



جامعة عين تموشنت بلحاج بوشعيب
Ain Témouchent University Belhadj Bouchaib



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

الموضوع

أثر تطور السوق المالي على النمو الإقتصادي في الجزائر

مذكرة مقدمة للحصول على شهادة ماستر أكاديمي

إعداد الطالبين:

✓ بن زروق المصطفى

✓ بن سكران هواري

مقدمة أمام لجنة المناقشة المكونة من:

رئيسا

الأستاذ (ة): الاسم واللقب سي محمد فايزة

مشرفا

الأستاذ (ة): الاسم واللقب طويل مريم

ممتحنا

الأستاذ (ة): الاسم واللقب لخضاري نجاة

السنة الجامعية: 2022-2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ
الَّذِي يُخَوِّضُ الْغَوَّاصِينَ
الَّذِي يُصَوِّرُ الْبَشَرَ
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ

شكر وعرهان

الحمد لله أولا وأخرا، ظاهرا وباطنا كما يجب ربى ويرضى، نحمده تعالى ونشكره على نعمه وجزيل عطائه

ونصلى ونسلم على خاتم الأنبياء المرسلين سيدنا محمد وقدوتنا صلوات ربى وسلامه عليه.

نتقدم بالشكر الجزيل إلى:

الأستاذة المشرفة ، التي تفضلت بقبولها الإشراف على هذا العمل

وكذا جهودها المخلصة ودعمها المتواصل لنا فى سبيل انجازه، وكذا تعاملها الطيب والدائم معنا.

الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الكرام على تفضلهم القبول على مناقشة هذا العمل.

وفى الأخير نتوجه بخالص شكرنا وأمانينا إلى كل من ساهم معنا فى إتمام هذا العمل من بعيد أو قريب

راجين من المولى عز وجل أن يجعل هذا فى ميزان حسناتهم، وشكرا للجميع

إهداء

إلى من كرمهما الله في كتابه الحكيم بعد بسم الله الرحمن الرحيم (ولا تقل لهما أف
ولا تنهرهما و قل لهما قولا كريما)

إلى من حملتني وهنا على وهن وصهرت علي الليالي لأبلغ المعالي إليك أماه الحنونة
يا أطيب رحيق في الوجود حفظك الله و أطال في عمرك
والى من هو سندي و تاج رأسي وقدوتي في الحياة أبي جفضه الله و أطال في عمره
وألبسه ثوب الصحة والعافية

و إلى أخواتي قرة عيني و مشدود بهما أزري و من جبههم يجري في عروقي حفظهما
الله ورعاهم

هوارى

إهداء

إلى أبي الغالي و أمي العزيزة لن و لم أجد الكلمات و الحروف التي تكفي كي اعبر
فرحتي بها لكم

إلى صاحب السيرة العطرة والفكر المستنير فلقد كان له الفضل الأول في بلوغي إلى
ما وصلت له، والدي الحبيب حفظهم الله و أطال في عمره وألبسه ثوب الصحة
والعافية

إلى من وضعتني على طريق الحياة وراعتني حتى صرت كبيرة، أمي الغالية أطال الله
في عمرها وألبسها ثوب الصحة والعافية

إلى أخي وأخواتي الذين كانوا سنداً لي في مسيرتي أبقاكم الله لي وحفظكم يا رب
العالمين

.

المصطفى

فهرس المحتويات

الشكر و العرفان	
الاهداء	
02	مقدمة
الفصل الأول الإطار النظري للسوق المالي	
09	تمهيد
10	المبحث الأول : الإطار النظري للسوق المالي
10	المطلب الأول : السوق المالي
11	المطلب الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني.
17	المطلب الثالث : واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر
21	المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي النمو الإقتصادي
21	المطلب الأول : ماهية النمو الإقتصادي
24	المطلب الثاني : أهمية النمو الإقتصادي
32	المطلب الثالث : محددات النمو الإقتصادي في الجزائر
34	خلاصة
الفصل الثاني دراسة قياسية	
37	المبحث الأول : تجربة الشركات المصدرة للأوراق المالية ببورصة الجزائر
37	المطلب الأول : القرض السندي لسوناطراك
37	المطلب الثاني : مجمع Eriad-Setif
38	المطلب الثالث : مجمع صيدال

41	المبحث الثاني : أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر
41	المطلب الأول :نسبة رأس مال السوق market capitalisation
49	المطلب الثاني : تجارب بعض البورصات العربية في مجال التطوير
53	المطلب الثالث : آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر .
58	خلاصة
60	خاتمة
69	قائمة المصادر و المراجع

مقدمة

يعتبر النمو الاقتصادي أحد أهم المؤشرات الاقتصادية التي شغلت حيز كبير من اهتمام الاقتصاديين وصناع القرار في الدول خاصة النامية منها والتي تسعى إلى تحسين المستوى المعيشي لديها من خلال رفع معدلات نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فيها. وفي هذا الإطار السؤال الرئيسي الذي شغل الباحثون في التنمية الاقتصادية هو. لماذا ا تنمو الدول بمعدلات مختلفة أو بعبارة أخرى كيف استطاعت بعض الدول تحقيق مستويات نمو اقتصادية عالية فيما عجزت دول أخرى عن تحقيقي ذلك.

وفي السنوات الأخيرة برزت العديد من النماذج النظرية التي تؤسس لوجود ارتباطا إيجابي بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وقد ركزت معظم الأبحاث الاقتصادية في هذا المجال على الطريقة التي تؤثر بها الوساطة المالية المتطورة على النمو الاقتصادي، وقد تمت الإشارة إلى أن هذا التأثير يكون من خلال دور الوساطة المالية في رفع معدلات الادخار وبالتالي توفير موارد مالية إضافية للاستثمار وتراكم رأس المال ومن خلال دورها في تحسين فعالية تخصيص الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة إنتاجية الاستثمارات، وبالتالي فإن فعالية النظام المالي تتوقف على مدى كفاءته في إطار هاتين الوظيفتين، حيث يرى العديد من الاقتصاديين أن فعالية النظام المالي ترتبط ارتباطا كبير بدرجة تطوره، نتيجة لوجود تأثير إيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي (McKinnon Shawana 1973)

، Maxwell Fry (1989) Gel(1988)، كما أن درجة تور الأنظمة المالية يرتبط بالسياسات المتبعة من طرف الحكومات في تسيير أنظمتها المالية، حيث أن معظم البلدان النامية أخضعت أنظمتها المالية لمجموعة من القيود والضوابط على النشاط المالي والبنكي، مثل تحديد أسقف لمعدلات الفائدة (الدائنة والمدينة) أدنى من مستواها التوازني في السوق، وإتباع سياسة توجيه الائتمان، وتتمثل هذه الإجراءات ما أطلق عليها الاقتصاديان Mackinnon Shawبا الكبح " المالي " وقد أوضحنا أن سياسة الكبح المالي التي اتبعتها الدول النامية بعد الحرب ع2 لم تؤدي إلى تحسين تراكم رأس المال ولا إلى النمو

الاقتصادي، وبالمقابل فقد دعى إلى التحرير المالي كأفضل سياسة لتحقيق تطور القطاع المالي كأفضل سياسة لتحقيق تطور القطاع المالي وزيادة مساهمته في دعم النمو الاقتصادي.

أعمال كل من (2004) Dhingra ، (2000) Shaw McKinnon Levine حيث تعتبر وآخرون والتي تمحورت غالبيتها حول موضوع الأثر الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي.

إشكالية البحث:

نظرا للجدل الدائر بين علماء الاقتصاد وعدم الحسم في اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي من جهة و الإصلاحات المالية والمصرفية التي باشرتها الحكومة الجزائرية بصدور قانون النقد والقرض (10-90) في 14 أفريل 1990 والأمر رقم 03-11 الصادر في 26 سبتمبر 2003 وما تبعه من تعديلات من أجل تمكين النظام المالي والمصرفي من القيام بدور فعال في عملية التمويل وتعبئة المدخرات وتوزيعها على مختلف أوجه الاستثمارات لإنعاش الاقتصاد الوطني من جهة ثانية، يمكننا صياغة التساؤل التالي: هل يمكن اعتبار تطور النظام المالي في الجزائر أحد مسببات النمو الاقتصادي؟ أم هو نتيجة المتطلبات التنموية الاقتصادية؟

فرضيات الدراسة:

من المتوقع أن تتوافق نتائج هذه الدراسة مع أي من الفرضيات التالية:
الفرضية الأولى: أن النمو الاقتصادي يؤدي إلى التطور المالي، وعليه السببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي (فرضية الطلب التابع . Demand following)
الفرضية الثانية: أن التطور المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي، وهذا يعني أن السببية تتجه من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي (فرضية العرض القائد . supply-Leading)

الفرضية الثالثة: أن هناك علاقة سببية ثنائية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي، ومن التطور المالي إلى النمو الاقتصادي.

أهداف الدراسة:

سوف تتصرف الدراسة لتحديد النقاط التالية لتكون أهدافها لها، وهي:

دراسة المرجعيات النظرية للعلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، وتحليل وجهة نظر كل من المدرسة الهيكلية للتحويل ومدرسة التقييد المالي و مدرسة نظرية النمو الداخلي.

دراسة تطور المصرفي الجزائري من خلال الإصلاحات المالية والمصرفية التي بدأت فعليا مع صدور قانون النقد والقرض (90-10) وتقييم أداء النظام المصرفي في جذب الودائع وقدرته على تغطية النشاط الائتماني.

تحليل وتقييم مؤشرات تطور النظام المصرفي الجزائري.

-قياس العلاقة السببية وتحديد اتجاهها بين التطور المالي بمختلف مقاييسه والنمو الاقتصادي في الجزائر.

أهمية الدراسة:

تظهر أهمية الدراسة من خلال الموضوع بحد ذاته، فلا تزال العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي محل جدل في الكتابات العلمية الأخيرة، لاسيما بسبب مالها من آثار هامة على السياسات. وفي حالة وجود دليل مقنع على أن للتطور المالي تأثير كبير على النمو الاقتصادي، ينبغي أن يعطى صانعو السياسات أولوية الجميع السياسات التي تمس أداء النظام المالي. وفي المقابل إذا ما أيدت الأعمال التطبيقية أن التطور المالي ما هو إلا نتيجة للنمو الاقتصادي، ينبغي أن تركز السياسات الإنمائية على المجالات التي من المتوقع أن تقود النمو الاقتصادي.

منهجية الدراسة وأدوات البحث المستعملة:

قصد الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية واختبار صحة الفرضيات سوف تعتمد على المنهج الوصفي في الجزء النظري للدراسة، وذلك لعرض مختلف المفاهيم المتعلقة بتطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، وكذا العلاقة بينهما.

