

السنة الجامعية : 2020/2019

الرقم التسلسلي :

قسم : العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

- دراسة حالة عينة من الأسواق الناشئة -
مع الإشارة إلى حالة الجزائر

تخصص: اقتصاد نقدي و بنكي

- تحت إشراف:

- د/دحمانى نور الهدى

من إعداد الطلبة:

- رياحي عبد الرحيم

- قادري رياض

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، ومن ثم القيام بدراسة قياسية لاختبار وجود علاقة سببية بينهما بالتطبيق على عينة من الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (2000-2019).

وخلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية يلعب دور فعال واستراتيجي في تحريك عجلة النمو الاقتصادي، من خلال توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي ويعمل على تعبئة المدخرات والموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية. كما خلصت الدراسة أيضا إلى وجود اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في العينة المدروسة من الأسواق الناشئة، بينما لا توجد علاقة سببية بين هذين المتغيرين في الجزائر.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، الأسواق الناشئة، بورصة الجزائر للقيم المنقولة، اختبار غرانجر للسببية.

Abstract

This study aims to demonstrate the role of stock market in economic growth. Through the use of Granger's test causality, it highlights the causal relationship between stock market and economic growth for some emerging stock markets and Algeria, for the period (2000-2019).

The study concluded that the stock market plays a strategic and an important role in boosting economic growth. This market helps to ensure the liquidity for investments at the macroeconomic level and the necessary liquidity to fund projects. It also allows the mobilization of savings and financial resources in the direction of most productive investments.

The study clearly shows that there is a difference in the direction of the causal relationship between stock market and economic growth in the sample studied of emerging stock markets. But this relationship is not verified for the case of Algeria.

Keywords: stock market, economic growth, emerging stock market, the Algiers stock exchange, Granger causality test.

إهداء

الحمد لله رب العالمين و الصلاة و السلام على خاتم الأنبياء و المرسلين.

أهدي ثمرة جهدي إلى من قال فيهما عز وجل "...واخفض لهما جناح الذل من الرحمة و قل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا".

إلى من تاهت الكلمات و الحروف في وصفها و يعجز القلم عن كتابة أي شيء عنها و التي كانت سندا في حياتي و غمرتني بعطفها، قلبي ينبض بها قرة عيني "أمي" الغالية

أدام الله عليها صحتها و رعاها و رزقها العافية في الدنيا و الآخرة.

إلى أجمل رجل، إلى من تواضع في الأرض، إلى الذي رباني فأحسن تربيتي و علمني فهو بمثابة مثلي الأعلى "أبي" العزيز

الذي وقف معي في العسر و اليسر حفظه الله و وفقه الى كل خير.

إلى من عشت براءة طفولتي معهم فلم أتصور الدنيا بعيد عنهم أخواتي:

مروة و سلسيل و أمينة اللاتي وقفن معي طيلة حياتي، حفظهم الله و وفقهم في حياتهم.

إلى جميع أصحابي و أقاربي و جيراني حفظهم الله .

إلى كافة من ساعدني من قريب و بعيد في انجاز هذا العمل فجزاهم الله عني خير الجزاء .

إهداء

إلهي لا تطيب الدنيا إلي بشكرك و طاعتك و لا تطيب
اللحظات إلا بذكرك و لا تطيب الآخرة الي بعفوك و لا
تطيب الجنة إلا برؤيتك .

أهدي عملي هذا إلي من علمني العطاء دون انتظار ،الي من
أحمل اسمه بكل افتخار ، و أرجوا من الله أن يطيل في عمرك
لكي ترى ثمار قدحان قطافها بعد طول انتظار والدي العزيز .

إلي شمعة موقدة تنير ظلمة حياتي إلي من بوجودها أكسب
قوة و محبة لا حدود لها إلي من كان دعمها سر نجاحي الي
من عرفت معها معنى الحياة إلي والدتي العزيزة .

إلي اخوتي رامي و رمزي اللذان تحلوا بالأخاء و تميزوا
بالوفاء و العطاء في السراء و الضراء .

إلي صديقي و زميلي عبد الرحيم الذي كان سنداً لي لأصل
إلي هذا النجاح و كل أصدقائي اللذين دعموني من قريب و
بعيد و لو بكلمة طيبة .

رياض

شكر و عرفان

بداية أحمد الله عز وجل الذي منحنا القوة و الصبر ووقفنا على إتمام هذا العمل المتواضع . و الصلاة و السلام على رسولنا الكريم محمد صل الله عليه وسلم.

نتقدم بجزيل الشكر الى الأستاذة المشرفة " دحماني نور الهدى " التي نكن لها الاحترام و التقدير اعترافا منا بفضلها الكبير من خلال اشرافها على مذكرتنا و الارشادات و النصائح القيمة التي قدمتها لنا و التي أفدتنا كثيرا في بحثنا هذا.

كما نتقدم بالشكر و الامتنان الى كل من قدم يد العون و لو بكلمة تحفيز من أجل انجاز هذا البحث من البداية الى النهاية من قريب أو بعيد .
و في الأخير نرجوا من الله تعالى أن يجعل عملنا هذا نفعاً يستفيد منه جميع الطلبة المقبلين على التخرج.

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	تقسيمات الأسواق المالية	شكل رقم 1-1
58	العوامل و الأسباب التي تؤدي لنمو الاقتصادي	شكل رقم 1-2
97	تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019)	شكل رقم 1-3
99	تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019)	شكل رقم 2-3
100	تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019)	شكل رقم 3-3
106	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة	شكل رقم 4-3

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
15-14	مقارنة بين السوق النقدي و سوق رأس المال	جدول رقم 1-1
32-31	مقارنة بين الأسهم والسندات	جدول رقم 2-1
54	أوجه الاختلاف بين النمو الاقتصادي و التنمية الاقتصادية	جدول رقم 1-2
87	قائمة الأسواق المالية الناشئة	جدول رقم 1-3
97	تطور متوسط رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2019-2000)	جدول رقم 2-3
99	تطور متوسط عدد الشركات المدرجة لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2019-2000)	جدول رقم 3-3
100	تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2019-2000)	جدول رقم 4-3
101	تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2019-2000)	جدول رقم 5-3
112	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	جدول رقم 6-3
122-121	نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة (2019-2000)	جدول رقم 7-3
123	تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2019-2000)	جدول رقم 8-3

128	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في ماليزيا	جدول رقم 3-9
129-128	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في اندونيسيا	جدول رقم 3-10
129	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في سنغفورة	جدول رقم 3-11
130-129	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في هونغ كونغ	جدول رقم 3-12
130	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في الأردن	جدول رقم 3-13
131-130	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في تركيا	جدول رقم 3-14
131	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في المكسيك	جدول رقم 3-15
132-131	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في تايلندا	جدول رقم 3-16
132	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في الشيلي	جدول رقم 3-17
133-132	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في البرازيل	جدول رقم 3-18
133	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF في الجزائر	جدول رقم 3-19
134	نتائج اختبار السببية بين GDP و MCR	جدول رقم 3-20
135-134	نتائج اختبار السببية بين GDP و SMVR	جدول رقم 3-21
135	نتائج اختبار السببية بين GDP و TR	جدول رقم 3-22

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
i	ملخص.....
iiAbstract
ivإهداء
vشكر وعرفان
viقائمة الأشكال
ixقائمة الجداول
xقائمة المحتويات
(8-1)مقدمة عامة
(48-10)	- الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية
10	- تمهيد
11	- المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية
11	- المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وتقسيمها
15	- المطلب الثاني: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية، خصائصه وظائفه
23	- المطلب الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
25	- المبحث الثاني: الأدوات المتداولة وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية
25	- المطلب الأول: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية
34	- المطلب الثاني: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية
37	- المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
40	- المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
40	- المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها
43	- المطلب الثاني: المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية
44	- المطلب الثالث: خصائص ومرتكزات سوق الأوراق المالية الكفاءة
48	- خلاصة الفصل
(82-50)	- الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الإقتصادي

50	- تمهيد
51	- المبحث الأول: أساسيات حول النمو الاقتصادي
51	- المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي وخصائصه
53	- المطلب الثاني: الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية
54	- المطلب الثالث: محددات و العوامل المساعدة على النمو الاقتصادي
58	- المبحث الثاني: أنواع ونظريات النمو الاقتصادي
58	- المطلب الأول: أنواع وطرق قياس النمو الاقتصادي
63	- المطلب الثاني: نظريات النمو الاقتصادي
70	- المطلب الثالث: استراتيجيات النمو الاقتصادي ومميزاته
76	- المبحث الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي
76	- المطلب الأول: علاقة السوق المالي بالنمو الاقتصادي
77	- المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي و الجزئي
80	- المطلب الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي
82	- خلاصة الفصل
(84-134)	- الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000- 2019)
84	- تمهيد
85	- المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة مع عرض أداء عينة منها خلال الفترة (2000-2019)
85	- المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، مراحل تطورها ومحددات نموها
91	- المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة وتصنيفاتها
95	- المطلب الثالث: عرض أداء عينة من الأسواق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019)
101	- المبحث الثاني: بورصة الجزائر للقيم المنقولة

101	- المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة
113	- المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر للقيم المنقولة وآفاق تطويرها
118	- المطلب الثالث: تحليل أداء بورصة الجزائر
122	- المبحث الثالث: الدراسة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والجزائر بالتطبيق على عينة من الأسواق الناشئة والجزائر خلال الفترة (2000-2019)
122	- المطلب الأول: المنهجية المتبعة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية
124	- المطلب الثاني: اختبار السببية لـ Granger
125	- المطلب الثالث: نتائج الدراسة القياسية
134	- خلاصة الفصل
(138-135)	خاتمة عامة
(145-139)	قائمة المراجع
(157-147)	الملاحق

1- مدخل للدراسة

يشهد الاقتصاد العالمي تغيرات ديناميكية متسارعة الذي يتركز على الأسواق المالية وذلك في ظل المتغيرات العالمية والاقتصادية، وبذلك أصبحت الأسواق المالية من الموضوعات الهامة التي تحظى باهتمام كبير من الدول والمؤسسات نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية.

