



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي لميلة  
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع : ...../2013

قسم : علوم التسيير  
ميدان: علوم اقتصادية، التجارة و علوم التسيير  
الشعبة: علوم التسيير  
التخصص: مالية

مذكرة بعنوان :

## أثر السوق المالي على النمو الاقتصادي

دراسة حالة: السوق المالي الجزائري ومقارنته بالسوق المالي الفرنسي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير (ل.م.د)  
تخصص " مالية "

إشراف الأستاذ (ة):

لمزاودة رياض

إعداد الطلبة :

- سباعي فرح
- رمول سامية
- الصيد علي

السنة الجامعية: 2012/2013

# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

( لئلا يَعْلَمَ أَهْلُ الْكِتَابِ أَلَّا يَقْدِرُونَ عَلَى شَيْءٍ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَأَنَّ الْفَضْلَ بِيَدِ اللَّهِ يُؤْتِيهِ مَنْ يَشَاءُ وَاللَّهُ ذُو الْفَضْلِ الْعَظِيمِ )

صدق الله العظيم

من سورة الحديد الآية ( ٦٨ )

بأنامل تحيط بقلم أعياه التعب والأرق ولا يقوى على الحراك يتكأ على قطرات  
حبر مملوءة بالحزن والفرح في آن واحد....

حزن يشوبه الفراق بعد التجمع.... و فرح لبزوغ فجر جديد من حياتنا هو يوم  
تخرجنا... هو بالنسبة لنا يوم ميلاد.. نتطلع فيه لما هو آت من همسات هذه الدنيا  
المليئة بالتفاؤل والأمل المشرق...

إهدائنا هنا ليس لتخرجنا فقط... بل للتخليق نحن والرفقة في سماء مملوءة بغمام  
يصحبه المزن هي فرص تقتنص... وثمرات تقطف عندما تكون يانعة وها نحن  
نقف لنقطف إحدى هذه الثمرات التي ينعت لنا وهي تخرجنا في انتظار قطف

المزيد بإذن الله



# شكر و عرفان

لابد لنا ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية من وقفة نعود فيها  
إلى أعوام قضيناها في رحاب الجامعة مع أساتذتنا الكرام الذين قدموا لنا

الكثير باذلين بذلك جهودا كبيرة في بناء جيل الغد لتبعث الأمة من جديد  
وقبل أن نمضي نقدم أسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى  
الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة...

إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة...  
إلى جميع أساتذتنا الأفاضل.....

أهدي هذا العمل المتواضع إلى من أضاء بعلمه عقل غيره و هدى بالجواب  
الصحيح حيرة سائليه فأظهر بسماحته تواضع العلماء وبرحابته سماحة العارفين  
الذي تفضل بإشراف على هذا البحث فجزاه الله عنا كل خير فله منا كل التقدير  
والاحترام..

إلى الأستاذ: " لمزاودة رياض "

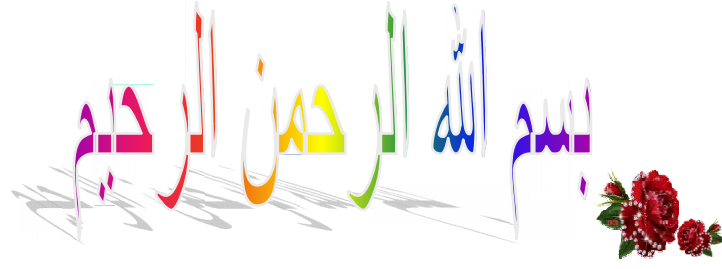
وإلى من لم يبخلا علينا بمساعدتهما

الأستاذ: أبو بكر بو سالم

والأستاذ: أبو الريحان فاروق

"كن عالما.. فإن لم تستطع فكن متعلما، فإن لم تستطع فأحب العلماء، فإن لم  
تستطع فلا تبغضهم"





## إهداء

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك .. ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برويتك الله جل جلاله ..


إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين ..

سيدنا محمد صلى الله عليه واله وسلم

إلى من جرع الكأس فارغاً ليسقيني قطرة حب

إلى من كلت أنامله ليقدم لنا لحظة سعادة

إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم

إلى القلب الكبير 

أبي العزيز (محفوظ) 

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسملة الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أعلى الحبايب


أمي الحبيبة (فتيحة) 

إلى من بها أكبر وعليها أعتمد إلى من أرى التفاؤل بعينيها .. والسعادة في ضحكتها

إلى من ساندتني في انجاز هذه المذكرة

أختي العزيزة (صباح) 

إلى توأما روحي ورفيقتا دربي .. إلى صاحبتنا القلب الطيب والنوايا الصادقة

إلى من رافقتاني منذ أن حملنا حقائب صغيرة ومعهما سرت الدرب خطوة بخطوة وما 

تزال ترافقاني حتى الآن

أختاي العزيزتين: (سعاد و صبرينة)

إلى من أرى التفاؤل بعينهم .. والسعادة في ضحكتهم  
إلى الوجوه المفعمة بالبراءة ولمحبتهم أزهرت أيامي وتفتحت براعم للغد

إخوتي الأعداء (ياسين، أمير والعنقود الصغير تقي الدين)

إلى الأخوات اللواتي لم تلهن أمني .. إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء إلى  
ينابيع الصدق الصافي إلى من معهم سعدت، وبرفقتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة  
سرت إلى من كانوا معي على طريق النجاح والخير  
إلى من عرفت كيف أجدهم و علموني أن لا أضيعهم

(سامية، أمينة، مريم، شهرزاد، فطيمة، راضية، وفاء، وافية، مريم، كنزة، أميرة وآسيا)

إلى زملائي: حسام، فارس، أمين، مانيش

إلى من ساعداني في انجاز هذه المذكرة سامية وعلي

إلى كل من يحفظهم قلبي ونسيهم قلبي

إلى كل من يأتي بعدي يتصفح مذكرتي و تفيده معلوماتي .. إهداء






فرح



إهداء 



# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله حمدا يليق بجلال وجهه و عظيم سلطانه و الصلاة والسلام على نبيه محمد (صلى  
الله عليه و سلم) شيء جميل أن الحمد لله حمدا يليق بجلال وجهه و عظيم  سلطانه و  
الصلاة و السلام يسعى الإنسان إلى النجاح فيحصل عليه،  
و الأجل منه أن يذكر من كان السبب في ذلك، يقول تعالى في محكم تنزيله  
(رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَ عَلَيَّ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ، وَأَدْخِلْنِي  
بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ)

 إلى ينبوع الذي لا يمل العطاء  
إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها إلى  
حكمتي ..... وعلمي إلى أدبي و حلمي...   
إلى  
طريقي .... المستقيم .. إلى طريق.. الهداية..  
إلى  
ينبوع الصبر والتفائل والأمل  
إلى  
كل من في الوجود بعد الله ورسوله أمة الغالية

**مسعودة**



إلى سندي وقوتي وملادي بعد الله  
إلى من علمني حقيقة واقع الحياة أن المبادئ أغلى من الأرواح إلى الذي أمد لي الحياة بلا  
ثمن

 الذي أحمل اسمه بكل فخر أبي العزيز 

**محمد الصالح**

إلى زهرتي النرجس إلى وردتي المحبة وينبوع الوفاء إلى اللاتي رافقتاني في السراء  
والضراء

إلى اللاتي رسمنا المستقبل معا بخطوط من الأمل والثقة  
إلى أصدق الأصحاب

 أختاي العزيزتين 

نجوى و مريم

في صحراء الأمل وعلى رمال الوفاء كتبت لك يا أعز الناس كلمات بماء الذهب وبريق  
الألماس ...

إلى من سأقاسم معه روعة الحياة وآلامها

إلى من زرع حياتي أمل من كل النواحي

خطيبي لطفني

إلى من احتار قلبي بماذا يوصفهن.... إلى عالمي الجميل إلى عالمي المليء بالأمل.. إلى من

حبهم يجري في عروقي ويلهج

بذكراهم فؤادي.. إلى من سرنا سوياً ونحن نشق الطريق

معاً نحو النجاح والإبداع إلى من تكاتفنا يداً بيد ونحن نقطف زهرة تعلمنا إلى صديقاتي

فرح ، راضية، شهرزاد ، مريم، فطيمة، أمينة

إلى من ساعدني في انجاز هذه المذكرة علي وفرح

إلى كل من يأتي بعدي يتصفح مذكرتي و تفيده معلوماتي.

إهداء

سلامية



# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## إهداء

شاكراً باسم الخالق الذي أضاء الكون بنوره البهي وحده اعبد وله وحده اسجد خاشعاً

لنعمته وفضله علي في إتمام هذا الجهد  
إلى...

صاحب الفردوس الأعلى وسراج الأمة المنير وشفيعها النذير البشير  
محمد ( صلى الله عليه وسلم ) فخراً واعتزازاً

إلى جنتي في الدنيا والآخرة .. إلى حبيبي وكل كياني .. تظليل لي رمز الطهارة والنقاء..  
منارة الحب والحنان .. سلسيل الوفاء الأبدي .. نهر العطاء المتجدد ...  
إلى التي فتحت عيني على ابتسامتها و التي عشقت الحياة لأجلها،  
إلى من قاسمتني الروح و قاسمتها الجروح  
إلى "أمي الغالية رعاها الله"

إلى الذي أنار لي ظلمات الليل، إلى عماد الأسرة و ضياء نورها، إلى صاحب القلب الطيب و  
الصدر الواسع، إلى رمز التضحية و الكفاح، إلى من علمني القراءة و الكتابة دون أوراق ولا

أدوات، إلى الذي تعلمت منه مكارم الأخلاق، إلى مصدر عزي و سر افتخاري  
..... "إليك أبي العزيز أعزك الله"

إلى الكواكب المتلألئة في فلكي، إلى سندي وقوتي وروضات راحتي إلى من عطاهم يفوق  
الحدود، وحيي لهم ممدود إلى إخوتي :  
أبو أيوب، أبو جهاد، خالد.

والى أخواتي : سعيدة، فايزة، شمامة، فاطمة، سمية، أسمهان، حنان، راشدة.

إلى البراعم الندية و الأزهار الفتية أبناء إخوتي:

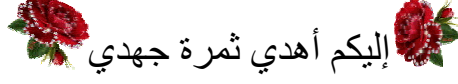
أحمد، مسعود، أسماء

هاجر، رانية، أسامة، سندس، هديل، جهاد، أيوب، آدم، محمد رياض، عبد الرحمان، إياد، عقبة إلى  
أجمل نجمة زينت أرجاء البيت، إلى بنت أخي الأمورة رغد.

إلى...

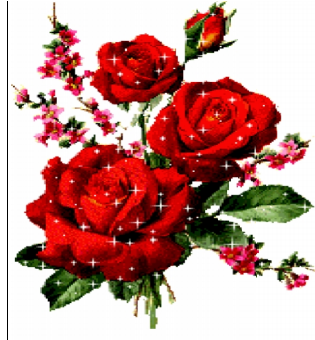
القلعة الحصينة التي الجأ إليها عند شدتي  
إلى من حبي لهم نابع من أعماق القلب: أصدقائي: ياسين، أسامة، زكرياء، عبد  
المالك، أمين، حمزة، علي، هارون، محمد، يعقوب، رمزي، محفوظ.

إلى من قاسموني حلاوة هذا العمل، إلى زميلاتي، فرح و سامية، إلى كل من يحفظهم قلبي و  
نساهم قلبي



إلى كل من يأتي بعدي يتصفح مذكرتي وتفيده معلوماتي.

علي



إهداء

فهرس المحتويات

I. مقدمة

- إشكالية البحث
- فرضيات البحث
- أهداف البحث
- أهمية البحث
- صعوبات البحث
- هيكل البحث

II. الفصل الأول : مكانة الأسواق المالية في الإقتصاد العالمي المعاصر .. 07

1. المبحث الأول: مفاهيم عامة حول النظام المالي.....07
- 1) المطلب الأول : النظام المالي، التعريف، الوظائف و الأعوان الاقتصادية...07
- 2) المطلب الثاني: مصادر التمويل والتوازن في سوق رأس المال .....11
- 3) المطلب الثالث : الوساطة المالية .....19
2. المبحث الثاني : الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية .....23
- 1) المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية و تقسيماتها .....23
- 2) المطلب الثاني : وظائف السوق المالي والمتعاملون فيه .....27
3. المبحث الثالث : مؤشرات تطور الأسواق المالية .....32
- 1) المطلب الأول : حجم السوق .....33
- 2) المطلب الثاني : سيولة البورصة.....34

III. الفصل الثاني : دور السوق المالي في تحفيز النمو الإقتصادي .....39

1. المبحث الأول : ماهية النمو الإقتصادي .....39
- 1) المطلب الأول : مفهوم النمو الإقتصادي والعوامل المؤثرة فيه .....39
- 2) المطلب الثاني : أهداف النمو الإقتصادي.....41
- 3) المطلب الثالث: مصادر النمو الإقتصادي .....44
2. المبحث الثاني : تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الإقتصادي.....48

- 1) المطلب الأول : كفاءة تسعير الأصول المالية .....48
- 2) المطلب الثاني : قنوات تأثير السوق المالي على النمو الإقتصادي.....50
3. المبحث الثالث:علاقة الأسواق المالية بالنمو الإقتصادي .....52
- 1) المطلب الأول : إتجاه العلاقة بين السوق المالي .....52
- 2) المطلب الثاني: التأثير المتبادل .....52
- IV. الفصل الثالث:متابعة تطور تداول بعض الأدوات المالية لكل من السوق**
- V. المالي الجزائري والفرنسي .....59**
1. المبحث الأول: لمحة حول السوق المالي الجزائري.....59
- 1) المطلب الأول :نشأة و تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر .....59
- 2) المطلب الثاني : الهيئات المشرفة على السوق المالي الجزائري .....61
- 3) المطلب الثالث:تجربة الشركات المصدرة للأوراق المالية ببورصة الجزائر ..62
2. المبحث الثاني :لمحة حول السوق المالي الفرنسي .....68
- 1) المطلب الأول :نشأة وتطور السوق المالي الفرنسي .....68
- 2) المطلب الثاني:الأسواق الفرعية المكونة للسوق المالي الفرنسي .....70
- 3) المطلب الثالث:الهيئات المشرفة على السوق المالي الفرنسي .....71
3. المبحث الثالث: متابعة تطور تداول بعض الأدوات المالية و تأثيرها على النمو الإقتصادي في كلا السوقين .....73
- المطلب الأول:تطور تداول بعض الأدوات المالية وأداء السوق المالي الجزائري 73
- 1) المطلب الثاني:تطور تداول بعض الأدوات المالية وأداء السوق المالي الفرنسي 75
- 2) المطلب الثالث :المقارنة بين تطور أداء السوق المالي الجزائري والفرنسي.....78
- VI. الخاتمة.....87**
1. قائمة المراجع .....90
2. قائمة الأشكال والجداول .....94
3. قائمة الملاحق .....96

مقدمة:

قد شكل وجود أسواق رأس المال (سوق الإصدار وبورصة الأوراق المالية) على درجة عالية من الكفاءة في الدول المتقدمة

عاملا رئيسيا في تطورها وبنائها اقتصاديا، فقد حققت من ورائها مزايا إيجابية متعددة. أنها تمثل الميدان الرئيسي لتوجيه

المدخرات نحو الاستثمارات المجدية وأصبحت هذه الأسواق في الوقت الحاضر من المتطلبات الأساسية

الكثير من الدول المتقدمة، كفرنسا وألمانيا والمملكة المتحدة على سبيل المثال شكلت أسواق رأس المال في اقتصادياتها آلية مهمة،

كانت كفيلا باستقطاب عدد أكبر من المؤسسات والشركات والأفراد لتوظيف مدخراتهم والحصول على التمويل اللازم لأنجاز

مختلف المشاريع الاستثمارية.

أما الدول المتقدمة في تطوير هذه الأسواق المالية، خاصة منها بورصة الأوراق المالية، دفع الدول

إلى إماما مهما وحاسما في

وهذا لما تحتاجه هذه الأخيرة من وسائل تحويلية مهمة، وذلك من خلال قيامها بادوار عديدة تجعل منها

فطلما عانت المؤسسات الاقتصادية بالدول النامية عموما من محدودية التمويل، بالشكل الذي وقف فيه هذا

، وبذلك يصف الكثير من ا بورصة الأوراق المالية على أنها العصب الرئيسي لسوق رأس المال، ويربط

الكثير منهم بين نجاح ال

ت مقارنة بالدول المتقدمة توفير الجو الملائم والتمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية.

بعض هذه الدول تسجيل معدلات نمو مذهلة، وأحسن مثال على ذلك دول الخليج العربي.

## الإشكالية :

الملاحظ أن السوق المالي سيساهم بكيفية فعالة في استقطاب رأس المال المحلي و الدولي ، غير أن الدور الذي تلعبه هذه الأسواق يتفاوت بين الدول ، ففي حين تساهم هذه الأسواق في استقطاب الاستثمارات في الدول المتقدمة كفرنسا مثلا ، فإن دورها لا يزال يواجه عقبات كثيرة في الدول النامية و منها الجزائر .  
و لشرح هذه الإشكالية :

### ما مكانة السوق المالي في الاقتصاد ؟ وهل لها دور في تحفيز النمو الاقتصادي؟

و هذه الإشكالية هي حوصلة لمجموعة من التساؤلات الفرعية و التي تتمثل في:

- ما المقصود بالنظام المالي ؟
- ما المقصود بالسوق المالي؟
- الاقتصادي و ما علاقته بالسوق المالي؟
- هل حقق السوق المالي الجزائري والفرنسي النتائج المطلوبة في عملية النمو؟

### الفرضيات :

- النظام المالي هو العمل على تحويل المواد المالية من أعوان الفائض المالي إلى أعوان العجز التمويلي
- في الطاقة الإنتاجية عبر الزمن ؛
- يعمل السوق المالي على تفعيل قنوات الانتقال من النظام المالي إلى النمو الاقتصادي والمتمثلة في تراكم رأس المال
- العلاقة بين النمو الاقتصادي و السوق المالي هي علاقة طردية حيث أن تطور السوق المالي يؤدي إلى  
من ثم زيادة النمو؛
- ضعف الثقافة المالية واعتماد الجزائر على الميزانية العامة في إستراتيجيتها التنموية أضعف تأثير السوق المالي على

- إن دور السوق المالي الجزائري في عملية النمو .

### أهمية البحث:

تندرج أهمية البحث من كون عدم وجود دراسات كثيرة تربط فيما بين درجة تطور أسواق تأثيرها في رفع مستوى النمو الاقتصادي في الجزائر من جهة أخرى فهذا البحث هو محاولة للفت الأذهان إلى أهمية تلك العلاقة الترابطة للاهتمام بها ومحاولة لإصلاح ثغراته .

### أهداف البحث:

- الدور الهام الذي تلعبه الأسواق المالية في عملية النمو الاقتصادي؛
- إيجاد
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة حتى يمكن معرفة القصور في السوق المالي
- بحيث يكون فاعلا و مؤثرا في الاقتصاد
- الجزائري مثل ما يحدث لكثير من البلدان المتقدمة ( ) بحيث يساهم و بشكل كبير في رفع مستوى الناتج المحلي الإجمالي.

### صعوبات البحث:

- قلة المصادر التي تبحث في أسواق المال في اللغة العربية

- قلة المصادر التي تربط العلاقة بين النمو الاقتصادي و السوق المالي.

### خطة البحث و هيكله:

و انطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث

:

الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان مكانة الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث

المبحث الأول تعرض إلى مفاهيم عامة حول النظام المالي

و شروط التوازن في سوق رأس المال، كما تطرق المبحث الثاني إلى الملامح

الأساسية لأسواق الأوراق المالية، من خلال تقديم مفهوم لها، تقسيماتها، أهم وظائفها

إلى مؤشرات تطور الأوراق المالية .

الفصل الثاني و الذي جاء تحت عنوان دور السوق المالي في تحفيز النمو الاقتصادي تطرق المبحث الأول منه إلى

ؤثرة فيه، أهدافه و مؤشرات قياسه و أخيرا أهم

مصادره ما في المبحث الثاني تعرض إلى تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي

.

الفصل الثالث و الذي جاء بعنوان متابعة تطور تداول بعض الأدوات المالية لكل من السوق المالي الجزائري

مد تطرق المبحث الأول منه إلى لمحة حول السوق المالي الجزائري و المبحث الثاني إلى لمحة حول

السوق المالي الفرنسي أما المبحث الثالث فتناول تطور أداء السوقيين الماليين و تأثيرهما على النمو الاقتصادي .

### الفصل الأول: مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر

#### تمهيد:

يشكل التمويل في الاقتصاديات المعاصرة أحد الأنشطة الرئيسية لتطوير القوى المنتجة، وبالتالي فالإنتاج يحدد مسار رأس مال منتج فبدون المال والوسائل النقدية لا يمكن أن يحدث هذا التحول، فالحصول على مستلزمات الإنتاج لا يتحقق إلا عن طريق المبادلة في أسواق معينة وهذا تأكيداً لمقولة "المال قوام الأعمال" فالحاجة إلى رأس المال من أجل التمويل تنبع من كل القطاعات، من كل المؤسسات العامة أو الخاصة من العائلات.

من الدولة وكذا من الخارج وذلك لتسهيل القيام بحملة من الأنشطة حسب الدور الذي يلعبه كل متعامل اقتصادي المتعاملين السابقين.

لذا وقبل أن نبدأ في تحصيل أداء السوق المالي من الناحية التمويلية يجب أولاً الإلمام ببعض المفاهيم المتعلقة بالتمويل بما في ذلك النظام المالي.

