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة.
- 2. ألا تقل قيمة كل منها الإسمية بالعملة الاجنبية، عما يعادل جنيه واحد بالتقريب.
- 3. أن تكون لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية أيضا يجوز قبول أسهم الشركات الأجنبية بنفس الشروط السابقة.
- أما إذا كانت السندات صادرة من الحكومة و الهيئات العامة، أيضا الأوراق التي تضمنها الحكومة سواء تناول هذا الضمان رأس المال أو الفوائد أو الأرباح فتقبل للقيد بقرار وزير الاقتصاد.
- بورصة مصر تسجل اعلى قيمة سوقية في 10 سنوات:**
- سجلت البورصة المصرية أرقاما قياسية خلال التعاملات مسجلة أكبر قيمة سوقية منذ العام 2008 أي في نحو 10 سنوات.
- ووفقا لبيانات البورصة المصرية، ربح رأس المال السوقي لأسهم الشركات المدرجة نحو 36,4 مليار، نسبة ارتفاع تقدر بنحو 4% بعد ما صعد من مستوى 892,5 مليار جنيه.
- وعلى صعيد المؤشرات، ارتفع المؤشر الرئيسي "البيجي اكس 30" بنسبة 1,22% بعدما اضاف نحو 190 نقطة، مرتفعا من مستوى 15519 نقطة، لينهي تعاملات عند مستوى 15709 نقاط.
- وبلغ حجم التداول على أسهم لمؤشر الرئيسي نحو 206,4 مليون سهم بقيمة اجمالية تبلغ نحو 30,58 ألف عملية.
- وصعد سهم البنك التجاري الدولي صاحب الوزن النسبي الاكبر بين أسهم المؤشر الرئيسي، نسبة 3,03% عند سعر 79,5 جنيه، بقيمة تداول بلغت نحو 118,18 مليون جنيه.

- وصعد مؤشر الأسهم الصغيرة و المتوسطة "اي جي اكس 70" بنسبة 1,22% مضيفا نحو 11 نقطة بعدما ارتفع من مستوى 864 نقطة.
- واتجهت تعاملات المستثمرين العرب نحو البيع بصافي بلغ نحو 29,02 مليون جنية، فيما اتجهت تعاملات المستثمرين الأجانب و المصريين نحو الشراء بصافي بلغ نحو 25,7 مليون جنية و 3,9 مليون جنية على التوالي.
- وتصدر سهم "مصر الجديدة للإسكان" الأسهم القيادية الصاعدة بنسبة 5,44% تلاه سهم شركة "سوديك" بنسبة 4,8%، ثم سهم "العربية لخليج الاقطان" بنسبة 3,35%.
- في المقابل تصدر سهم "جهينة" الأسهم القيادية الهابطة بنسبة 2,9% ثم سهم "جي بي اوتو" بنسبة 2,28%، تلاه سهم "اوراسكوم للاتصالات" بنسبة 1,54%.

### المطلب الثالث: معوقات بورصة مصر.

- تعاني سوق راس المال في مصر من عدة عراقيل تحول دون تطور هذه السوق.
- أ) معوقات تنظيمية: و تتلخص فيما يلي:
- ضعف الهياكل التنظيمية و اعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات.
  - غياب التخطيط الاستراتيجي.
  - غياب ادلة طرق التداول.
  - انتشار الشركات الاستثمارية المالية مما يقيد حجم الاستثمارات المالية و شكلها.
  - غياب الابتكار و التجديد في ادوات الاستثمار و الادخار.
  - صعوبة منافسة البورصات العالمية.
- ب) معوقات مالية: وهي كالتالي:
- الرقابة على النقد الاجنبي.
  - قيود تحويل العملات الاجنبية.

- تاخر تحويل قيمة الاوراق المالية الى الخارج.
- فرض الضرائب على الاوراق محل التداول.
- غياب السماسرة المتخصصين.
- غياب بنوك الاستثمار و الاستئثار في الاوراق المالية.

### ج) معوقات اقتصادية:

#### - ارتفاع سعر الفائدة:

يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الاوراق المالية، اذ انه كلما كان سعر الفائدة منخفضًا كلما اغرى المستثمرين على الاستثمار في الاوراق المالية، و كلما كان سعر الفائدة مرتفعًا كلما احجم المشتمرون عن الاستثمار في سوق الاوراق المالية.

عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات في الاسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، اذ نجد ازدواجية الضريبة على ارباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الاسهم و ارتفاع معدلاتها، مما يقاص من حجم الادخار و من ثم على الاستثمار.<sup>1</sup>

#### - ضعف السيولة:

يؤدي سوق الاوراق المالية ويفتها في تخصيص الكفاءة للمواد من خلال نظام الحوافز و العقوبات حيث يزداد التعامل على اسهم الشركات الناجحة، حيث يقل التعامل على اسهمها، و

<sup>1</sup> يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه لكلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997، ص 169، ص 177.

تنخفض قيمتها السوقية و لعل الوظيفة الاساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالي عندما تكون كفؤة.

#### - التقلبات الشديدة في الاسعار:

من الخصائص الاساسية التي تصنف بها البورصة في الوقت الحاضر هي شدة التقلبات في حركة الاسعار، و يرجع ذلك في الاسواق الناشئة الى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، و اصدار المزيد من الاسهم، مع الاعتماد اقل على الارباح المحتجزة، و هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه ان يؤدي الى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم و في قيمته السوقية.

#### - ارتفاع درجة تركيز التداول:

وتعكس ذلك جودة الاوراق المالية المتداولة، و تعاني البورصة من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية. و يرجع ذلك لسببين هما:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعد.
- انخفاض جودة غالبية الاسهم المدرجة، و بخاصة اسهم شركات القطاع العام.