أما في الجانب التطبيقي للدراسة سوف نعتد على المنهج الإستقرائي باستخدام الأساليب القياسية الحديثة لتحليل السلاسل الزمنية والمتمثلة في اختبارات الاستقرار التكامل والسببية، حيث نصل من خلالها إلى نتائج، واقعية، وبذلك نتجنب النتائج المضللة التي يتم التوصل إليها بطرق الانحدار التقليدية في ظل عدم استقرار السلاسل الزمنية لأغلب المتغيرات الاقتصادية.

محتويات البحث:

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة، فإن البحث تضمن إضافة إلى المقدمة العامة والخاتمة العامة أربعة

الفصل الأول

تمهيد :

إن تحقيق النمو الاقتصادي ، وضمان إستمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الإقتصادية في كل الدول ، و يرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الإقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيها منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك ، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، على عكس التمويل غير المباشر يعتبر التمويل المباشر تلك الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أخرى مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية ، وذلك من خلال آلية السوق المالي .

ومن هذا المنطلق نحاول من خلال هذا الورقة إبراز دور السوق المالي في تمويل الاقتصاديات الوطنية والآليات التي تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين .

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

المبحث الأول : الإطار النظري للسوق المالي

المطلب الأول : السوق المالي

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق وهذا يعني ان السوق لا تتحصر في مكان جغرافي محدد بل يكفي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بالبائع والمشتري. والسوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد بمقارنة بسوق المادية الا ان مفهومه لا يختلف عن مفهوم الاسواق الاخرى سواء من حيث تنظيمها وأن أسواق مالية هي الوسيلة الوحيدة لضمان الاستخدام الافضل لموارد المجتمع، فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع الى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال والذي يعتبر أهم عامل 1 ويعرف أيضا هو أداة هامة لتوفير وتقديم الانشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الاساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الاساسية في شقين الاول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الانشطة المختلفة.¹

وقد عرف ذلك هو الاطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الى الاموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصال فعالة.²

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن ان نستخلص او نستنتج ان سوق المالية هو الحل المناسب لوجودها لأنها تجمع بين الطرفين فتوفر للطرف الاول المكان الملائم للاستثمار

¹ عمرو محي الدين "المال" والصناعة" مجلة دورية العدد الثامن عشر بنك الكويت الصناعي ص 2000 ص 12

² د. عبد الغفار حنفي ودرسية قرياقص - السوق والمؤسسات المالية - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية سنة 2001 ص 213.

أو الذي لا يتطلب أي خبرة ، كما توفر للطرف الثاني رؤوس الأموال اللازمة لذلك وذلك من خلال أصول المالية المتداولة في هذه الأسواق.

المطلب الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني.

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية من هذا المنطلق تكمن أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي :

أولا : الأهمية المالية.

لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة. و لجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بهذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح و تستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل و عليه فإن البورصة تؤدي دورا مزدوجا إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

1-بالنسبة للمستثمر.

يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

¹د. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام مرجع سابق ذكره ص 106

"فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين و المعنويين المستثمرة في شكل أسهم و سندات، و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا لظروفه الطارئة و التي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة⁽¹⁾، إذا فحامل السهم لا يمكنه استرجاع مدخراته من الشركة التي يساهم بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الإقتصادية و تبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة، و عليه فلحملة الأسهم الحق في التنازل عنها لغيرهم بالبيع في البورصة، و بهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن من ناحية العرض و الطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة و الاحتياجات الخاصة.

2- بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية.

الحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، "حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها"، و عليه فإن القيد بالبورصة

يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحياتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيته، و هو ما يخلق درجة من الاطمئنان و الثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الإقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و احتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض " التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في

(1) عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، " أسواق المال " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 09 .

الأسهم"، التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدرا للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى.

هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة؛ إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها. ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم و من خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.

ثانيا : الأهمية الاقتصادية.

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة و العامة و هذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجهه نحو الإنعاش و التسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولى اهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية.

1- دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة

إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الإقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول.

و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.⁽¹⁾ و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاشالاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

2- دورها في زيادة الادخار

إذ توفر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار ، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض ؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

3- دورها في علاج المديونية

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تقادي المشاكل التي تنتج عن الإقراضالخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين . كما تساهم سوق الأوراق المالية في خفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية . وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات

(1) فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16.

التخارج . إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.(1)

4- دورها في عملية الخصخصة

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية ، في إطار ما يعرف بالخصخصة. ولكن هذه الأخيرة يعترها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية ، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.(2)

وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها ، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح ، حيث أن العلاقة بينهما هي علاقة وطيدة . فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتعمق بوجود عمليات الخصخصة ، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عمليات التخصيص . ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي :

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين
- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.

(1) عمر صقر ، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 125 .

(2) حسان خضر ، "تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص

- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة

5- دورها تمويل خطط التنمية

وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

6- دورها في تقييم الشركات والمشروعات

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها .

7- دورها في تجنب الآثار التضخمية

إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية ، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.⁽¹⁾

(1) صلاح الدين السيبي، "دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة 2003 ، ص 90 .

المطلب الثالث : واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر

أولا : نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر

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

1- المرحلة التقريرية (1990-1992)

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

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى ، و في أكتوبر من نفس السنة ، و من خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة ، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " و بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة(3)، و يقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة . و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، و تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها . و نظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه

وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية .و بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد .

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 04-88 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم -08 93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها ، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى :⁽¹⁾

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

و بهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار ، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع ، شهادات الاستثمار ، شهادات الحق في التصويت ، شهادات المشاركة ، السندات ، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب .إن اتخاذ مثل هذا القرار ، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر .

⁽¹⁾المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993 .

في إطار هذا المضمون فان المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك و تداول القيم ، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي (2).

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين (1):
 ↳ لجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصية (COSOB) و هي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة .

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

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

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

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة .
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996،(3) إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما ، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

(2)قاسم شاوش لمياء ، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية فرع نقود ومالية ، جامعة البليدة ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير ، السنة الجامعية 2005/2004 ، ص 160.

(1) المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

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

و قد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 ، على تهيئة الجو الملائم ، و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد ، و هو نهاية سنة 1997م ، و تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك ، و ذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي ، و على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يذشن سوق للرساميل في الجزائر ، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية .

و نشير إلى أنه 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% .

المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي النمو الاقتصادي

المطلب الأول : ماهية النمو الاقتصادي

يعتبر مفهوم النمو الاقتصادي مفهومًا كمياً يعبر عن زيادة الإنتاج في المدى الطويل، ويعرف النمو الاقتصادي بأنه: "الزيادة المحققة على المدى الطويل لإنتاج البلد"، كما يمكننا الإشارة إلى مفهوم التوسع الاقتصادي، الذي هو الزيادة الظرفية للإنتاج، وبالتالي نستطيع القول: إن النمو الاقتصادي هو عبارة عن محطة لتوسع الاقتصاد المتتالي، وبما أن النمو يعبر عن الزيادة الحاصلة في الإنتاج، فإنه يأخذ بعين الاعتبار نصيب الفرد من الناتج؛ أي: معدل نمو الدخل الفردي، ووفقًا لما سبق فإن النمو الاقتصادي يتجلى في:

- زيادة الناتج الوطني الحقيقي بين فترتين.

- ارتفاع معدل الدخل الفردي.

كما يمكن للنمو أن يكون مصاحبًا لتقدم اقتصادي إذا كان نمو الناتج الوطني أكبر من معدل نمو السكان، أو أن يكون غير مصاحب بتقدم اقتصادي إذا كان معدل نمو الناتج الوطني مساويًا لمعدل نمو السكان، بينما إذا كان معدل نمو السكان أرفع من معدل نمو الناتج الوطني فإن النمو حينئذ يكون مصحوبًا بتراجع اقتصادي¹.

ويعتبر النمو الاقتصادي شرطًا ضروريًا، ولكنه غير كافٍ لرفع مستوى حياة الأفراد المادية؛ فالشرط الآخر هو طريقة توزيع الزيادة المحققة على الأفراد، التي تعد موضوعًا شائكًا مرتبطًا بطبيعة النظم الاقتصادية والسياسية في كل دولة.

من جانب آخر يعرف سيمون كازنت- الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1971 - النمو الاقتصادي بأنه: "ارتفاع طويل الأجل في إمكانيات عرض بضائع اقتصادية متنوعة بشكل متزايد للسكان، وتستند هذه الإمكانيات المتنامية إلى التقنية المتقدمة والتكيف المؤسسي والأيدولوجي المطلوب لها".

من هذا التعريف نلاحظ مجموعة من السمات، منها:

- التركيز على النمو طويل الأجل، وبالتالي على النمو المستدام وليس العابر.

- دور التقنية المركزية في النمو طويل الأجل.

¹مقدم مصطفى، بحث حول النمو الاقتصادي، www.startimes.com

- ضرورة وجود تكيف مؤسسي وأيديولوجي، مما يظهر أهمية النظام المؤسسي في عملية النمو.

المهم في هذا التعريف أنه يقلص الفجوة بين النمو الاقتصادي كفعل تلقائي، وبين التنمية الاقتصادية كفعل إرادي؛ فالنمو الاقتصادي المستدام هو نتيجة لسياسات ومؤسسات وتغييرات هيكلية وعلمية، وبالتالي ليس مجرد عملية تلقائية كما كان سائداً في الأدبيات الكلاسيكية¹.

أما جون ريفوار فيعرفه بأنه: "التحول التدريجي للاقتصاد عن طريق الزيادة في الإنتاج أو الرفاهية، بحيث الوضعية التي يصل إليها الاقتصاد هي في اتجاه واحد نحو الزيادة لهذه الأخيرة، وبصفة أدق يمكن تعريف النمو بالزيادة في إجمالي الدخل الداخلي للبلد مع كل ما يحققه من زيادة في نصيب الفرد من الدخل الحقيقي"².

أما الاقتصادي الأمريكي كوزيننتس فيعتبره إحداث أثر زيادات مستمرة في إنتاج الثروات المادية، ويعتبر الاستثمار في رأس المال المادي والبشري - فضلاً عن التقدم التقني وكفاءة النظم الاقتصادية - هو المصادر الأساسية للنمو الاقتصادي؛ فرأس المال المادي والبشري يؤثر بشكل إيجابي على إنتاجية العامل وتنمية القوى العاملة من حيث التدريب والتأهيل إلى الحد الذي يزيد من نسبة القوى الفاعلة اقتصادياً، أما التقدم التقني فهو يعني استخدام أساليب تقنية جديدة من خلال الاختراع أو الابتكار، فضلاً عن عنصر المخاطرة في المنشآت الإنتاجية، أما النظم الاقتصادية فتظهر كفاءتها من خلال نقل الموارد إلى المجالات التي تحقق اقتصاديات الحجم والوضع الأمثل للإنتاج.