#### المبحث الأول: مفاهيم عامة حول النظام المالي

لقد جاء النظام المالي ليستجيب لحاجات بالغة الأهمية في حياة الفرد والمجتمع، إذ له أهمية بالغة في أي اقتصاد كان باعتباره يضمن انسياب التمويل بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين، حيث يتم من خلاله انتقال الموارد المالية من أصحاب الفائض التمويلي لتلبية احتياجات أصحاب العجز التمويلي، الأمر الذي يؤدي إلى التخصيص الأمثل للموارد الادخارية وتوجيهها نحو الاستثمارات الإنتاجية التي تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني.

#### المطلب الأول: النظام المالي التعريف، الوظائف والأعوان الاقتصادية

الفرع الأول: تعريف النظام المالي (Financial system): تعددت تعريفات النظام المالي حسب الكتاب ونذكر

منها الآتي :

1. النظام المالي هو عبارة عن آليات يتم من خلالها تبادل الأصول النقدية والمالية بناء على العرض والطلب على التمويل. (1)

2. النظام المالي هو تحريك الأموال النادرة القابلة للاقتراض من أولئك الأفراد الذين يدخرون إلى الأفراد أو الشركات التي تقتض من أجل شراء السلع والخدمات للقيام بالاستثمارات حتى يتمكن الاقتصاد الوطني من أن ينمو وأن يرفع مستوى معيشة مواطنيه. (2)

3. يعرف النظام المالي على أنه مجموع المؤسسات والآليات التي تعمل على تحقيق التعادل بين النفقات **Dépense** والإيرادات **Recette** على المستوى الكلي.

\* ومن خلال ما سبق يمكن تعريف النظام المالي كما يلي:

أن النظام المالي هو الإطار العام الذي تعمل في إطاره المؤسسات التي تخلق وتبادل الأصول سواء كانت نقدية أو مالية باستعمال آليات معينة، حيث يتم من خلاله تحويل الادخار من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز ليتمكنوا من تلبية احتياجاتهم التمويلية.

### الفرع الثاني: وظائف النظام المالي

تتجلى الأهمية البالغة للنظام المالي في :

\* تحويل الموارد المالية من أعوان الفائض أو ما يعرف بوحدات الادخار و توجيهها إلى أعوان العجز المالي وذلك عن طريق:

✓ تعبئة الموارد الادخارية و التخصيص الأمثل للموارد؛

✓ توفير الموارد المالية لتسيير الاقتصاد بمنح القروض اللازمة لذلك والملائمة حسب الظروف؛

\*تحسين الأوضاع المالية الكلية للجزينة العامة من خلال اتخاذ الدولة لمجموعة من التدابير والإجراءات للارتقاء و رفع مستوى

وكفاءة إدارة الإدارات المحلية؛

\* الارتقاء بمستوى الخدمات المقدمة للمواطنين والمستثمرين؛

(1). توماس ماير و آخرون: النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة سيد أحمد عبد الخالق وأحمد بديع، دار المريخ، المملكة العربية السعودية 2002-ص. 45.

(2) محمد الصالح القرشي: اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار إتراف للنشر، ط1، 2009، ص. 185.

ومن خلال كل ما سبق نستطيع أن نقول أن النظام المالي يعد من بين القطاعات التي خضعت للتنظيم الأكثر وعلى نحو شديد من الاقتصاد الوطني فتدخل الحكومات لتنظيم الأسواق المالية لدعم توفير أو تجهيز المعلومات والتأكد من جودة النظام المالي<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث: الأعراف الاقتصادية

يعرف الأعراف الاقتصادية على أنهم كل شخص طبيعي أو معنوي يزاول نشاطا اقتصاديا ولم دور هام في النظام المالي نظرا لما

يقومون به من الأعمال لإشباع حاجاتهم وحاجات الاقتصاد الوطني ككل.

1. أصحاب الفائض المالي: وهم من تفوق مداخيلهم مجموع نفقاتهم، فهم بذلك يمثلون الطرف الذي له القدرة على

التمويل والأهداف التي تحركهم هي محاولة البحث عن أفضل التوظيفات لهذه الفوائد.

ويشمل هذا النوع أساسا على العائلات حيث يحضى ادخار الأسر بأهمية كبيرة في الاقتصاد، باعتباره القطاع الوحيد الذي تفوق مدخراته على استثماراته، فيقوم بإيداعها لدى البنوك، لكن مع تطور الأنظمة المالية تغير نظام التمويل في

العديد من دول العالم و أصبحت تلجأ إلى سوق رؤوس الأموال.

يتكون أصحاب الفوائض من الفئات التالية: الأفراد، مؤسسات الأعمال، الحكومة، الأجانب.

2. أصحاب العجز المالي: وهم من تفوق نفقاتهم مجموع مداخيلهم، وهم بذلك يجدون أنفسهم في حاجة مستمرة إلى

أموال لتغطية عجزهم أي أنهم يمثلون الطرف الذي هو بحاجة إلى التمويل، وتشمل أساسا المؤسسات فهي تحتاج إلى

مورد مالية أولا من أجل الحصول على معدات، وثانيا من أجل مواكبة التطور الصناعي والتجاري، وأخيرا من أجل

تسديد التزاماتها من أجور ومصاريف وغيرها ويمكن ترتيب هذه الفئات حسب الاحتياجات إلى مؤسسات أعمال،

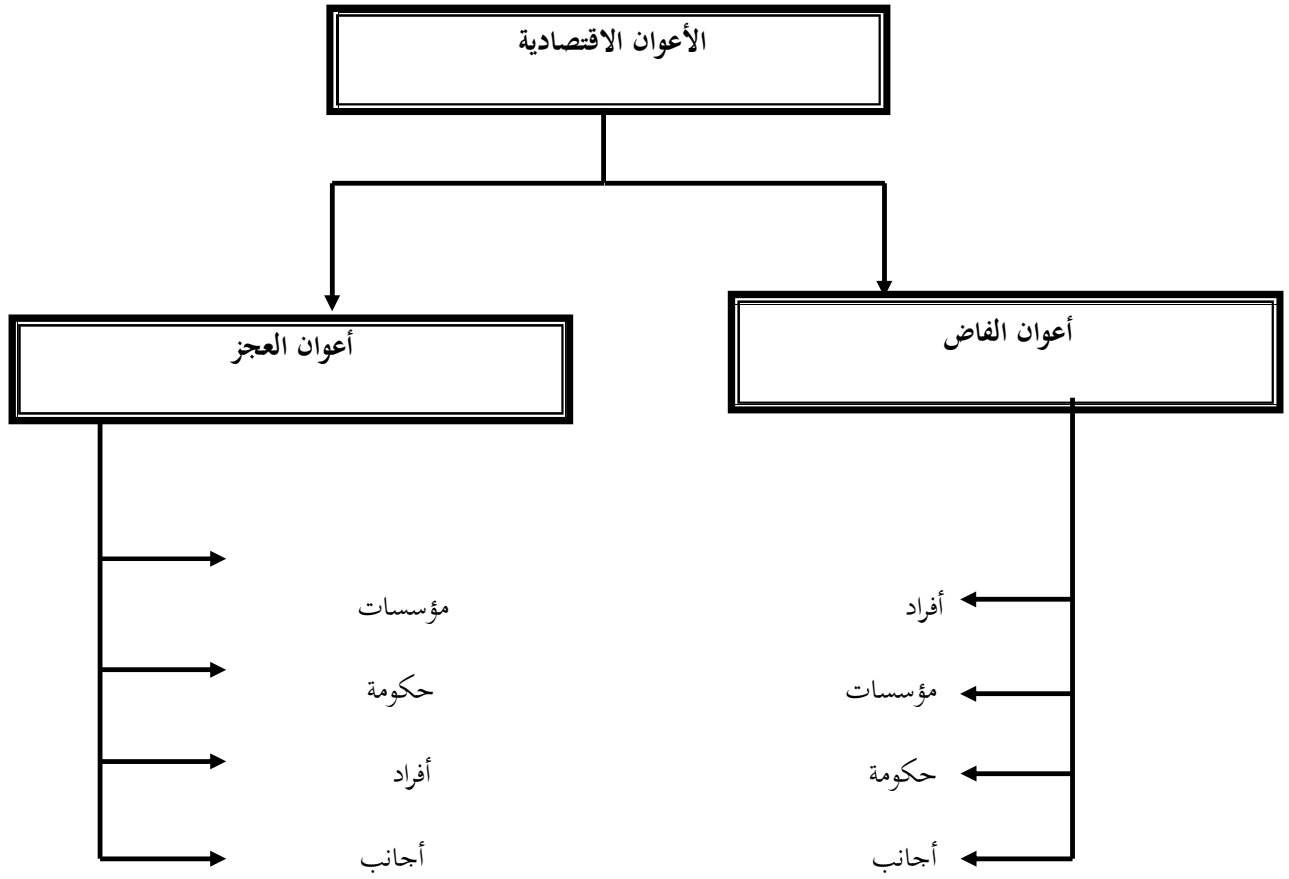
الحكومات، الأفراد، الأجانب.<sup>(2)</sup>

\* ويمكن تمثيلها بالشكل التالي :

(1). توماس ماير: مرجع سبق ذكره، ص. 60 .

(2). فليح حسن: خلق "الاقتصاد الكلي" دار جدار للكتاب العلمي، الأردن، الطبعة 1، 2007، ص. 43، 44.

الشكل رقم (1): الأعران الإقتصادية.



المصدر : من أعداد الطلبة

### المطلب الثاني: مصادر التمويل والتوازن في سوق رأس المال.

تبعاً لتعدد مصادر ووسائل التمويل ودور مؤسسات الوساطة المالية (مالية مصرفية، مالية غير مصرفية) يمكن تقييم هذه المصادر حسب عدة معايير:

- معيار الملكية: تمويل ذاتي وتمويل عن طريق الدين،
- معيار الزمن: ونعني به تاريخ الاستحقاق ويشمل التمويل الذاتي والتمويل المباشر وتمويل الوساطة المالية
- معيار الوسيط المالي: ونعني به وجود أو عدم وجود وسيط مالي و تماشيا مع موضوع البحث فسنتناول المعيار الأخير

### الفرع الأول: وجود وسيط مالي: (اختلاف الرغبتين):

ونعني بوجود وسيط ويتضمن طريقتين

- تمويل مباشر لمؤسسات مالية بنكية وتسمى (وسيط نقدي أو وسيط بنكي)؛
- تمويل غير مباشر لمؤسسات مالية غير بنكية وتسمى (وسيط مالي غير بنكي).

إذن فالتمويل غير المباشر يتطلب تدخل الوسيط المالي بنوعيه لتوفير السيولة اللازمة، وهذا ما يسمح بعملية خلق النقود عند البنوك التجارية<sup>(1)</sup>

وبذلك يمكن تعريف التمويل غير المباشر كالتالي:

**1. التمويل غير المباشر**: هو عملية تحويل المواد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال وهي أساسا

البنوك وشركات التأمين ومؤسسات الادخار والإقراض وصناديق المعاشات ومقابل هذا التمويل تحصل الوحدات ذات

الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون على أنفسهم وتسمى أصولا غير مباشرة<sup>(2)</sup>، مثل شهادات الادخار

وشهادات الاستثمار ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه المواد الأولية إلى سيولة.

<sup>(1)</sup> تحليل عبد القادر بوفاسة سليمان: دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، المركز الجامعي المدية، 17/ 18 أبريل 2006، ص. 398.

<sup>(2)</sup> أحمد عبدالفتاح علي الناقة: نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002، ص. 11.

إن الاقتصاد الذي يتميز بهذا النمط من التمويل يطلق عليه اسم " اقتصاد الاستدانة "

وتحليل التمويل غير المباشر يقودنا إلى استخلاص نتيجتين :

- المؤسسات الوسيطة البنكية لها القدرة على تحويل الاكتناز إلى مدخرات؛
- المؤسسات الوسيطة البنكية لها القدرة على مضاعفة القدرة الشرائية بناء على حجم محدد من المدخرات النقدية (خلق النقود الكتابية).

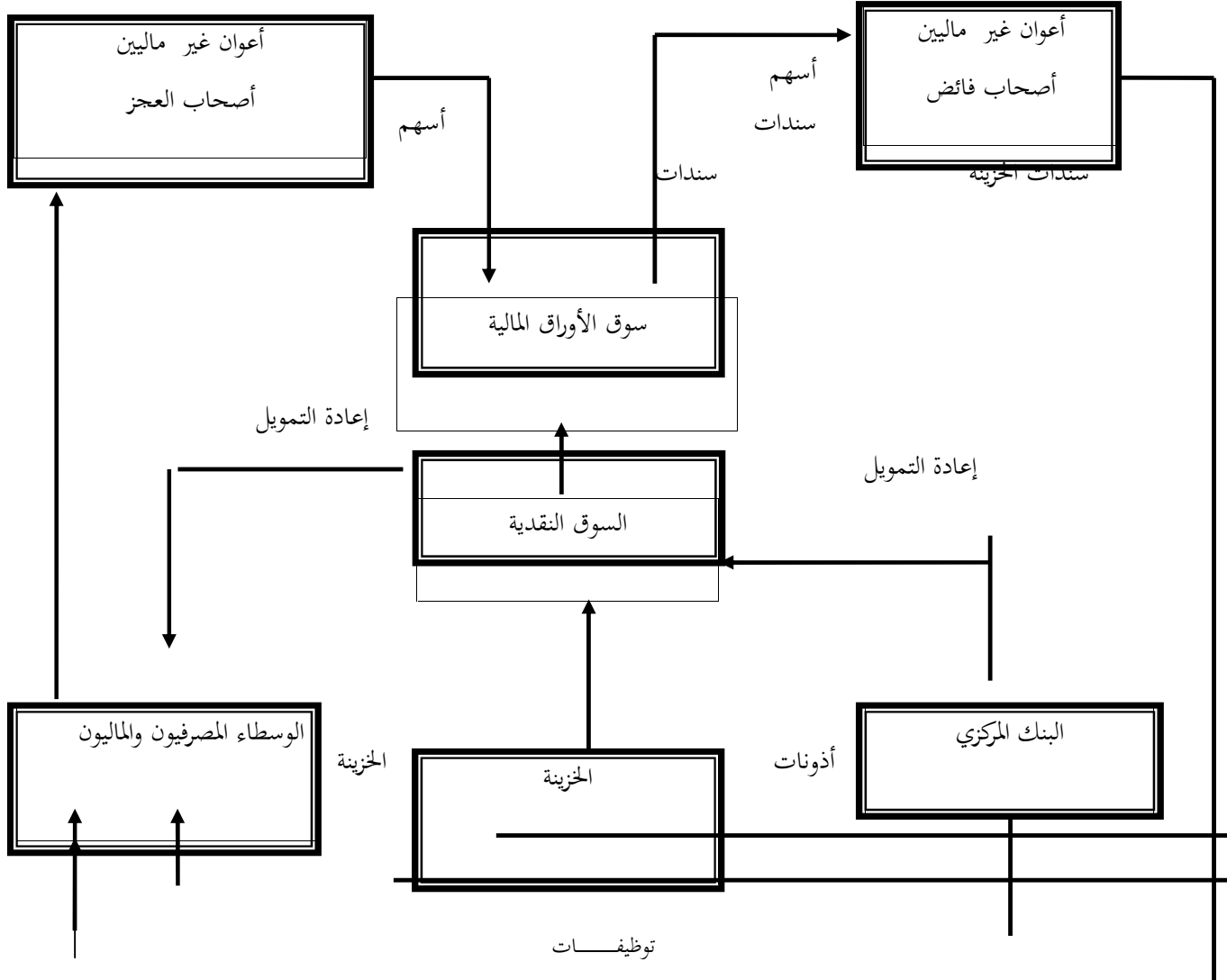
### 2- خصائص التمويل غير المباشر: (اقتصاد الاستدانة) (1)

- التمويل يتم عن طريق القروض المصرفية (قصيرة، متوسطة، وطويلة)؛
- تحويل آجال الاستحقاق ( عن طريق الخصم ) وإيجاد وسائل تمويل تستجيب للزبائن؛
- دور السوق النقدية ضئيل في التأثير على السيولة ويلعب البنك المركزي دورا هاما ومحوريا في التوازن النقدي؛
- الإصدار النقدي عملية داخلية، فالغالب على مقابلات الكتلة النقدية هو القروض الاقتصادية؛
- معدلات الفائدة يتم تحديدها إداريا (الكبح المالي) ولا تعبر عن توازن السوق بين عرض وطلب النقد.

(1) محمد الشريف إلمان: محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، القطاع النقدي، الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 3، 2003، ص.126.

\* ويمكن تمثيل سير نوع اقتصاد الاستدانة بالشكل الآتي :

الشكل رقم (2): مخطط سير اقتصاد الاستدانة



إعادة التمويل (إعادة الخصم)

Source: Jean-François Goux, "Economie & Monnaie Financière « théories, institutions ; politique », Paris 1998 p 124 .

### الفرع الثاني: عدم وجود وسيط مالي:

وهنا نتناول باقتضاب التمويل الذاتي والتمويل المباشر :

#### أولاً: التمويل الذاتي :<sup>(1)</sup>

ويتعلق برفع رأس المال والإهتلاكات والاحتياطات، ويرتبط بنجاح هذا التمويل بجملة من الشروط الداخلية والخارجية لمؤسسة، فأما الأولى فتمس المؤسسة نفسها والثانية تتعلق بوضعية السوق التمويلية (السوق النقدية، السوق المالية) من حيث قدرتها تجميع المدخرات والمرونة في اقتراضها بفوائد مناسبة .

إذن: التمويل الذاتي ينشأ عن تغيير في التكوين العضوي لهيكل رأس المال للمؤسسة وله مزايا وعيوب.

#### \* مزايا التمويل الذاتي :

- ✓ أول مصدر تمويل متاح دون فائدة تدفع عنه ويؤدي إلى زيادة رأس مال المؤسسات؛
- ✓ مصدر تمويل مضمون يوفر اللاضغط، الأمان ، الاستقلالية واللامخاطرة؛
- ✓ يقع ضمن الدائرة المغلقة (I=S).

#### \* عيوب التمويل الذاتي:

- ✓ تتركز رأس المال؛
- ✓ عدم كفاية الأموال وبالتالي التأثير السلبي على المقدرة الاستثمارية للمؤسسة؛
- ✓ لا يساهم في إعادة توزيع الدخل لصالح رفع الأجور بل يعاد توزيع الدخل لصالح أصحاب الأعمال.

(1). خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان: مرجع سابق، ص. 400.

### ثانياً: التمويل المباشر (توافق الرغبتين):

حيث يتم تحويل المدخرات من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز في التمويل، وهنا تكون العلاقة مباشرة بين

المقرض والمقترض دون تدخل أي وسيط مالي وتعرف عموماً كالاتي:

هي طريقة التمويل المباشر حيث تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في سوق المال، مثلما يلتقي

مستهلك السلعة مع البائع في سوق السلع، حيث تصدر وحدات العجز المالي حقوق المالية على نفسها هذه

الحقوق تسمى أصولاً مالية (أسهم وسندات) تعرضها على وحدات الفائض، هذه الأخيرة تشتري هذه الأصول

مقابل تحويل مواردها المالية إلى وحدات العجز.

الأصول المالية التي تشتريها وحدات الفائض تسمى أصولاً مباشرة لأن الوحدات التي صدرتها هي وحدات العجز

(1).

لاقتصاد الذي يتميز بهذا النمط من التمويل يطلق عليه اسم " ."

### خصائص اقتصاد الأسواق المالية :

✓ هيمنة التمويل المباشر في حين أن القطاع المصرفي لا يمول إلا بشكل هامشي

✓

✓ تتم عملية الضبط النقدي في السوق النقدية باستعمال تقنية السوق المفتوحة

✓

بينها واتجاه السلطة التنفيذية

✓

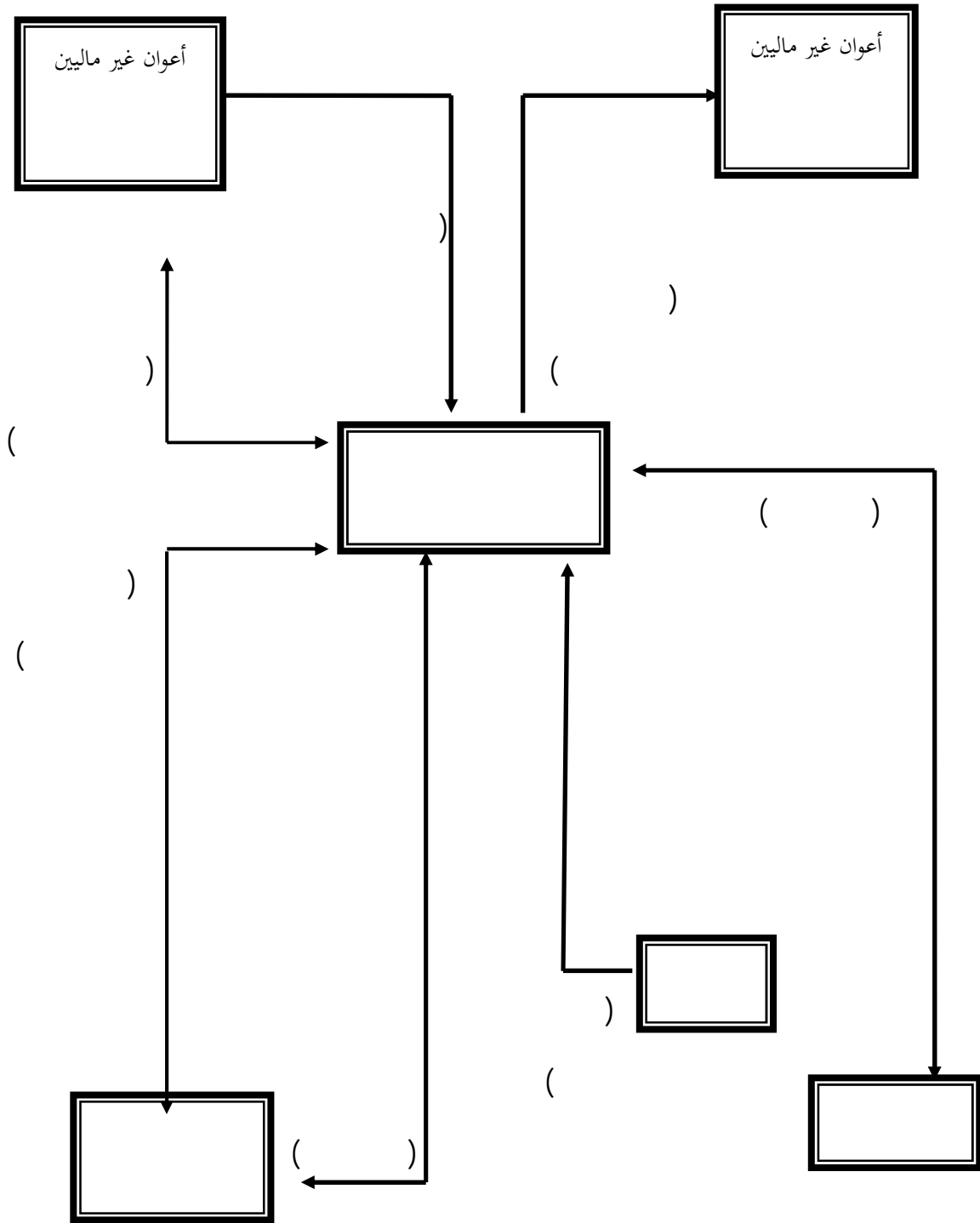
✓

(2).