ويعتبر ضعف معدلات النمو الاقتصادي وتذبذبه من التحديات الاقتصادية التي تواجه الدول، لذا فإن تحقيق معدلات عالية ومستدامة من النمو أصبح يعد أهم الأهداف الكلية للاقتصاد تسعى إليه حكومات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. ومما لا شك فيه أن سوق الأوراق المالية تعتبر المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول، وتعتبر ملاذ للمستثمرين الذي يملكون رغبة الاستثمار وتحقيق الأرباح، فهي همزة وصل بين وحدات الفائض المالي والعجز المالي، ووجودها يعتبر أمر مهم لأي دولة باعتبارها الجهاز التنفسي للاقتصاد القادر على تجميع وتخصيص الموارد اللازمة بكفاءة، من الأمور الضرورية والماسة للدول خاصة النامية منها، لتحقيق معدلات نمو عالية قابلة للاستمرار والزيادة.

ومن هنا تظهر الحاجة إلى وجود نظام مالي متطور والذي تعد سوق الأوراق المالية أحد مكوناته، من لال تعبئة المدخرات وتحفيز الاستثمارات، وبالتالي فقد ارتبطت نشأتها بحاجة الاقتصاديات إلى آلية تضمن تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية، فضلا عن تدوير الفوائض المالية وتوفير السيولة للمتعاملين، كما ارتبط تطورها في كثير من الدول بانتشار شركات المساهمة التي تعددت وتنوعت أحجامها ومجالات نشاطها مما ساعد على تنوع وكثرة الأدوات المالية المطروحة للتداول في الأسواق وما زاد من تطورها هو الانتشار الواسع للشركات متعددة الجنسيات والثورة التكنولوجية في مجال الإعلام والاتصال، حيث عرفت أسواق الأوراق المالية لبعض الدول تطورا هائلا وانتشارا واسعا، ساعد على رفع أدائها في تعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل فعال وهو ما أدى بدوره إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي في تلك الدول خاصة في ظل العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي حيث أدت التطورات الاقتصادية إلى تزايد أهمية الأسواق فنشاطها يعد مؤشرا على قوة الاقتصاد، في حين تدني نشاط وضعف سيولة تلك الأسواق يؤخذ كمؤشر للركود الاقتصادي .

لذلك اتجهت العديد من الدول وبالذات النامية منها، على العمل على تطوير أسواقها "بورصة الأوراق المالية" لحاجتها الكبيرة إلى موارد تمويلية لتحريك العجلة الاقتصادية للبلد، وتطوير برامجها الإصلاحية وسياساتها، من أجل اللحاق بركب الدول المتقدمة والجزائر من بين الدول التي تسعى لتطوير مثل هذه الأسواق.

توجد في المقابل أسواق مالية حديثة العهد سجلت اسمها في الأسواق المالية كما زادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية أطلق عليها مصطلح أسواق مالية ناشئة، حيث فتحت هذه الأخيرة أسواقها واستقطبت تدفقات مالية ضخمة، فشهدت بذلك هذه الأسواق نموا كبيرا وتوجهها نحو التحرر والعالمية سعيا وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية الدولية وزيادة معدلات استثماراتها.

2- إشكالية الدراسة

وفقا لما سبق يمكن إبراز إشكالية الموضوع من خلال طرح السؤال الرئيسي التالي:

ما هو دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي؟ وما طبيعة العلاقة السببية بينهما بالتطبيق على عينة من الأسواق الناشئة والجزائر خلال الفترة (2000-2019)؟

ويندرج ضمن الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية كالتالي:

1. ما هو الدور الذي يقوم به سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي؟
2. ما هو واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال تقييم أدائها؟
3. ما هو واقع أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة؟
4. ما هي المعوقات التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة؟ وما هي سبل تفعيلها؟
5. هل توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأسواق الناشئة محل الدراسة والجزائر خلال الفترة (1999-2016)؟ وما هو اتجاهها؟

3- فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات التالي:

❖ **الفرضية الأولى:** يساهم سوق الأوراق المالية من خلال وظائفه الاقتصادية والتمويلية في تحريك عجلة النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته.

- ❖ **الفرضية الثانية:** أسواق الأوراق المالية الناشئة أسواق ذات مستويات أداء جد عالية.
- ❖ **الفرضية الثالثة:** تتسم بورصة الجزائر للقيم المنقولة بصغر الحجم وقلة السيولة.
- ❖ **الفرضية الرابعة:** يعتبر المناخ الاقتصادي ككل وحل العراقيل من أهم آليات تفعيل بورصة الجزائر.
- ❖ **الفرضية الخامسة:** توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في كل سوق من الأسواق الناشئة المختارة وفي الجزائر.

4- أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في تنمية القطاع الحقيقي، وذلك بتوفير بيئة مناسبة لجذب وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، كما تكمن أهميتها في مراجعة الأدبيات الاقتصادية المرتبطة بالنمو الاقتصادي ومن ثم إبراز العلاقة بين التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. كما تكمن أهمية الدراسة في التطرق إلى واقع أداء عينة من الأسواق الناشئة من خلال تتبع مؤشرات أدائها والتطرق إلى واقع أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة ومختلف العراقيل التي تواجهها وسبل تفعيلها. وتكمن أيضا أهمية الدراسة من خلال القيام بدراسة قياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الأسواق الناشئة والجزائر خلال الفترة (2000-2019).

5- أهداف الدراسة

- يمكن تلخيص الأهداف الرئيسية التي يسعى البحث لتحقيقها فيما يلي:
- ✓ تحديد الإطار النظري لسوق الأوراق المالية وبالتالي أهميتها كآلية تعمل على توجيه الأموال المدخرة الى قنوات سليمة للاستثمار تسمح بتمويل المشاريع التنموية في الاقتصاد.
- ✓ التطرق إلى الإطار النظري للنمو الاقتصادي من مفاهيم أساسية وأهم نماذجه.
- ✓ توضيح العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وكيفية مساهمتها في رفع من معدلات وتوفير الموارد المالية للاقتصاد.
- ✓ تقديم دراسة حول الأسواق الأوراق المالية الناشئة وعرض أداء عينة من الأسواق الناشئة خلال فترة معينة من خلال تحليل مؤشرات الأداء.
- ✓ تحليل تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة والبحث في معوقات وآفاق تطويرها.

✓ القيام بدراسة قياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الأسواق الناشئة والجزائر.

6- منهج الدراسة

تحقيقا لأهداف الدراسة وحتى تتم الإجابة على الإشكالية الرئيسية وأسئلتها الفرعية واختبار مدى صحة الفرضيات الموضوعية، اقتضى الأمر استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال عرض الإطار النظري لكل من سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وخلفية العلاقة بينهما. كما تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة عند عرض واقع أداء عينة من الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر للقيم المنقولة. وتم الاعتماد على منهج التحليل الكمي عند القيام بالدراسة القياسية لدراسة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة (2000-2019).

7- صعوبات الدراسة

✓ نظرا لما أصاب العالم ككل بجائحة كورونا صعب علينا البحث عن المعلومات والالتقاء بالأستاذ المشرف؛
✓ كذلك بفرض الحجر الصحي الذي كان عائق لنا في الذهاب الى الجامعات أو حضور ملتقيات التي بدورها تم إلغاءها وجمع المعلومات منها؛

8- حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والحدود الزمنية فيما يلي:

تمثلت الحدود الزمنية للدراسة في اقتصارها على الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2019. أما الحدود المكانية فاقترنت على الجزائر وعلى عينة من الاقتصادات الناشئة المتمثلة في: ماليزيا، إندونيسيا، سنغفورة، هونغ كونغ، الاردن، تركيا، المكسيك، تايلندا، الشيلي، البرازيل والجزائر.

9- الدراسات السابقة

من بين الدراسات التي تناولت بعض جوانب الموضوع:

❖ الدراسة الأولى:

A. Antonio, stock market & economic growth: an empirical analysis for Germany, business & economics journal, 2010.

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ألمانيا على بيانات المؤشر العام لسوق الأوراق المالية ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والائتمان الممنوح من القطاع البنكي للقطاع الخاص، باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ خلال الفترة (1956-2007)، بينت نتائج الدراسة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات القطاع المالي والنمو الاقتصادي، كما بينت نتائج الدراسة أن زيادة مؤشر سوق الأوراق المالية بمعدل 1 يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بمعدل ضعيف 0,06 ، وأن زيادة الائتمان البنكي بنسبة 1 يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بنسبة معتبرة 0,9 ، مما يدل على دور القطاع البنكي في التمويل مقارنة بالتمويل السوقي (سوق الأوراق المالية)، كما بينت نتائج الدراسة من خلال اختبار السببية وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي.

❖ الدراسة الثانية:

أحمد محمد مشعل وزكية أحمد مشعل، القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي: بيئة إضافية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 39، العدد 1، 2012.