مفهوم النمو الاقتصادي :

يرتبط مصطلح النمو الاقتصادي economic growth بالتقدم الاقتصادي للدول والتنمية الاقتصادية، لذلك يعد تحقيق النمو الاقتصادي من أهم ما تسعى إليه المجتمعات والدول، فهو وسيلة تساعد على تحسين جودة الحياة من خلال زيادة قدرة الاقتصاد على إنتاج السلع والخدمات، كما يلعب النمو الاقتصادي دوراً مهماً في تحفيز ميزانية الحكومة للدول،

¹ربيع نصر، رؤية للنمو الاقتصادي المستدام في سوريا، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، ص: 05.

²جمعة حجازي، مفاهيم التنمية. www.ina-syrie.com/tbl_images/file.pdf0473

وبالنسبة لعلم الاقتصاد فيشير النمو الاقتصاديّ إلى التوسّع في الإمكانيات الإنتاجية لتلبية احتياجات الأفراد في المجتمع، وسيطرح هذا المقال المقصود بالنمو الاقتصاديّ وأهميته والعوامل التي تؤثر عليه والمحددات التي تحد من النمو الاقتصاديّ في الدول.

يُقصد بالنمو الاقتصاديّ Economic growth وجود زيادة في كمية ونوعية السلع والخدمات الاقتصادية التي ينتجها المجتمع ويستهلكها مقارنةً بين فترتين زمنيتين مختلفتين، وعلى الرغم من أنّ المقصود من النمو الاقتصاديّ واضح ويسهل التعبير عنه إلا أنّ قياسه صعب للغاية، ومع ذلك فهو يُقاس اقتصادياً باستخدام الناتج القومي الإجمالي (GNP) أو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ويعد مقياس الناتج المحلي الإجمالي (GDP) للاقتصاد هو المقياس الإجماليّ للإنتاج وبتعبير أدق فهو القيمة النقدية لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الدولة في فترة زمنية محددة، ومع الأخذ بعين الاعتبار أنّ المقارنات عبر الزمن والحدود معقدة بسبب السعر والجودة والاختلافات في العملة فهذا يصعب قياس النمو الاقتصاديّ بدقة، ولكن كمحاولة دقيقة لقياسه فإنّه يمكن ذلك من خلال معرفة التغيير النسبيّ في الدخل الحقيقيّ للفرد مع الأخذ بعين الاعتبار أعداد السكان والأسعار.¹

¹توفيق عباس عبد عون المسعودي، دراسة في معدلات النمو للأزمة لصالح الفقراء (العراق-دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 26، المجلد السابع، نيسان 2010، ص: 28.

جدول يوضح الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

النمو الاقتصادي	التنمية الاقتصادية
✓ يتم بدون اتخاذ أية قرارات من شأنها إحداث تغيير هيكل للمجتمع.	✓ عملية مقصودة (مخططة) تهدف إلى تغيير البنيان الهيكلي للمجتمع لتوفير حياة أفضل لأفراده.
✓ يركز على التغيير في الحجم أو الكم الذي يحصل عليه الفرد من السلع والخدمات.	✓ تهتم بنوعية السلع والخدمات نفسها.
✓ لا يهتم بشكل توزيع الدخل الحقيقي الكلي بين الأفراد.	✓ تهتم بزيادة متوسط الدخل الفردي الحقيقي، خاصة بالنسبة للطبقة الفقيرة.
✓ لا يهتم مصدر زيادة الدخل القومي.	✓ تهتم بمصدر زيادة الدخل القومي وبتنوعه.

المصدر : بناني فتيحة، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي - دراسة نظرية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة-بومرداس، 2008-2009، ص: 4.

المطلب الثاني : أهمية النمو الإقتصادي

بما أنّ النمو الاقتصاديّ يعني ارتفاع الناتج المحليّ الإجماليّ الحقيقيّ فذلك يعني حدوث ارتفاع في الدخل القوميّ والناتج القوميّ وإجمالي الإنفاق، والذي يساهم في ارتفاع مستويات المعيشة وزيادة استهلاك السلع والخدمات، وتبرز أهمية النمو الاقتصاديّ بأنّه يساعد على تحقيق أهداف الاقتصاد الكليّ المختلفة، وتتضح أهميته في ما سيأتي بيانه في النقاط الآتية:¹

¹أوسرير منور، "التنمية الاقتصادية في البلدان النامية- الاستراتيجيات و الإبعاد"، مجلة مخبر التحولات الاقتصادية و التنمية و استراتيجيات التكامل الاقتصادي الدولي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد 03/2007.

المساهمة في الحد من الفقر Reduction in poverty

إنَّ زيادة الناتج القومي بسبب تحقيق النمو الاقتصاديّ يعني أنّ الأسر يمكن أن تتمتع بمزيد من السلع والخدمات، وبالنسبة للدول التي تعاني من مستويات عالية من الفقر فيمكن للنمو الاقتصاديّ أن يحسّن مستويات المعيشة فيها بشكل كبير، وذلك لأنَّ النمو الاقتصاديّ مهم بشكل خاص في الاقتصادات النامية.

المساهمة في انخفاض البطالة Reduced Unemployment

يؤدي الاقتصاد الراكد الذي لا يحقق تنمية اقتصادية إلى ارتفاع معدلات البطالة وتعرّض المجتمع للسلبيات والآفات الناتجة عن البطالة، وبالمقابل فإنَّ النمو الاقتصاديّ يؤدي إلى ارتفاع الطلب في الأسواق وتحريك عجلة الاقتصاد، وزيادة الشركات الساعية للنمو والتوسّع وزيادة فرص العمل وخلق الوظائف الجديدة.

المساهمة في تحسين الخدمات العامة Improved public services

يؤدي النمو الاقتصادي المرتفع إلى زيادة الإيرادات الضريبية -حتى مع بقاء معدلات الضرائب كما هي-، ولذلك مع ارتفاع النمو والدخل والأرباح ستتلقي الحكومة المزيد من ضرائب الدخل وضرائب الشركات والإنفاق التي ستمكن الحكومة من الإنفاق بشكل أكثر على الخدمات العامة.

رابعًا: المساهمة في انخفاض نسب الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي Reduced debt to GDP ratios

يساعد النمو الاقتصاديّ على تقليل الدين العام للدولة إلى نسب الناتج المحليّ الإجماليّ، بسبب انتعاش الاقتصاد وارتفاع دخله حينها.

3.1.2 العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي

يشير النمو الاقتصاديّ إلى التوسّع في الإمكانيات الإنتاجية للاقتصاد لتلبية احتياجات الأفراد في المجتمع، وللنمو الاقتصاديّ تأثير إيجابي على الدخل القوميّ ومستوى التوظيف مما

يؤدي إلى زيادة مستويات المعيشة، ومع ذلك فإنّ للنمو الاقتصاديّ بعض العوامل التي تؤثر عليه، وفي الآتي بيان لهذه العوامل:

الموارد البشرية Human Resource

تؤثر جودة وكمية الموارد البشريّة المتاحة في الدولة بشكل مباشر على النمو الاقتصاديّ، وتعتمد جودة الموارد البشريّة على مهاراتها وقدراتها الإبداعية وتدريبها وتعليمها، فإذا كانت الموارد البشريّة للدولة ماهرةً ومدربةً جيّداً، فسيكون الناتج عالي الجودة أيضاً، ومن ناحية أخرى فإنّ النقص في العمالة الماهرة سيعيق تقدّم النمو الاقتصاديّ، فلا تهم كمية العمالة بالقدر الذي تهم به نوعية العمالة وجودتها، وعليه يجب أن تكون الموارد البشريّة كافية من حيث العدد مع المهارات والقدرات المطلوبة والجودة، بحيث تساهم في تحقيق النمو الاقتصاديّ.

الموارد الطبيعيّة Natural Resources

تشمل الموارد الطبيعيّة موارد تنتجها الطبيعة إما على الأرض أو تحت الأرض، ومن ضمن الموارد الموجودة على الأرض:¹

النباتات.

الموارد المائيّة.

المناظر الطبيعيّة.

وبالنسبة للموارد الموجودة تحت الأرض أو في باطن الأرض فهي:

النفط.

الغاز الطبيعيّ.

المعادن.

¹أوسير منور، "التنمية الاقتصادية في البلدان النامية- الاستراتيجيات و الإبعاد"، مجلة مخبر التحولات الاقتصادية و التنمية و استراتيجيات التكامل الاقتصادي الدولي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد 03/2007.

الفلزات، وغيرها.

وتعتمد الموارد الطبيعية في أي دولة على الظروف المناخية والبيئية، وتؤثر الموارد الطبيعية على النمو الاقتصادي للدولة إلى حد كبير من حيث الاستخدام الفعال أو الاستغلال الفعال للموارد الطبيعية من قبل الموارد البشرية والتكنولوجيا المستخدمة، فالدولة التي لديها قوى عاملة ماهرة ولديها موارد طبيعية غنية ستأخذ اقتصادها إلى طريق النمو، ويلاحظ أن الدول التي لديها الكثير من الموارد الطبيعية تنمو اقتصاديًا أكثر من الدول ذات الموارد الطبيعية القليلة.

تكوين رأس المال Capital Formation

يتضمن تكوين رأس المال تكوين رأس المال الأرض والبناء والآلات والطاقة والنقل ووسائل الاتصال، ويزداد تكوين رأس المال من خلال توفير رأس مال أكبر لكل عامل، مما يزيد نسبة رأس المال للعمالة، وبالتالي تزداد إنتاجية العامل، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة الإنتاج ونمو الاقتصاد.¹

التطور التكنولوجي Technological Development

يعد التطور التكنولوجي أحد العوامل المهمة التي تؤثر على النمو الاقتصادي، وتتضمن التكنولوجيا تطبيق الأساليب العلمية وتقنيات الإنتاج الحديثة، ويساعد التطور التكنولوجي على زيادة الإنتاجية على الرغم من محدودية الموارد، حيث إن الدول التي تعمل في مجال التطور التكنولوجي تنمو بسرعة مقارنةً بالدول التي لديها تركيز أقل على التطور التكنولوجي، ويلعب اختيار التكنولوجيا المناسبة دورًا في نمو الاقتصاد على العكس اختيار التكنولوجيا غير المناسبة والتي تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج.

العوامل الاجتماعية والسياسية Social and Political Factors

تلعب العوامل الاجتماعية والسياسية دورًا حاسمًا في النمو الاقتصادي للدولة، وتشمل العوامل الاجتماعية العادات والتقاليد والقيم والمعتقدات للمجتمع التي تساهم في نمو

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، " اتجاهات حديثة في التنمية " ، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003

الاقتصاد إلى حد كبير، وعلى عكس المجتمع ذي المعتقدات والخرافات التقليدية الذي يقاوم تبني أساليب الحياة الحديثة والنمو الاقتصادي فإنه من الصعب تحقيق النمو الاقتصادي فيه.