(1) أحمد :مرجع سبق ذكره ص.12.

(2) محمد :مرجع سبق ذكره، ص.125 126.

الشكل رقم (3): مخطط سير اقتصاد الأسواق المالية



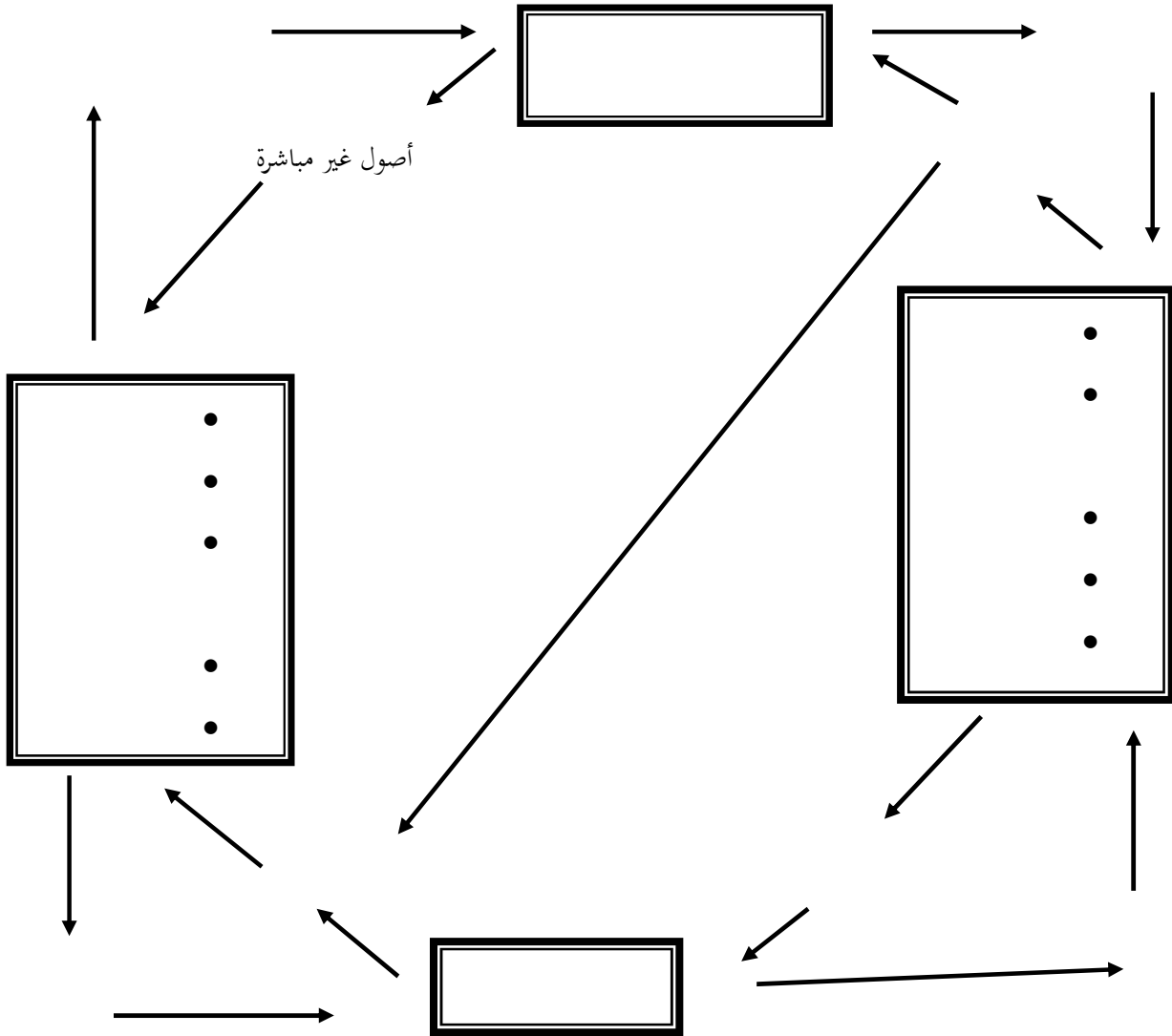
Source :Jean-François Goux: op.cit.p.126

ومن خلال كل ما سبق نستطيع أن نقول أن هناك نوعان أساسيان من طرق تمويل الوحدات الاقتصادية كما وضعناها في هذا :

- تمويل ذاتي: التي عادة ما تكون الأرباح المحققة
- تمويل خارجي: ويتمثل في التمويل المباشر ( - - ) و التمويل غير المباشر ( ) .

\* و لأن موضوع بحثنا هو السوق المالي فسنبين بالشكل التالي طرق التمويل الخارجي.

الشكل رقم (4): طرق التمويل الخارجي



: : 2002 : 10.

: أحمد أبو الفتوح علي الناقة:

في ظل هذه العلاقات المختلفة بين المتعاملين الاقتصاديين كيف يتم تحقيق التوازن بين عرض وطلب رأس المال؟

### الفرع الثالث: توازن سوق رأس المال:

يتحقق التوازن في سوق رأس المال من خلال تساوي الادخار  $S$

$$S=I \dots (1) :$$

لا بد من الأخذ بعين الاعتبار جملة من الأمور تتمثل في :

$$(1) \text{ التمويل الذاتي: } = (S=I)$$

(2) من المعلوم أنه لا يتم توظيف كل الادخار وإنما يحتفظ بجزء منه في شكل ائتمانات ( $L$ ) وبالتالي

1

$$S-L=I \dots (1)$$

(3) 2 ستتغير باعتبار أن المؤسسات :

( $Q$ ) أكثر جاذبية من حيث العائد والسيولة من شأنها أن تخفض من الائتمانات

:

$$S=L+Q=I \dots (3)$$

(4) : تعمل البنوك في هذا الإطار على خلق النقود ( $M$ ) مما يؤدي إلى زيادة عرض النقود وبالتالي

3 كالاتي :

$$(1) S=L+Q+M=I \dots$$

### المطلب الثالث: الوساطة المالية:

بعدما تطرقنا إلى آليات التمويل في المطلب السابق والذي اتضح من خلاله أن الوساطة المالية نتاج تطور هذه الآليات وتتمثل

ميراثاً في صعوبات التمويل المباشر وهي:

✓ صعوبة تلاقي طرفي التمويل المباشر خاصة في الدول المتخلفة حيث أن سوق موال معدومة أو غير نشطة

✓ صعوبة التوافق الزمني والمكاني للطرفين

✓ عدم تطابق طرفي التمويل المباشر

✓

(1) :

✓

### الفرع الأول: مفهوم الوساطة المالية:

هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية وارتأينا أخذ جملة منها نراها أكثر تعبيراً عن هذه الوساطة ويتعلق الأمر

:

1. الوساطة المالية: تعني عملية جلب مواد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية

والأفراد وذلك بغرض إتاحة هذه المواد إلى وحدات اقتصادية أخرى فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه

(2)

2. الوسيط الماليون على أنهم أشخاص طبيعيون أو معنويون يشكل حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن استثمار

(3)

\*من خلال هذه التعاريف يمكن القول أن الوظيفة الأساسية للوساطة هي التوسط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض

المالي ويمكن أن يكون الوسيط المالي شخص معنوي أو طبيعي حيث يقوم هؤلاء الوسيط بوظيفتهم إما بطريقة مباشرة أو بطريقة

(1) : 1998 .203.

(2) محمد صالح الخناوي: 1998 .5-6.

(3) حسين بن هاني : 2000 .32.

غير مباشرة وفي هذه الأخيرة يعرض الوسيط حقا على نفسه اتجاه دائنيه مقابل مبلغ نقدي ثم يقوم بخلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين بإصداره لأصول مالية غير .

### الفرع الثاني: أهمية الوساطة المالية.

يمكن ذكر أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف التمويل وكذا الاقتصادية القومي ككل وذلك كما يلي:

#### 1. أصحاب الفائض المالي: تحقق لهم الوساطة المالية عدة مزايا هي:

- ✓ مصداقية الوسيط المالي مضمونة الشيء
- ✓ تسمح بتوفير السيولة في أي وقت للمودع عند الحاجة
- ✓
- ✓ تجنب الجهد والوقت الضائعين في البحث عن المقترضين المحتملين في غياب أو ضعف البورصة. (1)

#### 2. أصحاب العجز المالي: تحقق لهم مزايا عدة على غرار ما سبق :

- ✓ توفير السيولة في الوقت المناسب
- ✓ تجنب الوقت والجهد الضائعين في البحث عن المقترضين
- ✓ توفر الوساطة المالية قروضا بتكاليف أقل نسبيا لاعتبارات الحجم والتركيز مقارنة بالتحويل المباشر. (2)

#### 3. الوساطة ذاتها :

- ✓
- ✓ تستفيد من مواد غير ذاتية وتكلفتها متدنية أو معدومة عند الودائع الجارية حس
- ✓ نشاء نقود الودائع فنتيجة للودائع تتوسع قدرتها على منح القروض ذلك أن البنوك تمنح قروضا أكثر

(3)

4. الاقتصاد الوطني: مثل ما سبق يستفيد الاقتصاد الوطني من عدة مزايا نتيجة وجود الوساطة المالية هي:

- ✓ تفادي عرقلة النشاط الاقتصادي وتقليل من مخاطر الاختلالات في أداء الاقتصاد الوطني
  - ✓ تعبئة المدخرات نتيجة الوساطة المالية حيث تحول مبالغ جزئية صغيرة مدخرة إلى قروض ذات مبالغ
- (1).

### الفرع الثالث: أسباب الوساطة المالية

إن الوظيفة الأساسية التي تقوم بها الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز وذات الفائض أي بين مجموعتين من المتعاملين المقرضين والمقترضين، وهنا قد يتساءل البعض هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسها دون الحاجة إلى تدخله أو بعبارة أخرى أليست الوساطة المالية تكو ومقدما لا بد أن نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي وإلا لما احتملت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالمية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد ال أنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل قيامهم بما بأنفسهم والكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها وللتغلب على تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية التي تتوسط لدى الجمهور ولو كانت مساهمتهم قليلة إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن المبالغ الكبيرة التي تحتاجها هذه المشروعات وهي بهذا تقدم مشروعات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين .

\*يمكن للوسيط المالي تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدرية من مختلف المقترضين ومنه تخفيض الخطر.

يشتمل مفهوم الوساطة المالية تدخل المنظمات في وصل الأعوان غير الماليين ( ) والأعوان وغير الماليين (المقترضين) وهذا التأمين والتوازن بين الادخار والاستثمار حيث تتمثل في شراء الأوراق المالية للمقترضين وإصدار أوراق غير مباشرة للمقترضين وبالمفهوم العام نقصد بالأوراق الأولية مجموعة الديون المسطرة من قبل الأعوان غير الماليين أما الأوراق غير

(2).

(1). 64.

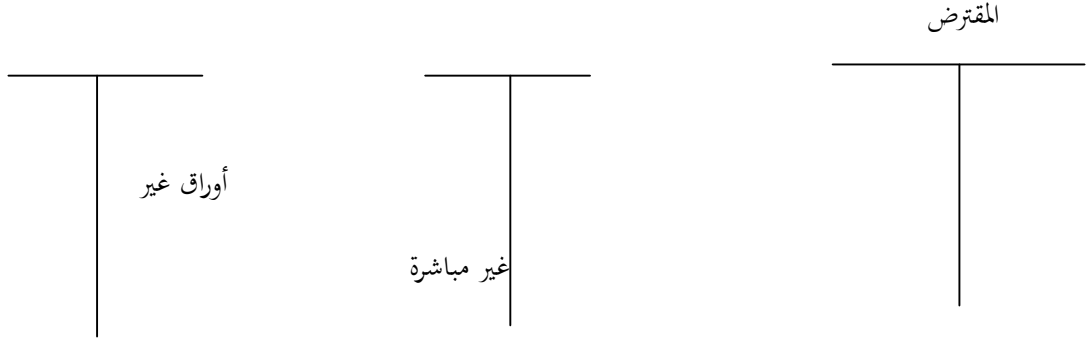
2000 .32.

(2). حسين بن هاني:

## الفصل الأول: مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر.

الوسطاء من أصول نقدية ومالية تشمل الخصوم للأوراق غير المباشرة المصدر

وتشمل ميزانية المقرضين للأوراق غير المباشرة وفيما يلي شكل يوضح ميزانية هؤلاء الأعوان:



:

على التمويل غير المباشر أن يضمن للمقرض أو للمقترض خدمات مالية وغير مالية مهمة

يجب أن يسمح الفرق بين مردود الأوراق الأولية والأوراق غير المباشرة للوسيط بتغطية تكاليف

### المبحث الثاني: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات الاستثمار فوائضها وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة .

كما أن هذه ا

المهجنة تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت دي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري لهذا تسعى كل دولة لتبني البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب .

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وتقسيماتها:

المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية

#### البورصة

marché financier et marché des capitaux

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد وهذا يعني أنها تتكون من شقين أساسين

هما:

\_\_\_\_\_ : وهو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل

\_\_\_\_\_ :

### الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية:

وبما أن سوق الأوراق المالية ما هو إلا السوق المالي لذلك يمكن الآن تقديم التعاريف التالية للتدقيق في تعريفها .

1. هي أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل

(وذلك عن طريق سماسة مختلفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم

(1) .

2. :

غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم يتكون من عدد من التجار أما السوق غير المنظم يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة . كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية (1) .

\*وبالتالي يمكن الخروج بالاستنتاج التالي:

سوق الأوراق المالية هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من

### الفرع الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية:

الأوراق المالية إلى أنواع عدة من الأسواق:

1. السوق الأولي أو سوق الإصدار: هي السوق التي تختص بإصدار مختلف الأوراق المالية كالأسهم والسندات

يطلق عليها سوق الإصدار، تختص بها الجهات المخول لها منح تراخيص الشركات مثل مصلحة الشركات والهيئة العامة

2. السوق الثانوية: هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعاً عبر

سوق التداول (البورصة) ويتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين

ضماً نوعين من الأسواق هما:

( ) \_\_\_\_\_ :

وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية ويدير هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق

لسوقين الأولى والثانية (2)

(1) ضياء الدين مجيد الموسمي : البورصات ، أسواق رأس المال وأدواتها ، منشورات 1998 . 76.

(2) : 1 2008 . 20 19 .

( الأسواق غير \_\_\_\_\_ : أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو الغير مسجلة فيها

حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل هذا الاصطلاح على المعاملات التي

ويتم التعامل في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة

3. السوق الثالثة: ويتكون من بيوت السماسرة من غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم

الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع

الأوراق المالية بأية كمية صغرت أو كبرت أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل

صناديق المعاشات والأصول المأمّن عليها التي تديرها البنوك التجارية. (1)

4. السوق الرابعة: ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في

طلبات كبيرة، وذلك بإستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة واستعدادهم لتخفيض نفقات الصفات

الكبرى ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحسابات الآلية لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات

لمية إلى: (2)

(1) \_\_\_\_\_ : هي التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل ويتم إبرام الصفقات

(2) \_\_\_\_\_ : وهذه الأسواق تتعامل أيضا في الأوراق المالية طويلة الأجل

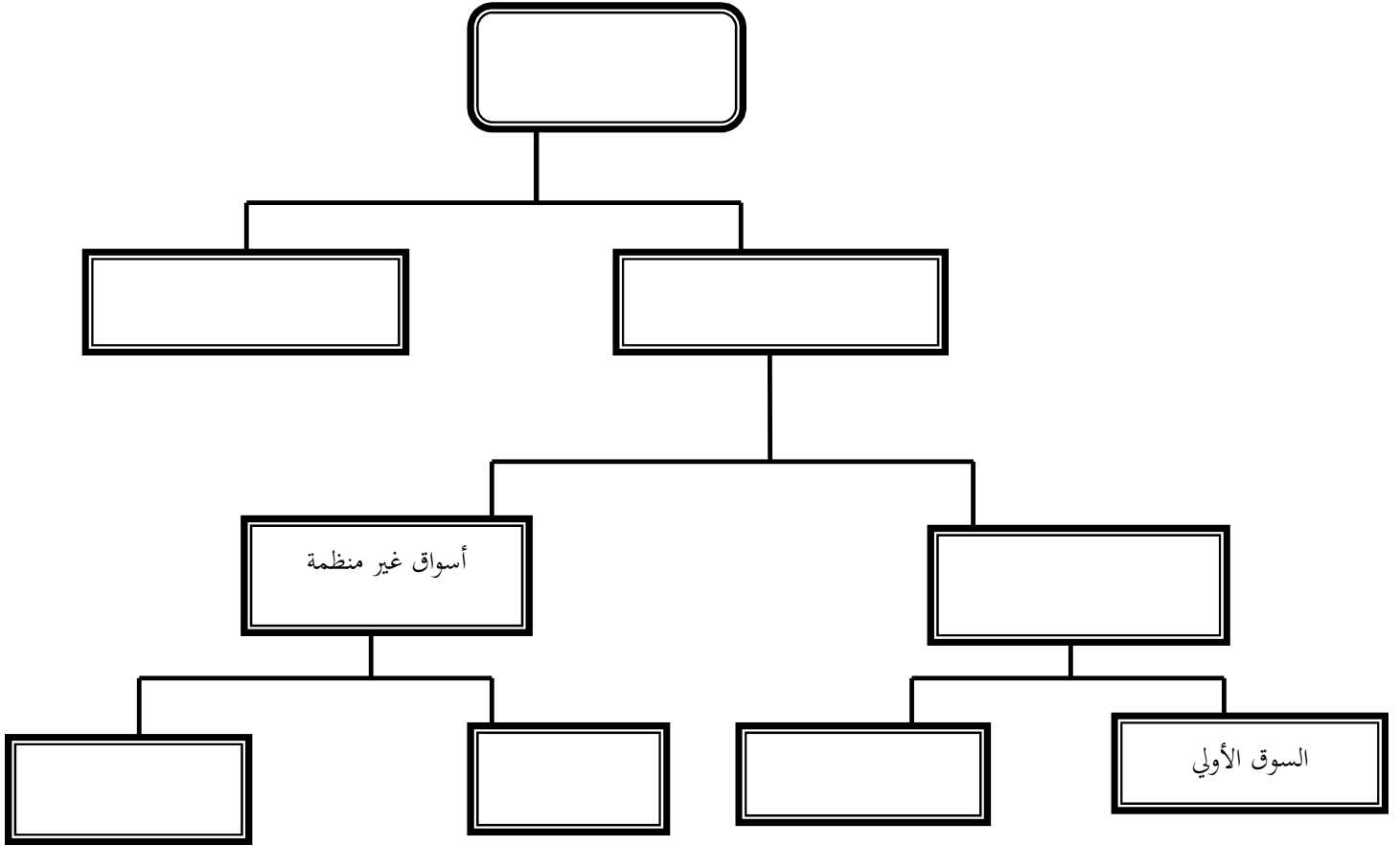
(3) على إتمام صفقة معينة في المستقبل

(1) .21 .

(2) : دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة سطيف، 2004، 2005، 14.

(3) : .15 .