هدفت الدراسة إلى اختبار علاقة السببية بين النمو الاقتصادي وتنمية القطاع المالي في الاقتصاد الأردني خلال الفترة (1978-2009) باستخدام مؤشر تنمية البورصة، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي لمعدل الرسملة ومعدل الدوران ومعدل التداول، كما تم استخدام الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحا بالقيمة السوقية لرأس المال كمتغيرات عن سوق الأوراق المالية ونسبة التسهيلات البنكية للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة على القروض، فيما تم الاعتماد على مؤشر تنمية الاقتصاد الإجمالي استنادا إلى الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين النظام البنكي والنمو الاقتصادي في الأردن، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن تنمية سوق الأوراق المالية تعمل على تحفيز النمو الاقتصادي في الأجل القصير فقط، كما أن اتجاه السببية تحدد من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي.

❖ الدراسة الثالثة:

سامي مباركي، تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2015.

قام الباحث بتحليل بيانات أحد عشر دولة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة (1998-2012)، وذلك باستخدام نماذج PANEL DATA، اعتمادا على ستة متغيرات مالية (الرسملة البورصية، قيمة التداول، معدل الدوران، الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي والمعروض النقدي)، ولقياس النمو الاقتصادي تم استخدام معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج واجمالي تكوين رأس مال الثابت.

جاءت نتائج الدراسة تؤيد الدور الإيجابي لسوق الأوراق المالية في زيادة معدل نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وفي الاستثمار وغياب هذا التأثير على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج، كما توصلت نتائج الدراسة الى التأثير الإيجابي لمتغيرات القطاع المصرفي على اجمالي تكوين رأس المال الثابت، فيما كان التأثير سلبيا على حصة نصيب الفرد من الناتج المحلي وعلى الإنتاجية.

❖ الدراسة الرابعة:

Bader ,stock market development & economic growth :evidences from Egypt, international journal of trade economics & finance, 2015.

هدفت الدراسة الى الكشف عن طبيعة العلاقة السببية بين تطور سوق مصر للأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة (2002-2013) باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR على بيانات الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار الأجنبي المباشر كتعبير عن النمو الاقتصادي ومتغير معدل الرسملة البورصية ممثلا لتطور سوق الأوراق المالية، وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة سببية بين سوق مصر للأوراق المالية والنمو لاقتصادي، غير أنها أظهرت ارتباطا بين تطور سوق الأوراق المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة، والذي يؤثر بدوره على النمو الاقتصادي وأرجع الباحث ضعف العلاقة الى تعاضم نشاط المضاربة في السوق المصري.

✓ ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة:

أغلب الدراسات التي تم الاطلاع عليها والتي لها علاقة بموضوع بحثنا، ركزت على دور القطاع المالي بشقيه البنكي وسوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، كما ركزت على دور السوق الثانوية (البورصة) في النمو الاقتصادي، وقد جاءت دراستنا أيضا لتقيس وتختبر دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، وكان جوهر الاختلاف أن دراستنا ركزت على الأسواق الناشئة وكذلك طريقة المنهج المتبع في الدراسة حيث تم الاعتماد على نموذج قياسي لقياس العلاقة بين تطور هذه الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر والنمو الاقتصادي بالتركيز على دور السوقين للبورصة.

10- هيكل الدراسة

سنتطرق في هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول يعكس محتواها جوهر الموضوع وشموليته حيث:

الفصل الأول تطرقنا إلى الاطار النظري لأسواق الأوراق المالية حيث تم تقسيمه الى ثلاثة مباحث وكل مبحث إلى ثلاث مطالب، وتم التركيز في المبحث الأول على ماهية الأسواق المالية من حيث المفهوم وشروط الانشاء وتقسيماتها والخصائص التي تتميز بها بالإضافة إلى أهم الوظائف والمتعاملون في السوق، أما المبحث الثاني ركزنا على الأدوات المتداولة وآليات التعامل والمؤشرات أسواق الأوراق المالية، والمبحث الأخير عن كفاءة هذه الأسواق ومستوياتها وكذلك خصائص ومركزات السوق الكفاءة.

الفصل الثاني سيتناول الجانب النظري للنمو الاقتصادي وقسم أيضا الى ثلاثة مباحث وكل مبحث إلى ثلاث مطالب، حيث في المبحث الأول ركزنا على اساسيات النمو الاقتصادي من حيث المفهوم والخصائص ومحدداتها والعوامل المساعدة على النمو الاقتصادي وتم التفرقة بين النمو و التنمية الاقتصادية، أما المبحث الثاني فكان الحديث عن أنواع النمو الاقتصادي وطرق قياسه ومميزاته واستراتيجيات الخاصة به، وكذا نظريات النمو الاقتصادي، وفي ختام هذا الفصل تم التطرق الى دور السوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال دراسة العلاقة بينهما وأهمية السوق بالنسبة للاقتصاد الكلي والجزئي بالإضافة الى الحديث على الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في تطور النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته.

الفصل الثالث فكانت دراسة دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019). وقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وكل مبحث إلى ثلاث مطالب للتفصيل أكثر حيث المبحث الأول خصص للحديث عن الأسواق المالية الناشئة من خلال مفهوم ومراحل تطورها ومحددات نموها وخصائصها وتصنيفاتها بالإضافة إلى عرض أداء عينة منها. والمبحث الثاني خصص للحديث عن بورصة الجزائر من خلال النشأة وهيكلها التنظيمي والأدوات المتداولة فيها ومعوقاتهما وآفاق تطويرها بالإضافة إلى تحليل أدائها. أما المبحث الثالث وهو لب الموضوع تطرقنا الى دراسة قياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية و النمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الأسواق الناشئة والجزائر وتم تناول أولا مفاهيم أساسية في الاقتصاد القياسي تم المنهجية المتبعة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية ومن ثم اختبار غرانجر للسببية بين متغيرات الدراسة خلال الفترة (2000-2019).

الفصل الأول:

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تمهيد

تحتل أسواق الأوراق المالية درجة عالية من المكانة والأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية، باعتبارها مصدر من مصادر الأموال وركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ويكمن دورها الهام في تمويل الفرص الاستثمارية بمصادر تمويل وطنية وأجنبية مما يساعد على دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث تجمع بين جانبي العرض والطلب من خلال أدوات السوق المتاحة، كما تشكل أوعية لاستقطاب مدخرات الأفراد والمؤسسات من خلال ما يتم إصداره وتداوله من أوراق مالية، التي يؤثر مستوى تداولها على سيولة السوق، وبالتالي على مستويات الأسعار ودرجة تذبذبها.

إن إنشاء سوق للأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة، وتحقق صفة الكفاءة.

وللتعرف على سوق الأوراق المالية أكثر تم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية :

- ✓ ماهية أسواق الأوراق المالية؛
- ✓ الأدوات المتداولة وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية؛
- ✓ كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

المبحث الأول : ماهية أسواق الأوراق المالية

تشمل الأسواق المالية كل من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل تتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن للأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية .

وللتعرف على سوق الأوراق المالية باعتباره سوق منبثق من السوق المالية، وعلى مختلف خصائصها ووظائفها والشروط المتعلقة بنشأتها، يجب التعرف أولاً على مفهوم السوق المالي وتقسيمه.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية و تقسيمها

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزاً في السيولة النقدية.

أولاً: مفهوم السوق المالية

هناك عدة تعاريف للأسواق المالية يمكن ذكر البعض منها حيث:

تعرف السوق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين والمقترضين (المستثمرين)، بما يوفر الموارد اللازمة للمنشأة للتوسع في المشاريع والحكومات عند سعر معين، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) مقابل التنازل على نقودهم.¹

كما تعرف بأن السوق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (مدخرين) بالطلب عليها (مستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس مال.²

¹ -رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة الجزائر و تونس و المغرب) ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، تخصص إدارة مالية ، جامعة قسنطينة ، الجزائر ،2010/2011،ص:10.

² -أحلام عكنوش ، سوق الأوراق المالية و دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر) ،مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير ، تخصص مالية ، جامعة أم البواقي ، الجزائر، 2013/2014،ص:3.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

وتعرف كذلك السوق المالية أنها وسيلة جمع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.¹

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالية على أنها عبارة عن فضاء واسع يلتقي فيه المدخرين باستثمار مدخراتهم والمستثمرين من أجل تمويل مشاريعهم، وهذا يساهم في صناعة رؤوس الأموال وتمويل الدورة الاقتصادية .

ثانيا: تقسيمات الأسواق المالية

تتعدد تقسيمات أسواق المالية نظرا لتعدد المؤسسات والوحدات التي تحتاج إلى الأموال، وكذلك اختلاف الأغراض التي من أجلها تطلب أو تعرض، وأيضا لاختلاف الآجال الزمنية للقروض ومن ثم تعدد أنواع القروض المتاحة و المؤسسات التي توفر الأموال، ولذلك يمكن تقسيم أسواق المال إلى سوقين:

- السوق النقدي
- سوق رأس مال

1. السوق النقدي

تعرف أسواق النقد بأنها الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول أدوات مالية و أوعية ائتمانية قصيرة الأجل التي تستحق خلال سنة أو أقل، والتي يتم متابعتها (بيع، شراء) من خلال سعر الفائدة المرتبط بها، والذي يجدد غالبا عند عقد القرض، إذن فإن السوق النقدية هي مجموعة المؤسسات أو الوكالات والأفراد الذي يتعاملون في النقود اقراضا واقتراضا لأغراض قصيرة الأجل.²

وتتمثل الأدوات المالية المتداولة على مستوى أسواق النقد في شهادات الإيداع، السندات الحكومية قصيرة الأجل " أدونات الخزينة"، الأوراق التجارية، الاحتياطات النقدية في البنوك، وتتكون أطراف التعامل في السوق النقدية من ثلاثة عناصر:³

- المؤسسات الوسيطة المالية والنقدية: مثل البنوك المركزية، بنوك التجارية، شركات التأمين والمؤسسات المالية غير المصرفية.
- أصحاب الفوائض المالية: الذين يبحثون عن توظيف قصير الأجل يحقق لهم العائد وقلة المخاطرة.