#### (د) المعوقات الثقافية:

أن سياسة سليمة لتجديد الادخار، و خاصة الادخار العائلي ينبغي عليها ان تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، و عليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الاصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الاسلامية، و ربما يتصل بهذا ثقافة انعدام ثقافة البورصة، مما تنتج عنها تفضيل العديد من اصحاب الفوائض المالية الاستثمار في القارات و العملات و اعادة المصارف في تمويل مشاريعهم.

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

إن حصول الدول النامية مثل الجزائر ومصر على استقلالها السياسي أدى إلى تطورات هامة في البورصة، وذلك من خلال دعمها للمؤسسات الاقتصادية المدرجة فيها والتي بدورها تفسر المواقع أو مكانة البورصة في الاقتصاد الوطني.

#### المطلب الأول: التذكير بأهم النتائج للبوصتين

##### أولاً-الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

ارتأينا أن نتناول منهج دراسة حول الشركات التي لديها اسهم في بورصة الجزائر والتطرق إلى قيمتها السوقية:

نشير هنا إلى ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة وهي:

- مجمع صيدال: رفع رأسماله الاجتماعي نسبة 20%.
- فندق الأوراسي: رفع رأسماله الاجتماعي نسبة 20%
- شركة رياض سطيف: فتح رأسماله الاجتماعي نسبة 20%.

1- **مجمع صيدال:** قام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وبسعر معلوم يتم تحديده مسبقا، حددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ: 20% من رأس مال الاجتماعي للمجمع أي ما يعادل 500 مليون دج، موزعة على 2000000 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ: 250 دج للسهم الواحد.

ويتميز سوق الأدوية في الجزائر بحجمه المرتفع نسبيا إذ لا يزال الإنتاج الوطني تحت احتكار صيدال، إذ يغطي 35% من حاجيات السوق الجزائري، وتهدف صيدال إلى تعزيز مكانتها في السوق، وهذا لاحتلال 50% من حاجيات السوق وذلك عن طريق:

- تعويد منتجاتها

- توفير أدوية على مجال المنافسة.

تكثيف الجهود في الميدان التسويقي والإعلام الطبي يقدر الرأسمال الاجتماعي لمؤسسة صيدال

بـ: (205 مليار دج) موزع على 10 ملايين سهم موزعة كالاتي:

- 80% ملك الشركة القابضة العمومية للكيمياء الصناعية

- 20% ملك حاملي الصغار "المسعرين البورصة"<sup>1</sup>.

وكان حجم الطلب على الأسهم:

الجدول (3-8): حجم الطلب على أسهم صيدال

المرفوض	المقبول	حجم الطلب	
42500	292500	717500	مؤسسات عمومية
219500	89215	308715	اشخاص معنويين آخرون
00	16514	16514	عمال صيدال
17424	1791260	1808684	اشخاص طبيعيين آخرون
661924	2189489	2851413	المجموع

المصدر: تقارير شركة بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

<sup>1</sup> الجريدة الشهرية لمجمع صيدال رقم 04-2013.

- نشاط في السوق المالية: عرف نشاط السوق المالية تحسن في سعر سند مجمع صيدال بـ 10.49%، بلغ الحجم المتداول 1910 سهم في 51 جلسة تم تداولها القيمة السوقية لاسهم شركة صيدال (2007-2017).

الجدول (3-9): القيمة السوقية لصيدال

السنوات	القيمة السوقية
2007	3.800.000.000 دج
2008	3.850.000.000 دج
2009	3.850.000.000 دج
2010	5.200.000.000 دج
2011	7.150.000.000 دج
2012	6.200.000.000 دج
2013	4.500.000.000 دج
2014	5.600.000.000 دج
2015	5.600.000.000 دج
2016	6.000.000.000 دج
2017	6.650.000.000 دج

المصدر: تقارير شركة بورصة الجزائر



من هذه الإحصائيات يتضح أن اسهم صيدال جمعت كل شروط القبول في التسعيرة المبينة في التنظيمات والقوانين العامة للبورصة.

استطاعت صيدال بعرض 20% رأسمالها أن تبيع أكثر من عدد الاسهم التي طرحتها، حيث فإن الطلب على العرض بمعدل (+43%)، فلقد حصلت على 230.000 سهم بالشراء عند نهاية العملية وقد تم بيع 1.4 مليون سهم للأشخاص الطبيعيين كما تم بيع 70500 سهم للمؤسسات المالية و233000 للأشخاص المعنويين و16500 لعمال الجمع صيدال.

**2- رياض سطيف:** قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسة المنعقدة بتاريخ 25 أبريل 1998، إدخال الشركة العمومية Eriad-Setif إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الإيجابية وفي 29 أبريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة \*رياض سطيف\* الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للدخار برفع رأس مالها من 4000.000.000 دج إلى 5.000.000.000 دج أي نسبة 25% وذلك بإصدار 1000000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج.

إن زيادة رأسمال عن طريق إصدار اسهم جديدة لدى الجمهور تهدف على تمويل تنمية القدرات الإنتاجية وعصرنة التجهيزات المحيطة والتي تسمح للشركة بتحسين ظروف تراكم الأرباح على المدى المتوسط والطويل، ويتم الحصول على الاسهم لدى شبائيك البنوك التي كونت نقابة خصيصا لهذه العملية على رأسها بنك الفلاحة والتنمية الريفية « BADR »، يتكون رأسمال الاجتماعي لرياض سطيف حاليا من 4000.000 سهم اسمي بقيمة اسمية تقدر بـ 1000 دج على إثر نهاية إنجاز عملية اللجوء العلني للدخار موضوع هذا الإصدار.