4.1.2 محددات النمو الاقتصادي

يواجه النمو الاقتصادي بعض المحددات التي يمكن أن تتسبب بالحد منه أو تقليله أو إضعاف دوره في تحسين جودة الحياة، ومن هذه المحددات ما يأتي:

عدم المساواة والتوزيع Inequality and distribution

لا يقلل النمو الاقتصادي بالضرورة من الفقر النسبي لأنه يعتمد على توزيع الدخل، لذلك قد يتجاوز النمو الاقتصادي أفقر الفئات في المجتمع.

وجود عوامل خارجية سلبية¹ Negative externalities

يمكن أن يتسبب النمو الاقتصادي في عوامل خارجية سلبية مثل: التلوث.

ارتفاع معدلات الجريمة.

الازدحام المروري، وغيرها.

وكل ذلك سيقبل من مستويات المعيشة، فعلى سبيل المثال شهدت دول كبيرة نموًا اقتصاديًا سريعًا للغاية ولكنها اضطرت لمواجهة مستويات خطيرة جدًا من تلوث الهواء في مدنها.²

Economic growth may conflict with the environment معارضة النمو الاقتصادي مع البيئة

¹ خالد بن حمد بن عبد الله القدير، "اختبار فرضية "كالدور" للعلاقة بين الإنتاج الصناعي والنمو الاقتصادي باستخدام سلاسل زمنية للمملكة العربية السعودية"، مجلة جامعة الملك سعود - العلوم الإدارية، المجلد 17- العدد 2، السعودية، 1425هـ.

² عبد القادر محمد عبد القادر عطية، "اتجاهات حديثة في التنمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003

بسبب زيادة الإنتاج نتيجة للنمو الاقتصادي، قد يحدث ارتفاع في المخلفات البيئية مما يسبب حدوث مشكلات وكوارث بيئية، لذلك قد يجلب النمو الاقتصادي فوائد على المدى القصير ولكن تكاليفه مرتفعة بالنسبة للبيئة على المدى البعيد.

الاعتماد على ما يتم إنتاجه **It depends on what is produced**

على الرغم من أن بعض الدول تتمتع بمعدلات جيدة من النمو الاقتصادي، إلا أنها وفي كثير من الأحيان قد تعتمد على إنتاج منتجات خاصة بها لا تفيد الاقتصاد.

قد يكون النمو الاقتصادي غير مستدام **Economic growth can be unsustainable**

إذا كان النمو الاقتصادي سريعاً للغاية، فسوف يتسبب بحدوث مشكلات عديدة تؤثر على الاقتصاد؛ مثل التضخم وحدوث عجز في الحساب الجاري لميزانية الدولة، ويمكن أن يؤدي إلى حدوث كساد بسبب ارتفاع الإنتاج دون مقابل، وبالتالي فقد يصبح النمو الاقتصادي عارضاً مؤقتاً ليس له أثر على المدى البعيد.

2.2 تطور النمو الاقتصادي في الجزائر.

لقد شهدت أهم مؤشرات التنمية الاقتصادية تطورا كان مصاحبا لتطور الاقتصاد الجزائري، حيث أنه وبعد الاستقلال الذي شهد التسيير المركزي خلال فترة التوجه الاشتراكي للاقتصاد، ثم الانتقال والتوجه إلى اقتصاد السوق كخيار اقتصادي لا مفر منه بالنظر للأوضاع الاقتصادية والاجتماعية التي عاشتها الجزائر قبل التحول إلى اقتصاد السوق، سنحاول أن نعرض في هذا المبحث أهم النتائج والتطورات التي خلفتها مختلف البرامج التي تم تطبيقها في كل مرحلة من مراحل تطور الاقتصاد الجزائري، ابتداء من مرحلة التسيير والتخطيط المركزي الموجه، إلى أهم النتائج بعد التوجه إلى اقتصاد السوق وإعادة الهيكلة التي صاحبت تلك العملية بالإضافة إلى مختلف البرامج التي تم اعتمادها وما نتج عن تطبيق تلك السياسات من آثار مست التنمية الاقتصادية.

تعرض النشاط الاقتصادي والاجتماعي خلال هذه الفترة لنزاعات جمة يمكن حلها بإعادة النظر التدريجي في ترابط المعدلات الأساسية للاقتصاد على كل من المستوى الداخلي والخارجي.

بالنسبة للنمو الاقتصادي:

حقق الاقتصاد الوطني بعد فترة من الركود الطويلة نسبيا معدلات نمو إيجابية ولو أنها متواضعة في بعض الأحيان، كما يتضح من بيانات الجدول (3.3)

2.2 تطور النمو الاقتصادي في الجزائر

واصل الاقتصاد الجزائري انتعاشه في النصف الأول من عام 2022، بفضل عودة إنتاج النفط إلى مستويات ما قبل جائحة فيروس كورونا واستمرار الانتعاش في قطاع الخدمات، إلى جانب استعادة النشاط الفلاحي بقوة. ومن المتوقع أن يستمر هذا الانتعاش حتى عام 2023 بدعم من النمو في القطاع غير الهيدروكربوني وفي الإنفاق العام، وذلك وفقاً للإصدار الأخير من تقرير البنك الدولي عن أحدث المستجدات الاقتصادية للجزائر.

ويأتي هذا الإصدار في إطار سلسلة من التقارير تصدر مرتين سنوياً حيث تقوم بتحليل اتجاهات التنمية الاقتصادية في الجزائر، فضلاً عن تحليل آفاقها المستقبلية. ويستند التحليل الوارد في هذا الإصدار إلى بيانات اقتصادية عن الربع الأول من عام 2022 وإلى بيانات بديلة، مثل الإضاءة الليلية وفرص الشغل المسجلة في الربع الثاني من العام.

ويفيد التقرير بأن الموازين الخارجية للبلاد شهدت انتعاشاً ملحوظاً وواصلت نموها بفضل الارتفاع في الأسعار العالمية للهيدروكربونات (النفط والغاز). كما يبين أن متوسط سعر صادرات الهيدروكربونات الجزائرية انخفض بنحو 26% في الربع الثالث من عام 2022، وذلك بعد أن حقق نسبة نمو بلغت 59% خلال الأشهر الستة الأولى من عام 2022 وبلغ ذروته في شهر يونيو/جوان. كما كان للارتفاع الملحوظ في صادرات البلاد من المنتجات غير الهيدروكربونية أثره الإيجابي أيضاً على موازينها الخارجية. وقاد الارتفاع في قيمة الدينار مقارنة بالدولار الأمريكي واليورو إلى التحسن في معدلات التبادل التجاري للجزائر.

ومع ذلك، ظل معدل التضخم مرتفعاً، حيث سجل 9.4% على أساس سنوي خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2022، لاسيما بسبب الارتفاع العالمي في أسعار المواد الغذائية (زادت بنسبة 13.6% في الجزائر)، وكانت الأسر الأفقر هي الأكثر تضرراً. واستجابت السلطات الجزائرية لهذا الأمر حيث قامت بتكثيف التدابير الموجهة لحماية القوة الشرائية، كان على رأسها زيادة رواتب موظفي الخدمة المدنية، واستحداث إعانات بطالة للشباب من طالبي الشغل لأول مرة، فضلاً عن تعزيز دعم المواد الغذائية الأساسية.

ويدعو التقرير إلى توخي الحذر من أن هذا المستوى من الإنفاق قد يؤدي إلى تحديات على المدى المتوسط في حالة انخفاض أسعار النفط العالمية، وبالتالي انخفاض الإيرادات الحكومية، لذا ستكون الإصلاحات الهيكلية الواردة في "مخطط عمل الحكومة" لتشجيع استثمارات القطاع الخاص ركيزة أساسية لإحداث فرص الشغل.

وتعليقاً على ذلك، قال كمال براهيم، الممثل المقيم للبنك الدولي في الجزائر: "من الضروري مواصلة المسيرة، حيث يُعد تنفيذ مخطط عمل الحكومة وما ورد به من تدابير بشأن زيادة الإيرادات الضريبية، ورفع مستوى الكفاءة في استخدام الموارد العامة، وتشجيع استثمارات القطاع الخاص، أمراً أساسياً لتمكين الجزائر من مواجهة التحديات العالمية والخروج منها بأمان، فضلاً عن وضع البلاد على مسار نمو مستدام وشامل للجميع."

وتوقع تقرير البنك الدولي أن يحقق الاقتصاد الجزائري نمواً بنسبة 2.3% في عام 2023. ومع ذلك، لا تزال آفاق الاقتصاد الكلي عرضة للتأثر بتقلبات الأسعار العالمية للهيدروكربونات. ويوضح التقرير أنه على المدى المتوسط إلى الطويل، يجب أن يصبح القطاع الخاص غير الهيدروكربوني هو المحرك لنمو الاقتصاد الجزائري وتنويعه.

ويؤكد التقرير أن مواصلة تنفيذ برامج الإصلاح الهيكلي الحكومية، وزيادة الانفتاح على القطاع الخاص، وتحسين قدرة الاقتصاد على المنافسة، وتدعيم الاستثمار في رأس المال البشري كلها عوامل أساسية لازدهار الاقتصاد الجزائري ودعم قدرته على الصمود.

المطلب الثالث : محددات النمو الإقتصادي في الجزائر

في سياق التحليلات الاقتصادية والمؤسسية في الجزائر ، يتضح أن هناك إشكالية لدى الحكومة في تحوّل الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق، ويرجع ذلك أساسا إلى غياب بيئة مؤسسية مواتية للتغييرات المنهجية التي تفرضها عملية التحول. فالعقبة الرئيسية هي مؤسسية في المقام الأول وهي مرتبطة بالاقتصاد الريعي الذي يشكل انسداد أمام تشكيل اقتصاد إنتاجي ومتنوع.

على المستوى الاقتصادي، الربع البترولي يسبب التضخم ويؤدي إلى خلل نظام الأسعار والتوزيع الأمثل للموارد، وهذا ما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية ويقلل من الطلب الفعال من جهة ويؤدي إلى انخفاض الادخار الوطني الذي يزيد من تكلفة الاستثمارات ويجعل من الاقتصاد بأكمله يعتمد على الاستثمارات الحكومية من جهة أخرى. كل هذه الظواهر تؤثر بشكل مستمر على العمالة والأجور، مما يتسبب في انخفاض قيمة العمل وتعميم السلوكيات الربعية في جميع مستويات الحياة الاجتماعية.