¹- زينب حسين عوض الله ، اقتصادية النقود و المال ، الدار الجامعية ، مصر ، 1994 ، ص: 18.

²-محمد البنا ، أسواق النقد و المال " الأسس النظرية و العملية " ، زهراء الشرق للنشر والتوزيع ، مصر ، 1996 ، ص: 9.

³- محمد البنا ، المرجع نفسه ، ص : 10.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

- وحدات العجز المالي: التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد التزامات عاجلة دون تحمل أعباء عالية، مثل التجار المضاربين والسماسرة... إلخ.
- ويمكن القول أن السوق النقدية تعمل على تحقيق توازن السيولة للوحدات الاقتصادية، وأن الأدوات المالية المتداولة فيه تؤخذ كمعيار للتفرقة بينه وبين سوق رأس المال.

2. أسواق رأس المال

يمثل سوق رأس المال الفضاء الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للتجارة برؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل، كالأوراق المالية والقروض بأنواعها فهو بالتالي قضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذو العجز المالي والذين هم في حاجة للأموال، وذو الفائض المالي الذين يبحثون عن توظيف أموالهم واستثمارها في أجال طويلة الأجل، وكذلك هي السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، بهدف توفير التمويل اللازم لإقامة المشروعات الاستثمارية.¹

ويتكون هذا السوق من شكلين هما:²

- **الأسواق الحاضرة:** وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل، أسهم، سندات، ويطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.
- **الأسواق الآجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضاً تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والفرص عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

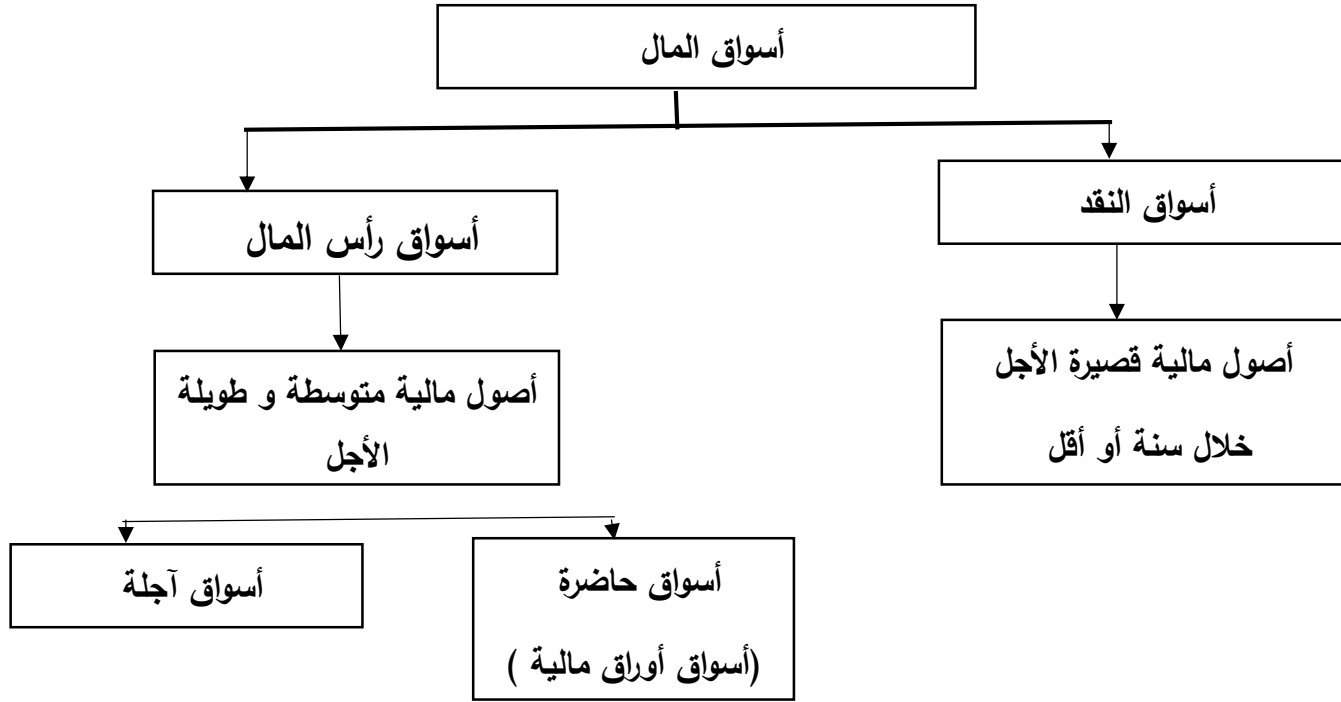
بعد التعرف على شقي السوق المالية، نستنتج أن المدى الزمني للأصول المالية هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال، إذ أن الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاماً واحداً أو أقل تتضمن سوقاً نقدياً، أما الأصول المالية التي يزيد عمرها عن السنة فهي تتضمن سوق رأس مال (سوق الأوراق المالية).

¹ - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص: 7.

² - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 1996، ص: 16.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

الشكل رقم (1): تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبان.

الجدول رقم (1): مقارنة بين السوق النقدي وسوق رأس المال

سوق رأس المال	السوق النقدي	
الاستثمار: السوق الذي يحرك الأموال التي تسعى وراء الاستثمار.	الادخار: يحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخارها.	السوق
سوق الصفقات المالية الطويلة الأجل	قصيرة الأجل	المدة
أكثر مخاطرة نسبياً وعائد مرتفع	أقل مخاطرة نسبياً وعائد منخفض ومضمون	درجة المخاطرة والعائد
مرتفعة نسبياً	منخفضة نسبياً	أسعار الفائدة
الربحية	السيولة والأمان	الأولوية في السوق بالنسبة للمستثمر
بطيئة نسبياً	سريعة نسبياً	سيولة الأوراق الاستثمارية
رؤوس الأموال الخاصة بكل المؤسسات ذات السمعة المالية	الودائع عموماً	يعتمد في عملياته لتقديم الائتمان على:

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

العالية وعلى القروض المصدرة في شكل أسهم وسندات		
تمويل الصناعة والزراعة والعقارات (الاكتساب والتحسين)، وتزويد المشروعات برأس مالها العامل للتأسيس أو التنمية والتطوير	تمويل التجارة بغرض تسيير عملياتها، وتزويد المشروعات برأس مالها العامل	الهدف من التمويل
الأوراق المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، والأوراق المختلطة.	أذونات الخزينة، الأوراق التجارية قبولات مصرفية، شهادات الإيداع، العملات الأجنبية...	أدوات الاستثمار المتداولة فيه
البورصات (سوق منتظمة): حجم التداول أكثر اتساعا من السوق النقدية خاصة في الدول المتقدمة. الأسواق الموازية (سوق غير منتظمة): حجم التداول أكثر اتساعا في الدول النامية	بنوك تجارية والمؤسسات المالية وحجم التداول أكثر اتساعا خاصة في الدول النامية	أماكن التداول و حجم التداول
أكثر تنظيما خاصة في الدول المتطورة، حيث أن المتعاملين فيه من المختصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.	أقل تنظيما خاصة في الدول المتطورة والعكس صحيح بالنسبة للدول النامية	التنظيم

المصدر: بن علال بلقاسم ، مطبوعة دروس في مقياس حلقة حول مواضيع متعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية مقدمة لطلبة السنة الثالثة شعبة علوم التسيير ، تخصص إدارة مالية ، 2015/2016 ، ص : 21.

المطلب الثاني: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية، خصائصه، وظائفه

قبل التطرق إلى شروط إنشاء سوق الأوراق المالية وبعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي، نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن الآن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها كما يتم تناول أنواعها.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر بعضها :

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها " الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير التداول ".¹

و كذلك تعرف السوق الأوراق المالية على أنها " المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية ".²

و أيضا السوق الأوراق المالية هي المكان التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات يباعا وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (أفراد، مؤسسات) إلى وحدات الاستثمار (مشاريع الأعمال والدولة).³

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي :

سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهم وسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق الغير منظم فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

وتتمثل الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد:⁴

أ. أدوات الاستثمار التقليدية المتداولة في السوق النقدي

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2006/2005 ، ص 43.

² - بن صوشة ثامر ، أثر الرقابة و المعلومات على أداء سوق الأوراق المالية "دراسة حالة الجزائر" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص نقود و مالية ، جامعة الجزائر ، 2009/2008.

³ - محمد صالح الحناوي ، جلالي إبراهيم العيد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2005، ص: 12.