وكان توزيع المكتبين كالاتي:

1. عدد الاستثمارات 5566.

2. عدد المكتبين 5180.

الجدول (3-10): توزيع الاسهم حسب المكتبين في رياض سطيف

التعريف	عدد المكتبين	عدد الاسهم
---------	--------------	------------

63.082	68	الأشخاص المعنويين
395.844	5106	الأشخاص الطبيعيين
541.074	6	البنوك
1000.000	5180	المجموع

المصدر: منشورات رياض سطيف

جدول (3-11): عدد الاستثمارات بالأصناف

المجموع	-1501	-400	-100	99-21	2-20	سهم واحد	
الكلي	2000	1500	399				
5566	44	230	731	882	2660	1019	المجموع
%100	%0.49	%4.13	%13.13	%15.85	%47.49	%16.31	%

المصدر: تقارير شركة بورصة الجزائر

نستخلص من الجدولين أن عملية رفع رأسمال باللجوء العلني للادخار لم تحضي بنجاح كبير في وسط الجمهور المتعاملين، إذ لم يتم تصريف إلا 51% من الإصدار الكلي، أما الباقي فقد تم اكتسابه من طرف البنوك المشككة لنقابة التوظيف، التي تعهدت في هذا الإطار بضمان النهاية الحسنة للعملية.<sup>1</sup>

3- شركة سوناطراك: هي شركة برأسمال يقدر بـ: 240 مليار دج، حيث قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في إطار ممارسة نشاطها بمنح تأشيرتها الأولى تحت رقم 001/97 ل 18/11/1997 لصالح شركة سوناطراك على السندات التي أصدرتها بعد توقيع العقدين سوناطراك والبنك الخارجي الجزائري، وقد بدأت هذه العملية في 10/01/1998 بمبلغ أولي قدره 5 مليار دج بنسبة 13% كضريبة مخفضة وبعلووة إصدار بنسبة 5.2%، ونظرا لإقبال الجمهور قد ارتفع المبلغ إلى 12 مليار دج، وقد بلغت عدد سندات سوناطراك 115000 سند بقيمة إجمالية تقدر بـ 5 مليار دج.

عملية إصدار القرض السندي:

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية لرياض سطيف رقم 03 سنة 2013.

وفقا لتأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (cosob) المحررة تحت رقم 97/001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997م، أعطيت الموافقة لشركة سوناتراك لإصدار قرض سندي بالخصائص والشروط المتمثلة في:

- المصدر: سوناتراك SONATRACH.
- الضامن: بنك الجزائر الخارجي B.E.A.
- المبلغ: 5000.000.000 دج.
- طبيعة الورقة: سندات لحاملها (Au Proteur).
- المدة: 5 سنوات ابتداء من 04 جانفي 1998م.
- فترة الاكتساب: شهرين من 04 جانفي 1998م إلى 28 فيفري 1998.
- تاريخ الحيازة: 01 مارس 1998.
- سعر الفائدة: 13% ثابتة تدفع سنويا.
- سعر الإصدار للجمهور: 97.5%
- عدد الأوراق: 115000 ورقة مقسمة كالاتي:
- 1000 دج (50000 سند)
- 50.000 دج (40.000 سند)
- 100.000 دج (25000 سند)

التسديد: مرة واحدة في نهاية السنة الخامسة.<sup>1</sup>

4- فندق الأوراسي: الأوراسي فندق ذو 05 نجوم، تم تدشينه في 02 ماي 1975، وقد كان محل تجديده وإعادة تجهيزه سنة 1988.

ويمتضى المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات، وتنفيذ البرنامج الخوصصة وبهدف تنشيط بورصة الجزائر، تم اتخاذ قرار

<sup>1</sup> Notice d'information de l'emprunt obligation sonatrach.

إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20% من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم.

الجدول (3-12): نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
15	180.000	بنوك، شركات التأمين الوسطاء
20	240.000	شركات معنوية وتجار
50	60.000	إجراء فندق الأوروبي
60	720.000	أشخاص فيزيائيون
100	1.200.000	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير شركة بورصة الجزائر

الجدول (3-13): القيمة السوقية لفندق الأوراسي: (2007-2017)

القيمة السوقية دج	السنوات
2460.000.000 دج	2007
2.700.000.000 دج	2008
2.700.000.000 دج	2009
2.700.000.000 دج	2010
3.000.000.000 دج	2011
2.040.000.000 دج	2012
2.340.000.000 دج	2013
2.640.000.000 دج	2014
2.900.000.000 دج	2015

2.900.000.000 دج	2016
2.920.000.000 دج	2017

المصدر: تقارير شركة بورصة الجزائر

ثاني : الشركات المدرجة في بورصة مصر

بورصة مصر تسجل أعلى قيمة سوقية في 10 سنوات

سجلت البورصة المصرية ارقاما قياسية خلال التعاملات مسجلة أكبر قيمة سوقية منذ العام 2008 أي في نحو 10 سنوات.

ووفقا لبيانات البورصة المصرية، ربح رأس المال السوقي لاسهم الشركات المدرجة نحو 36.4 مليار، بنسبة ارتفاع تقدر بنحو 4% بعدما صعد من مستوى 892.5 مليار جنيه. وعلى صعيد المؤشرات ارتفع المؤشر الرئيسي "إيجي إكس 30" بنسبة 1.22% بعدما أضاف نحو 190 نقطة، مرتفعا من مستوى 15519 نقطة، لينتهي تعاملات عند مستوى 15709 نقاط وبلغ حجم التداول على اسهم المؤشر الرئيسي نحو 206.4 مليون سهم بقيمة إجمالية تبلغ نحو 30.58 ألف عملية.