على المستوى الاجتماعي السياسي الربع يسمح للنظام السياسي بتمكين نفسه على المجتمع، وهذا ما يتيح له ممارسة علاقة الهيمنة على أعضائه، كما يمنع تشكيل فضاءات مستقلة، وهذا ما يخلق عمليات معقدة لإعادة التركيب لصالح الطبقات الاجتماعية الخاملة والعاطلة حيث عملية إعادة الإنتاج تستند على جمع الربع المضارب والاستيلاء عليه. كما نشهد من خلال الربع ظهور عملية سريعة لتحول السلطة السياسية الجزائرية

في شكل أصول في الأسواق، والدولة توجد في هذه الحالة فريسة بين الشبكة الواسعة من عملائها ، وتراكم الثروات يستند على عمليات الإثراء غير المشروع الذي يجمع بين الفساد، الممارسات الاحتياالية وتطور الاقتصاد غير الرسمي.

هذه الظواهر والتي تولدت عن تناقضات الاقتصاد الموجه، لم تختف مع الإصلاحات الاقتصادية المطبقة بل العكس من ذلك؛ الظواهر المذكورة أعلاه تطورت بشكل خاص، ولاسيما بعملية بيع أصول الدولة باسم اقتصاد السوق، تحرير التجارة الخارجية وتحرير الاستثمار؛ والسبب هو أنه من دون الإصلاحات المؤسسية التي تسمح بميلاد دولة القانون، نشأت عملية تحرير جزئي يتحكم فيها نفس الموظفين السياسيين، وهذا ما يعزز فقط

الطابع التراثي الجديد للدولة في مثل هذه الأنظمة، توجد المؤسسات الرسمية لكن من دون سلطة والاقتصاد هو محرر جزئيا ويخضع للمواقف الربعية، ومجتمع مدني ضعيف وتهيمن عليه الفئات الاجتماعية السيئة والسلبية التي تستولي على الربح الحكومي الموزع بطريقة استتسابية وتستثمر رؤوس الأموال المتراكمة في الأسواق غير الرسمية.

حاليا، يتميز النظام السياسي الجزائري بضعف المؤسسات والعنصر الرئيسي فيه هو التنظيم السياسي من خلال الربح النفطي، وهذا ما يفسر عدم القدرة الواضحة للدولة على إصلاح اقتصادها على الرغم من الخطابات الرسمية العديدة ومحاولات الإصلاح وتحرير الشركات الحكومية التي تقوم تحت الضغط في العقود الأخيرة فهذا التحليل يشخص لنا أن الإشكالية في النمو الاقتصادي تتعلق بالإصلاحات الاقتصادية والمؤسسية التي تسمح بفك الارتباط عن الاقتصاد الريعي وبناء اقتصاد إنتاجي وتنافسي يواجه الصدمات ومختلف الأزمات. وهذا الخل يرتبط بعجز الحوكمة أو عدم تطبيق مبادئ الإدارة الرشيدة في تسيير الشؤون السياسية والاقتصادية والاجتماعية للبلد. وفي تحليل هذه الوضعية، يسمح لنا بربط مختلف أبعاد الحوكمة الرشيدة بالنمو الاقتصادي في الجزائر والتي نذكرها في الأجزاء الموالية.

خلاصة

إن وجود سوق للأوراق المالية يعتبر اداءه مهمة وفاعلة لتوفير وتقديم المال وتعبئة المدخرات، للمنظمات والشركات العامة والخاصة، مما قد يساعد الشركات الناجحة في الحصول على التمويل اللازم للتوسع في نشاطها من خلال توجيه الافراد إلى شراء أسهم هذه الشركات، ومن تم اعادة استثمارها وتوجيهها إلى الاغراد ومنظمات الاعمال .

كما تعتبر سوق الأوراق المالية مؤشرا للمناخ الاستثماري والاقتصادي لكل دولة من الدول عن طريق تجميع المدخرات وتخصيصها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا. كما تعمل البورصة على التخفيف من تأثير الضغوط التضخمية الناجمة عن الاقبال على موارد المصارف با لتوسع في منح الائتمان . لذلك فانه من الضروري تاسيس هذه الاسواق على اسس سليمة لكي تؤدي هدفها بالصورة المطلوبة .

ضرورة التعرف على عمل جوهر البورصات الدولية بصفة خاصة ، وكيفية ادارتها إن وجود سوق للأوراق المالية يحتاج إلى أدوات ومن بين أهم هذه الأدوات - الكوادر الادارية العاملة في البورصة بحيث تكون هذه الكوادر على درجة عالية من التاهيل والخبرة لكي تمارس نشاطها بفاعلية وكفاءة.

إن الاهتمام بالاسواق يجب إن يوازي الاهتمام، بتطوير القطاعات بتطوير القطاعات الاقتصادية الاخرى الصناعية والخدمية .مع الاخذ في الاعتبار جميع الخطوات الاساسية مثل تحديد الأهداف بالنسبة للمستثمر ، تحليل القوائم المالية ، التعرف علي الاصول الواجب الاستثمار فيها.وكذلك دور تقييم المحفظة الاستثمارية.

الفصل الثاني

دراسة قياسية

تمهيد

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً كبيراً في اقتصاديات البلدان الصناعية، باعتبارها أهم الآليات الفعالة في تطوير وتوسيع خلال التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة للاستثمار، وتعبئة الادخار من خلال البورصة بجذب الفائض في رأس المال غير الموظف في الاقتصاد الوطني وتحويله رأس مال موظف وفعال، يشجع الاستثمار المحلي على التوسع لتوفر مصادر متنوعة للرساميل المتاحة للإقراض.

المبحث الأول : تجربة الشركات المصدرة للأوراق المالية ببورصة الجزائر

المطلب الأول : القرض السندي لسوناطراك

منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 001 بتاريخ 11-11-1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار بسعر فائدة مقداره 13% مدته خمس سنوات⁽¹⁾. وكانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان و المردودية، الشيء الذي أكسبه سيولة عالية ترجمت بطلب يفوق بكثير مبلغ القرض ، الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية أعلاه لتشتمل بذلك على الخصائص التالية :

- مبلغ القرض النهائي قدر بحوالي 12,126 مليار دينار .
- علاوة الإصدار تقدر بنسبة 2,5% من القيمة الاسمية .
- مدة القرض 5 سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998 .

و تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة تمثلت في : 50000 ، 10000 ، 100000 دج وذلك بغية إستقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، و توفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار ، و تمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999 ، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03-01-2003.

المطلب الثاني : مجمع Eriad-Setif

قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 25 أبريل 1998 إدخال الشركة العمومية الإقتصادية Eriad-Setif بسوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الإيجابية ، و في 29 أبريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة Eriad-Setif الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار برفع رأس مالها من 4 000 000 000 دج إلى 5 000 000 000 دج، أي بنسبة 25%. و ذلك بإصدار 1 000 000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج. و قد تم تحديد سعر إصدار 2300 دج. خلال فترة

(1) محمد براق ، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية ، أطروحة دكتوراه ، الجزء 2 ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999-2000، ص 399 .

الإكتتاب التي إمتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998. و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

الجدول رقم (01) : نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع Eriad-Setif

عدد الأسهم	عدد المكتتبين	الفئات
63 082	68	الأشخاص المعنويين الخواص
395 844	5106	الأشخاص الطبيعيين
541 074	06	المؤسسات المالية
1 000 000	5180	المجموع

Source : Synthèse de l'opération appel public à l'épargne,

Eriad-Setif, 1999

المطلب الثالث : 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 مسبقاً. حددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع. و تم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999. و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

الجدول رقم (02) : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5.13	102 658	المؤسسات المالية
4.48	89 615	الأشخاص المعنويين الآخرين
0.83	16 514	عمال مجمع صيدال
89.56	1 791 213	الأشخاص الطبيعيين الآخرين
100	2 000 000	المجموع

Source : La notice d'information, Groupe SAIDAL, 1998, Page:

08

4- فندق الأوراسي

و بمقتضى المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة ، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات ، و تنفيذاً لبرنامج الخصخصة و بهدف تنشيط بورصة الجزائر ، تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20% ، من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم وذلك انطلاقاً من 15 جوان 99 إلى غاية 18 جويلية 1999 ، و قدر السعر الوحدوي للسهم بقيمة 400 دج ، و تمت العملية

بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي.⁽¹⁾ و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية

الجدول رقم (03) : نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي

(1) Marché primaire , Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI , SGBV , 1997 , P 05 .

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
15	180000	بنوك , شركات التأمين , الوسطاء
20	240000	شركات معنوية و تجار
05	60000	أجراء فندق الأوراسي
60	720000	أشخاص فيزيائيين
100	1200000	المجموع

Source :

Marché premaine , Analyse de l`OPV EGH .EL AURASSI , SGBV
, 1997 , P 05

المبحث الثاني : أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر

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

المطلب الأول : نسبة رأس مال السوق Market capitalisation

تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾.

الجدول رقم (04) : تطور نسبة راس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة [

[2004 – 1999

السنوات	رأس مال السوق مليار دج	التغير %	PIB مليار دج	رأس مال السوق / PIB%
1999	19.175	-	3238.2	0.59
2000	21.495	12.10 +	4098.8	0.52
2001	14.720	31.52 -	4241.8	0.35
2002	10.990	25.34 -	4455.4	0.25
2003	11.100	01.00 +	5124.0	0.22

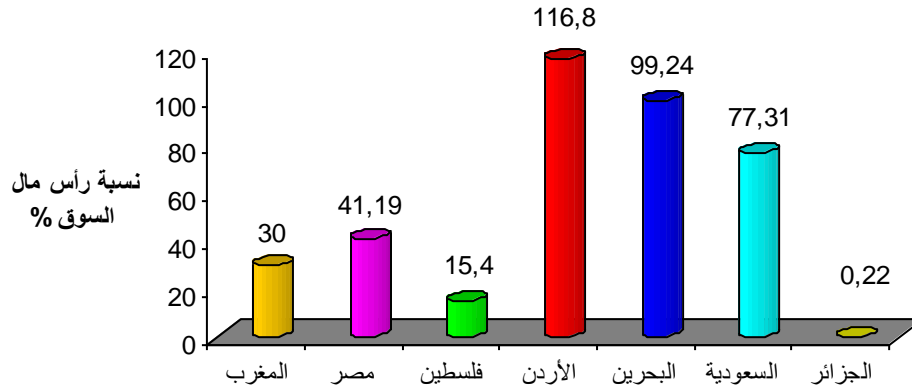
المصدر : شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ، الجزائر ، 2004/03/14.