⁴ - بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس حلقة حول مواضيع متعلقة بالنظام المالي و الأسواق المالية مقدمة لطلبة السنة الثالثة شعبة علوم التسيير ، تخصص إدارة مالية، 2016/2015 ، ص : 32.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

- **الأوراق التجارية:** تصدرها الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية والبنوك الكبيرة، تاريخ استحقاقها من 5 أيام الى 15 يوم، تتضمن حقا شخصيا من الأموال، تخصم في البنوك.
- **أذونات الخزينة:** هي أوراق حكومية قصيرة الأجل، تاريخ استحقاقها يتراوح ما بين 3 إلى 12 شهرا، تصدرها الخزينة العمومية وأحيانا البنك المركزي، تخصم في السوق الثانوي للنقد وهي قابلة لإعادة الخصم في البنك المركزي.
- **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** هي شهادات غير شخصية، تصدرها المصارف التجارية للمودعين مقابل فائدة سنوية تعطي لحاملها، يمكن التصرف فيها بالبيع أو التنازل عنها في السوق الثانوية للنقد.
- **القبولات المصرفية أو الكمبيالات:** تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية، يجرزها المستورد، ويمكن للمصدر استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق باللجوء الى البنك المراسل وذلك ببيعه في السوق الثانوية على أساس الخصم.
- **اليورو دولار(أو الدولار الأوروبية أو قروض الدولارات الأوروبية):** تعبر عن المصارف التي لها تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو العملات الأوروبية، فهي السوق الثانوية الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.
- ب. **أدوات الاستثمار الحديثة والمتطورة المتداولة في السوق النقدي**
 - **قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:** يعني أن للمصارف القدرة على اقراض فائضها من الاحتياطي الإلزامي الموجود لدى البنك المركزي الى بنوك أخرى لها عجز في هذا الاحتياطي الإلزامي تحت إشراف البنك المركزي، وذلك مقابل فائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب ومدة الاستحقاق لا تتجاوز ليلة واحدة.
 - **اتفاقية إعادة الشراء:** هي عملية لا تتجاوز يوما واحدا أو أيام قلائل، فأنشاء الحاجة الى السيولة يمكن بيع الورقة المالية للمستثمر بصفة مؤقتة وفي نفس الوقت تبرم صفقة إعادة الشراء لهذه الورقة بسعر أعلى بقليل من سعر البيع.
 - **شهادة المديونية أو كمبيالات الخزينة:** هي أوراق مالية تصدرها الوزارة المالية وتتداول في السوق الثانوية للسوق النقدي وسوق رأس المال، مدة استحقاقها تتراوح من سنة إلى 7 سنوات.

ثانيا: أنواع أسواق الأوراق المالية

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى سوقين أولية وثانوية، حيث :

1. السوق الأولية (سوق الإصدار)

وهي السوق التي تدخل فيها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، وهذه العملية غير متكررة، أي ما السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقترض والمقرض، وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق، إذ إن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار وتسويقه، في حين يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة، إذن هي السوق التي يكون فيها البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصل، ويتم التعامل في السوق الأولية عن طريق توجيه دعوة لعامة المستثمرين إلى الاكتتاب العام أو لفئة معينة منهم إلى الاكتتاب الخاص، وذلك للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة .

وكذلك تتميز بقدرتها على توفير العمليات التنموية الجديدة، حيث تتجمع فيها المدخرات ويتم تحويلها إلى استثمارات جديدة عن طريق إصدار أوراق مالية.¹

2. السوق الثانوية (سوق التداول)

التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، وهي سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية، بعبارة أخرى هي تلك السوق التي تعدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة، وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.²

وتقسم السوق الثانوية إلى أربعة أسواق وهي:³

أ. السوق المنظمة:

وتعرف هذه السوق ببورصة الأوراق المالية، وهي تتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنظمة، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق (البورصة كلمة

¹ - محمد صالح الحناوي ، جلاي إبراهيم العيد ،مرجع سبق ذكره،ص: 18.

² - أحمد سعيد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر، 1999،ص: 7.

³ - أحمد سعيد عبد اللطيف ،مرجع سبق ذكره،ص: 8.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تطلق على المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين متخصصين بهذا النوع من العمل، وهم الوسطاء وذلك وفق إجراءات وقوانين ونظم محددة).
وتعرف البورصة أيضا بأنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

ب. السوق غير المنظمة

وهي سوق تشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق، ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية، ويستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

ج. سوق ثالثة أو السوق الموازية

يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك السوق، ويطلق عليها أيضا السوق الموازية، وتجري عمليات التداول فيها من دون وجود مكان أو زمان محدد لإجرائها، فتتم عمليات التداول بواسطة الهاتف أو الحاسوب أو الانترنت، ويكون تجار هذه السوق على استعداد تام لإجراء بعض هذه العمليات لحساب محافظهم الخاصة، وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعلى هذا فإن السوق الغير منظمة تعد أسلوبا لإجراء تلك المعاملات، والأوراق المتعامل بها في هذه السوق عادة تكون أوراق الشركات التي تستطيع الوفاء بمتطلبات الانضمام إلى السوق المنظمة.

د. السوق المباشرة أو الخاصة (الرابعة)

السوق الرابعة هي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى وتسمى أيضا السوق الاحتكارية.

ثالثا: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية

يتطلب إنشاء سوق أوراق المالية توفر مجموعة من الشروط الأساسية من بينها:¹

¹ - أحلام عكبوش، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

- وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد لرأس المال دوره وزيادة القدرة على تجميع المدخرات لاسيما الخاصة منها وتوظيفها توظيفا مربحا؛
 - وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق في مقابل وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة؛
 - وجود طاقة استيعابية معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من خلال توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول؛
 - زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية ؛
 - وجود إطار تشريعي وتنظيمي من قادر على التطوير باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين؛
 - توفر مناخ صالح وجيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات واستثمارات؛
 - تنوع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان توسع السوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة .
- أما بخصوص شروط نجاح سوق الأوراق المالية فيمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹
- ✓ خلق جو من الثقة بين المتعاملين في الأوراق المالية المتداولة في السوق بوضع الروابط اللازمة لضمان سلامة وحماية المستثمرين.
 - ✓ توفير الخبرات والكفاءات القادرة على إنشاء وإدارة الشركات العاملة في تداول الأوراق المالية والسماسة وصانعي السوق والمختصين في التداول و التسويق.
 - ✓ إعادة تقييم الأوراق المالية التي بحوزة المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حتى تتلاءم قيمتها الاسمية مع الأسعار الحالية والتضخم، بما يساعد على انتشار مقومات الثقة في السوق بما يكفل تحقيق التوازن بين العائد المحقق من الأوراق المالية والفوائد على الودائع في البنوك.
 - ✓ تدعيم سوق الأوراق المالية بوسائل الاتصال المتطورة وخلق قاعدة بيانات لحفظ وتخزين البيانات والمعلومات واسترجاعها.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر، 1993 ، ص : 28.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

✓ ضرورة استكمال برامج الإصلاح الاقتصادي، وتوفير وتنمية حد أدنى من الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدولة، وتخفيف القيود الرقابية على السوق المالية بما فيها القيود الجبائية.

رابعاً: خصائص الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:¹

➤ سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

➤ يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

➤ التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حيث يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

➤ التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

➤ سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

➤ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية وهي:²

➤ سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتب أهمية خاصة في تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

➤ الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحمل مخاطرة سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً.

¹ - جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الضياء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص: 50.

² - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997، ص: 32.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

➤ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

خامساً: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:¹

1. سوق الأوراق المالية أداة لتمويل الاقتصاد

من خلال المحاسبة الوطنية يمكن القول بأن القدرة التمويلية للأعوان الاقتصاديين هي الرصيد الإيجابي من حساب الدخل بعد الانفاق وسوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام، وبشكل خاص عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدة أسباب، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضاً بعدم معرفتهم بفرص الاستثمارية المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخبونونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصاد بالزيادة.

2. سوق الأوراق المالية أداة تقييم حالة الاقتصاد

تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، باعتبارها حساسة بشكل كبير اتجاه الأحداث الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمكن أن تحصل في مختلف بقاع العالم، ومن أمثلة ذلك انتشار معلومات مفادها احتمال وقوع حرب أو قطع علاقات دبلوماسية فإنه قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن ثم على السوق ونشاطها بشكل عام بالإضافة إلى أن مؤشرات سوق الأوراق المالية يمكن اعتبارها عنصراً مفسراً للاقتصاد، خاصة في الحالات التي تزول فيها أعراض التغيرات الفصلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار، والتي غالباً ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المالية المتداولة يمكن تفسيرها بسحب الثقة من الاقتصاد وهو الأمر الذي ينبه وقوع أزمة في المستقبل.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

3. سوق الأوراق المالية أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة

يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية كوسيلة تسمح بانتقال من اقتصاديات الافتراض الى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية، بما يكفل من التحول من نظام التمويل الغير مباشر الى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تحويلها بطريقة مباشرة انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق . كما تعتبر أيضا أسواق الأوراق المالية وسيلة لتسهيل الأدوات المتداولة فيها، باعتبارها الفضاء الذي يتم فيه التعامل من خلال البيع والشراء كما يتيح لمستثمري مدخراتهم أو فوائضهم بصفة عامة من استعادة أموالهم عند الحاجة إليها.¹

4. سوق الأوراق المالية أداة تحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر

يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب للأوراق المالية بأنها وظيفة أساسية لسوق الأوراق المالية، بالاعتبار القائل أنه لا يمكن أن تقوم سوق الأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذه السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً، كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.

المطلب الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

1. فئة المقترضين أو المستثمرين

وهم أصحاب الفوائض المالية، الذين تزيد مداخيلهم عن نفقاتهم، مما يجعل منهم مصدر مهما من مصادر الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية ويمكن تصنيف أصحاب هذه الفوائض إلى:²

- **العائلات:** تمثل صغار المدخرين والمستثمرين، ويعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية في السوق، وذلك نظرا للكم الهائل الذي يملكونه من السيولة فقد عرف تدخل هؤلاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية تطورا كبيرا خلال السنوات الماضية، جراء سعي الدولة من خلال التنظيمات والتشريعات الى زيادة الادخار المالي والتحفيز على استثماره في هذه السوق، بإعطاء المدخرين الصغار نفس حظوظ المدخرين الكبار، وكذلك حمايتهم من السرقة والتدليس، بإملاء مجموعة من الشروط على التعامل في السوق المنظمة ومن بينها نجد:

¹ - بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره،ص: 47.