وصعد سهم البنك التجاري الدولي صاحب الوزن النسبي الأكبر بين اسهم المؤشر الرئيسي، بنسبة 3.03% عند سعر 79.5 جنيه، بقيمة تداول بلغت نحو 118.18 مليون جنيه. وصعد مؤشر الاسهم الصغيرة والمتوسطة "إيجي إكس 70"، بنسبة 1.22% مضيفا نحو 11 نقطة بعدما ارتفع من مستوى 864 نقطة.

واتجهت تعاملات المستثمرين العرب نحو البيع بصافي بلغ نحو 29.09 مليون جنيه، فيما اتجهت تعاملات المستثمرين الأجانب والمصريين نحو الشراء بصافي بلغ نحو 25.7 مليون جنيه و3.29 مليون جنيه على التوالي.

وتصدر سهم "مصر الجديدة للإسكان" الاسهم القيادية الصاعدة بنسبة 5.44%، تلاه سهم شركة "هوديك" بنسبة 4.8%، ثم سهم "العربية للخليج الأقطان" بنسبة 3.35%.

في المقابل تصدر سهم "جهينة" الأسهم القيادية الهابطة بنسبة 2.9% ثم سهم "جي بي أوتو" نسبة 2.26%، تلاه سهم "أوراسكوم للاتصالات" بنسبة 1.54%<sup>1</sup>.

الجدول (3-14): الشركات المدرجة في بورصة مصر

الشركة	السهم	آخر سعر	نسبة التغيير
البنك التجاري الدولي	Comi	86.6	-0.85
إيكو	RREI	0.66	0.00
القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية	CIRA	21.01	0.29
المصريين للإسكان	EHDR	3.3	0.30
القاهرة للإسكان	ELKA	16.68	0.00
العبور للاستثمار العقاري	O BRI	7.98	-7.81
الشمس للإسكان	ELSH	6.68	-1.90
العربية الإسلامية للتنمية العمرانية	GIHD	6.65	0.00
الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	CCRS	11	-0.26
مصر الحديد للإسكان	HELI	31.39	-2.51
العالمية للاستثمار والتنمية	ICID	13.12	0.00
مدينة نصر للإسكان	NHPS	10.73	-2.69
ميناء للاستثمار السياحي	MENA	2.6	-2.58
الوطنية للإسكان	NHPS	28	0.00
العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	NRPD	7.55	-1.04
سوديك	OCDI	24.98	-2.96
التعمير السياحي	TOUR	6.25	0.00
العربية للصناعة الهندسية	EEILR1	0.09	37.50

المصدر: تقارير بورصة مصر

الجدول (3-15): القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> تقارير البورصة المصرية.

الشركة	القيمة السوقية
البنك التجاري الدولي	100.844.335.480.00 جنية
إليكو	162.624.000.00 جنية مصري
القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية	4.524.748.084.50 جنية
المصريين للإسكان	304.433.648.24 جنية
القاهرة للإسكان	0.00 جنية
العبور للاستثمار العقاري	47.890.777.35 جنية
الشمس للإسكان	810.700.000.00 جنية
الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	0.00 جنية
الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	57.700.000.00 جنية
مصر الحديد للإسكان	13.973.891.760.00 جنية
العالمية للاستثمار والتنمية	0.00 جنية
مدينة نصر للإسكان	10.808.568.216.76 جنية
ميناء للاستثمار السياحي	198.000.000.00 جنية
الوطنية للإسكان	0.00 جنية
العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	59.546.144.00 جنية
سوديك	8.629.349.420.28 جنية
التعمير السياحي	0.00 جنية
العربية للصناعة الهندية	800.800.00 جنية

المصدر: معلومات من الانترنت بالاعتماد على تقرير البورصة المصرية

### المطلب الثاني: أثر السوق المالية على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية "الجزائر-مصر".

تؤدي سوق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، إذا تعمل على تعبئة المدخرات وتوظيفها على المدى الطويل، واصبحت بذلك مقياسا للادخار و الاستثمار، ويظهر دورها في الاتجاهات التالية:

<sup>1</sup> [www.mubasher.info/countries/eg/companies](http://www.mubasher.info/countries/eg/companies)

### الفرع الأول: دور البورصة بالنسبة للاقتصاد

تعد البورصة أداة الدولة في تحقيق مجموعة من الأهداف، ويتضح دورها في النقاط التالية:

- **دفع عجلة الاقتصاد:** تقوم البورصة بدور هام في تحقيق التنمية الشاملة في الاقتصاد باعتبارها القناة التي تمر منها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لأجل تمويل المشاريع، وتحقيق حركية في الاقتصاد.
- فالبورصة تعتبر جهازا ماليا هاما لتوزيع الادخار على مختلف الوحدات الاقتصادية التي تحقق الاستثمارات باعتبارها سوق منظمة تقوم على المنافسة.
- **دورها في خلق السيولة:** تلعب البورصة دورا كبيرا في خلق السيولة الكافية للمستثمرين عند رغبتهم في تسهيل الاستثمارات في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة بسهولة وبسعر مناسب إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: دور البورصة بالنسبة للمؤسسات

- إن للبورصة دور هام بالنسبة للمؤسسة المقيدة فيها والتي قد استوفت الشروط والقوانين الساري العمل بها في البورصة، نذكر أهميتها كما يلي:
- **الاستثمار في الأوراق المالية:** تعد البورصة مجالا واسعا لجميع الشركات التي لها فوائض أو تعاني من عجز مالي أن تلجأ على البورصة لتلبية حاجتها، سواء بإصدار الاسهم والسندات أو القيام بشراء القيم المعروضة، وبالتالي تحقيق عائد مالي.
  - **وسيلة لزيادة رأسمالها:** نلاحظ عند حاجة المؤسسة لزيادة رأسمالها أن تلجأ إلى تمويل إضافي عن طريق إصدار أوراق مالية إضافية في السوق الأولية، ليكتسب فيها الأفراد والمتعاملين وتداولها في السوق الثانوية، مما يسمح بزيادة رأس مال الشركة وتوسيع قاعدة المساهمين.