الشكل رقم (5): تقسيمات سوق الأوراق المالية



### المطلب الثاني: وظائف السوق المالي والمتعاملون فيه:

نتناول وظائف السوق المالي وأهم

### الفرع الأول: وظائف أسواق رأس المال:

إن أداء القطاع المالي وصحة الاقتصاد لهما ارتباط شديد الصلة

قلص

وبتحقيق نشاط أكبر لأسواق رأس المال مما يسهل في الاستثمار وتحقيق ربحية أكبر للمؤس

بينما يحدث

العكس في ويتسنى للأسواق رأس المال تحقيق العلاقة بين تطوير الاستثمار والنمو الاقتصادي من خلال

مجموعة من الوظائف يمكن إبرازها على النحو التالي:

### أولاً: توفير السيولة وتنوع المخاطر:

ذات العوائد المرتفعة استخداماً كبيراً لرؤوس الأموال وغالباً ما يطالب الم

في المدى الطويل، وفي غياب فإن إقدام المستثمر على

غير أن بورصة الأوراق المالية قد تدفع السيولة إلى الارتفاع من خلال توفيرها

أصولاً مالية كالأسهم التي تصدرها الشركات في سبيل زيادة رأس مالها كما توفر سيولة البورصة تخفيضاً لمخاطر وتكاليف

المشاريع الاستثمارية في الأمد الطويل وتسمح سيولة السوق الكبيرة للمستثمر بأن يستعيد مدخراته خلال مدة المشروع

الاستثمارية بشكل سريع وبسهولة كبيرة من خلال التخلص من الأوراق المالية التي يحوزها كل ما دعت الضرورة إلى ذلك.<sup>(1)</sup>

ومن شأن هذه المشاريع الاستثمارية أن تساهم في تخصيص الأمثل لرؤوس

لذلك فإن بورصة الأو

ا تجعل الأوراق المالية

وبالتالي الأفراد على استثمار أموالهم في شراء الأوراق المالية

ند إقدامه على اتخاذ قراره

الاستثماري هو درجة المخاطر المرتبطة بالأصل المالي غير أن تكا البورصات العالمية أدى إلى تنويع المخاطر مما يكسب

(1) ناظم الشمري: أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان دار وائل للنشر، 1999. 158.

ضمانات حتى و إن تعرض البعض من أصوله المالية حيث يتسنى له التعويض من باقي الأصول المالية المكونة لمخ (تنويع المحفظة وكذلك تغطية المخاطر).<sup>(1)</sup>

### ثانياً: توفير المعلومات حول الشركات و تحسين إدارتها:

تسمح البورصات من خلال السيولة المرتفعة بتوفير المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في السوق قد يكون لهذه المعلومات الأثر السلبي على سلوك المستثمر خاصة إذا أدت إلى تقلبات واسعة في أسعار الورقة المالية غير أن التوظيف الجيد للمعلومات يسمح بالاستفادة من تخصيص PPP وبالتالي الدفع .

ففي كفاءة السوق المالي يسهل تعشاكل التي قد تعترض كما تساهم في اتخاذ القرارات التي تخدم مصالح المديرية والملاك في الشركة على حد سواء يؤدي عدم كفاءة السوق المالي إلى التأثير العكسي على قرارات المسيرين مما ينعكس سلباً على أسعارها في السوق.<sup>(2)</sup>

### ثالثاً: تعبئة المدخرات:

يساهم اتساع نطاق البورصة وسيولتها في تنشيط المدخرات فترقية المدخرات الناجم عن اتساع السوق يجعل من المشاريع فالسوق المالي يسهل تع فضل للاقتصاد وتسارع أكبر في وتير وفرة البورصة للتخلص من ظاهرة الاكتناز من خلال توظيف رؤوس الأموال في المشاريع المنتجة.<sup>(3)</sup>

(1) مجدي محمود شهاب : 2000 . 162 163 .  
(2) محمد صبح: التحليل المالي والاقتصادي للأسواق الأوراق المالية، عين شمس عالم الكتاب، ط3 2000 . 15 .  
(3) مجدي محمود شهاب : 165 .

### رابعاً: وسيلة للمضاربة:

إن المضاربة تقوم بدور اقتصادي هام يتمثل في تحقيق تأمين العرض والطلب على القيم المنقولة حيث يحاول المضارب الحصول على الفوائض من وراء تقلبات أسعار هذه القيم وعلى هذا الأساس فإن عملية المضاربة ضرورية لاستقرار نشاط البورصة ذلك لأن المضاربين يقومون بإجراء مختلف العمليات استناداً على تقديرات خاصة بهم ومرتبطة بالتجارب السابقة في تقدير الأسعار

أ، فهم يستشعرون العوامل التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ويسمون الصفقات التي يبرمونها الاتجاه الحقيقي

لأسعار البورصة، ومن ثم يحاولون دون وقوع انخيار مفاجئ في أسعار الأوراق المالية. (1)

### خامساً: تمويل الاقتصاد:

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه مختلف الأنشطة الاقتصادية أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.

الطويل يعتمد بشكل كبير على تطوير النظام المالي ككل سو

المصرفي أو أسواق رأس المال لما يوفرانه من تمويل  
أساس التمويل في العديد من اقتصاديات العالم، فإن أسواق رأس المال أصبحت تضطلع بنفس المهمة بل فاقت قدراتها التمويلية في العديد من الدول ما تقدمه البنوك من أموال  
سيع القطاع المالي ليشمل بنوك أسواق رأس المال  
يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار. (2)

(1) محمد صبح: مرجع سبق ذكره، ص. 16.

(2) ناظم الشمري وآخرون: أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص. 158.

### الفرع الثاني: المتعاملون في السوق المالي:

يتدخل في السوق المالي عدد من المتعاملين الاقتصاديين فيؤثرون ويتأثرون بما

في الوقت ذاته تحقيق الغاية التمويلية له ويمكن إبراز أهم المتدخلين في السوق المالي على النحو التالي: (1)

**أولاً: الحكومات، المؤسسات والبنوك:** تعتبر الحكومات من أهم مصدري الأوراق المالية والتي تستخدمها في تمويل العجز خاصة

السندات الحكومية، كما تقوم بوضع قواعد تنظيم سير السوق فضلاً عن تحديد الجبب المترتبة عن التعاملات فيها.

أما المؤسسات فتقوم بإصدار الأوراق المالية لتمويل استثماراتها سواء تعلق الأمر بالمشروعات الجديدة أو التوسع في المشاريع

غير أن هذه الإصدارات لا تتاح سوى للشركات الكبرى والتي تحددها قواعد الدخول إلى السوق المالي

أسهم هذه الشركات ميول المستثمرين اتجاهها مما يجعلها تسعى دائماً إلى الإبقاء على البنوك المركزية لأنها مباشرة في

نتائجها المالية الايجابية وكذلك دورها الرقابي والتنظيمي وذلك إما كمقرض أو كمجمع التدفقات على مستوى كل بلد

البنوك المركزية تتفاعل البنوك التجارية مع عمليات السوق المالي فبعد ما كانت الوظيفة هي تجميع المدخرات العامة

واستخدامها في تقديم القروض طرأ على هذا النشاط تغيير حيث أصبحت تلك المدخرات تستخدم في شراء الأوراق المالية

والتعامل بها) الدائرة البنكية إلى العمل في الدائرة المالية). (2)

### ثانياً: بنوك الاستثمار: **Investment Bankers**

متحملة بذلك المخاطر المترتبة عن تقلب أسعار الأوراق المالية خلال فترة التسويق كما تقوم بنوك الاستثمار بتقديم المشورة

للشركات الراغبة في إصدار الأوراق المالية وتقوم البنوك التجارية بوظائف بنوك الاستثمار في العديد من الدول النامية التي تعتبر

الأسواق المالية بما غير (3)

### ثالثاً: سمسرة الأوراق المالية

مد مهمة الوساطة المالية في البورصة إلى السمسار والذي يقوم بتنفيذ الأوامر التي تصله من المستثمر سواء تعلق الأمر بشراء أو بيع الأوراق المالية في البورصة مقابل عمولة تحددها لجنة البورصة ويلجأ المستثمرون الأفراد إلى بيوت السمسرة الصغيرة والتي بينما تتجه المؤسسات المالية مثل البنوك التجارية إلى بيوت السمسرة الأكبر التي تتخصص في التفاصيل بأوراق محددة وتعتبر السوق المالية الأمريكية الأكثر ثراء في مجال السمسرة مقارنة بالأسواق المالية

لتركيز على :

#### 1. السمسرة الوكلاء

يقوم السمسرة الوكلاء بالوساطة بين المستثمرين في القيم المنقولة وبائعها تلك الأوراق ويطلق على السمسار الوكيل في سمسرة الخصم وهو يعمل لحسابه الخاص في حالة ما إذا اقتضت مهامه على البيع والشراء دون تقديم خدمات بيوت السمسرة من توفير المعلومات أو نصح أو إرشاد المستثمرين في الأوراق المالية أو غيرها من (1).

#### 2. سمسرة الصالة

تلجأ شركات السمسرة إلى سمسرة الصالة عندما تكون لديها ضغوط عمل كبيرة وعندما تكون البورصة في دورة نشاطها ويدفع سمسرة الصالة رسوم العضوية من أموالهم الخاصة ويتمثل المقابل الذي يتحصل عليه سمسار الصالة في العمولة التي يتلقاها نظير الوساطة التي بها. (2)

#### 3. تجار الصالة

يقوم تجار الصالة ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص ويطلق عليهم اسم المضاربين وهدفهم فقط انتماء فرص

ويدفع تجار الصالة رسوم العضوية في البورصة من أموالهم الخاصة.

4. المتخصصون: بالتعامل في ورقة مالية محددة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة لذلك يعتبر

المتخصص كمحتكر للسوق المتعامل بها فهو الوحيد الذي يحق له الاطلاع على الأوامر وشراء الأوراق.

### رابعاً: المستثمرون المؤسساتيون (وسطاء ضمنيون)

متخصصة في امتلاك الأوراق المالية وترتبط هذه المؤسسات بالبنوك وشركات التأمين وتتمثل مهمتهم في

توظيف الأموال المجمع من المدخرين (عادة ما تكون على شكل أقساط التأمين) وقد ساهم المستثمرون المؤسساتيون في البلدان

المتقدمة في انتعاش الاستثمارات المؤسساتية بشكل كبير، وهو ما رفع من OCDE والتعاون الاقتصادي وأثر بشكل كبير على وظائفها.

### المبحث الثالث: مؤشرات تطور الأسواق المالية

شهدت البورصات نقلة مميزة نهاية القرن العشرين غير أن تطور البورصات اقتزن بالعديد من التساؤلات حول أهميتها ومدى تأثيرها على النمو الاقتصادي.

فارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل

على القطاع المالي ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليين ونمت أسواق الأسهم والسندات ولتحديد مدى تطوره

اعتمد الاقتصاديين على مجموعة من الأسواق المالية وربطها بمختلف مؤشرات الاقتصاد وتمثل أهم هذه المؤشرات في حجم

(رسملة البورصة وعدد الشركات المدرجة) (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل

ان و معدل التقلب في عوائد الأوراق المالية).

ومن شأن هذه المؤشرات أن تساهم في

ما تسمح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء الم

بحسب مستوى تطور البورصات بها. (1)

<sup>1</sup>.Asli de Mirguk-kunt , Rosse levine : stock markets ,finance and Economic Growth ;world bank ;working paper wps 678-37,p7.

### المطلب الأول: حجم السوق

يعتبر حجم السوق من أهم ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج

المحلي الخام أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة ويمكن تفصيل ذلك على النحو التالي:

الفرع الأول : حجم السوق قياس بمعدل رسملة البورصة:

يعتبر معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة والذي يعرف بمعدل رسملة البورصة أهم مؤشرات قياس حجم البورصة نسبة إلى الناتج

المحلي الخام حسب الص :

$$MCR=CM/GDP$$

MCR:معدل رسملة البورصة

CM:رسملة البورصة ( القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة )

GDP:الناتج المحلي الخام.

ولتحديد أهمية البورصة في الاقتصاد يتم الربط بين رسملة البورصة والناتج المحلي الخام كمؤشر للنشاط الاقتصادي على المست

المحلي، لم تتجاوز هذه النسبة الواحد نهاية السبعينات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تباينا بين الدول نهاية

20 حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونغ كونغ، سنغافورة، وفي حين قاربت هذه

ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المال

في تمويل العمليات الاقتصادية، ولا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة غير أن ال

المؤشر هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط ايجابيا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر

هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار بعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية

الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد. (1)

<sup>1</sup>. Bernard jac quillat, Bruno solnik : marché Financiers, Gestion de perte feuille et des risques, pari :Dunod 1997, P .5 .

### الفرع الثاني: حجم السوق قياسا بالشركات المدرجة:

ر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة، وبالقاء الضوء على هذا المؤشر فان عدد الشركات المدرجة في البورصة اتجه خلال عقد العشرين إلى الارتفاع بشكل عام،

1990 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121

2001 إلى حوالي

الضعف ببلوغه 49612 .

ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى العد

في البورصات لدى العديد من الدول، وقد تزايد بالإضافة إلى ذلك عدد الشركات الأجنبية بشكل مطرد في البورصات المحلية نتيجة تحسن البيئة الاستثمارية للدولة المستقبلية، وارتفاع فرص الربح بها، ويجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة .

### المطلب الثاني: سيولة البورصة:

بر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا أو شراء و تعتبر مؤشر هاماً لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة . ح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين<sup>(1)</sup> لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بأسعار مناسبة كما دعت الضرورة إلى ذلك كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات المحافظ المالية لديهم أو رفع رؤوس أموالهم عبر الإصدارات الجديدة .

ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة البورصة تجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد.

البورصات العالمية ارتفاعا مطردا في قيم تداول الأسهم منذ بداية التسعينات

وقد ساهم ذلك على توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة على حد سواء في ارتفاع قيمة تداول الأسهم في العالم.

كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنوع الأدوات الاستثمارية التي توفرها في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

(1) Ibid, p. 09.

:

معدل التداول والذي يحدد دور البورصة في و الذي يؤثر إلى نشاط التداول في البورصة

فضلا عن مؤشر تقلب أسعار الأوراق المالية والذي يقدم درجة تأثر أسعار الأصول المالية بالتغيرات المختلفة .<sup>(1)</sup>

### الفرع الأول: معدل التداول Value Trade ration:

معدل التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة من الناتج المحلي الخام وتحسب حسب الصيغة التالية:

$$VTR=VT/GDP$$

:

Value Trade ration. :VTR

Valeu of shares Trade :VT

GDP:الناتج المحلي الخام.

وفي غياب تكاليف التداول أو عدم اليقين من تداول بعض الأوراق المالية فان النموذج نشط....

قيس التداول المنظم لأسهم الشركات كحصصة من مخرجات

وتعكس بالتالي سيولة السوق في الاقتصاد ويكمل مؤشر معدل

بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون تحليل النتائج أكثر دقة فقد يكون حجم البورصة كبيرا نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب

ارتفاع رسملة البورصة فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن ا

غير أن التعمق في التحليل قد يؤدي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض في حالة قلة نشاط البورصة وهو ما يتناقض مع وزن

البورصة في اقتصاد البلد المعني.<sup>(2)</sup>

<sup>1</sup> Sara zervos , Rosse levine : stok markets and economic grown ;wored bank :not published i, p .5.

<sup>2</sup> ibid.

### الفرع الثاني: معدل الدوران Turnover ration:

يقيس مؤشر معدل الدوران قيمة الأوراق المتداولة نسبة إلى رسملة البورصة ويؤشر المعدل (معدل رسملة البورصة) انخفاض تكاليف الصفقات .

لبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع رسملة البورصة إلا أن معدل الدوران بها منخفض كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة كما يرتبط بحجم

فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بما على الرغم من انخفاض معدل التداول.

### الفرع الثالث: درجة التقلب في البورصة: Volatilité:

:

#### الأولى

أما الثانية كمن حسابها بقسمة معدل الدوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية.

فالبورصة التي تتمتع بمعدلات مما يعني

أن ارتفاع معدل التداول ومعدل الدوران نسبة إلى تقلبات أسعار الأوراق يعتبر مؤشر على سيولة البورصة.

وما يمكن استنتاجه من هذا البحث هو أنه نتيجة للدور الهام الذي أصبحت تقوم به الأسواق المالية في النظام الاقتصادي قام

الباحثون الاقتصاديون بوضع مؤشرات لتحديد مدى تطور البورصات لربط تلك التغيرات ببا

وضع هذه المؤشرات يسمح بإجراء المقارنات بين الدول مما يكفل تحديد موقع كل بورصة إقليمياً وعالمياً.

ويعد مؤشر حجم السوق وسيولة من أهم هذه المؤشرات للتأثير الذي يمارسه على تعبئة المدخرات

سيتم تغطية في أحد المباحث الموالية. (1)

(1). Ibid p.07.

### خلاصة الفصل:

\* ورد في الفصل الأول من هذه المذكرة يمكن استخلاص ما :

يعمل النظام المالي على تحويل المواد المالية من أعوان الفائض التمويلي إلى أعوان العجز التمويلي، وذلك بخلق المنتجات المالية

المناسبة، ويتشكل النظام المالي من 3 (تمويل غير مباشر، تمويل ذاتي، وتمويل مباشر).

وبناء على نوعية التمويل المسيطر في الاقتصاد أمكن تقسيم الاقتصاديات إلى نموذجين أساسيين هما :

أولاً: اقتصاد الاستدانة : أين تلعب الوساطة المالية دوراً أساسياً كمصدر رئيسي في التمويل؛

ثانياً: اقتصاد الأسواق المالية : ويل المباشر كمصدر أساسي في التمويل، ويتميز كل اقتصاد بجملة من

الخصائص تميز الواحد عن الآخر ونظراً لتطور المحيط المالي والاقتصادي تطورت نظرية الوساطة المالية وتطورت بذلك وظائفها وزادت أهميتها.

سوق الأوراق المالية وتختص هذه السوق بالتمويل طويل الأجل وت

وسندات ومشتقات، كما يتسنى لأسواق الأوراق المال تحقيق العلاقة بين تطوير الاستثمار والنمو الاقتصادي من خلال مجموعة

من الوظائف، ويتدخل فيها عدد من المتعاملين الاقتصاديين فيؤثرون ويتأثرون بها.

تطور الأسواق المالية اعتمد الاقتصاديين على مجموعة من الأسواق المالية وربطها بمختلف مؤشرات

الاقتصاد وتمثل أهم هذه المؤشرات في حجم السوق وسيولة البورصة.

### تمهيد

لاشك أن سوق الأوراق المالية يشكل أحد الدعائم المهمة للاقتصاد السوق، غير أن العلاقة بين أسواق المال و النمو الاقتصادي طويل الأجل ما زالت خاضعة للدراسة و التحقيق و تباين الآراء، خصوصا في الدول النامية إذ أن أهم سماتها هو انخفاض الدخل الحقيقي و انخفاض نصيب الفرد من الدخل، وهذا يؤدي إلى جعل رأس المال اللازم للتنمية ضعيفا، و عند التفكير بالحصول على موارد مالية لازمة لأغراض التنمية فإن هناك موردين رئيسيين لتحقيق ذلك: هما المورد الداخلي و المورد الخارجي، والمصدران يلعبان دورا مهما وحيويا في تكوين القطاع المالي أدواته الأساسية وهي سوق الأوراق المالية.

فسوق المال هو عالم جديد من الفرص الاستثمارية يعمل مع بقية أدوات الاقتصاد على توفير الاستقرار اللازم لضمان النمو طويل الأجل ، فتحريم التجارة وإعادة هيكلة المديونية و تثبيت أسعار الصرف و سياسات تشجيع الاستثمار المحلي و الأجنبي ... كل ذلك يعتبر علامات نوع جديد من اقتصاديات النمو .

## الفصل الثاني : دور السوق المالي في تحفيز النمو الاقتصادي:

### المبحث الأول : ماهية النمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي من المشاكل السياسية و الاجتماعية الأساسية في العالم، مما يتطلب معرفة المحددات والعوامل التي تحدد النمو الاقتصادي، و بالأحرى مصادر النمو، ويعود ظهور النمو الاقتصادي الحديث إلى عوامل أو ظواهر تاريخية ناتجة عن النظام الخاص بحق الملكية أو الرأسمالية .

### المطلب الأول : مفهوم النمو الاقتصادي و العوامل المؤثرة فيه :

الفرع الأول : تعريف النمو: هناك عدة تعريفات للنمو الاقتصادي يمكن اختصارها في:

\* النمو الاقتصادي هو المحرك الذي يعمل على الزيادة في مستوى المعيشة ويوفر الزيادة في السلع والخدمات وفرص العمل الإضافية<sup>(1)</sup>.

\* النمو الاقتصادي هو الزيادة المطردة التي تحدث في الطاقة الإنتاجية، هاته الأخيرة تقاس عبر الزمن إما عن طريق الناتج المحلي الإجمالي أو عن طريق الناتج القومي الإجمالي<sup>(2)</sup>.

\* هو الزيادة في قدرة الدولة على عرض توليفة متنوعة من السلع الاقتصادية لسكانها وتكون هذه الزيادة متنامية في القدرة الإيديولوجية التي يحتاج الأمر إليها<sup>(3)</sup>.

يشير إلى ( الناتج القومي الإجمالي )

يقاس بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للدولة و هو شرط ضروري لإحداث

وبالتالي لكي يكون النمو نمواً و لكي يحدث نمو في ما يجب أن

بمعنى آخر يجب التأكد من حدوث ثلاثة ظواهر أساسية حتى تقول أن هناك نمو.

(1). حية البشرية ضمن الإصلاح الهيكلي، مجلة الباحث، جامعة ورقة العدد 22 2000 . 102.

(2). خالد و أصغر الوزني، أحمد حسين : 2005 . 381.

(3). : ، ترجمة محمود 2006 . 175 .

1- يجب على الزيادة في الدخل الداخلي للبلد أن يترتب عنها الزيادة في دخل الفرد الحقيقي عن معدل نمو الدخل الوطني مطروح من معدل النمو السكاني.