من خلال الجدول نجد أندوربورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما من خلال نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث بلغت هذه النسبة 0.59 % عام 1999 ثم أخذت في الإلتخفاض إلى أن وصلت 0.22 % عام 2003 ، رغم أن رأس مال السوق إرتفع في سنة 2000 إلى 21.495 مليار دينار جزائري بعد أن كان 19.175 مليار دينار جزائري أي بزيادة قدرها 12.10 % و هذا راجع إلى إدراج أسهم فندق الأوراسي. غير أن هذه الزيادة سرعان ما أخذت في التراجع إذ تراجعت إلى 11.100 مليار دينار عام 2003 و يعزى هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة إذا ما أخذنا في عين الاعتبار أن رأس مال السوق = عدد الأسهم × سعر السهم .

⁽¹⁾عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية "، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2005 ص 100

نصف إلى ذلك قلة الشركات المدرجة و بالتالي عدم تنوع فرص الاستثمار، و بهذه المعطيات نجد أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق العربية و الشكل التالي يوضح لنا ذلك:

مقارنة نسبة رأس مال السوق في الدول العربية لعام 2003



المصدر : تم إعداده إستنادا إلى :

- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجزائر ، 2004/03/14

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد لعام 2005.

- *WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUALREPORT ANDSTATISTICS " ,PARIS 2004*

2- حجم التداول

تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الإقتصاد القومي و هي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني . و الجدول التالي يوضح لنا ذلك :

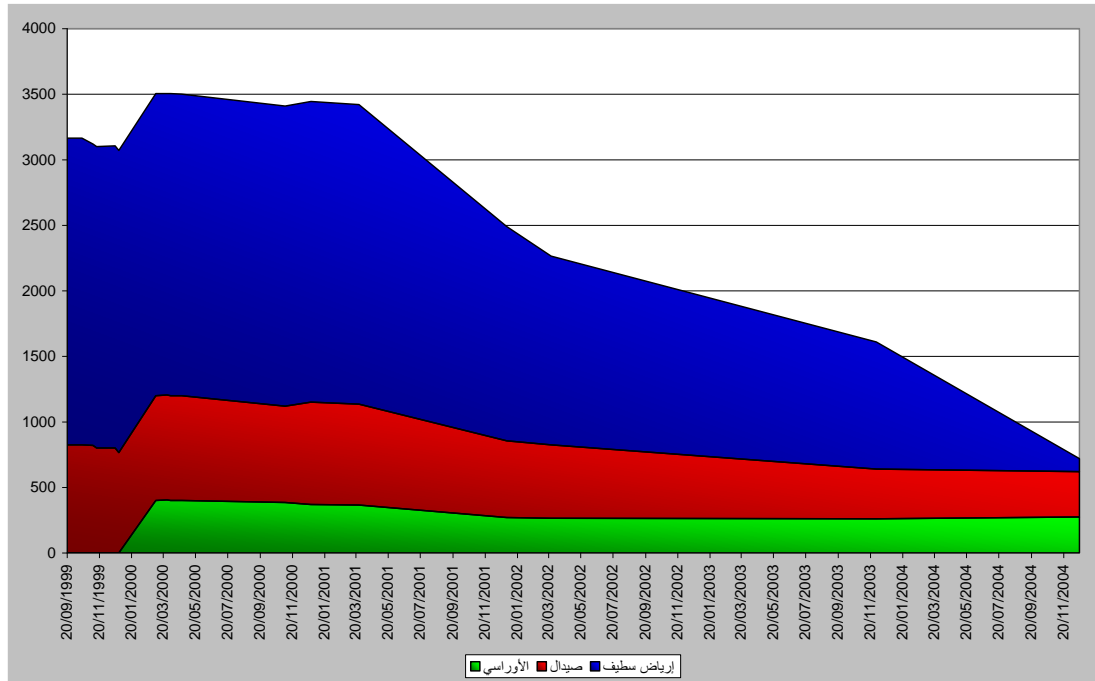
الجدول رقم (05) : تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة [1999 - 2004]

السنوات	عدد المعاملات	حجم المعاملات	قيمة المعاملات دج
1999	1056	35348	108079690
2000	4559	323990	720039160
2001	2898	361445	533217905
2002	2071	80161	112060345
2003	393	39693	17257700
2004	30	5710	3368560

المصدر : شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ، الجزائر ، 2004/03/14.

الملاحظ من الجدول رقم (05) إرتفاع عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر خلال عام 2000 و إذ وصل عددها إلى 4559 و يعزى هذا الارتفاع إلى الإقبال الكبير للمستثمرين على سندات سونطراك و كذا الإدراج الجديد لأسهم فندق الأوراسي ، لكن بعد هذا العام شهدت انخفاضا شديدا إذ وصل عدد المعاملات خلال عام 2004 إلى 30 معاملة أي بانخفاض نسبته 99.34 % ، و ذلك لإنخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة (أنظر الشكل رقم 02). أضف إلى ذلك انتهاء مدة القرض السندي لسونطراك بحلول عام 2003.

الشكل رقم (02) : تطور أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من [20-2004-09 إلى 1999-09]



المصدر : تم إعداده إستنادا إلى:

le www.cosob.org/statistiques-boursieres-seances-bourse-der.htm

21-03-2006

معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر .

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية . إلا أنه و من خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي ، واجتماعي وثقافي وتنظيمي ...إلخ.

وعليه فإنه لابد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر .

المعوقات الاقتصادية

1-1 - التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع

الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها .

وإذا إستمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها.و قد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع و زيادة تداول الكتلة النقدية .

كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية ، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة .

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية ، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم ، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة ، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار¹³ وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة

1- 2- السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العئلات على توجيه إيداعاتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

1- 3- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل ، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل

(1) السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1978/1981 " دار النهضة العربية 2001 القاهرة ص 363.

30% من الأرباح ، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين ، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلي حسابات المساهمين ، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري و الاستثماري.

1-4- ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الإقتصادية قرابة 80 % من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع :

- إرتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة .
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير .

2- المعوقات السياسية و التشريعية.

2-1- المعوقات السياسية: من المعروف أن بورصة الجزائر أنها افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة و هذا ما أسهم في مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان و المردودية بالدرجة الأولى ، و هذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي ، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب ، الانقلابات السياسية ، و التغيرات المستمرة للسياسات و القوانين المتعامل بها.

2-2- المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم،⁽¹⁾ إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في

⁽¹⁾المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و رقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، الجريدة الرسمية ، العدد 87 ، المؤرخ في 29-12-1997

التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995 ، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها.⁽²⁾ نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم،⁽³⁾ إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

3- المعوقات الاجتماعية و الثقافية و الدينية.

3-1- العائق الاجتماعي و الثقافي:إنا العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة و الأمان و هذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها ، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة .

3-2- العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم و سندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي ، و إذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 9 - 4 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في

⁽²⁾ بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم

الإقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر 2006/2005 ، ص 182

⁽³⁾ نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.(4) كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

4- المعوقات التنظيمية

4-1- 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 والعكس صحيح . وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات ، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

4-2- عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم ، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية ، و التنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة و لا نتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية ، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما و سبق الإشارة إليه ، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ، و يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

4-3- غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور ، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي ، محاسبي ... إلخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. و في حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر

(4) جاسم علي الشامسي ، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع " ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 743.

4-4- سير عمل البورصة : حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحاً. ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعاً كاملاً مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كلياً وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم ، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.

كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

المطلب الثاني : تجارب بعض البورصات العربية في مجال التطوير

2-1- في مجال إدراج أسهم الشركات في البورصة: في هذا الصدد نجد أن بعض البورصات العربية عملت على إدراج أسهم الشركات وفق جدولين أحدهما رسمي و الآخر غير رسمي كما هو الحال بالنسبة لكل من البورصة المصرية و بورصة عمان و كذا بورصة الدار البيضاء. حيث أن شروط الإدراج في الجدول غير الرسمي تختلف عن تلك المطلوبة في الجدول الرسمي. فإذا ما أخذنا على سبيل المثال بورصة الدار البيضاء نجد أنها في عام 2000 استحدثت سوقاً جديدة مخصصة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وفقاً لشروط تتلاءم مع وضعية هذه المؤسسات. و هذا تمهيداً لإدراجها في السوق الأولى كما هو معمول به في كل من مصر و الأردن.

2-2- في مجال مساهمة البنوك في تطوير البورصة: إذا ما نظرنا إلى دور البنوك في تنشيط البورصات العربية فنجد أن البنوك في الدول العربية قد خطت خطوة هامة في هذا المجال سواء بفتح رأس مالها أمام المستثمرين من خلال إدراج أسهمها في البورصات أو من خلال إنشاء شركات الوساطة المالية. فإذا ما أخذنا على سبيل المثال سوق الكويت للأوراق

المالية فنجد أن هناك 08 بنوك قد أدرجت أسهمها في السوق ، أما في البحرين فنجد أن هناك 18 بنك قد تم فتح رأس مالها.

2-3- في مجال مساهمة الأجانب في البورصات العربية: فمثلا في مصر صدر قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الذي يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم و السندات المتداولة في السوق المصرية ، كما وقعت مصر على اتفاقية تحرير الخدمات المالية في عام 1997 و عليه فهي ملتزمة طبقا لهذه الاتفاقية بإزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال سواء في عمليات الإكتتاب أو شركات السمسرة و التجارة في الأوراق المالية ، و كذا إنشاء صناديق المساهمة.

أما في البحرين لقد تم السماح للمستثمرين غير البحرينيين بتملك الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة البحرينية المسجلة في السوق وذلك منذ عام 1999، حيث صدر المرسوم بقانون رقم 10 لسنة 1999 الذي بموجبه أيضا تم السماح بإدراج الشركات الأجنبية في سوق البحرين للأوراق المالية. نذكر منها شركة اتصالات قطر و بنك مسقط.⁽¹⁾

رابعا: الاستفادة من برامج تطوير البورصة في بعض الدول.

1- التجربة الماليزية لتطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

أ- العمل على ربط البورصة جهويا منذ النشأة: في عام 1960 تم تأسيس بورصة الملايو و قد تشكلت غرفتين للتعامل في عام 1961 إحداها في ماليزيا و الأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق واحدة تم ربطها باستخدام خطوط الهاتف و تسجل وتتداول فيها نفس الأسهم . و في عام 1963 تم تشكيل بورصة ماليزيا للأوراق المالية كبورصة مشتركة لكل من دولتي ماليزيا و سنغافورة. و في عام 1973 انقسمت البورصة إلى كيانين مستقلين : بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE ، و بورصة سنغافورة للأوراق المالية SES ،

⁽¹⁾ <http://www.bahrainstock.com> 27-07-2006

بيد أن الارتباط بين البورصتين ظل قائماً ، حيث أستمّر تسجيل أسهم الشركات الماليزية و أسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين ، و أستمّر هذا الارتباط قائماً حتى عام 1990 حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة و إلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور.⁽¹⁾

ب- الاستجابة لرغبات الأطراف العاملة في السوق بتعدد المؤسسات التابعة لبورصة كوالالمبور: هدف تطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا و تشجيع الشركات و المستثمرين على التعامل فيها تم إنشاء العديد من المؤسسات و الفروع التابعة لبورصة كوالالمبور أهما :

ب-1- سوق [MESDAQ] & Malasian Exchange of Securities & Automated Quotation

و تهدف هذه السوق إلى توفير الموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا ، والشركات ذات فرص النمو المرتفعة ، و رأس مال المخاطر ، وقد بدأ العمل في 06 أكتوبر من عام 1997.⁽¹⁾ ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسات مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى كسوق NASDAQ في الولايات المتحدة ، وسوق JASDAQ في اليابان.