<sup>1</sup> صليحة بولحية، تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2011)، مرجع سبق ذكره، ص 17.



- تأمين جو المنافسة: يقوم نشاط المؤسسات في البورصة على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوتة عليها في تسعيرة البورصة، وبالتالي يتميز الوضع في البورصة بأن جميع الاسعار التي تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، وتسجل في سجلات وتطبع في نشرات مما يمنع من حدوث مضاربات.

### الفرع الثالث: دور البورصة بالنسبة للعائلات والمستثمرين

يمكن حصر الفوائد التي تعود على القطاع العائلي والمستثمرين بالبورصة في النقاط التالية:

- من منظور المردودية: تمكن البورصة القطاع العائلي من توظيف مدخراته في القيم المنقولة المعروضة بالبورصة لأجل الحصول على عوائد.
- من المنظور الضريبي: كثيرا ما تكون هناك إعفاءات ضريبية على القيم المنقولة "السندات" ويعد ذلك من الحوافز التي تشجع القطاع العائلي والمستثمرين من توظيف أموالهم في الأوراق المالية في البورصة.
- من منظور فائض القيمة: يتجه المستثمرين إلى البورصة فوائض مالية من خلال عمليات المضاربة التي تجري بالبورصة بيعا وشراء للأوراق المالية واستغلال الفوارق السعرية لتحقيق الأرباح، ومنه يمكن القول أن البورصة هي قنوات استثمار أمام الأفراد، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية لكل الأطراف المتعاملة بها.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: واقع بورصة الجزائر وبورصة مصر

#### الفرع الأول: مكانة البورصة الجزائرية في الاقتصاد الوطني

منذ إنشائها في نهاية التسعينات لا تزال بورصة القيم للجزائر حبيسة الـ: 120 مليار دولار وهو مستوى حجم الأسهم والسندات المتداولة بها واقتصر المشاركة فيها على ثلاث مؤسسات وطنية وعمومية هي: رياض سطيف، الأوراسي، صيدال، وهذا بعد انتهاء مدة القرض السندي لسوناطراك، علما أن صيدال مهددة حيث أعاد السيد علي عون التأكيد على قضية مطالبته بتجميد تسعيرة اسهم

<sup>1</sup> بن اعمر حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص 106.

صيدال في البورصة لمدة محددة ريثما يتم إيجاد حل لوضع غير طبيعي يهدد المجمع بالزوال على المدى المتوسط والبعيد وردد علي عون أن الإجراء التقني+ المعمول به دوليا وبصورة عادية ودورية وأنه لا يهدف إلى توفيق أو خروج مجمع صيدال من البورصة، لكن يهدف إلى إيجاد حل لوضع غير طبيعي بعد تسجيل قيمة أسهم صيدال في البورصة بتراجع محسوس.

وسيصدر هذا القانون الجديد حول البورصة ونحن ننتظر ما ستؤول إليه الأموال، كما نرى أن هناك إمكانية لتدخل السلطات العمومية من خلال عرض الشراء العمومي.

والمعلومات التي ردها نواب المجلس الشعبي الوطني وهم يسألون وزير المالية عن حالة الترددي التي تمر بها بورصة الجزائر، تقول أن بورصة جمهورية جنوب إفريقيا بها 50 مليار دولار وهي حديثة النشأة، وبورصة المغرب وتونس وبها أكثر من 50 مؤسسة في كل منها وما بين الكبيرة والمتوسطة.

رغم اختلاف نواب الهيئة التشريعية في 08 جانفي 2003 في مناقشتهم لمشروع القانون المعدل والمتمم لبورصة القيم المنقولة، في تحديد أسباب المرض اذي أصاب بورصة الجزائر، وذلك بالنظر إلى اختلاف إلى توجيهها كل حزب إلا أن التدخلات تقاطعت في نقطة واحدة "الحكومة" لم تقم بأي عمل يشجع المدخرين والمتعاملين على الدخول إلى البورصة، وتراوحت تدخلات النواب بين الراضين للمشروع القانوني، فحاذر البعض من مخاطر البورصة على الاقتصاد الوطني بدليل تضييع 500 مليون دج في ظرف أسبوع واحد.

كما أقر البعض على أنه تعدد البورصة عاملا لتشجيع تسريح العمال، وغلق الشركات الإنتاجية وأن التردد في الحسم في الخيارات الاقتصادية منذ عشرية كاملة لدى السلطات العمومية كان من ضحاياه بورصة الجزائر، والسبب في تأخر وضعية البورصة يعود لغياب الإرادة السياسية والخوف من الشفافية.

حيث أشار وزير المالية أن الإطار القانوني والوسائل المادية لا تكفي وحدها لإحداث انطلاقة في البورصة.