2- أن تكون الزيادة في دخل الفرد النقدية في دخل الفرد مع عزل أثر معدل

3- يجب أن يكون الزيادة في الدخل على المدى الطويل، أي أنها لا تختفي بمجرد أن تختفي الأسباب<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي :

هناك مجموعة من العوامل المؤثرة في النمو :

- التغيرات الاجتماعية و الثقافية التي تطرأ على المجتمع والنمو السكاني و يتطلب تغيرات في البيئة

- التقدم التكنولوجي فالجمع الرأسمالي يتأثر بالتقدم التكنولوجي

التراكم الرأسمالي الذي يؤدي إلى زيادة النمو

- في الأسعار في الأسعار

( ) ( ) يترتب عليه حدوث اختلال في توزيع الدخل هذا يؤثر سلبي على النمو

- : يقصد بالتوازن الخارجي التوازن في المعاملات الخارجية يتحقق هذا الهدف من خلال التأثير

الإيجابي على ميزان المدفوعات وذلك بتعظيم الصادرات والعائد منها وتحقيق هيكل معين من الواردات وتخفيض تكلفتها

تخفيض أعبائها تكمن أهمية هذا الهدف من خلال أنه يساهم في تحسين قيمة العملة الوطنية

التي لها آثار مباشرة على تح

- التشغيل الكامل: يقصد به الهدف من تحقيق أقصى حد ممكن من التوظيف لأفراد المجتمع لتخفيض البطالة

لتشغيل جميع الموارد المعطلة و (2)

.46. 1999

اقتصادية و الاجتماعية و مشكلاتها

يسري احمد عبد الرحمان:

(1) محمد

. 107.

(2)

- كفاءة النظام المالي : الذي تبرز أهميته و مهمته في قدرتها على تحويلات التمويل من أعوان الفائض إلى أعوان العجز و من ثم

اللدان يعتبران من أهم العوامل المحفزة للنمو

## المطلب الثاني : أهداف النمو الاقتصادي و مؤشرات قياسه :

### الفرع الأول : أهداف النمو الاقتصادي :

تختلف من بلد لآخر نتيجة عدة عوامل تؤثر فيه أهمها :

التركيب في البلد و شكل السياسة التي تختلف من بلد لآخر كما أن هذه الأهداف تتباين

يده و كذلك تختلف أيضا تبعا للمرحلة التي وصل إليها البلد من التطور و

:

### 1- النضال من أجل الاستقلال الاقتصادي :

استقلالها يكمن في نضالها من أجل تطوير اقتصادياتها

بمعنى القضاء على التأخر والتخلف والتبعية و

### 2- زيادة الرفاهية الاقتصادية :

- انخفاض : ثني لسكانها عن المستوى المطلوب

انخفاضه لهذا السبب فإنه من أهداف النمو

للسكان الذي يحدد حجم و نوعية ا

- رفع المستوى الإجمالي : تسعى إليه البلدان النامية ليس فقط رفع المستوى المعيشي المادي لسكانها و الثقافي و السياسي و نشر بعض القيم و التي تم تعميمها على السكان : السعي إلى الثقافي، تحقياً (1).

### الفرع الثاني : مؤشرات قياس النمو الاقتصادي :

يمكن اعتبار مقياس النمو الاقتصادي بأنها الوسيلة التي عن طريقها نتعرف على ما يحققه المجتمع من تقدم أو نمو :

#### أولاً: المؤشرات الاقتصادية<sup>(2)</sup>

الثروة المحققة بدولة ما و من أبرز هذه المؤشرات الناتج الوطني GNP

الإجمالي GDP

#### 1- الناتج الوطني الإجمالي GNP:

و الخدمات التي تم إنشاؤها داخل بلد ما في سنة واحدة ( في الناتج المحلي الإجمالي جنباً إلى ما الصافية الواردة من البلدان الأخرى ).

GNP : الشخصي و إجمالي الحكومة و صافي الدخل

من الأصول في الخارج ( و إجمالي الصادرات من السلع و الخدمات بعد حسم إجمالي الواردات من

#### 2- الناتج المحلي الإجمالي ( الناتج الداخلي ) GDP:

المحلي لدولة معينة خلال مدة محددة

من خلال ثلاث طرق مختلفة :

(1).108.

(2) [http:// wikipedia .org/w/index.php/title](http://wikipedia.org/w/index.php/title).

$$\begin{aligned}
 & \text{مجموع القيمة المضافة بالثمن المرجعي} + \text{تغير المخزون} - \text{الاستيراد} = \text{GDP} \\
 & \text{مجموع القيمة المضافة بالثمن المرجعي} + \text{تغير المخزون} - \text{الاستيراد} = \text{GDP} \\
 & \text{مجموع القيمة المضافة بالثمن المرجعي} + \text{تغير المخزون} - \text{الاستيراد} = \text{GDP}
 \end{aligned}$$

GDP في دولة ما و عبر نسبة نمو المحققة نستطيع مراقبة تطور الإنتاج خلال فترة

محددة:

$$\begin{aligned}
 & \frac{100 \times (\text{ن د خ في سنة الأساس} - \text{ن د خ في سنة المقارنة})}{\text{ن د خ في سنة الأساس}} \\
 & \times \\
 & =
 \end{aligned}$$

### ثانيا: المعايير الاجتماعية:

يقصد بالمعايير الاجتماعية العديد من المؤشرات الخاصة بنوعية الخدمات التي تعايش الحياة اليومية لأفراد المجتمع و ما يعتريها من

متغيرات فهناك الجوانب إضافة إلى الجوانب التعليمية و الثقافية. (1)

إضافة إلى الجوانب التعليمية و الثقافية. (1)

### ثالثا: المعايير الهيكلية:

النامية نحو إنتاج مواد غذائية وغيرها من المنتجات الأولية الزراعية و المعدنية

إلى أن هذا الوضع لم يعد مقبولا لأسباب كثيرة منها ما تعرضت أثرها على مختلف

إلى استمرار تبعيتها للعالم الخارجي إلى إحداث تغيرات

في بنيتها الاتجاه نحو التصنيع الاتجاه تغيرات واضحة في البنية لقطاعات

، كما أثر ذلك على هيكل الصادرات و الواردات و على فرص العمل كل هذه المتغيرات يمكن إتخاذها

:

- الأهمية النسبية الصناعي إلى إجمالي ا
- الأهمية النسبية للصادرات من السلع الصناعية إلى إجمالي الصادرات
- نسبة العمالة في القطاع الصناعي إلى إجمالي العمالة (1).

### المطلب الثالث : مصادر النمو الاقتصادي:

في الدول النامية إلى حد كبير على مدى قدرة القومي على توفير الموارد المالية اللازمة سوا  
بهدف تمويل البرامج الطموحة التي التي تقوم

طرق إلى مصادر الموارد المالية و تأثيرها

### الفرع الأول: المصادر الداخلية للنمو الاقتصادي:

أهمها :

#### أولاً: الادخار (2)

في المدخرات المحلية الناتجة من مختلف قطاعات هذه إلى قسمين :

1. الادخار العام : العام المتاح لتمويل النمو في بلد ما ،

2. الادخار الخاص : و يتضمن مجموع الأموال التي يحتفظ بها الجمهور من أسر و أفراد

(2) . 68 .

بيروت لبنان 1998 . 41 .

(1) فريد بشير ظاهر:

ثانياً: الاستثمار:

تعتبر وفرة رأس المال العامل الأساسي المحدد لمعدلات النمو الممكنة في أي  
الرأسمال بالمعدلات المطلوبة أمر يحتاج إلى زيادة المدخرات أو  
الأجنبي على الدولة و هي تخطط للنمو  
و هناك يجب :

1. أدنى معدل استثمار :

الاستثمار الذي يسمح للنتائج المحلي الإجمالي النقدي بالنمو بمعدل يتساوى مع مجموع معدلي نمو كل من السكان و  
يفوق الحد الأدنى و إنما أهمية  
معرفة معدل الحد الأدنى إلى اعتباره كنقطة مرجعية .

2. أقصى معدل استثمار:  
بستهلك المجتمع عند حد .

و يمكن عند تخطيط بالمفهومين المشار إليهما أعلاه من أجل تحديد معدل النمو  
، و يأتي بعد ذلك التساؤل عن الزيادة المتوقعة في الناتج الإجمالي إذا ما تم استثمار  
المدخرات المقدرة في الخط  
طلوبة في الناتج الإجمالي الزيادة التي تتفق مع معدل النمو المستهدف، ثم  
تستخدم بعد ذلك النسبة الحديث لرأس المال إلى الناتج لمعرفة الزيادة المطلوبة في ، و بعد ذلك و في ضوء المعلومات  
توفرها و بالتالي تخطيط

(1)

### ثالثاً: التقدم التكنولوجي:

يلعب التقدم التقني دوراً كبيراً فأكبر مع التوجه العالمي إلى هاما في ازدهار الاقتصاد و نموه يتحدد بالمستوى التقني المتوفر في ، و توفره يؤدي إلى تعاضم النمو خلال الزيادة في إمكانيات الإنتاج و تحسين كفاءة الآلات و المعدلات ( ) في أساليب التنظيم و الإدارة ، و هذا الذي يؤدي إلى تحقيق إنماء الناتج الإجمالي الحقيقي بمعدل يفوق معدل النمو السكاني الأمر الذي ينعكس إيجابياً على (1).

### الفرع الثاني: مصادر النمو الخارجية:

:

#### أولاً: الصادرات: (2)

تعتبر نظرية النمو لتي قدمتها النظرية الكلاسيكية ودعمها الكلاسيكي الجدد أولى النظريات إلى تفترض وجود حيث تشير أن الزيادة أو التوسع في الصادرات يعزز أصل مبدأ التخصص في إنتاج سلع الصادرات لذا بدوره يؤدي إلى رفع المستوى العام للمهارات الإنتاجية في قطاع بالتالي إعادة تخصيص الموارد من القطاعات غير تجارية ذات الكفاءة المتدنية إلى قطاعات الصادرات التي تتمتع بكفاءة إنتاجية عالية و عليه يصبح دور الصادرات بمثابة الآلة التي تحرك عجلة النمو و تدفع بها إلى كافة القطاعات و تبرز النظرية الكلاسيكية فرضية العلاقة وفق المكاسب التجارية التي تتحصل عليها الدولة من جراء تجارتها الخارجية و تلخص هذه المكاسب التجارية في:

#### 1- مكاسب ساكنة أو صافية : و هي المكاسب التي تتحقق وفق قانون الميزة النسبية لدافيد ريكاردو، و نتيجة التخصص

الدولي في إنتاج السلع.

(1) - أحمد الأشقر: الكلي ، الطبعة الأولى ، الدار العلمية و الدولية للنشر و التوزيع ، عمان الأردن ، 2002 . 79 .  
(2) - العبدلي : في الدول الإسلامية ، دراسة تحليلية قياسية ، مجلة مركز صالح بن عبد الله كامل موجود في: [www.drabid.net/paper2.pdf](http://www.drabid.net/paper2.pdf) . 219-216 . 2005/ 1426 (27)

2- مكاسب حركية: و هو النوع الثاني كاسب التي تتحصل عليها الدولة من التجارة الخارجية وفق المدرسة

3- مكاسب تجارية : : و يعود هذا المبدأ إلى آدم سميث

حيث أكد على أهمية التجارة كمنفذ لتصريف فائض الإنتاج و كوسيلة لتوسيع السوق مما يؤدي إلى تعزيز تقسيم العمل

ثانيا : الاستثمار الأجنبي المباشر:

حتى يتسنى فهم جدوى الأجنبي المباشر على النمو يجب أن يتم التعرض بشكل مختصر لوجهتي نظر المدرسة

الني وكلاسيكية عن هذه الأجنبيبة و تحويل أرباحها إلى

الخارج، إضافة إلى خروج الشركات الو ومن ثمة الحد من جهو في

ة في نمو الناتج المحلي الإجمالي، أما من وجهة نظر المدرسة النيوكلاسيكية فإنها ترى أن ه ه تؤدي إلى

النمو السريع في البلدان النامية، بسبب قدرتها

منافستها المحتملين مما يمكن المشروعات الأجنبية من تمويل استثماراتها الجديدة و من ثم تعزيزها لإمكانات النمو في هذه البلدان<sup>(1)</sup>

ثالثا : القروض الخارجية:

من الدين الخارجي الذي يساعد في تحويل الاستثمار المنتج إلى النمو

مستويات معنية فإن المديونية الإضافية قد تؤدي إلى تخفيض النمو حيث أن ضخامة حجم الدين تقلل جزئيا من النمو عن طريق

تخفيض و لكن بالإضافة إلى هذا فإن الأثر المتعلق بالحوافز المرتبطة بحجم رصيد الدين تتجه إلى تقليل المنافع التي يمكن

توقعها من إصلاح السياسات التي تعزز الكفاءة و النمو و هكذا فإن بعض رصيد الدين تتجه إلى تقليل المنافع إلى يمكن توقعها

من إصلاح السياسات التي تعزز الكفاءة و النمو.

تشير إلى أنه عند المستويات المعقولة يمكن توقع أن تؤدي زيادة الإقراض لتحقيق أثر إيجابي على النمو و يؤكد

آخرون على أن الحجم الكبير من رصيد الديون المتراكمة قد يمثل عائقا أمام النمو ، و يعني كل هذين العنصرين أن الدين يرحح أن تكون له آثار غير خطية للنمو . (1)

### المبحث الثاني : تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي:

أثير جدل واسع حول تأثير تطور الأسواق المالية على النمو ، حيث تنقسم آراؤهم حول مؤيد و معارض لعدم تأثير القطاع المالي على النمو كون القطاع المالي لا يمثل الشركة مستفاعة عن هيكلها المالي في حالة عدم وجود قصور في السوق تكاليف الإفلاس أو غيرها من أوجه القصور .

الاتجاه المؤيد العلاقة الوثيقة بين تطور القطاع المالي الطويل ، في كون تطور و

بالإيجاب

في كفاءة تلك الأسواق على تسعير الأصول المالية و الهيكل

بالإضافة لمؤشرات تطور الأسواق المالية التي تم التطرق إليها في الفصل السابق.

### المطلب الأول : كفاءة تسعير الأصول المالية وتطور الهيكل المؤسسي و التنظيمي :

تعتبر درجة كفاءة تسعير الأصول المالية ومستوى الهيكل المؤسسي من المؤشرات الضرورية للحكم على درجة تطور الأسواق المالية و يتم في هذا الإطار تتبع طرق تسعير الأصول و المعايير القانونية و المحاسبة المعتمدة في السوق المالي .

### الفرع الأول : كفاءة تسعير الأصول المالية :

في تسعير الأصول،

المحسوب وفق نموذج التسعير رب هذا المؤشر في

إلى التكامل بين الأنظمة المالية المحل لنظام المالي الدولي و يتجلى أثر هذا المؤشر في

الساعة إلى تلبية احتياجاتها المالية من المصادر الأجنبية و التطور الحاصل في تسيير الأصول المالية

الفوارق في معدلات الفائدة بين الأسواق المالية العالمية و هو ما يفسر ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال بين الدول عن طريق الأسواق المالية ، و قد شهدت التدفقات الإجمالية و التدفقات الصافية لرأس المال ارتفاعا كبيرا منذ السبعينات حيث ارتفع حجم إجمالي

32 مرة في الدول الصناعية فيما ارتفع إجمالي تدفق الاستثمارات في المحافظة 200 (1)

و كمقياس للاندماج العالمي في الأسواق المالية يمكن تتبع تبادل الأوراق المالية عبر

شهد ارتفاعا في غالبية البلدان المتقدمة من 5% 1975 إلى ما 100% 700%

.1997

1997 17

وتجاوزت المساهمات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية الأوروبية المساهمات الأجنبية في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان،

وبالمقابل كان حوالي نصف تداول الأسهم للشركات التي مقرها الإتحاد الأوروبي يتم خارج نطاق الإتحاد.

ويبرز هذا التوسع الدولي في تداول الأوراق المالية بملاحظة تطور إصدارات الأسهم الدولية والتي ارتفعت بـ6

التسعينات في الدول الصناعية في القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال و على توزيعات أرباح الأسهم

جهة ، و توفير المعلومات حو الأجنبي من جهة أخرى في اندماج

إيجابيا على تطور البورصات المحلية مثلما خلصت إليه بعض دراسات البنك الدولي (2) .

### الفرع الثاني: الهيكل المؤسسي و التنظيمي:

يسمح مؤشر الهيكل المؤسسي و التنظيمي في متابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم و تسيير الأسواق المالية في تطويرها

تؤدي كفاءة هذه المؤسسات و القوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليا و و يتم التركيز من خلال هذا المؤشر على

(1) إيهاب الدسوقي : 38.

(2) : 34.

طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة على معايير المحاسبة المتبعة من طرف تلك الشركات و مدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية .

وتعد قوانين حماية المستثمر و نبي من أولويات هذا المؤشر بما أن حماية المستثمر تدعم

استقطاب رؤوس الأموال المحلية درجة القيود المفروضة على تدفق رؤوس الأموال المستثمر الأجنبي إلى التأثير على

استقطاب الأجنبية في شقيها المباشر و الغير مباشر.(1)

### المطلب الثاني : قنوات تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي :

علاقة بين تطور القطاع المصرفي و غير أن هذا

عتبر

### الفرع الأول: أثر المعلومات و السيولة على النمو:

الملاحظ أن الدول النامية لا في ذلك الجزائر لا ترى أهمية البورصات في فهي بحسبهم تقوم بنقل ملكية الأصول المالية

من فرد إلى آخر إلا أن هذه النظرة لا يمكن :

الأول: أن السوق الأولي يتم إصدار من خلاله أوراق مالية جديدة ما لم تكن هناك سيولة و هو ما

توفره السوق الثانوية سند يمتد إلى عشر سنوات مثلا أو أسهم عادية فإنه يأخذ بعين

ة أمامه للتصرف في أمواله في أي وقت أما السبب الثاني فهو المعلومات التي توفرها البورصة

حول القيمة السوقية للأوراق المالية فضلا عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة في البورصة الي

(2)

(1) . 35 .

(2) Ross levine : stock markets , economic development and capital control liberalization; perspective; vole 3 /no5; washington ;1997 P .8.

### الفرع الثاني : أثر تنويع المخاطر على النمو :

تشير بعض الدراسات التحريية إلى دور تنويع المخاطر في ارتفاع  
في و بالمقابل فإن انحصار التعاملات في أنواع  
محددة من الأوراق المالية يساهم في ارتفاع المخاطر مما يؤدي إلى انخفاض  
(1) .

### الفرع الثالث: أثر مؤشرات تطور السوق المالي على النمو:

من المؤشرات السابقة لتحديد مدى تطور السوق المالي دون ربطه بباقي المؤشرات يقدم نتائج منقوصة و لتجاوز هذه  
النقصان قام البنك الدولي في إطار الدراسات التي يشرف عليها بوضع تشكيلة متجانسة من المؤشرات تشمل مختلف مؤشرات  
استخلاص علاقتها بمعدلات النمو في المدى الطويل  
تأثير

ثم التوصل إلى إيجابية العلاقة بين سيولة البورصة من جهة و معدلات ال  
اعتمدت هذه الدراسات على بيانات 49 بلدا خلال الفترة 1976-1993 و تتعلق تلك البيانات بحجم و سيولة  
البورصة للتقلبات في  
1976 تم

خلال فترة الدراسة ( 1976-1993 ) و قد تم التوصل إلى

أن سيولة البورصة تقاس بتداول الأوراق المالية نسبة إلى حجم البورصة أو الاقتصاد

التكامل فتريطان إيجابيا مع النمو لكن تلك العلاقة هي أقل من مثيلاتها بين السيولة و النمو .

الاقتصادي ترتبط إيجابيا

يمكن استخلاصه من هذه المب

حيث تمارس الأسواق المالية هذا التأثير من خلال أسواق الإصدار و التي تعكس التطورات بما بشكل مباشر على الاستثمارات

الحقيقة و بالتالي ارتفاع معدلات النمو بينما تؤثر السوق الثانوية على الاقتصاد الحقيقي بشكل غير مباشر عن طريق تحقيق السيولة و تنوع المخاطر ، توفير المعلومات و تعبئة المدخرات. (1)

### المبحث الثالث : علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي:

تعتبر عملية التنمية الاقتصادية الهدف الأساسي و المشترك للسياسات الاقتصادية في جميع دول العالم كما يعتبر النمو الاقتصادي أحد عناصرها الهامة و في هذه الدراسة سوف يتم استعمال مصطلح التنمية و النمو كترادفين حي أن كليهما يعني الزيادة في المجتمع. (2)

للإقتصاد الوطني أي زيادة المنتج في تنمية

، و يؤكد أن المتغير الأساسي الذي يدفع بعملية التنمية هو توفير أكبر حجم ممكن من الموارد التي تحول إلى موارد الوسيط الأساسي و الأكثر أهمية في الرأسمالية الحديثة بين ( يرتبط بطريقة غير مباشرة بأداء السوق المالي ، باعتباره

### المطلب الأول: اتجاه العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي:

السوق المالي ببلد ما وزيادة النمو دي به، يبقى محل خلاف بين المفكرين و من ناحية أيهما يؤثر على الآخر فهل تطور السوق المالي يؤدي إلى عملية النمو؟ أم العكس؟

الفرع الأول الاتجاه من القطاع المالي إلى الحقيقي: (3)

يرى مؤيدو هذا الاتجاه أن تط السوق المالي وزيادة كفاءته يؤدي إلى زيادة التراكم الرأسمالي و من ثم زيادة النمو

(1) ross levine ;op.cit.p7.

(2) : ق التطبيقية ،دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى ، الأردن ، 2007 . 76.