² - محمد براق ، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية " دراسة حالة الجزائر " ،رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية ،معهد العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر، 1998،1999،ص : 134.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

- تنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار.
- تنظيم مهمة الوساطة وحمايتها من التلاعب والغش.
- الرقابة على الأسعار ومنع التلاعب بالمعلومات.
- **المستثمرون التأسيسيون:** يعتبر المستثمرون التأسيسيون عن الهيئات المالية الملزمة انطلاقاً من قوانينها الأساسية بجمع الموارد الادخارية، وتوظيف جزء هام منها في شكل قيم منقولة.
- **المتعاملون الآخرون:** كمن أن تنوع بين ثلاث أنواع من المستثمرون الآخرون الذين بإمكانهم التدخل على مستوى سوق الأوراق المالية وهم:
 - الجمعيات ذات طابع غير ربحي، التي تسعى الى توظيف السيولة التي تجمعها في سوق الأوراق المالية لتحقيق عوائد تساعد على توسيع أنشطتها.
 - المؤسسات التجارية والصناعية والخدمية، التي تتدخل في سوق الأوراق المالية من أجل تسوية أسعار أوراقها، بالإضافة إلى توظيف السيولة الفائضة لديها بغية تحقيق عوائد ونمو.
 - البنوك التي تتدخل في سوق الأوراق المالية لحسابها الخاص أو لحساب الغير.

2. فئة المصدرين أو المقترضين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة الى الأموال . أصحاب العجز المالي . حيث تقوم هذه الفئة من أجل الحصول على الأموال المطلوبة لسد عجزها بمجموعة من الإصدارات للأوراق المالية قابلة لتداول في سوق الأوراق المالية ويمكن تقسيم هذه الإصدارات إلى:¹

- **إصدارات خاصة وإصدارات حكومية:**

ففي حالة كون الأوراق المالية صادرة عن شركات أو المؤسسات الخاصة تسميها إصدارات خاصة، أما في حالة كون الحكومة هي التي قامت بإصدار الأوراق المالية فنسميها إصدارات حكومية.
- **إصدارات أولية وإصدارات موسمية:**

ونقصد بالإصدارات الأولية التي تتم عند التأسيس، أما الإصدارات التي تلي الإصدارات الأولية بفرض زيادة رأس المال أو التوسع تسمى بالإصدارات الموسمية.
- **إصدارات مسجلة وإصدارات لحاملها:**

¹ - محمد براق، نفس المرجع السابق، ص: 134.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

الإصدارات المسجلة وهي الإصدارات لأوراق مالية تحمل اسم صاحبها لا يستخدمها سوى الشخص المدون اسمه عليها، أما الإصدارات لحاملها فهي إصدارات الأوراق المالية لا تحمل اسم لصاحبها ولكن تحمل عبارة لحاملها، ويستطيع أي شخص حملها واستعمالها.

• الإصدارات المحلية والإصدارات الأجنبية:

إذا تم الإصدار ضمن حدود الدولة يطلق عليها إصدار محلي، أما إذا تجاوزت الحدود الدولية فيطلق عليها إصدار دولي أجنبي.

3. فئة الوسطاء

وهي التي تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين . المقرضين . و فئة المصدرين للأوراق المالية . المقترضين . و في العادة يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي يقوم بمجموعة من الوظائف أهمها:¹

- أعمال السمسرة وصناعة الأسواق؛
- التعهد بتغطية الإصدارات؛
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين؛
- العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر وتوفير السيولة له.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، الأوراق إما سندات أو أسهم أو مشتقات مالية ويتم التعامل بهذه الأوراق المالية وفق آليات محددة من طرف المتعاملون في السوق.

المطلب الأول: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بتعدد أدواتها حيث تقسم إلى:

- أدوات الملكية؛
- أدوات المديونية؛
- المشتقات المالية والأوراق الهجينة.

¹ - محمد براق، نفس المرجع السابق، ص: 135.

أولاً: أدوات الملكية

1. الأسهم

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وسنقدم التعريفات التالية:

➤ السهم هو حق المساهم في شركة الأموال وهو الصند الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري.¹

➤ ويعرف السهم أيضاً هو عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموعة الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.²

➤ من التعريفين نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

2. خصائص الأسهم

تتمتع الأسهم بعدة خصائص يمكن سرد أهمها فيما يلي:³

• **تساوي القيمة الاسمية للسهم:** حيث تقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة فلا توجد لبعض الأسهم قيمة اسمية أعلى من قيمة الأسهم الأخرى، وهذه القيمة تحدد من طرف القانون في كثير من الدول حيث هناك حد أدنى وحد أعلى للسهم، والحكمة من اشتراط التساوي في السهم هي تسهيل عملية تقسيم الأرباح على المساهمين، وتنظيم سعر السهم في البورصة.

• **عدم قابلية السهم للتجزئة:** الأصل في السهم أن تكون ملكية لشخص واحد، ولكن هذا ليس بشرط، حيث يمكن أن يكون لشخصين لكن بالنسبة للشركة لا بد من أن يكون الممثل واحد. لا يجب أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة إذ كان يملكه أكثر من شخص، نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، فلذلك يتعين عليهم اختيار شخص واحد أمام الشركة.

• **قابلية السهم للتداول:** من أهم خواص السهم قابليته للتداول للطرق التجارية أي إمكانية انتقال ملكيته من شخص لآخر بأي سبب من أسباب انتقال الملكية، لهذه الخاصية هي الأكثر قبولاً للتفرقة بين شركات

¹ ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات)، منشورات إيماج، الجزائر، 1998، ص:39.

² دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية (دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، قسنطينة، 2002/2001، ص:40.

³ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية مصر، 2006، ص:55-56.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

الأشخاص والأموال، حيث أن شركات الأشخاص تقوم في المقام الأول على الاعتبار الشخصي، فلا يحق فيها تنازل الشخص عن سهمه الا بموافقة باقي الشركاء، وأما شركات الأموال فأن العبرة بقيمة السهم لا بمالكه ومن ثم فإنه يكون قابلا للتداول من شخص لآخر.

3. القيم المختلفة للسهم

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:¹

➤ **القيمة الاسمية:** تمثل القيمة التي يدفعها المساهم لقاء حصة لاشتراك في الشركة.

➤ **قيمة الإصدار:** وهي التي يتم الاكتتاب بها على مستوى السوق الأولية، عند إصدار أسهم جديدة بغرض زيادة رأس مال الشركة أو بهدف التوسع في المشاريع المستقبلية، كما يمكن أن ترتفع قيمة الإصدار عن القيمة الاسمية بسعر يعرف بعلاوة الإصدار.

➤ **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يتداول بها السهم في السوق بيعا وشراء، وهي في العادة تكون تختلف عن القيمة الاسمية تبعا للعرض والطلب على الأوراق المالية وتحدد قيمة السهم السوقية بناء على القيمة الاسمية ومستويات العرض والطلب وكذا الظروف الاقتصادية العامة و الخاصة بالمؤسسة ومركزها المالي.

➤ **القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:** وهي تتمثل في قيمة السهم داخل دفاتر المؤسسة، والتي يمكن الحصول عليها من خلال قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة.

4. أنواع الأسهم

يتم تصنيف الأسهم الى عدة أنواع تلخص كما يلي:²

4-1 - تصنيف الأسهم من حيث الشكل

➤ **الأسهم الاسمية:** السهم الاسمي هو ذلك السهم الذي يحمل:

✓ اسم صاحبه، ويقيد فيه البيانات والمعلومات الموالية: اسم ولقب ووظيفة والعنوان الشخصي للمساهم وكذا جنسيته.

✓ بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وهذا المعرفة مقدار الدين الباقي في ذمة المساهم.

✓ نوع الأسهم المملوكة للمساهم، واسم و نوع الشركة المصدرة و كذلك عنوانها ورأس مالها .

¹ - محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم و السندات، دار وائل للنشر، عمان، 2002، ص:27.

² - عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة (دراسة حالة سوق الأسهم السعودي)، مذكره تخرج لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، جامعة قلمة، 2015/2016، ص:12.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

✓ عملية التنازل وتاريخ حدوثها.

- **الأسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا يكتب فيها اسم المساهم، بل يذكر أنه لحامله وتتداول هذه الأسهم بطريقة الحيازة الفعلية، أي بتسليمه باليد وبالتالي يصبح حامل السهم هو المالك في نظر الشركة.
- **الأسهم لأمر:** يمكن أن تصدر الشركة أسهم لأمر بشرط أن تدفع قيمتها الاسمية بالكامل كما يتم تداولها بطريقة التظهير مما لا يمكن الشركة من أن تتعب تداول هذا النوع من الأسهم مما يجعلها لا تستطيع التعرف على المساهم الأخير.

4-2- تصنيف الأسهم من حيث نوع الحصة المدفوعة

- **الأسهم النقدية (المالية):** السهم النقدي هو السهم الذي يدفع مبلغه نقدا عند الاكتتاب بشرط عدم إمكانية تداوله إلا بعد التأسيس النهائي للشركة.
- **الأسهم العينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال شركة المساهمة و تتمثل الحصة في عقار أو مصنع آلات، بضائع تجارية...، على أن يتم تقدير قيمة الحصة العينية و المصادقة عليها في الجمعية التأسيسية، كما يجب الوفاء بقيمة الأسهم العينية بالكامل عند الاكتتاب.
- **الأسهم المختلطة:** هي الأسهم التي يتم تسديد جزء منها نقدا والباقي عينيا، وهي بالتالي تمثل رأسمال الشركة ككل.