ونستخلص من هذا اللبس، أن لم يتوفر بعد المناخ للاستثمار في البورصة، وعدم وجود الإرادة لدى المدخرين<sup>1</sup>، وأن بورصة الجزائر تمتاز بقلّة عدد الشركات المدرجة بها، وهو ما جعلها تشهد ركودا كبيرا في نشاطها وتنمو بمعدل بطيء جدا، وتمتاز بالتذبذب في معاملاتها الأمر الذي يعكس انخفاض سيولتها بشكل كبير، وبالتالي فهي بعيدة كل البعد عن فعالية سوق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية.

### الفرع الثاني: مكانة البورصة المصرية في الاقتصاد الوطني

قالت إدارة البورصة المصرية، أن سوق الاسهم المصرية كانت الأعلى نموا بين الأسواق العربية في 2017 بزيادة 19 في المائة عن عام الماضي، في ظل الرواج القوي الذي شهدته عمليات التداول مع تبني البلاد برنامج إصلاحى برعاية صندوق النقد الدولي.

وقارن التقرير السنوي للبورصة المصرية، بين أداء بورصة مصر وبورصات دول الخليج ودول شمال إفريقيا.

وكما أن مصر أبرمت اتفاق قرض مع صندوق النقد بقيمة 12 مليار دولار في نوفمبر الماضي، ونفذت خلال الأشهر الأخيرة من 2016 إصلاحات شملت تحرير سعر الصرف والتوسع في ضرائب القيمة المضافة مع ترشيد للدعم بهدف السيطرة على عجز الموازنة.

وسجلت مؤشرات البورصة قفزات مهمة منذ نوفمبر 2016، حيث ارتفع المؤشر الرئيسي من تاريخ تحرير سعر الصرف في اليوم الثالث شهر نوفمبر عام 2016، حتى جلسة 28 من ديسمبر الماضي بنحو 70 في المائة.

وجاءت هذه الطفرة في الأداء متسقة مع توقعات المحللين، حيث قال أحدهم في تصريحات سابقة بعد التعويم المستثمر الأجنبي لن يحقق أرباحا فقط على الاستثمار في البورصة بل أيضا سيحقق أرباحا على العملة، حيث ظهرت بيانات التقرير السنوي دور المستثمرين الأجانب في دعم السوق المصرية، حيث بلغ صافي مشترياتهم خلال 2017 نحو 7.4 مليار جنيه، ويقدر التقرير أن السوق المصرية

<sup>1</sup> Liberté économie du 22 au 28/01/2003.

جذبت 22 ألف مستثمر جديد في 2017، مقارنة بنحو 17 ألف مستثمر في العام السابق، ودخلتها 1150 مؤسسة وصندوق أجنبي مقارنة بنحو 900 مؤسسة وصندوق أجنبي في العام السابق.

واعتبر التقرير أن حملات الترويج التي قامت بها إدارة البورصة اسهمت في استعادة ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المصرية بشكل كبير، حيث شهد العام الماضي حملات ترويج في عدد من مراكز المال العالمية مثل لندن ونيويورك للقاء عدد من المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار، التي تدير أصول تقترب قيمتها من 5 تريليونات دولار، وأسهم إقبال الأجانب على مصر في تعزيز الطروحات الجديدة خلال العام المنتهي، حيث يقول التقرير إن نسبة الأجانب الذين دخلوا إلى الإكتتاب العامة خلال 2017 زادت بشكل ملحوظ وتجاوزت 65 في المائة في المتوسط.

وبلغ عدد طروحات العام المنتهي 6 طروحات بقيمة قدرت بنحو 4 مليارات جنيه، التي — 65 في المائة عن طروحات العام الماضي، وكانت نسب التغطية لهذه الطروحات مرتفعة بلغت 31 مرة بعض الطروحات.

أما على مستوى زيادات رؤوس الأموال، فقد تم تنفيذ 46 زيادة رأسمال في 2017 بقيمة 9.7 مليار جنيه بزيادة 86 في المائة عن العام السابق، وشهدت الأشهر الأربعة الأخيرة فقط 4.2 مليار من هذه الزيادات.

وزادت أيضا الإستحواذات والصفقات في 2017 إلى 6 مليارات جنيه بارتفاع نسبته 146 في المائة عن العام الماضي.

وفقدت القيمة المسجلة للإستحواذات إلى نحو 1.7 مليار جنيه، بارتفاع قدره 229 في المائة عن العام الماضي.

وفقدت القيمة المسجلة للإستحواذات إلى نحو 1.7 مليار جنيه، بارتفاع قدره 229 في المائة عن العام السابق، كما قفزت قيمة ذات الحجم الكبير إلى ما يزيد على 4.4 مليار جنيه بارتفاع قدره 124 في المائة عن العام السابق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> تقارير شركة بورصة مصر بالاعتماد على الموقع الرسمي للبورصة، 45: 16 consulter à [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)

كما عقدت إدارة البورصة عدد من الاجتماعات مع مسؤولي الشركات المقيدة للتدريب على التحول إلى نظام الإفصاح الإلكتروني بشكل كامل لكل الشركات، وفي هذا السياق وضعت إدارة البورصة برنامج زمني لإلتزام كل الشركات المقيدة باستخدام نظام الإفصاح الإلكتروني خلال الفترة المقبلة، وذلك لضمان كفاءة أفضل في انتقال المعلومات والبيانات، ووصولها للمستثمرين في أسرع وقت، حيث ارتفع عدد الشركات التي تتعامل بنظام الإفصاح إلى 177 شركة.