(3) وآخرون : المالي و علاقته بالنمو الإقتصا ، تخصص مالية و نقود ، 2010- 2009 71. 72

ومن أهم الدراسات التي أثبتت هذه الاتجاهات كايل 1984 وهولي مسترون 1995 girard caprio 1975 Ross levine 1999 حيث توصلت جميعها إلى أن أهمية السوق المالي تكمن في تعبئة المدخرات و تخصيص الموارد و توزيع المخاطر و الرقابة على أداء الشركات مما يؤثر على زيادة التراكم الرأسمالي لذا يرى أصحاب هذه الدراسات أنه من يجب السوق المالي من منطلق أن إلى اقتصاد السوق المالي يخدم وذلك بتوفيره لحجم هائل من مصادر التمويل الطويلة الأجل و بتكلفة منخفضة نسبيا و يعتبر الاتجاه الأكثر قبولا في وسط و يعبر عنه كذلك بنموذج النمو الداخلي .

### الفرع الثاني: الاتجاه من القطاع الحقيقي إلى القطاع المالي: (1)

هو المؤثر في إنعاش السوق المالي نتيجة ارتفاع الدخل أداء السوق المالي و أهم الدراسات المؤيدة لهذا الاتجاه Plosser king 1984 mayers 1988 hanssen 1991 smith Devreux 1994 حيث توصلت جميعها إلى أن الطلب على الأصول المالية يتغير داخل المجتمع بناء على تغير النمو به و يعبر عنه بنموذج النمو الخارجي .

خلة بين كل من التطور المالي و

### المطلب الثاني: التأثير المتبادل:

الناتج المحلي الإجمالي و غيرها ، كما أن

سوق المال تؤثر و تتأثر بالنمو الاقتصادي لذلك فإن الاهتمام بها و بالأسس التي تقوم عليها يعتبر خطوة صحيحة في طريق

و عند التفكير بالحصول على أحد الموارد المالية اللازمة لأغراض التنمية فإن هناك موردين رئيسيين لتحقيق ذلك هما المورد الداخلي

اللدان يلعبان دورا مهما و حيويا في تكوين القطاع المالي و أداته الأسه

تخلق

يعمل مع بقية أدوات الاقتصاد على توفير

ظام القانوني و تحرير التجارة و إعادة هيكلة المديونية و تثبيت أسعار الصرف و سياسات

المحلي و الأجنبي كل ذلك يعتبر علامات نوع جديد من

يساعد سوق رأس المال على تعبئة

المدخرات و تخصيص الموارد و توزيع المخا

طريق تحسين أداء السوق المالي ووعية الخدمات التي يقدمها

المالي على الدور الإيجابي الذي يمكن أن يقوم به السوق المالي في عملية التنمية

التطبيقية أن النمو المالي يقود النمو و ما يعزز هذا الرأي أنه في المراحل الأولى للتنمية

بصفة خاصة في

المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات فإنه يسيطر عليه اتجاه

ن القطاع المالي إلى القطاع

الحقيقي و هذا ما يحدث في الدول النامية leader Supplies

على الدول المتقدمة إذ أن مجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة فإن الطلب التابع following demande يأخذ في

يؤدي إلى خلق و توليد طلب جديد على الخدمات المالية راجع إلى طلب المستثمرين المدخرين في

الحقيقي على هذه الخدمات و في هذه الحياة فإنه أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية مستمرة و تابعة لعملية النمو

من جانب آخر

قد يبالغون في التركيز على القطاع المالي و سوق رأس

المال في دفع عملية النمو و تقوم بدراسة بعض المتغيرات

التضخم و سعر الصرف و الناتج المحلي الإجمالي ، تساعد أسواق المال في الدول النامية في عودة رؤوس الأموال المستثمرة بالخارج

إلى هاته الدول و هذا ما يساهم بصورة مباشرة في تحقيق النمو المتواصل ، فأسواق المال تتيح فرص تجارية لا يمكن تجاهلها و هذه

انجازات عظيمة في نمو (1) .

ومن جانب آخر تؤكد بعض الدراسات على أن قد يبالغون في التركيز على دور القطاع المالي وسوق رأس المال في دفع عملية النمو .

ولأجل التحقق من ذلك تستعين الدراسة ببعض المتغيرات الكلية لاختبار فرضياتها كما يأتي : (1)

### - الناتج المحلي الخام:

مما لا شك فيه أن أسواق المال في الدول النامية تساعد في عودة رؤوس الأموال الوطنية المغتربة إلى الاستثمار المحلي، وهذا يسهم بصورة مباشرة في تحقيق النمو المتواصل ، فأسواق المال تتيح فرصا تجارية لا يمكن تجاهلها، وهذه الفرص حققت انجازات عظيمة في نمو اقتصاديات بعض الدول، فقد تمكنت بعضها من تحقيق زيادة في نمو الناتج المحلي الإجمالي وصل إلى ثلاث أضعاف نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدول المتقدمة صناعيا، وتمكنت من كبح جماح العجز والتضخم وعمليات الخصخصة غير المدروسة ، إن زيادة النشاط الاقتصادي الحقيقي ونمو الناتج المحلي الإجمالي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم في سوق الأوراق المالية و يؤدي بالتالي إلى ارتفاع

### - سعر الصرف:

النسبي في عملة الدولة لة تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية ذلك أن سعر الصرف يعتبر من الهامة التي تؤثر على

ومن ثم

العالية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بما وتؤثر هذه التدفقات

العمولات، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات إن التحركات و التقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في

من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات الأوراق المالية، إن

المالية يتضمن أصولا مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة، والتي يقصد بها تلك المخاطر

والتقلبات التي تتعرض لها عوائد ، وتختلف درجة التأثير باختلاف سعر الصرف المتبعة بين التقويم الكامل و الربط الكامل .

من خلال دراستنا للعلاقة الموجودة بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي و النمو الاقتصادي فإن الاستنتاج الذي يمكن استخلاصه أن هذه المتغيرات تؤثر بشكل أو بآخر في عملية النمو ، وبما أن هذه المتغيرات تؤثر وتتأثر بالقطاع المالي وسوق الأوراق المالية، فإن هذه الأخيرة لها علاقة تأثير و تأثر هي الأخرى بالنمو .

## ملخص الفصل:

كما ورد في الفصل الثاني من هذه المذكرة يمكن استخلاص ما يلي:

النمو الاقتصادي هو المحرك الذي يعمل على الزيادة في مستوى المعيشة ويوفر الزيادة في السلع والخدمات وفرص العمل الإضافية، ومن هذا نجد أن مصطلح النمو يشير إلى الناتج المحلي والناتج القومي الإجمالي، لذا فإن النمو الاقتصادي يقاس بمعدل طي الإجمالي للدولة وهو شرط ضروري لإحداث التنمية.

كما أن هناك مجموعة من العوامل قد تؤثر في النمو كالتغيرات الاجتماعية والثقافية، التقدم التكنولوجي، استقرار الأسعار، إلخ....

تتمثل خاصة في الادخار العام والخاص، الاستثمار

أما المصادر الخارجية فهي الصادرات، الاستثمار الأجنبي المباشر والقروض الخارجية.

إن تطور الأسواق المالية قد يؤثر على معدلات الاستثمار بالإيجاب وبالتالي تطور معدلات النمو، وتعتبر درجة كفاءة تسعير الأصول المالية ومستوى الهيكل المؤسسي من المؤشرات الضرورية للحكم على تطور الأسواق المالية.

وقد ظهر نوع جديد من الدراسات حول أثر تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي كأثر المعلومات والسيولة و تنوع المخاطر، و مؤشرات تطور السوق المالي على النمو الا

لقد بقيت العلاقة بين تطور أداء السوق المالي ببلد ما وزيادة النمو الاقتصادي به محل خلاف بين المفكرين أيهما يؤثر على الآخر.

فهناك مؤيدين لاتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى الحقيقي، حيث أن تطور السوق المالي يؤدي إلى زيادة التراكم الرأس مالي استثمار ومن ثم زيادة النمو.

وهناك من يؤيد اتجاه العلاقة من القطاع الحقيقي إلى المالي، حيث أن زيادة النمو هو المؤثر في إنعاش السوق المالي نتيجة ارتفاع

وهناك من يرى أن التأثير متبادل بينهما فسوق المال تؤثر وتتأثر بالنمو الاقتصادي.

### الفصل الثالث: متابعة تطور تداول بعض الأدوات المالية في كل من السوق المالي الجزائري

#### والفرنسي:

#### تمهيد:

تمكنت الدول المتقدمة صناعيا ذات التجارب العريقة بالمال والأعمال كفرنسا، من وضع أسس متينة لبورصات ذات كفاءة متميزة في تطوير معاملات البيع والشراء لأوراقها المالية، من أجل توجيه الاستثمارات وفق ما يحقق مصالحها أما تجربة الدولة الجزائرية في هذا المضمار فلا تزال تسيير بخطى متثاقلة، ومرد هذا التفاوت بين البورصتين عوامل عديدة أهمها يكمن في تكييف التشريعات القانونية و تحرير المعاملات المالية في البلدين .

#### المبحث الأول: لمحة حول السوق المالي الجزائري:

الجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية، بغية التحول من نظام اقتصادي موجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق، وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية (البورصة)، ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها.

#### المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في الجزائر:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار برنامج الإصلاح الذي أعلن عنه عام 1987م، ودخل حيز التطور عام 1988م، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان ابتداء من 1990. (1)

ومنذ ذلك الحين إلى الوقت الحالي مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكر منها :

#### 1. المرحلة التقديرية (1990\_1993)

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

- المرسوم 90\_101 المؤرخ في 27 مارس 1990 ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات

العمومية فقط ؛

(1). شمعون شمعون: بورصة الجزائر ، دار هومة ، الجزائر، 1999 ، ص 79.

- المرسوم 90\_102 المؤرخ في 27 مارس 1990 ينص على شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية، وفي نفس الوقت ، وفي نفس السنة أنشأت شركة القيم المنقولة ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ، وقد نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة الأوراق المالية في أفضل الشروط؛

كما تم صدور 3 مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 ممثلة في:

- المرسوم رقم 61-161 لتنظيم المعاملات على القيم ؛
- المرسوم رقم 61-170: لتحديد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدارها ؛
- المرسوم رقم 61-171: لتحديد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدارها ؛
- المرسوم رقم 61-171 لتحديد لجنة البورصة؛<sup>(1)</sup>

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

نتيجة لعدم الوضوح في دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها تم إعادة تعديله إلى 932000000 دج ، كما تغير اسمها إلى بورصة الأوراق المالي (B.V.M)، وحدد المشروع التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة والمتمثل في:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) ؛
- شركة تسيير بورصة القيم (SGVB)؛<sup>(2)</sup>

### 3. مرحلة الانطلاقة الفعلية (1996 إلى وقتنا الحالي)

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

- وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة ؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة ؛

<sup>(1)</sup> سمية بوقرزي: دور بورصة الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمية ، تخصص نقود ومالية، جامعة منتوري قسنطينة،

الجزائر، 2011 ص.93.

<sup>(2)</sup> المرجع نفسه، ص.93.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

- ومع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ؛
- وقد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم، و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد؛<sup>(1)</sup>

### المطلب الثاني: الهيئات المشرفة على السوق المالي الجزائري:<sup>(2)</sup>

تتضمن البنية القاعدية لبورصة الجزائر 3 عناصر أساسية أسندت لها وظائف بالغة الأهمية ويتعلق الأمر ب:

#### 1- شركة تقييم بورصة القيم (SGBV):

وتقوم أساسا على المادة 18 من المرسوم بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة ، تسيير حصص البورصة، القيام بعمليات المقاصة ونشر المعلومات، فهي عبارة عن شركة ذات أسهم إذ يبلغ رأسمالها 24000000 دينار جزائري، حيث أن الأعضاء المؤسسين لشركة إدارة القيم تخلو عن حصصهم في رأس مال الشركة لصالح شركات متخصصة في الوساطة في الأوراق المالية وهي:

- ✓ شركة الراشد المالي التي تضم كل من BEA، CCR، CNMA؛
- ✓ المؤسسة المالية للإرشاد والتوجيه SOFICOP التي تضم كل من CPA و CNEP و CAAT؛
- ✓ شركة توظيف القيم المنقولة SPDM: والتي تضم كل من CAAR و BADR؛
- ✓ شركة Union Broke Rage : المؤسسة من طرف Union Bank؛

#### 2- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة: COSOB :

تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، و تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية و تحكيمية و قد قامت بإصدار تأشيرة لصالح شركة سونطراك للسماح لها في 1997/11/18م ثم رياض سطيف و صيدال

<sup>(1)</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: العدد 34، 1993، ص.5.

<sup>(2)</sup> www.djelfa.INFO /VB /ARCHIVE/INDEX/ ,PH/ .42 1829.BTm.

والأوراسي، و أعطت أول اعتماد في 1998/03/31 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير

.SICAV

### 3- الوطاء في عمليات البورصة IOD:

إن المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، يخصص حق

التفاوض في القيم لأعوان متخصصين والمدعويين بالوططاء في عمليات البورصة، المادة 05 من المرسوم

التشريعي تنص على أنه لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتنازل فيها قيم منقولة متداولة مقبولة في البورصة، إلا

داخل البورصة ذاتها، و عن طريق وطاء ماليين في عمليات البورصة.

هذا يعني أن المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الإلزامي لهؤلاء الوطاء في عمليات

البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة.

### المطلب الثالث: تجربة الشركات المصدرة للأوراق المالية ببورصة الجزائر:

#### 1. القرض السنوي لسونطراك:

منحت لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة تأشيرة رقم 001 بتاريخ 1997/11/18 بموجب المذكرة الإعلامية

المسلمة من طرف شركة سونطراك و المتعلقة بقرض سنوي بمبلغ 5 ملايين دينار، بسعر فائدة مقداره 13% مدته 5

سنوات، وكانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان و المرودية، 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. (1)

(1) بدون مؤلف: دخول سونطراك، بورصة الجزائر، 2009: الموقع [www.sontrac.dz](http://www.sontrac.dz)

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

وتم طرح 3 فئات من السندات بقيمة اسمية مختلفة تمثلت في: 10000 ، 50000 ، 100000 دج وذلك بغية استقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، وتوفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار، و تمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999 أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 3 جانفي 2003 م.

### 2. مجمع الرياض سطيف:

قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 25 1992

اثر لوضعيتها المالية الإيجابية أو في 29 1998

العامة غير العادية لمؤسسة الرياض سطيف الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار برفع رأس مالها

4000000000 دج إلى 5000000000 %25 1000000

اسمية 1000 2300 دج خلال فترة الاكتتاب التي امتدت من 2 نوفمبر 1998 إلى

15 ديسمبر 1998 و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

جدول رقم 1: نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم مجمع Eriad .Setif

63082	68	
395844	510	
541074	06	
1000000	5180	المجموع

Source :synthèse de l' operation appel public à l' épargne :erriad- setif, 1999 ,p06

3. مجمع صيدال:

قام مجمع صيدال	OPV	
الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور وبسعر معلوم يتم تحديده مسبقا، حددت قيمة العرض العمومي للبيع		
%20	500	م بقيمة اسمية 2000000
250	%80	
800 دج خلال فترة	15	1999 إلى غاية 15 1999
على النحو التالي:		

الجدول رقم 2: نتائج اللجوء العلني للاذخار لأسهم مجمع صيدال

%		
5,13	102658	عمال مجمع صيدال
4,48	89615	
0,83	16514	
89,56	1791213	
100	2000000	المجموع

Source :la notice d'information ,group SAIDAL 1998.P 08.

4. فندق الأوراسي:

25-95 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة

للخدمات تنفيذ البرنامج الخوصصة، ويهدف تنشيط بورصة الجزائر تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأس مال الفندق إلى

15 أي ما يقدر بحوالي 1200000 %20

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

400

1999

1999 إلى غاية 18

الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي ، و قد :

جدول رقم 3: نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي

%		
15	180000	
20	240000	
5	60000	
60	720000	
100	1200000	المجموع

Source : Marché premaine ;analyse de l'OPVECH.Elaurassi SGBU ;1997 ,p.05 .

### 5. شركة سونلغاز :

حتى أصبح

سم 195/02 المؤرخ في 1 2002 الذي حول المؤسسة من مؤسسة ذات طبعة تجارية وصناعية إلى مؤسسة

سونلغاز في إنتاج و توزيع ونقل الكهرباء ، وكذا نقل الغاز ويقدر رأسمالها ب 15

1000000

150000

3 دفعات ، الدفعة الأولى تقدر ب 8 ملايين دج بقيمة اسمية 102.8

20

104.4

%3

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

6 سنوات في حين الدفعة الثالثة تستحق

3.25%، تستحق الأولى بعد 5

7 . (1)

### 6. الخطوط الجوية الجزائرية:

قامت الخطوط الجوية الجزائرية في أبريل 2004 باقتراض مبلغ 44000000000 دج مدعم بوصول و مقسم إلى

18000000000 بين ونصف بمعدل فائدة اسمي 3.75%

5 سنوات، وفي 1 ديسمبر 2004 قامت الشركة بإصدار قرض سندي ثاني لها بقيمة 25000000000

4 50000 6 3.75%

4.5% 6% (2)

### 7. اتصالات الجزائر :

هي شركة ذات أسهم برؤوس أموال عامة، تعمل في سوق الشبكات وخدمات الاتصال الالكتروني، ثم إنشاؤها طبقا

للقانون المؤرخ في 15 2000 اداة إنشاء قطع البريد والمواصلات، نشاطات البريدية

بالأخص عن تلك المتعلقة بالاتصال، وبالتالي تخضع اتصالات الجزائر لهذا القانون الذي يضمن لها نفس مك

تحت الشكل القانوني لشركة ذات أسهم ، بدأت النشاط رسميا في جانفي 2003.

تدور أساسا حول هذه المفاهيم الثابتة والخدمات وكذا

عمليات تدعيم الشبكات، يضاف إلى هذه البنية 3 : (Mobilis) ، الانترنت (Jawab)

( revasat ) .

21.5 2006 17 في

5 سنوات وبنسبة فائدة تدرجية في 22 نوفمبر 2006

(1) : 2009 [www.sonalgaz.dz](http://www.sonalgaz.dz)

(2) : 2004 . [www.airalgérie.dz](http://www.airalgérie.dz)

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

---

21598560000 دج بنسبة فائدة تدريجية كما يلي : 4% في السنتين الأولتين 4,5% في السنة

.2011/10/17

%7,9

### المبحث الثاني: لمحة حول السوق المالي الفرنسي:

سنتناول نشأة وتطور السوق المالي الفرنسي، الأسواق الفرعية له و أهم الشركات المدرجة فيه من خلال ما يلي:

#### المطلب الأول: نشأة و تطور السوق المالي الفرنسي :

تعتبر بورصة ليون (lyon) أول بورصة فرنسية، أعطيت لها صفة رسمية ومنظمة سنة 1545 , ثم انشأت بعدها بورصة تولون

(touloun)، لكن الظهور الرسمي لبورصة باريس كان متأخرا نوعا ما عن ظهور البورصات السابقة ، هذا على الـ

المعاملات المالية في مدينة باريس بدأت منذ عام 1541 في مقام على LE PONTAUCARGE

التجارة والتعامل بالذهب ، استمر التعامل في هذا السوق إلى غاية 1621 Les agent de

change بنقل نشاطهم إلى ساحة قصر العدالة ، حيث قام الاقتصادي المالي الاسكتلندي (Johnlow)

مالي منظم لباريس، وطرح أسهم لبعض الشركات لأول مرة فيه، لكن عدم وجود تشريع قانوني محكم إلى فشل هذا المشروع

، إلا أن جهود تنظيم سوق مالي في فرنسا استمرت إلى غا 1724.

- حيث صدر مرسوم ملكيان في 24 سبتمبر من نفس السنة، تضمننا تأسيس أول سوق مالي منظم و رسمي في

باريس إلا أن نظام عمل هذا السوق لم يستمر ولم يتقدم في أعماله إلا ابتداء من القرن التاسع عشر، حيث تم

1826 إلى 1807 Brongniart le palais خلال الفتر

المكان الذي تشغله بورصة باريس في الوقت الراهن. (1)

- ية للأسواق المالية في كل العالم حيث كانت العشرية التي ظهرت

فيها بوضوح ملامح اقتصاد السوق المالية بدلا من اقتصاد الاستدانة، هذا التغيير كان مصحوبا في فرنسا بتطوير

الهياكل المؤسسية للسوق عن طريق صدور مجموعة من التشريعات نذكر أهمها ما يلي:

- 1988 22 المتعلق بالإصلاحات الهيكلية للسوق المالي الفرنسي حيث غير من الهياكل جميع

(1).panl jacques lehman :la bourse de paris,1999 et 1p 7.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

- 02 1989 شفافية السوق المالي  
السير الجيد لعمليات البورصة ، كما منح لها صلاحيات أكثر؛
- 2 1996  
عناصر الأكثر وضوحا في هذا القانون الجديد من العمل على إعادة  
التنظيم المؤسسي لمختلف سلطات الوقاية على الأنشطة المالية والذي نتج عن مجلس الأسواق المالية؛
- 22 سبتمبر 2000 أمستردام ، بروكسل اتخذت في شكل أول بورصة  
أوروبية مشتركة تسمى Euronext
- 2002 بورصة البرتغال ومع نشأة هذه البورصة الموحدة وصل عدد الشركات المقيدة فيها إلى  
1861 شركة برسملة تقدر ب 2500 Euronext Paris عرضت 22 سبتمبر
- بورصة باريس جميع هيكلها و أسواقها الفرعية و دون أن يمس هذا الاتحاد بصلاحيات مؤسساتها التنظيمية و
- وإنما كان فقط من أجل توحيد شروط انضمام الشركات إلى البورصة الموحدة Euronext  
أكبر لطرح و تداول شركات هذه الدول في بورصة موحدة. (1)

(1).Nelly desbarrierer : la bourse et ses back\_ offices , economica paris ,France ,2001 p 13

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

### المطلب الثاني: الأسواق الفرعية المكونة للسوق المالي الفرنسي:

إن ما ميز السوق المالي الفرنسي هو وجود تنوع كبير للأسواق الفرعية المكونة له،

الشركات المقيدة في كل منها، ودرج  
مام عملها، و على العموم يمكن تقسيم السوق المالي

.1996/07/02

إلى السوق المنظم و السوق الموازي

المالية، يجب أن تخضع تداولالوسطاء ماليون (مقدمو خدمات الاستثمار، كما أنها تخضع لرقابة شاملة من

المنظمة للسوق المالي) مجلس الأسواق المالية و لجنة عمليات البورصة أما السوق الموازي و الذي

:

Le premier marché: يقيد في هذا السوق أكبر الشركات الفرز  
يعتبر أهم سوق من

le second marché: السوق الثاني  
1983 و هو مخصص للشركات الصغيرة و المتوسطة و التي لا يمكن أن تفيد في

(1)

1996

Nouveau Marché

كشركة الاتصالات المعلوماتية الالكترونية....