ب-2- السوق المالية الإسلامية لرأس المال: تلعب هذه السوق دوراً هاماً شأن السوق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا ، كما تلبي إحتياجات الأغلبية المالوية الإسلامية من الموارد المالية و أدوات الاستثمار المالي الإسلامي.

⁽¹⁾عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص 208.

⁽¹⁾le 08/08/2006..http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ

ب-3- مركز **Labouan**: قررت الحكومة الماليزية في إطار خطتها الهادفة لدعم القطاع المالي بحيث تشكل الخدمات المالية أكبر نسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، إنشاء مركز مالي دولي في عام 1990 هو **Labouan International Offshore Financial Centre (LIOFC)** (2) و قد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي عملت على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها المركز يتمتع فيها بمعاملة ضريبية تفضيلية و بإعفاء من القيود على الصرف الأجنبي ، و بتكلفة تشغيل منخفضة. و قد تركزت إستراتيجية المركز على جذب أكبر قاعدة ممكنة من المؤسسات المالية العالمية.

ب-4- معهد ماليزيا لبحوث محلي الإستثمار **RIIAM**: تم إنشاء معهد **Research Institute of Investment Analysts Malaysia [RIIAM]** كمؤسسة تابعة لبورصة **KLSE** في ماي 1985. بهدف تعزيز و رفع كفاءة مستويات بحوث الإستثمار من خلال تنظيم الدورات التدريبية و الندوات البحثية فعلى سبيل المثال كثف المعهد من نشاطاته خلال موسم 2000/1999 إذ نظم حوالي 200 دورة تدريبية حول الإستثمار في الأوراق المالية حضرها ما يقارب 9000 متربص.(3) كما يقوم المعهد بتنفيذ البحوث و الدراسات المتعلقة بالمشاكل الجوهريّة المتصلة بصناعة الأوراق المالية

(2) <http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC> le 08/08/2006.

(3) Kuala Lumpur Stock Exchange, " Annual Report 2000 " , page 10.

المطلب الثالث : آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر .

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر تتمثل في :

أولا : التحكم في المحيط الإقتصادي الكلي .**1- محاربة الإقتصاد الموازي**

إصلاح أدوات الضبط الإقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي ، و كذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الإقتصادي.

2-إصلاح النظام الجبائي.

و هذا لما للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين

2-1- الأثر على الاستثمار

إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، إذ أنه في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الاستثمار على التكلفة والعائد بعد الضريبة، وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الاستثمار مع التكلفة الحدية له، ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الاستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الاستثمار المقررة. لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الاستثمار، إذ يتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات المرفوضة، ومؤدى ما تقدم انخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن

ثم عرض الأوراق المالية. ونتيجة لما تقدم لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يسهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من ثم من معدلات العوائد ويخفض من ثم تكلفة الاستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

2-2- الأثر على القرارات التمويلية للشركات.

تمثل تكلفة التمويل أحد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية. وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختيارات الشركات لمصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي. وتتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتماداً على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي. إذ أن المعاملة الضريبية لمصادر تمويل الاستثمارات المختلفة: الدين، والأسهم، والأرباح المحتجزة قد تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم على هيكل تمويل الشركة لاستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية.

لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة و ذلك من خلال منح الامتيازات و الإعفاءات الضريبية.

3- تخفيض سعر الفائدة:

ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلاً للودائع المصرفية .

4- تسريع عملية الخصخصة: تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة ، و تنوع فرص الإستثمار بالنسبة للمدخرين و بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق.

5- تفعيل دور البنك المركزي و الجهاز المصرفي في تنمية البورصة:يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي و يضطلع كل من البنك المركزي و البنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي و تخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي :

أ- دور البنك المركزي : يلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش و تفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:

◀ السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج و الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات و ضمان الإكتتاب بها.

◀ ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات.

◀ العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.

ب- دور البنوك التجارية: كما تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:

◀ المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار و من ثم سوق التداول.

◀ تسويق و ترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة.

◀ التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية، و إضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.

ثانيا : مقترحات تمس الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر

- تجزئة سوق البورصة: يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين : سوق رسمية وسوق ثانية ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط ، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية ، مع العلم أن كلا السوقيين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق الثاوي ، وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية . والعبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة المتوسطة من تمويل نفسها فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق ، بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها ، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء .

ثالثا : مقترحات بخصوص الجانب السياسي و التشريعي.

1- العمل على ضمان الاستقرار السياسي: إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الإقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار، لذا يجب أن تكون هناك إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة.

إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

2- **مراجعة الإطار التشريعي:** إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محددًا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي. ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين ، ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

خلاصة :

تتميز سوق الأوراق المالية عن غيرها من قنوات جذب المدخرات بأنها قادرة على جذب أي كمية من المدخرات مهما تضاءلت وذلك لان الأوعية المالية المصدرة بها ذات قيم تتناسب مع . مختلف المدخرين. وتعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات. و لما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد ، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مع مطلع الثمانينات. لكن ورغم مرور أكثر من خمسة عشر سنة إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها.

الخاتمة

الخاتمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات.

كان الهدف من هذه الدراسة، تحديد طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي بمختلف مقاييسه، والنمو الاقتصادي في الجزائر للفترة الممتدة من سنة 1990 إلى غاية سنة 2014 وهي فترات ذات خصوصية لأن الإصلاحات المالية والمصرفية الفعلية انطلقت مع صدور قانون النقد والقرض (90/10) الصادر في 14 أبريل 1990 والمعدل بالأمر الرئاسي رقم 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 والمتعلق بقانون النقد والقرض.

ومن خلال الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة، ركزنا على المرجعيات النظرية للعلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، والتي يتبين من خلالها ثلاثة وجهات نظر مختلفة، أولها ما أصطلح عليه بفرضية العرض القائد (supply-leading) والتي تعني أن العلاقة السببية تتجه من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي لأن حسب منظري هذه الفرضية (Schumpeter) 1873, (Bagehot) 1912, و (McKinnon and 1973), (Shaw) أن التطور في الوسائط المالية يمكن أن يسرع من معدل التراكم الرأسمالي وبالتالي يعزز فرص النمو الاقتصادي، أي أن اتجاه المؤسسات المالية العديدة والمتنوعة وعرض الأصول والموجودات والخدمات المالية التابعة لها، يكون سابقا للطلب على هذه الأصول، ولذلك فالتطور المالي يقود النمو.

أما وجهة النظر الثانية تعرف باسم فرضية الطلب التابع (demande-following)، والتي تعني أن العلاقة السببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي. لان حسب منظري هذه الفرضية

(Robinson, 1966) و (Gurley and Shaw) 1967، أن ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية مما يؤدي إلى نمو الأصول المالية، وبتعبير آخر، أن وجود المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات المالية التابعة لها يكون استجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد.

أما وجهة النظر الثالثة، فهي وجهة توافقية بين فرضية العرض القائد وفرضية الطلب التابع، أي أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين تتجه من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي خلال المراحل الأولى من عملية التنمية الاقتصادية، في حين تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي خلال المراحل المتأخرة من التنمية الاقتصادية ومن أبرز منظرها (1966 Patrik).

وعليه فإن الجدول حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تطلب إجراء دراسة تطبيقية والتي كانت محصلة نتائجها سواء تلك التي شملت الدول العربية أو الأجنبية غير قاطعة، ونتيجة لهذا قمنا بمحاولة دراسة اتجاه السببية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر مركزين في ذلك على أساليب الاقتصاد القياسي الحديث، والمتمثلة في اختبارات جذر الوحدة باستخدام طريقة (Diekey and fuller) لتحديد درجة تكامل السلاسل الزمنية واختبار التكامل المشترك بطريقة (Johansen and Juselius) لتحديد إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين التطور المالي بمختلف مقاييسه والنمو الاقتصادي، وكذا باستخدام اختبار القيم المميزة العظمى (Maximum Eigen value) واختبار الأثر (trace test) لتحديد عدد العلاقات التوازنية (عدد معدلات التكامل المشترك)، وفي الأخير تم استخدام اختبار (Granger) لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي بمختلف مقاييسه والنمو الاقتصادي، وبما أن اختبار (Granger) للسببية يعتبر حساسا لاختبار الفجوة الزمنية للمتغيرات التفسيرية في معدلات العلاقة السببية، بحيث

إذا كانت الفجوة الزمنية المختارة أقل من الفجوة الزمنية الصحيحة، فإن تجاهل القيم المتباطئة ذات العلاقة سيؤدي إلى تحيز في النتائج، وإذا كانت الفجوة الزمنية المختارة أكبر من الفجوة الصحيحة فإن إضافة قيم متباطئة ليس لها علاقة سيؤدي إلى أن تكون قيم المعالم غير ذات كفاءة، ومن أجل التغلب على المشاكل المصاحبة لعدم اختيار الفجوة الزمنية الملائمة استخدمنا طريقة (sia1981) التي تعتمد على الجمع بين طريقة (Granger) وخطأ التوقع النهائي

وأوضحت نتائج الدراسة التطبيقية على الاقتصاد الجزائري، أن العلاقة السببية في الأجل القصير تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي بمقاييسه المختلفة، حيث كانت قيمة (F) المحسوبة في كل معدلات الانحدارات قيم معنوية مقبولة إحصائياً عند مستوى (65%) وهذا يعني أن التغيرات في النمو الاقتصادي تساعد في تفسير التغيرات في التطور المالي بمقاييسه المختلفة بينما انعدمت العلاقة السببية في الأجل القصير في التطور المالي، بمقاييسه المختلفة إلى النمو الاقتصادي، حيث كانت قيمة (F) المحسوبة في كل الانحدارات غير معنوية وهذا ما أن التغيرات في التطور المالي بمقاييسه المختلفة لا تساعد في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي. والنتيجة المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة التطبيقية تتفق مع نتائج وأعمال كل من (Robinson و Gurley and Shaw) 1966 أي أن الاقتصاد الجزائري خاضع لفرضية الطلب التابع (Demande-)

يعني (following) ، ومن ناحية أخرى تتوافق هذه النتائج مع النظرية الكنزوية التي تعتقد أن الدخل النقدي هو الذي يحدد كمية النقود.