وأطلقت إدارة البورصة المصرية خلال 2017 أول خريطة إلكترونية لتوفير بيانات عن مواقع الشركات المقيدة، وكذلك أهم البيانات المالية وآخر الأخبار المنشورة عنها، كما أطلقت خريطة أخرى للشركات الأعضاء "شركات السمسرة في الأوراق المالية" لتوفير بيانات المقال المختلفة والخدمات المتاحة لديها، وقد تمت إتاحة الخريطة على موقع البورصة الإلكتروني ليتمكن المستثمرين من الإطلاع عليها بصورة مستمرة، أما فيما يتعلق بأصول الشركات المقيدة، فقد انتهت البورصة المصرية من إعداد نموذج الحصول على البيانات، التي تشمل مواقع أصول الشركات المقيدة وستتم مطالبة الشركات المقيدة بها.

وبصفة عامة فقد كانت السوق في حالة رواج لم تشهده البلاد منذ ما يقرب من عشر سنوات، حيث يقول التقرير إن مستويات التداول للسوق الرئيسية بلغت في العام المنتهى 292 مليار جنيه وهو أعلى تداول منذ 2009 ورابع أعلى مستوى تداول يتحقق في تاريخ البورصة، وقالت إدارة البورصة في تقريرها "يعتبر عام 2017 بداية قوية لظهور ثمار برنامج الإصلاح الاقتصادي الجاري الذي قامت به الحكومة المصرية بداية من يوليو 2014، واستكمل جزءا كبيرا من هذه الإصلاحات في سبتمبر 2016، التي تضمن خطوات رئيسية لتحرير الاقتصاد جاء مقدمتها سياسات نقدية مرنة ركزت على تحرير سعر الصرف بشكل كامل للمرة الأولى في تاريخ الاقتصاد المصري في نوفمبر 2016، بالإضافة مالية استهدفت إعادة هيكلية منظومة الدعم واستحداث ضريبة القيمة المضافة في سبتمبر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> المحاضرة الأولى للملتقى التثقيفي، لدى الخبراء المال بتاريخ، 20 نوفمبر 2017، <https://aawsat.com>.

خاتمة

### خاتمة:

من خلال دراستنا لهذا البحث استطعنا الإجابة على بعض الاسئلة التي تشغلنا، غير أن الجدل كان قائم حول دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، قصد معرفة أهمية الدور الذي تأديه تلك الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية في الدول النامية.

حاولنا في الفصل الأول التطرق إلى الإطار النظري إلى التنمية الاقتصادية وأهم الأهداف التي تسعى إليها، فوجدنا أنها تشمل جميع جوانب الحياة في المجتمع وتتجاوز بذلك مفهوم النمو الاقتصادي ومن أجل الوصول إليها اعتمدنا على شرح بعض النظريات الكلاسيكية والحديثة المفسرة للتنمية الاقتصادية. أما في الفصل الثاني فتطرقنا للأسواق المالية، فرأينا أن الأسواق المالية هي السمة الحضارية للاقتصاديات الدول، كما أن للأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة لكنها في واقع الأمر تمثل حلقة اتصال بين القطاعات المختلفة في تأدية وظائفها الاقتصادية الاساسية ينقل الأموال الفائضة من القطاعات التي تملكها إلى القطاعات التي تعاني من عجز أما الفصل الثالث والأخير فقد تناولنا دراسة للمجموعة من الاسواق المالية في الدول من بينها الجزائر ومصر، حيث اتضح من خلال واقع أسواق المالية في الجزائر ومصر أنها تعاني عدة عوائق متباينة من سوق لآخر أي الجزائر ومصر، وبما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى أي المرحلة الجنينية، والسبب في ذلك يعود إلى فقر أسواق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة.

امام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير سوق الأوراق المالية للدول النامية، ذلك أن تطورها سيساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات كفاءة العالية وخلق اسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية ومن ثمة تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي بشكل عام.

### الاختيار الفرضيات:

- الفرضية الأولى: هناك عدة نظريات مفسرة لمفهوم التنمية الاقتصادية منها النظريات الحديثة، ثبات الفرضية الأولى والتي تنص على أن هناك عدة نظريات مفسرة لمفهوم التنمية الاقتصادية

خاصة في الدول النامية وذلك من خلال ما تبين في عدة نظريات حيث اتضح أن هناك نظريات كلاسيكية ونظريات حديثة.

- **الفرضية الثانية:** هناك عدة أدوات متداولة في السوق المالية والتي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، ثبات صحة الفرضية الثانية والتي تنص على هناك عدة أدوات متداولة في سوق المالية والتي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال أنواع السوق المالية والأدوات المتداولة في سوق راس المال والسوق النقد.

- **الفرضية الثالثة:** تلعب الاسواق المالية دورا هاما في الدول النامية لتساهم في دعم المؤسسات الاقتصادية وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية، ثبات صحة الفرضية الثالثة التي تنص أن الأسواق المالية تلعب دورا هاما في كل دعم الاقتصادية، وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال ما تبين في المؤسسات المدرجة في كلتا البورصتين الجزائر ومصر.

### أهم النتائج المتوصل إليها:

- الأسواق المالية هي السمة الحضارية لاقتصاديات الدول ولها وظائف اقتصادية مهمة تؤدي إلى دفع عجلة التنمية الاقتصادية.
- الأسواق المالية وهي وسيلة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية وخطط التنمية الاقتصادية.
- التنمية الاقتصادية تعني إحداث تغيرات في الهيكل والبنيات الاقتصادي
- ضرورة القيام بتطوير أسواق المالية عن طريق توفير الكوادر البشرية القادرة على مواكبة التطورات المالية الحديثة وما رافقه من ابتكارات وأدوات استثمارية متعددة وكيفية التعامل مع المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية لكي يكون لها دورا إيجابي في تطوير اقتصاديات هذه الدول.