حيث أن شروط الدخول في هذا السوق هي أقل تشدد من شروط الدخول إلى السوق الأولي .

السوق الآجل الدولي لفرنسا. Terme Internationale de France le Marchée (MATIF) :

أنشأ هذا السوق في 1986 /02 /2

و Le Marché A d'instruments Financiers و خصص لتداول العقود الآجلة و في سنة 1988

ي بالسوق الآجل الدولي لفرنسا و بالتالي تعددت تشكيلة منتجاته إلى العقود الآجلة على السلع المنظمة

....

(1) : مرجع سبق ذكره ، ص. 134.

### le Marché de option négociables de paris

أنشأ هذا السوق في 1987 /09/10 والذي أعطى إمكانية تداول الخيارات على مختلف المنتجات

### المطلب الثالث: الهيئات المشرفة على السوق المالي الفرنسي:

تتمثل هذه الهيئات في:

**\*سلطة الوصاية:** علاوة على وزارة المالية التي تعتبر الوصية على جميع الأسواق المالية الفرنسية يمكن تحديد سلطات وصاية

أخرى تتمثل في:

\_\_\_\_\_ : حيث يقوم البنك في إطار مهمته بمراقبة أسواق رأس المال والمؤسسات النقدية

(1) وهي الهيئة المسيرة للسوق حيث يقوم البنك بإعطاء رأيه حول العقود الآجلة.

مجلس عمليات البورصة (COB):

باعتبارها الهيئة المكلفة بحماية الادخار و إعلام المستثمرين فإنه يقوم بالتدخل فيما يخص القوانين المنظمة للسوق.

**\*سلطة السوق:** وتتمثل في مجلس الأسواق المالية CMM الذي و منذ صدور قانون عصرنه النشاطات المالية في جويلية سنة

1996 يقوم بتعويض مجلس الأسواق و مجلس بورصة التقييم CBB و هو الهيئة التي تتوفر على إمكانية وضع القوانين وكذا على

القدرة التأديبية و في سنة 2001 تم دمج كل من مجلس عمليات البورصة COB و مجلس الأسواق الم CMF

AMF و هي هيئة تتمتع بالصفة التنظيمية لمجلس عمليات البورصة الصفة التأديبية لمجلس الأسواق المالية.

**\*هيئة التسيير:** و تتمثل في شركة السوق الآجل العالمي لفرنسا (Matif. Sa) و هي شركة تجارية متخصصة في تسيير السوق

و يقسم رأس مالها بين مؤسسات الاستثمار و البنوك و المؤسسات المالية لشركات التأمين و هي تصطلح بدور مزدوج:

- فهي مسئولة عن تداول العقود، وبالتالي فهي تنظم مقابلة العرض و الطلب

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

احترام قواعد التداول؛

-

- تعتبر مسئولة عن غرفة المقاصة و هي بهذا لا تقدم خدماتها إلا للأعضاء في السوق الأجل و المنخرطين في غرفة

- تقوم بتسجيل كل العمليات و تعتبر نفسها بذلك طرفا في المعاملة، كما تحدد مبلغ الأمان الذي يضعه المتعاملون

ضمان عملياتهم؛

-

(1) .

-

(1). Dominique poicelot, les marché des capitaux francois édition E MS,1998 p 216 .

المبحث الثالث: متابعة تطور تداول بعض الأدوات المالية و تأثيرها على النمو الاقتصادي في

كلا السوقين:

المطلب الأول : تطور تداول بعض الأدوات المالية وأداء السوق المالي في الجزائر:

- إن المعطيات و البيانات المعتمد عليها في التحليل تغطي نشاط البورصة من افتتاحها بتاريخ 1999/09/13 إلى

2008/12/31 و تتعلق بجوانب متعددة لا سيما حجم التداول ورسمة البورصة و غيرها م

:

1.نسبة رأس مال السوق :

نسبة رأسمال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي و هذا ما سنتناوله

من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 4:نسبة رأسمال السوق المالي الجزائري

رأسمال السوق % PIB	PIB	التغير %	رأسمال السوق مليار دج	
0,57	32382	-	19175	2004
0,52	40988	-	21495	2005
0,35	42418	-	14720	2006
0,25	44554	-	10990	2007
0,22	51240	-	11100	2008

: زيدان محمد ، نور الدين محمد : دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما من خلال نسبة رأسمال السوق إلى الناتج المحلي

الإجمالي ، حيث بلغت هذه النسبة 0,59% 2004 ثم أخذت في الانخفاض إلى أن وصلت 0,22 2008

أن رأسمال السوق ارتفع سنة 2005 إلى 21495 19175 2004

21,10% غير أن هذه الزيادة سرعان ما أخذت في التراجع إذ تراجعت إلى 11100 2003

التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة

نضيف إلى ذلك قلة الشركات المدرجة و بالتالي عدم توزيع فرص الاستثمار. × =

### 2. تطور حجم التداول:

نقطة التحليل في هذا الجانب نبدأها من الأوراق المالية المتداولة بالبورصة والتي تعتبر جد قليلة مقارنة بباقي البورصات الناشئة

هذا ما ينعكس بالطبع على نشاط هذا الجهاز و عكس حجمه الذي يكاد يكون في عداد اللاموجود على اعتبار أن نشاط كل

الأسواق يتعلق في الأساس بنشاط أسواق الإصدار و بالتالي بعدد ما تفرزه هذه الأخيرة من أوراق تكون مو

مختلف المستثمرين، و منه انطلاقا من ذلك يمكن عرض بورصة الجزائر للفترة الممتدة من 1999 إلى 2008

التالي: الجدول رقم 5: تطور حجم التداول في السوق المالي الجزائري

1056	2568	108079390	35348	286664	1999
4559	10513	720039160	323490	1896140	2000
2898	13639	533217905	361445	2275426	2001
2071	7328	112060345	80161	876337	2002
393	1546	172257700	39693	393525	2003
141	826	8432615	22183	412076	2004
64	226	4188200	13487	229369	2005
234	1235	149391910	76010	767643	2006
410	3948	960417115	130443	1365861	2007
545	2483	1218511505	184110	2146130	2008

: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ([www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz))

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

من خلال هذا الجدول نلاحظ ارتفاع عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر خلال عام 2000 إذ وصل عددها إلى 4559

هذا الارتفاع إلى الإقبال الكبير للمستثمرين على سندات سونطراك

بعد هذا العام انخفض حجم المعاملات انخفاضاً شديداً إذ وصل إلى 141 في 2004 وذلك بسبب انخفاض أسعار أسهم

الشركات المدرجة أضف إلى ذلك انتهاء مدة القرض السندي سونطراك بحوالي 2003 هذه الوضعية تعني أن بورصة الجزائر تتجه

إلى مسار عكسي و هو فعلا ما حدث سنة 2005 أين انخفض عدد المعاملات إلى 64

2006 4188200

كبيرا لا سيما بعد إصدار شركات مثل سونلغاز و اتصالات الجزائر للسندات 2006 إلى حوالي

149 2008 عرف حجم التداول أقصى قيمة له حيث بلغ 1218511505.

### المطلب الثاني: تطور تداول بعض الأدوات المالية وأداء السوق المالي في فرنسا :

تطور حجم الأسهم والسندات المصدرة و المتداولة في السوق المالي الفرز 2000 إلى 2008 .

#### الجدول رقم 6: تطور حجم التداول في السوق المالي الفرنسي

2008	2007	2006	2004	2003	2002	2001	2000		
44,7	47,6	35,4	40,6	42,7	40,9	30,8	5,7		
74,4	72,4	56,6	82	55,8	52,2	81,7	17		
1200	733	527	221	161	171	146	98		
409	502	705	1008	1006	1043	1102	659		

source: Dominique Poincelot : OP CIT 104

نلاحظ من الجدول تطور حجم الأسهم و السندات خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2008

للسوق المالي الفرنسي إضافة ارتفاع الحاجات للتمويل و إلى زيادة إصدارات الدولة من السندات الحكومية.

ت في الجدول التالي:

:

-

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

الجدول رقم 7: تطور سوق الأسهم الفرنسي 2004-2008 %:

(3)	معدل الرسملة (%)	(2)	الرسملة السوقية (1)	
1185	107	1441400	1548545	
1177	89	1497200	1325734	
1131	60	1548600	934789	
1070	68	1585200	108180	
1032	70	1648400	1152697	

source: [www.euro-next.com](http://www.euro-next.com) (1) (3)  
[www.insee.fr](http://www.insee.fr) (2)

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

عرفت الفترة 2004-2006 انخفاض في حجم سوق الأسهم الفرنسي سواء من ناحية الرسملة أو عدد الشركات المقيدة، حيث انخفضت الرسملة بمعدل 40% من 2005 إلى 2006 و قد كان هذا الاتجاه في الانخفاض عموما على أغلب أسواق و هذا راجع إلى عدم التأكد الذي تسبب فيه المناخ الاقتصادي و السياسي السائد في العالم خلال هذه الفترة. انتشار عدم التأكد فيما يخص الآفاق الاقتصادية السائدة في أوروبا بعد بداية استخدام العملة الموحدة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

من خلال الجدول التالي سنوضح تطور سيولة سوق الأسهم و السندات الفرنسي خلال الفترة الممتدة من 2004-2005.

الجدول رقم 8: تطور سوق الأسهم و السندات الفرنسي

		(3)	(2)	الربحلة السوقية(1)		
(5)%	(4)%					
0,76	0,82	1176213	1441400	1548545	2004	
0,91	0,80	1202530	1497200	1325734	2005	
1,25	0,75	1164802	1548600	934789	2006	
0,90	0,61	974258	1585200	1981880	2007	
0,94	0,66	1802059	1648400	1152697	2008	
6	3	50,411	1441400	779067	2004	
6	3	45,011	1497200	795115	2005	
3	1	21,129	1548600	818201	2006	
1	1	8,243	1585200	1585200	2007	
1	1	8,925	1648400	1648400	2008	

source:www.euro next.com(3)(1)

www .insee.fr(2)

%49

%1,25

نلاحظ أن معدل دوران الأسهم خلال سنة 2006

الأزمة التي كانت تعاني منها أسواق الأسهم العالمية، والتي كانت

2004 و هذا يعود إلى ا

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

2007 2008 لدوران لينخفض مرة أخرى إلى 0,90-0,94% على التوالي و هذا راجع إلى

انخفاض معدل التغيير في أسعار الأسهم بسبب التدابير المتخذة من قبل السلطات الفرنسية.

بنة لسوق السندات فهو غير سائد على الإطلاق و هذا بداية من سنة 2004 إلى 2008 و يعود هذا الانخفاض في

معدل الدوران خلال السنوات الأخيرة إلى السياسة النقدية التي انتهجتها فرنسا و هي سياسة انكماشية.

### المطلب الثالث: المقارنة بين تطور أداء السوق المالي الجزائري والسوق المالي الفرنسي:

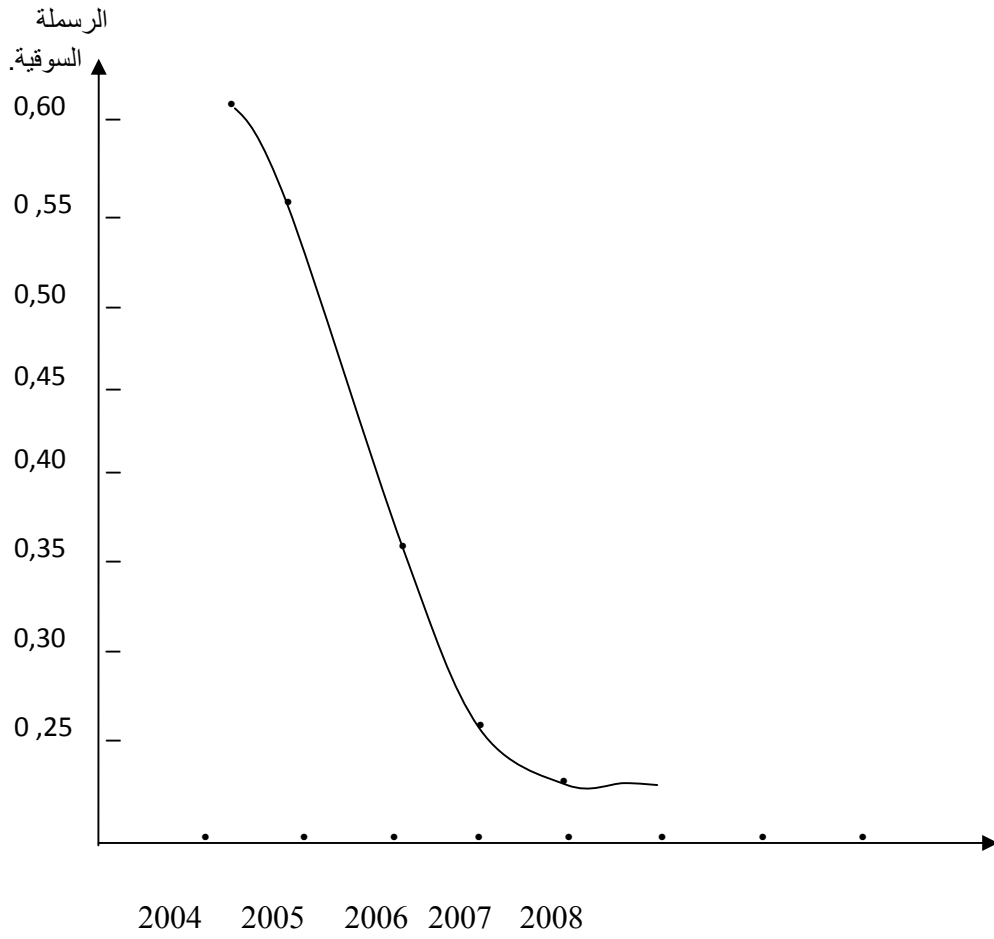
- إن مقارنة مدى تطور البورصات لا يعتمد على دراسة مؤشر واحد ، و إنما على تشكيلة متكاملة من المؤشرات ، بحيث تؤثر على درجة تطور الأسواق المالية وكفاءتها.
- ونظرا لغياب البيانات حول جميع مؤشرات كفا

### الفرع الأول: مؤشر حجم السوق:

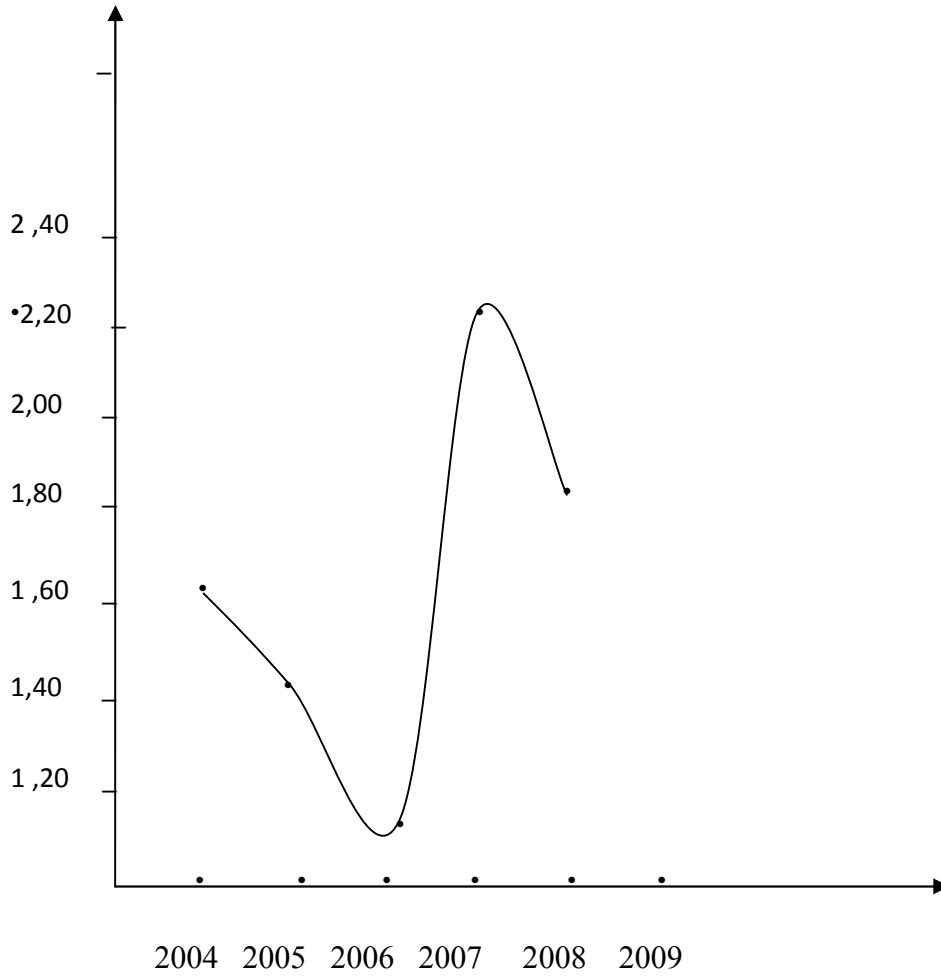
- إن اتساع حجم السوق المالي يعد مؤشرا على نمو حجم الاستثمارات في الأسواق المالية ، ويتم دراسة حجم السوق بتتبع معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام و عدد الشركات المدرجة في البورصة.
- معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام:

يبين رسملة البورصة في الجزائر و فرنسا بين سنة 2004 إلى سنة 2008

الشكل رقم (06) : منحى الرسملة البورصية في الجزائر 2004\_ 2005



الشكل رقم(7) : منحى الرسملة البورصية الفرنسية 2004\_2008



## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

— شهد مؤشر رسملة البورصة في الجزائر تراجعاً متتالياً و يفسر هذا الإنخفاض إلى تراجع معدلات النمو الإقتصادي  
سعر الدولار الأمريكي بينما شهد هذا المؤشر عدة تقلبات في البورصة الفرنسية غير أنه يعتبر مرتفعاً جداً مقارنة به في الجزائر إذ لم  
تتجاوز نسبة رسملة البورصة الجزائرية حدود الواحد بالمئة بل كادت أن تكون معدومة في سنة 2008 حيث وصلت إلى 0,22%  
دت هذه النسبة الإثنان في السوق المالي الفرنسي سنة 2007 1,7 2008

— \_\_\_\_\_:

يوثر عدد الشركات المدرجة في البورصة على حجم السوق فارتفاع هذا المؤشر يعكس ارتفاع الإستثمار في الإقتصاد غير أن عدد  
الشركات يجب أن يرتبط بحجم رأسمالها حتى يتسنى لها التأثير الإيجابي على اقتصاد كل بلد.  
وتتبع هذا المؤشر في بلدان الدراسة فإنه:

بالنسبة لبورصة فرنسا فقد تميزت بـكبر حجم الشركات المدرجة حيث بلغت سنة 2004 1185

قد انخفض عما كان عليه في السنوات الموالية إلا أن وزن تلك الشركات في البورصة من حيث الرسملة كان أقل مما هو عليه في سنة  
2008.

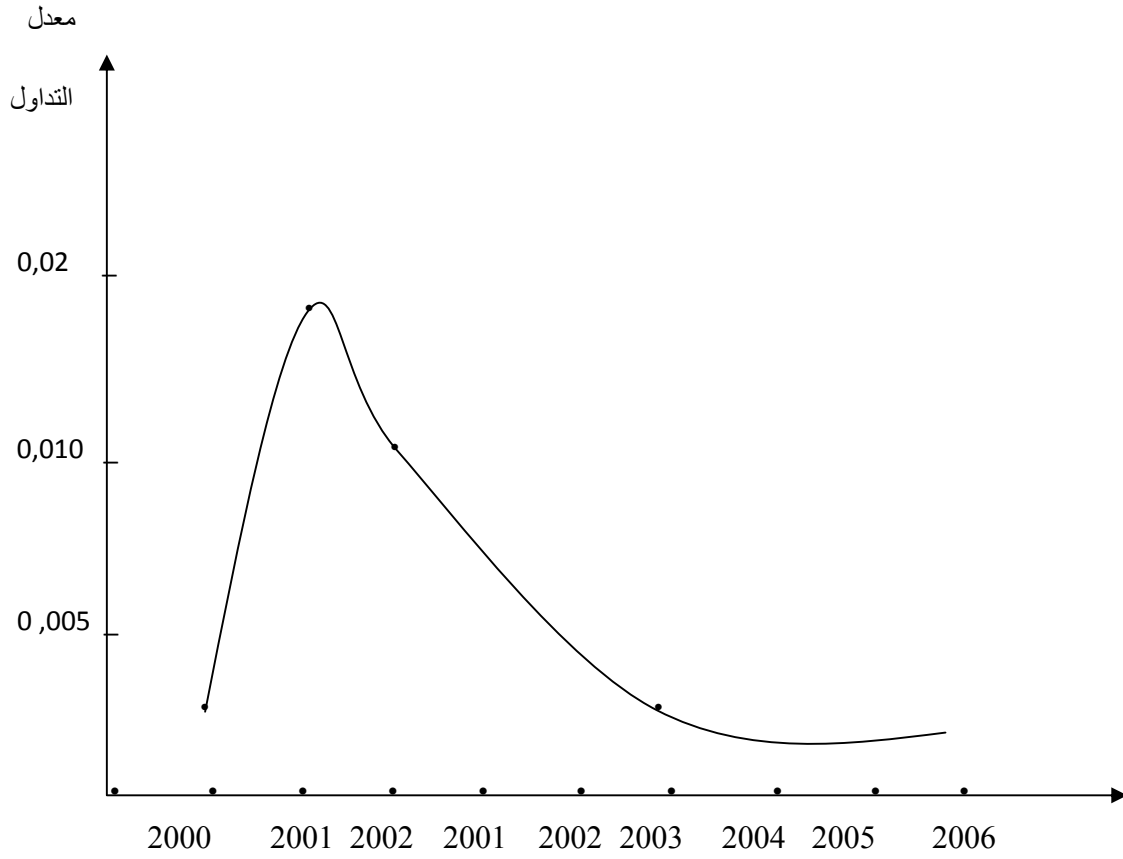
— أما فيما يخص بورصة الجزائر فعدد الشركات المدرجة يبقى ضعيفاً جداً إذ لم تحظى سوى شركة صيدال والرياض سطيف و  
الأوراسي بإدراج أسهمهم في البور .