4-3 - تصنيف الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

- **الأسهم العادية:** تمثل حقوق الملكية والسهم طبقا لمختلف الأنظمة القانونية يمثل حق شريك أو حصة شريك أو مساهم في رأسمال شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- **الأسهم الممتازة:** هي تشكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي:

✓ إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند.

✓ حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.

✓ حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة.

ثانيا: أدوات المديونية

➤ **السندات**

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها.

✓ **تعريف السندات:** السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد¹؛

✓ السند يمثل حصة في ديون الشركة أي أنه اتفاق تعاقدية لمدة معينة وبمبلغ معين بين المقرض والمقترض يتعهد فيه الأول "المدين" إلى الثاني "حائز السند" بدفع قيمة سند في تاريخ محدد بالإضافة إلى فوائد السند.²

2- خصائص السندات

تتميز السندات بعدة خصائص منها:³

- يتحصل حامل السند على فائدة ثابتة سواء حققت المؤسسة ربحاً أم خسارة.
- لا يحق لحاملة المطالبة بقيمته قبل تاريخ استحقاقه، وإنما يمكن التنازل عنه في السوق الثانوية.
- باعتبار السند ديناً على الشركة فلا يحق لحامله حضور الجمعية العمومية للمساهمين، كما لا يحق للجهة المصدرة تعديل التعاقد الذي يربطها بحامل السند.
- لا يحق لعملة السندات التدخل في قرارات الشركة، فهي مصدر تمويلي للشركة دون أن يترتب عليه التزامات في إدارة الشركة.
- لحملة السندات الأولوية على جملة الأسهم في الحصول على القيمة الاسمية عند تاريخ استحقاقها وفي حالة التصفية .

■ يجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل تتأجم في السندات، سعر الإصدار والذي عادة يساوي القيمة الاسمية للسند، وفي بعض الحالات قد تباع السندات بأسعار تقل عن قيمتها الاسمية تشجيعاً للمكاتبين ويعرف الفرق بعلاوة الإصدار، كما قد تسدد بأقل من قيمتها الاسمية ويعرف الفرق عندئذ بعلاوة التسديد.

3- أنواع السندات تقسم إلى:

¹ - سامية زطاري ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (حالة أسواق الأوراق المالية العربية) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي ، جامعة الجزائر، 2004، ص:17.

² - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص:25.

³ - مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، ط3، 2003، ص: 67.

3-1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة¹

- **سندات عامة:** السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضا على عاتق الحكومة، ويتم الحصول عليها من طرف الأفراد والهيئات بهدف تمويل عملياتهم الاقتصادية.
- **سندات خاصة:** وهي سندات طويلة الأجل تصدرها مؤسسات الأعمال مع درجة ائتمان قوية جدا وتعد هذه السندات من أدوات الدين التي تساعد مؤسسات الأعمال في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها.

3-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد

- **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.
- **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة و إعادة الحقوق لأصحاب السندات.

3-3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها

- **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالي.
- **سندات ذات علاوة:** لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

3-4- أنواع السندات حسب معدل العائد

- **سندات ذات معدل الثابت:** النوع من السندات يقدم عائدا مائلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.
- **سندات ذات معدل متغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعديا.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 26-27.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

3-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة

- **سندات عادية:** لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.
- **سندات الدخل:** هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد.

3-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة

- **السندات المضمونة:** وهي السندات عادية تتميز عن غيرها من السندات بأنه مضمون بأصل عيني ثابت كالأراضي أو الآلات، وفي حالة إفلاس الشركة يحق لحملة السندات بيع هذه الضمانات واسترداد قيمة السندات ولذا فإن الفائدة التي يتم تقديمها عادة ما تكون صغيرة مقارنة بالأنواع الأخرى.
- **السندات الغير مضمونة:** وهي سندات غير مضمونة بأصول ثابتة معينة، لذلك فالاستثمار فيها ينطوي على مخاطر كبيرة ويكون عندئذ الضمان الوحيد للمستثمر هو سمعة الشركة المصدر ومركزها المالي وثقة المتعاملين معها.

الجدول رقم (2): مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري و سعر الفائدة الاسمية على السند.	7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

8- عائد الأسهم توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.	8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
9- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.	9- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.	10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: بوضياف عبيد، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة pgs ، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص:80.

ثالثاً: المشتقات المالية والأوراق المهجنة

1- المشتقات المالية

1-1- تعريف المشتقات المالية

هي عقود تشتق من قيمة الأصول المعينة (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.

هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ صغير مقارنة بقيمة العقود، تعتمد قيمتها على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد.¹

1-2- أنواع المشتقات وهي نوعان:²

❖ **عقود الاختيار:** تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية

¹ - جهرة شناعة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس سطيف-1، 2017/2018، ص: 96.

² - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر، عمان الأردن ، 2012، ص:97.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار وتمثل عقود الاختيار ورقة مالية ذات سمة خاصة يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة ومن أهمها: خيار النداء وخيار الطرح.

❖ **العقود المستقبلية:** د عرفت العقود المستقبلية على أنها اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في مستقبل بسعر معين ويتم تداول العقود المستقبلية في السوق، ومن أجل جعل التداول ممكن تحدد السوق سمات معيارية معينة للعقد ومن أهمها: العقود المستقبلية على أسعار الفائدة والعقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق.

❖ **العقود الآجلة:** تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء و بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، وهي بذلك التعريف لا تختلف عن المستقبلات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد لها سوقا ثانوية، وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات.

❖ **عقود المبادلات:** تعرف المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد آنيا وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق، و عقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ ويتم تسوية العقد على فترات دورية (شهرية أو سنوية أو فصلية...) تكون ملزمة لطرفي العقد على العكس من عقود الخيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية، وتتعدد عمليات المبادلات نذكر منها:

- ✓ عمليات مقايضة معلات العائد.
- ✓ عمليات مقايضة العملات.
- ✓ عمليات مقايضة عقود حق الاختيار .
- ✓ عمليات مقايضة الأسهم .
- ✓ عمليات مقايضة البضائع.
- ✓ اتفاقيات إعادة الشراء.
- ✓ عقود الحد الأدنى لمعدلات العائد لحماية المقرض (القاعدة).
- ✓ عقود الحق الأقصى لمعدلات العائد لحماية المقرض (السقف).
- ✓ الحماية المتبادلة (السقف والقاعدة).

2- الأوراق المهجنة

وهي منتجات مالية تجمع بين الملكية والدين وهي:¹

❖ **الأسهم الممتازة:** مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، فالسهم الممتاز له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

❖ **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

❖ **شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

المطلب الثاني: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات وانطلاقا من مجموعة أوامر وأسعار، لذلك سوف يتم في هذا المطلب تناول النقاط التالية:

❖ أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية

❖ أوامر سوق الأوراق المالية

أولا: أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة فيها كما يلي:²

¹ - أحلام عنكوش، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

² - أحلام عنكوش، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 21-23.

1. العمليات العاجلة

وتتعلق العمليات بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها وفي مدى زمني قصير جدا، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة فوراً أو خلال فترة وجيزة جدا، وتتميز هذه العمليات بإمكانية التعامل من خلالها في أي كمية من الأوراق المالية.

كما نجد أن التعامل وفق هذه الطريقة يتم لمجموعة من الإعتبارات أهمها:

- ❖ ملائمة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة، لاعتبار المشروعات الصغيرة لها كم صغير من الأسهم والسيولة مما يساعدها على النشاط في السوق الفورية.
- ❖ نظام الحصص المقترن بالعمليات الأخرى بما يتناسب مع صغار المدخرين و عدم توفر الأموال اللازمة كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة.
- ❖ بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية المرغوب فيها.
- ❖ كمية الأوراق المتداولة.
- ❖ تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاها.

2. العمليات الآجلة

وتتعلق العمليات الآجلة بالصفقات الذي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع الثمن لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم التصفية. وتتخذ العمليات الآجلة أحد الشكلين المواليين:

- **العمليات الآجلة الباتة أو القطعية:** العمليات الآجلة الباتة وهي العمليات التي يلتزم فيها طرفا العقد أو الصفقة. بائع أو مشتري. بضرورة تنفيذ عقدهما حين يجل أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد أو الصفقة ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة.
- **العمليات الآجلة الشرطية:** وهي عبارة عن عمليات سيمكن فيها لأحد الطرفين في العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته في موعد التسليم المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة مما يجعل التنفيذ اختياريا.
- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي العملية التي تحول للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو الامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض يعين مبلغه مسبقا ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية يوم جواب الشرط.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

• **العمليات الآجلة بشرط الزيادة:** وهذه الصفقة تعطي الحق لكل المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو الغاء العقد بطلب من أحد الطرفين، على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من كسب حق الاختيار بيع أو شراء.¹

• **العمليات الآجلة بشرط الاقتناء:** وتتميز هذه العمليات في كون المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

• **المرابحة الوضعية:** كما هو معلوم فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، باعتبار تكمن في عدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة المرجحة أو سعيا للاستفادة من تطور الأسعار، لذلك فإن طلب التأجيل قد يأخذ شكلين هما:

1. **المراجعة:** وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المشتريين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين، وتتم العمليات لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممون تدعى فائدة التأجيل أي المراجعة.

2. **الوضعية:** وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المؤجل في موعد تصفيتها من قبل المشتريين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالموضعية.

ثانيا: أوامر سوق الأوراق المالية

يتعاملون العملاء والوسطاء في سوق الأوراق المالية عبر ما يطلق عملية أوامر حيث يقصد بأمر البورصة ذلك التوكيل الذي يعطيه العميل لوسيطه والذي يعبر عن رغبة العميل في شراء أو بيع ورقة ما.