ويمكن تبرير هذه النتائج أن صادرات الاقتصاد الجزائر تتكون بشكل رئيسي من النفط والغاز والمنتجات الببتروكيمياوية التي يتم تحصيلها بالدولار مما يؤدي إلى زيادة الإيرادات الجبائية على قطاع المحرقات بالعملة المحلية الأمر الذي يؤدي إلى نمو الوسائط المالية نتيجة

متطلبات التنمية الاقتصادية والمتمثلة في برامج الإنعاش الاقتصادي، برنامج دعم النمو الاقتصادي، وبرنامج توطيد النمو الاقتصادي.

لهذا كان التطور المالي بمقاييسه المختلفة تابعا للنمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة.

أما عن عدم تفسير مؤشرات التطور المالي للتغيرات في النمو الاقتصادي في الجزائر ، يمكن إرجاعها للأسباب

التالية:

ضعف معدل السيولة في الاقتصاد بحيث لم تتجاوز نسبته 57% ، كما أن الارتفاع في هذه النسبة لم

يكن حقيقيا لأن النقد بمفهومه الضيق كان يشكل الحصة الأكبر من المجمع النقدي (M2) ، و هذا ما نستدل عليه من نسبة السيولة النقدية (2/1) ، حيث قدرت بمتوسط نسبته 68% خلال فترة الدراسة ، و هذا ما يدل على عدم كفاءة النظام المصرفي في تجميع الموارد المالية خصوصا الودائع لأجل.

انخفاض نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص بحيث لم تتجاوز في المتوسط 9.78% ، رغم الإصلاحات المالية التي قامت بها الجزائر ، كما أن النصيب الأكبر من هذا الائتمان يذهب لتمويل المؤسسات ذات الطابع التجاري (تمويل الواردات من السلع النهائية) و كذا التوسع في تمويل السلع المعمرة ، و القروض العقارية.

ضعف النظام المصرفي في تعبئة الإدخارات المتوسطة وطويلة الأجل لتمويل المشاريع الاستثمارية التي

تتطلب هذا النوع من التمويل.

بالإضافة إلى هذا ، نجد أن المنظومة المصرفية تتميز بخصائص لا تسمح لها بالتطور و
المساهمة الفعالة:

الاقتصادي ومن أهمها:

في النشاط

سيطرة عدد صغير من المصارف الكبيرة على النظام المصرفي ، فضلا عن هوامش أسعار
الفائدة التي لا

تزال مرتفعة قياسا إلى تلك السائدة في البلدان متقدمة النمو ، و تدفع نسبة التركيز هذه إلى
استجابة هذه المصارف لأية زيادة في القروض غير المؤداة بزيادة الهوامش بين أسعار
الإقراض والودائع مع عدم تقديم الائتمان إلى المقترضين جدد محتملين جديرين بالثقة و إلى
المشاريع المربحة ، و يمكن لهذه التدابير أن تسبب تدفق الودائع (الفوائض المالية) إلى
خارج المنظومة المصرفية و تضع ضغوطا إضافية على المقترضين مما يسفر عن انخفاض
النشاط

الاقتصادي و زيادة القروض غير المؤداة إلى إجمالي القروض مما يعرض استقرار النظام
المالي للخطر

و لمة استنتاج آخر لارتفاع معدلات التركيز ، هو أن المصارف تعمل بطريقة غير تنافسية
مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوساطة المالية.

ل ضعف مؤشر الكثافة المصرفية ، مما يوحي بأن شريحة من الزبائن لم يتمكنوا من
الحصول على الخدمات المالية التي هم في حاجة إليها.

صغر حجم أصول القطاع المصرفي مقارنة بحجم النشاط الاقتصادي في الجزائر .

و من خلال الأسباب سالفه الذكر و خصائص المنظومة للمصرفية يتبين لنا عدم تطور النظام المصرفي بالدرجة التي تمكنه من التأثير على المتغيرات الاقتصادية الحقيقية الكلية.

و بما أن القطاع المصرفي لا يزال هو المهيمن على النظام المالي ، و لذلك فإن بناء نظام مصرفي كفؤ يسمح بنقل إجراءات السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي العام و الأسعار من خلال أسعار الفائدة والسيولة ، يتطلب مجموعة من الإجراءات في مجال السياسات العامة لتشغيل النظام المالي بكفاءة ، وتتمثل في:

توفير بيئة اقتصادية كلية مستقرة وإنشاء قطاع خاص ديناميكي . استحداث إطار قانوني يكفل إدارة داخلية قوية في المؤسسات المالية والمصرفية و الضباط خارجي عن طريق قوى السوق.

إنشاء نظم معلومات التمانية تجعل جميع المعلومات متاحة للدائنين و تطوير الأطر القانونية و التنظيمية

التسيير اقتسام المعلومات عن المقترضين بين المؤسسات المالية و وكالات المعلومات الائتمانية و البنك المركزي ، و

تفعيل آليات لمخاطر الائتمان ، و هذا كله من أجل التصدي لمشكلة ارتفاع تكلفة الوساطة المالية ، كما ينبغي

✓

أن تحظى مشكلة القروض غير المؤداة بأولوية عليا لدى صانعي السياسات بغية تحسين كفاءة الوساطة المصرفية . كما يتعين على السلطات العليا في البلاد تشجيع دخول المصارف الأجنبية و فتح المجال أمام المصارف الخاصة المحلية و إرغامهما على تنويع و

تقديم منتجات مالية غير موجودة لدى المصارف القائمة (تنويع أوعية الادخار) ، و هذا من أجل جعل السوق المصرفي يتميز بالمنافسة.

. استحداث مؤسسات مالية غير مصرفية وسوق الأوراق المالية الحكومية ، و كذلك أسواق الأسهم

وذلك بغية معالجة أوجه الضعف في القطاع المصرفي.

و في آخر المطاف لا ينبغي لنا التقليل من أهمية الإصلاحات المالية و النقدية المتتابة من طرف السلطات الجزائرية لتطوير النظام المالي و دعما لهذه الجهود المبذولة من ناحية و النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث من ناحية أخرى ، نقترح أن تجرى دراسات حول المحددات الاقتصادية و المؤسسية و المالية لتطوير النظام المالي

الجزائري بما يسمح له من التأثير في المتغيرات الاقتصادية الحقيقية الكلية .

مقترحات

1- إرساء الثقافة البورصية: إن تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية متعلقة بالبورصة يكون الغرض من وراءها تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالين أو عارضين بأهمية وفائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الاستثمارات.

ولهذا ينبغي انتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام ، ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة كذلك يجب ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة

من خلال المؤسسات التربوية والجامعات وغيرها من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني.

2- الجانب الديني : بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء و إدراج أسهم البنوك الإسلامية و دخولها و عملاتها كمتعاملين في البورصة و كذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها و جربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

و من التوصيات التي يمكن إقترحها في هذا المجال ما يلي :

✓ الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.

✓مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج و كذا شركات الوساطة المالية.

✓ العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام و كذا شبكة الاتصال العالمية.

✓العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية و الجهوية بهدف الاستفادة منها.

قائمة المصادر و المراجع

الكتب :

جاسم علي الشامسي ، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع " ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

حسان خضر ، "تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 .

السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978 " دار النهضة العربية القاهرة 2001 .

صلاح الدين السيسي ، "دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة " ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة 2003 .

عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2005 .

عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، " أسواق المال " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003

عبد الغفار حنفي ودرسية قرياقص - السوق والمؤسسات المالية - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية سنة 2001 .

عبد القادر محمد عبد القادر عطية ، " اتجاهات حديثة في التنمية " ، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003

عبد القادر محمد عبد القادر عطية ، " اتجاهات حديثة في التنمية " ، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003

عمر صقر ، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ..
عمرو محي الدين "المال" والصناعة" مجلة دورية العدد الثامن عشر بنك الكويت الصناعي
2000 .

فريد النجار، " البورصات و الهندسة المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999.

مذكرات جامعية :

بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها " ، رسالة
لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر
2006/2005 .

قاسم شاوش لمياء ، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير
في العلوم الإقتصادية فرع نقود ومالية ، جامعة البليدة ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم
التسيير ، السنة الجامعية 2005/2004 .

محمد براق ، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية ، أطروحة دكتوراه ، الجزء 2
، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999-2000 .

مجالات :

أوسرير منور ، " التنمية الاقتصادية في البلدان النامية- الاستراتيجيات و الإبعاد " ، مجلة
مخبر التحولات الاقتصادية و التنمية و استراتيجيات التكامل الاقتصادي الدولي ، المدرسة
العليا للتجارة، الجزائر ، العدد 03/2007.

خالد بن حمد بن عبدالله القدير، " اختبار فرضية "كالدور" للعلاقة بين الإنتاج الصناعي
والنمو الاقتصادي باستخدام سلاسل زمنية للمملكة العربية السعودية " ، مجلة جامعة الملك
سعود - العلوم الإدارية، المجلد 17- العدد 2، السعودية، 1425هـ.

أوسير منور ، "التنمية الاقتصادية في البلدان النامية- الاستراتيجيات و الإبعاد " ، مجلة مخبر التحولات الاقتصادية و التنمية و استراتيجيات التكامل الاقتصادي الدولي ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر ، العدد03/2007.

توفيق عباس عبد عون المسعودي، دراسة في معدلات النمو للأزمة لصالح الفقراء (العراق- دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 26، المجلد السابع، نيسان 2010.

المراسيم :

المرسوم التشريعي رقم08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993.المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993 .

(1) المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

(1)المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و راقبة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، الجريدة الرسمية ، العدد 87 ، المؤرخ في 29-12-1997

مواقع إلكترونية

مقدم مصطفى، بحث حول النمو الاقتصادي، www.startimes.com.
ربيع نصر، رؤية للنمو الاقتصادي المستدام في سوريا، جمعية العلوم الاقتصادية السورية،
جمعة حجازي، مفاهيم التنمية www.ina-syrie.com/tbl_images/file0473.pdf.

(1) <http://www.bahrainstock.com> le 27-07-2006.

(1) <http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ>. le 08/08/2006.

(2) <http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC> le
08/08/2006.

Kuala Lumpur Stock Exchange, " Annual Report 2000 " , page (3)
.10

مراجع بالأجنبية :

Marché premaine , Analyse de l`OPV EGH .EL AURASSI , SGBV ,
1997

COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse
d`alger , collection guides plus1996