### توصيات البحث:

- ضرورة اتباع استراتيجية المناسبة لتحقيق التنمية الاقتصادية
- ضرورة تطوير الأسواق المالية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية



- على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بأسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للدول النامية مما يساعد هذا على تحسين كفاءة السوق.
- على الشركات المدرجة في سوق المالي للدول النامية أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات واثابها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف.
- تنوع الأدوات المالية مما يساعد المستثمرين في عمالية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب بها، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق.

**آفاق البحث:** أما بالنسبة لآفاق البحث فإننا نطرح آفاق علمية جديدة تتمثل في:

1. التعرف على التنمية الاقتصادية والنظريات المفسرة لها.
2. التطلع على ماهية الأسواق المالية
3. دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية
4. دراسة كفاءة الأسواق المالية.

قائمة المصادر

والمراجع

## قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع:

الكتب:

- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، "إطار التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2010.
- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، 2013.
- جلال إبراهيم العيد، بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، 2005.
- جمال حلاوة، علي صالح، مدخل إلى علم التنمية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية، عقود مستقبلية الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- حسين علي حربوش، عبد المعضى رضا ارشيد، محفوظ أحمد جواة، الأسواق المالية، دار الزهراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2017.
- الداغر محمود محمد، الاسواق المالية "مؤسسات، أوراق مالية"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- رسمية أحمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- رسمية أحمد موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010.

## قائمة المصادر والمراجع

- زاهر عبد الرحمن عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- سعيد سامي حلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، الدار اليازوري للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، 2010.
- سهيلة فريد نباتي، التنمية الاقتصادية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2015.
- الشرفات علي، التنمية الاقتصادية في العالم العربي، دار حليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، 2017.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، الأسواق المالية "بنوك تجارية"، أسواق أوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، 2001.
- عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2008.
- علي حاج، عامر خطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2012.

## قائمة المصادر والمراجع

- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2011.
- فليح حسن حلق، النقود والبنوك، جدار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، دار المسير للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2013.
- كامل علاوي كاظم الفتاوي، حسن لطيف كاظم التريدي، مبادئ الاقتصاد، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية المنظور الإسلامي، مركز النشر العلمي، جدة السعودية، الطبعة الأولى، 2010.
- محب خلة توفيق، الهندسة المالية "الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الإسكندرية مصر، 2018.
- محمد الصرقي، البورصات، دار الفكر الجامعي العالمي للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى، 2008.
- محمد خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2018.
- محمود دين الزعي، البعد الاقتصادي للتنمية السياسية في الأردن، دار الكتاب العلمي للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007.

- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، 1993.

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع منشأة المعافر، الإسكندرية مصر، طبعة 2012

### قائمة الرسائل الجامعية:

- بحيرة شريفة، الاختلاف في توزيع الدخل واثره على التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة ماستر، جامعة تيارت، 2014-2015.

- بن عبو فاطمة، مولياط مليكة، التنمية الاقتصادية في بلدان النامية، مذكرة لنيل شهادة ماستر، جامعة تيارت، 2014-2015.

- بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2014-2015.

- بن قومان مسعودة، اثار الاسواق المالية على التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة ماستر، جامعة تيارت، 2011-2012.

- بوضيف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، جامعة قسنطينة، 2007.

- سميحة بن محياوي، دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة، 2014-2015.

- عبلة عبد الحميد بخاري، التنمية والتخطيط الاقتصادي، قسم الاقتصاد، جامعة الملك عبد العزيز، 2017.

- فارس رشيد، التنمية الاقتصادية في الوطن العربي، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، المملكة الأردنية الهاشمية، عمان الأردن، 2008.

- كبداني سيد أحمد، أثر النمو الاقتصادي عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2012-2013.
- نور الدين بومدين، صناعة الهندسة المالية واثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة شلف، 2014-2015.

### المواقع الإلكترونية:

1. Guide de l'admission par la cosob, Alger, 1998.
2. Liberté économie du 22 au 28/01/2003.
3. Notice d'information de l'emprunt obligatoire Sonatrach.
4. [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)
5. [www.Sgbv.dz](http://www.Sgbv.dz). تقارير للشركات المدرجة في بورصة الجزائر

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وتوضيح النظريات الكلاسيكية والحديثة المفسرة للتنمية الاقتصادية، ومن هنا تعتبر الأسواق المالية جهاز تمويلي يقوم بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية وذلك عن طريق استخدام مختلف القيم والأدوات المالية ليتم بعد ذلك المقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة مصر وتقييم كفاءة أسواق المال كل من بورصة الجزائر وبورصة مصر، بالاعتماد على المؤشرات والقيم السوقية.

## الكلمات المفتاحية:

التنمية الاقتصادية، السوق المالية، دور الأسواق المالية، بورصة الجزائر، بورصة مصر.

## **Résumé:**

*Cette étude vise à mettre en évidence le rôle des marchés financiers dans le financement du développement économique, et de clarifier les théories classiques et le développement économique inexplicée moderne, d'où les marchés financiers est considéré comme un dispositif de financement qui mobilisent l'épargne et les canaliser vers les opportunités d'investissement et un facteur important pour attirer des capitaux étrangers et nationaux, grâce à l'utilisation de différentes valeurs et outils La Bourse algérienne et la Bourse égyptienne et l'évaluation de l'efficacité des marchés de capitaux de la Bourse algérienne et de la Bourse égyptienne, en fonction des indicateurs et des valeurs de marché.*

## **Les mots clés:**

*Développement économique, Marché financier, Rôle des marchés financiers, Bourse d'Alger, Bourse d'Egypte.*