و يرجع هذا الاختلاف بين البورصتين من حيث الأوراق المالية المدرجة إلى تجسيد عمليات الخصخصة التي من شأنها مضاعفة

### الفرع الثاني : مؤشر سيولة السوق :

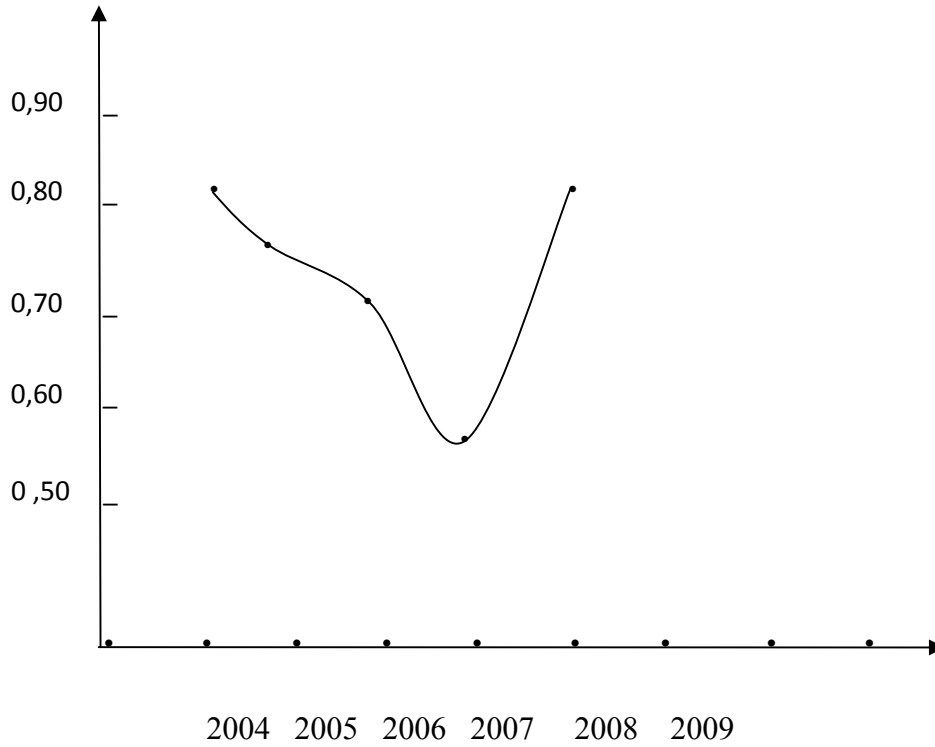
مثل السيولة في البورصة سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية و يتم حساب هذا المؤشر عن طريق قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام  
و قيمة التداول إلى رأس المال السوقي أو ما يعرف بمعدل الدوران و يعكس المنحنيين التاليين معدا التداول في كلا السوقين:

الشكل رقم: (08) قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام في السوق الجزائري.



## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

الشكل رقم(09) : قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام في السوق الفرنسي.



إن قيمة القيمة المهمة تقريبا لهذا المؤشر في بورصة الجزائر تعني أن وزن البورصة في الإقتصاد الوطني ليس له تمثيل إد

2003 و قد تجد بورصة الجزائر ما يبرر هذه النسبة الضئيلة لحدائتها في النظام المالي.

أما في البورصة الفرنسية فيتذبذب هذا المؤشر و كانت أعلى نسبة محققة في سنة 2004 82%

المحلي الخام مع انخفاض مقابلها في القيمة السوقية للأسهم في تسجيل هذه النسب.

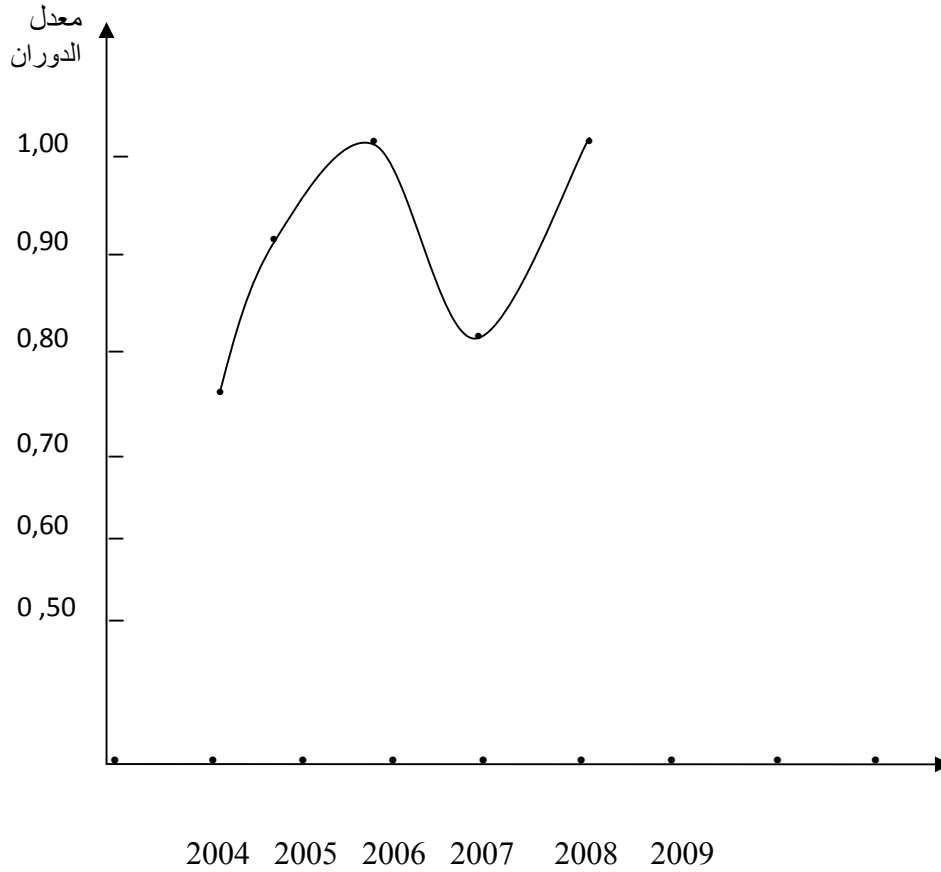
يعكس مؤشر معدل الدوران درجة نشاط البورصة حيث يربط بين قيمة التداول من الأسهم و رسملة البورصة ويعني بلوغ هذا

توسط التداول للسهم في السنة مرة واحدة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

ويعكس المنحنى التالي في السوق المالي الفرنسي:

الشكل رقم: (10) معدل الدوران في السوق المالي الفرنسي



- هذا المؤشر قريبا جدا عن متوسط معدل الدوران في الإتحاد الدولي لبورصات القيم، الذي أكد أن سيولة

بورصة فرنسا يعتبر جيدا من خلال هذا المؤشر .

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للسوق المالي الجزائري و الفرنسي.

---

ونستنتج من هذه الدراسة أن أداء البورصتين اتسم بالتفاوت في مختلف المؤشرات خلال فترة الدراسة

السوق تميز بالنمو السريع في بورصة فرنسا فيما كان الركود ميزة بورصة الجزائر

السيولة والذي سجل مستويات مرتفعة في السوق الفرنسية و مستويات متدنية في السوق الجزائرية.

### ملخص الفصل:

من خلال تطرقنا لاختبار تطور حجم تداول الأدوات المالية و نسبة رأس المال في السوق المالي الجزائري و الفرنسي لا حظنا أن السوق المالي الفرنسي منذ نشأته هو اقتصاد رأسمالي هذا ما دعم تطور سوقه المالي عكس الاقتصاد الجزائري الذي مر بمراحل اقتصادية مختلفة و هذا ما جعل دور السوق المالي الجزائري في عملية النمو تبقى متواضعة جدا منذ انطلاق نشاطه حيث حقق نتائج غير كافية منذ سنة 1999 إلى يومنا هذا .

فيما يخص تقييم أهم المؤشرات تطور السوق المالي فإن السوق المالي الفرنسي مدعم بكبر حجمه سواء من ناحية الرسملة و عدد الشركات المسجلة ، كما أنه أنشط من السوق المالي الجزائري بالنظر إلى تطور التداول و معدل الدوران.



### الخاتمة العامة:

من خلال الدراسة التي قمنا بها نستنتج أن عملية النمو الاقتصادي تتطلب رؤوس أموال مجمعة، حيث أنه و من غير الممكن أن

تحقق نسب النمو المنشودة في ظل غياب مصادر التمويل اللازمة، و لذلك تبرز أهمية أسواق رأس المال في عملية النمو الاقتصادي كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع، هذا بالإضافة إلى أن البورصة تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالإدخار و لديه طاقة تحويلية فائضة و بين القطاعات التي تنتقل إلى السيولة لتمويل استثماراتها .

لقد أكدت الكثير من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط أسواق رأس المال و النمو الاقتصادي، إذ يمكن القول أن السوق المالي يقوم بدفع عجلة النمو و ذلك من خلال قيامه بالعديد من الوظائف .

كتعبئة المدخرات لتمويل النشاطات الإنتاجية، و توفير السيولة لرفع معدل إنتاجية الاستثمار و المساهمة في التراكم الرأسمالي. و محاولة منا لتغطية جوانب الموضوع بالكيفية التي نخدم أهداف الدراسة، تناولنا حالة بورصة الجزائر و حالة بورصة فرنسا ابتداء من ظروف إنشائها و ستعرض مخطاها البارزة و بنية الدراسة انطلاقا من نتائج التجربة القصيرة لبورصة الجزائر على وجود قصور

كبير في أداؤها في عدة مجالات سواء من حيث قدرتها على استقطاب شركات القطاع الخاص أو من حيث حجم التداول المسجل

خلال هذه الفترة، و الذي حقق مستوى ضعيف جدا مقارنة بالسوق المالي الفرنسي نظرا لكبر حجمه من ناحية الرسملة و عدد الشركات المسجلة ، وكذلك من حيث حجم التداول.

### نتائج البحث النظرية:

من خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج التالية :

- تعزز الأسواق المالية البيئة المناسبة لتمويل احتياجات الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في تمويل نشاطاتها الاقتصادية؛

- وجود علاقة وطيدة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي؛ حيث تؤثر السوق المالية على مصدر النمو إيجابا؛

- تعمل السوق المالية على التخصيص الأمثل للموارد المالية وبالتالي تحقيق تراكم رأس المال؛

- تعمل السوق المالي على توفير المعلومات حول الشركات المدرجة وبالتالي تحسين نوعية الإستثمار.

- تعمل السوق المالية على تنويع المخاطر وخاصة المخاطر التكنولوجية وبالتالي المساهمة في عملية التجديد التكنولوجي في

الاقتصاد.

### نتائج البحث التطبيقية:

- إن السوق المالي الجزائري مازال بعيدا كل البعد عن الأسواق المالية الناشئة، وذلك لصغر حجمه وقلة عدد الشركات المدرجة فيه؛
- يعتبر السوق المالي الفرنسي سوق نشط وفعال نظرا لقوة نشاطه وكبر حجمه ؛
- وجود قصور كبير في أداء بورصة الجزائر في عدة مجالات سواء من حيث استقطابها شركات القطاع الخاص أو من حيث حجم التداول، أو من حيث الرسكلة السوقية، والذي حقق أدنى المستويات المسجلة مقارنة ببورصة فرنسا.
- إن بورصة الجزائر في وضعها الراهن لازال بعيد عن مساهمته في النمو الاقتصادي.

### الاقتراحات:

- إصلاح النظام المصرفي باعتباره الركيزة الأساسية التي تقوم عليها الأسواق المالية.
- إصدار أدوات مالية جديدة من أجل تنويع عمليات الاستثمار في البورصة.
- رفع عدد الشركات المدرجة من أجل خلق وتنشيط السوق المالي.
- نشر الوعي و-إصلاح النظم التشريعية بما يكفل تماشيها وتطور الأسواق المالية.
- تنظيم عمليات الإفصاح المالي وذلك بنشر كافة البيانات المالية المتعلقة بالشركات المدرجة، وجعلها في متناول الجمهور .
- ضرورة إصلاح ثقافة الاستثمار في البورصة وإعلام الجمهور عن مدى أهمية هذا الاستثمار ومساهمته بعملية التنمية الاقتصادية.
- التفكير الجاد في إمكانية تطوير التقنيات والأدوات اللازمة لتحوط وإدارة المخاطر التي تصاحب عمليات الاستثمار أسواق رأس المال مع التأكيد على أدوات المالية الحديثة التي يطلق عليها بالمشتقات الاستثمارية.

### افاق البحث:

- بعد تعرضنا لهذا الموضوع ودراسته واستخلاص النتائج منه توصلنا إلى ان هذا الموضوع له مجال واسع للدراسة المستقبلية نذكر منها على سبيل المثال:
- دراسة معدلات تطور البورصة وربطها بمعدلات النمو الاقتصادي من خلال دراسة معدلات الارتباط، وبالتالي التأكد من ضعف مساهمة بورصة الجزائر في الاقتصاد الوطني.

\_\_ دراسة هل تغير النشاط الأساسي للبنوك مؤشر على بداية اعتماد الدول على التمويل عن طريق البورصات والتخلي عن

التمويل البنكي أم أن هذا التحول ليس إلا تكامل بين طريقتين؟

قائمة المراجع:

الكتب بالعربية:

1. توماس ماير وآخرون: النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة سيد أحمد عبد الخالق و أحمد بديع، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2000.
2. محمد الصالح القرشي: اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار إثراء للنشر، ط1 2009.
3. فليح حسن: خلق "الاقتصاد الكلي"، دار جدار للكتاب العالمي، الأردن، 2007.
4. أحمد عبدالفتاح علي الناقة: نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002.
5. محمد الشريف إلمان: محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، القطاع النقدي، الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 3، 2003.
6. بخراز يعدل فريدة: تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000.
7. الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1998.
8. محمد صالح الحناوي: المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
9. حسين بن هاني: الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2000.
10. سامي خليل: النقود والبنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008.
11. محمد سويلم: إدارة البنوك والبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر، 2000.
12. ضياء الدين مجيد الموسمي: البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، منشورات 1998.
13. ضياء الدين مجيد الموسمي: البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، منشورات 1998.
14. ناظم الشمري وآخرون: أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان دار وائل للنشر، 1999.
15. مجدي محمود شهاب: اقتصاديات النقود والمال، الإسكندرية دار الجامعة الجديدة، 2000.
16. محمد صبح: التحليل المالي والاقتصادي للأسواق الأوراق المالية، عين شمس عالم الكتاب، 2000.

17. مروان عطون: الأسواق النقدية والمالية ، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، الجزائر ديوان المطبوعات الجامعية 1986.
18. إيهاب الدسوقي : اقتصاديات كفاءة البورصة، القاهرة دار النهضة العربية 2000.
19. علي عبد الله : موقع التنمية البشرية ضمن الإصلاح الهيكلي، مجلة الباحث، جامعة ورقة، العدد 22، 2003.
20. خالد و أصغر الوزني، أحمد حسين الرفاعي: مبادئ الاقتصاد الكلي ، الطبعة السابعة دار وائل للنشر، عمان الأردن 2005.
21. محمد عبد العزيز عجمية، يسرى أحمد عبد الرحمن: التنمية الاقتصادية والاجتماعية و مشكلاتها ، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 1999.
22. محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف: التنمية الاقتصادية كلية التجارة، الإسكندرية. 2000.
23. فريد بشير ظاهر: التخطيط الاقتصادي ، دار النهضة العربية، ، بيروت ، لبنان 1998.
24. أحمد الأشقر: الاقتصاد الكلي ، الدار العلمية و الدولية للنشر و التوزيع ، عمان الأردن، 2002.
25. شمعون شمعون: بورصة الجزائر ، دار هومة، الجزائر 1999.
26. ميشال تودار: التنمية الاقتصادية، أحمد حسين الرفاعي مبادئ الاقتصاد الكلي، دار وائل للنشر، عمان الأردن 2005.
27. مدحت القرشي: التنمية الاقتصادية، جامعة البلق التطبيقية دار وائل للنشر، الأردن 2007.

الكتب باللغات الأجنبية:

1. Jean pierre albgret bernard cours: monnaie et financement  
paris ;vuibert ;2000.
2. Asli de Mirgut-kunt ; ross levine :stok ; finance and Economie  
gouth ;word bank ; working paper .

3. Bernard jac quillat ;bruno solnik : marché financiers ;Gestion de perte feuille et des risques : pari ; donod 1997 .
4. Sara Zervos ; ross levine : stock Markets and économie grower ; wored bank ; not published.
5. Ross levine :Stok Markets ;économie développement ;and capital control liberlization perspective ; waslington 1997.
6. Nelly Desbarierer :la bource et ses back-office ;économie ;Paris ;Français 2001.
7. Jean Francois susbielle:comprendre la bource sur internet Edition d'organisation ;paris ;2001.
8. Dominique poincelot :les marché des capitaux français édition EMS ;1998.
9. Jean-Francois GOUX :économie monétaire financière «théories ;institutions ; politiques» ;Paris ;economica1998.

قائمة التقارير والمنشورات:

1. زيدان محمد:نور الدين محمد ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الإقتصادية بالجزائر ، المعوقات و الآفاق ، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ، دراسة حالة ( الجزائر و الدول النامية جامعة محمد خيضر بسكرة ، 22/21 نوفمبر ،2006م.
2. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 34 ، 1993.

قائمة المذكرات :

1. حشايشي سليمة: دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي والوضع الإقتصادي العام، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة سطيف 2004، 2008.
2. سامي مباركي: فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد التنمية ، جامعة الحاج لخضر، باتنة 2003-2004.
3. زمايلي ابتسام وآخرون: النمو المالي و علاقته بالنمو الاقتصادي ،مذكرة لنيل شهادة الليسانس للعلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف ، 2009، 2010.
4. سمية يوقرزي: دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمي فرع نقود ومالية جامعة منتوري قسنطينة 2011.

#### مواقع الأنترنت :

1. [www.djelfa.INFO/VB/archive/index.phpt](http://www.djelfa.INFO/VB/archive/index.phpt) 42,1829.BTM
2. [www.sonatrac.dz](http://www.sonatrac.dz).
3. بدون مؤلف:سونلغاز شركة ذات أسهم 2009 [www.sonalgaz.dz](http://www.sonalgaz.dz)
4. بدون مؤلف،الخطوط الجوية الجزائرية 2004 [www.airalgerie.dz](http://www.airalgerie.dz).
5. [www.algérietelecom.dz](http://www.algérietelecom.dz) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية
6. [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
7. [www.euro](http://www.euro) next.com

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
10	الأعوان الإقتصادية	(01)
13	مخطط سير إقتصاد الإستدانة	(02)
16	مخطط سير إقتصاد الأسواق المالية	(03)
17	طرق التمويل الخارجي	(04)
26	تقسيمات سوق الأوراق المالية	(05)
79	منحنى الرسملة البورصية في الجزائر	(06)
80	منحنى الرسملة البورصية الفرنسية	(07)
82	قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام في السوق المالي الجزائري	(08)
83	قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام في السوق المالي الفرنسي	(09)
84	منجنى معدل الدوران في السوق المالي الفرنسي	(10)

فهرس الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
63	نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع سطيف	(01)
64	نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع صيدال	(02)
65	نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراس	(03)
73	نسبة رأس مال السوق المالي الجزائري	(04)
74	تطور حجم التداول في السوق المالي الجزائري	(05)
75	تطور حجم التداول في السوق المالي الفرنسي	(06)
76	تطور سوق الأسهم الفرنسي	(07)
77	تطور سوق الأسهم والسندات الفرنسي	(08)



**Produit Intérieur Brut (PIB) - Taux de croissance réelle (%)**

Country	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<a href="#">Algérie</a>	3,9	5	3,8	3	7,4	6,1	5,5	3	4,5	3,5	2,2	3,3	2,5

**Produit Intérieur Brut (PIB) - Taux de croissance réelle (%)**

Country	1999	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<a href="#">France</a>	2,7	3,1	1	0,5	2,1	1,2	2,1	2,1	0,3	-2,5	1,5	1,7