كما أن هذه الأوامر يجب أن تكون واضحة منعا لأي التباس يقع فيه الوسيط من حيث:²

- ❖ نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة
- ❖ كمية الأوراق موضوع الصفقة
- ❖ السعر المطلوب موضوع الصفقة
- ❖ ذكر الفائدة وسنة الإصدار لبعض الأوراق المالية

¹ - أحلام عنكوش ، نفس المرجع السابق، ص: 23.

² - بوضياف عيبر، مرجع سبق ذكره ، ص: 84.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

ومن أشكال الأوامر في السوق ما يلي:¹

- **الأمر بالتقدير:** يترك العميل كافة الحرية في تنفيذ الصفقة للسمسار وذلك حسب تقديره الشخص، وذلك لأن السمسار يعمل على تأمين مصالح العميل، فهو يحدد نوع الأوراق المالية التي يتم التعامل بها وموعد التنفيذ... الخ.

- **الأمر بالسعر الأحسن:** وفي هذا الأمر لا يحدد المتعامل السعر الذي يجب أن تتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر المناسب إلى السمسار وذلك إنطلاقاً من أقصى و أفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق.

- **الأمر بالسعر المحدد:** وفيه يحدد المتعامل الوسيط حداً معيناً للسعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، فيحدد له السعر الأعلى الذي يشتري به والسعر الأدنى الذي يبيع به.

- **الأمر بالسعر مع التوقف:** وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه ويسمى أمر التوقف عن الخسارة، وكذا الشراء إذا صعد السعر إلى مستوى معين أو فوقه ويسمى أمر التوقف عن الربح.

- **الأمر الفوري:** وهو أمر يجب على السمسار تنفيذه على الفور وإلا اعتبر لاغياً.

- **الأمر المحدد بالزمن:** ويكون لهذا الأمر حد معين من حيث فترات معينة، تمثل فترة سريان الأوامر الصادرة من التعامل بسعر محدد سواء كانت بيعاً أو شراءً.

- **شرط الكل أو لا شيء:** بموجب هذا الأمر يشترط التعامل من الوسيط أن ينفذ كامل الأمر، وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في المبادلة.

- **الأمر بالسعر الأول:** ويتم بموجبه تنفيذ الأمر بأول سعر بعد تبليغ الوسيط بالأمر.

- **الأوامر المفتوحة:** وهو الأمر الذي يبقى سار المفعول حتى يتم تنفيذه أو يتقرر إلغاءه، وجرت العادة أن تكون الأوامر من هذا النوع سارية المفعول لمدة طويلة دون أن تحتاج إلى تأكيد، ولكن بسبب المخاطر التي ينطوي عليها مثل هذا الأمر فرض تحديده بعد كل مدة زمنية معينة.²

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

يوجد عدة مؤشرات لأسواق الأوراق المالية وأهمها:

¹ - عائشة حيمود، هاجرحيمورة، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

² - عائشة حيمود، هاجرحيمورة، نفس المرجع السابق، ص: 20.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

أولاً: بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية

ومن بين المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية:¹

1. مؤشر حجم سوق الأوراق المالية

❖ **الرسملة السوقية:** وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق بالنسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة

$$\text{حيث: الرسملة السوقية} = \frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

❖ **عدد الشركات المدرجة:** وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها بالنسبة إلى الفترات السابقة.

2. مؤشر السيولة

❖ **نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي أي: السيولة** = $\frac{\text{حجم التداول}}{\text{إجمالي الناتج المحلي}}$

❖ **معدل الدوران أي نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق حيث:**

$$\text{السيولة} = \frac{\text{إجمالي الاسهم المتداولة}}{\text{رسملة السوق}}$$

3. **تقلبات العوائد:** ويتم قياسها بمعامل الاختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية.

4. **درجة تركيز السوق:** و تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكثر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

ثانياً: بعض المؤشرات المالية الدولية شائعة الاستعمال في الأسواق الأوراق المالية

المقصود بالمؤشرات المالية في الأسواق المالية هي مؤشرات إحصائية تستخدم كمعيار لقياس الأداء الكلي لسوق المال وتختلف هذه المؤشرات من حيث أسلوب حسابها وعدد الأدوات المالية التي تعتمد لغرض استخراج المؤشر، حيث هناك مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة. والبعض من هذه المؤشرات الشائعة الاستعمال عالمياً هي:²

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ،جامعة محمد خيضر بسكرة،2014/2015، ص: 90.

² - جهرة شنافة ،مرجع سبق ذكره، ص: 72.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

1- مؤشر دواجوتز الصناعي

يحتل مؤشر Dja مركز مميّز في نظر المستثمرين بالعالم أجمع وقد تحصل على هذا الاهتمام باعتباره أبسط أداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية أكبر سوق مالي في العالم فهم يعتبرونه البارومتر الذي يقاس به النبض العام للسوق بحيث يعكس للمستثمر العادي صورة واضحة عما يحدث في السوق.

ويحسب هذا المؤشر بالمعادلة التالية :

$$\text{DJIA} = \frac{\text{مجموع أسعار أسهم الشركات الثلاثين}}{\text{رقم خاص يسمى } D}$$

حيث D هو رقم غير ثابت بتغير هوية 30 لأكبر الشركات الصناعية الأمريكية.

2- مؤشر ستاندار أندبور (Index500S&P)

تتضمن العينة التي يقوم عليها المؤشر ستاندر أندبور S&P500 من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 20 منشأة نقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي، وكلها منشأة كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو السوق غير المنظمة، حيث اشتق هذا المؤشر من أربعة مؤشرات وهي: مؤشر الصناعة، مؤشر النقل، مؤشر منشآت المنافع العامة، مؤشر المنشأة المالية.

3- مؤشر ناسيداك

و هو مؤشر للسوق غير الرسمية أي غير البورصة، ويشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية و شركات الخدمات الالكترونية.

4- مؤشر نايس

وهو مؤشر سوق نيويورك المالي ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات الصناعية والخدمية والالكترونية.

تهدف كل هذه المؤشرات إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في سوق الأوراق المالية من حيث ارتفاعها ونخفاضها كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء و البيع. وهناك عوامل عديدة تؤثر على هذه المؤشرات من

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء و على أسعار الأسهم التي يشتق من أسعارها صحة هذه المؤشرات،
والعوامل هي:

- التوقيت أو الزمن.
- مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي.
- طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (تأثير الشركات الكبيرة على الصغيرة).
- قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وعمليات التداول.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع مفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقاً في الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد.

فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية . ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة.

وسوف نتطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- ❖ مفهوم كفاءة أسواق أوراق المالية ومتطلباتها.
- ❖ المستويات المتعلقة بكفاءتها.
- ❖ خصائص ومرتكزات سوق الأوراق المالية الكفاء.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها

وسوف نتطرق في هذا الصدد إلى النقاط التالية :

- ❖ تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية.
- ❖ متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.
- ❖ المعلومات وأسواق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعرف السوق الكفاءة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقي على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:¹

- ❖ التخصيص الأمثل للموارد.
- ❖ التقييم الدقيق للمبادلات.
- ❖ تقديم خدمات بأقل تكلفة.

تعرف أيضا سوق الأوراق المالية الكفاءة: هي تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة عنها، مما يؤدي إلى تساوي القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.²

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي:

يكون سوق الأوراق المالية كفوءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق الأوراق المالية:³

- ❖ منافسة تامة.
- ❖ توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق.
- ❖ أن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة و بأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

ثانيا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما:⁴

1- كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، قصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة دون فاصل زمني كبير، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة

¹ - على حسين المقابلة و سمير فهمي برهومة ، " كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف " الإدارة العامة، الأردن، العدد4، 2002، ص:701.

² - أحلام عكنوش، مرجع سبق ذكره، ص:24.

³ - مونية سلطان ، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

⁴ - محمد صبح، التحليلي المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة و النشر، مصر، ط2، 1996، ص:111.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

لجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

2- كفاءة التشغيل

يطلق لى كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرين لاتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستجعلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة، وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:¹

- ❖ أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛
- ❖ أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وتتوافر خاصية السيولة في السوق تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛
- ❖ أن يتوفر لسوق وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين في معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل ومؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل؛
- ❖ توفر عنصر الشفافية في إفصاح عن المعلومات حتى تكون متاحة لجميع المتعاملين؛
- ❖ توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبرات وتوفر النصح والاستشارة للمتعاملين.

ثالثا: المعلومات وأسواق الأوراق المالية

¹ - مفتاح صالح و معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، عدد7، 2010، ص:144.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة السوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية:¹

✓ إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

✓ توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

هنا طرفين تتعامل بالمعلومات وفقاً لمنطق الرشادة الاقتصادية عن طريق عرض أو طلب تلك المعلومات، حيث:

• **الطرف الأول: معدي ومنتجي المعلومات:** ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها:

✓ مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.

✓ بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين.

✓ النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى.

✓ التضليل والخداع في المعلومات.

• **الطرف الثاني: مستخدم المعلومات:** ولديهم أربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:

✓ الحصول عن المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث.

✓ شراء المعلومات من السوق مباشرة.

✓ الحصول على المعلومات مجاناً.

✓ تقييم المعلومات المتاحة.

المطلب الثاني: المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاث مستويات متعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية:²

1. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

تقضي فرضية الصيغة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

² - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001، ص: 145.

2. الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق

ويطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، وتقضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن يستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

3. الصيغة القوية لكفاءة السوق

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعمامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العمامة إضافة الى المعلومات التي يحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني إستحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين من المستثمرين حتى ولو كان أكثر الخبراء في مجال الاستثمار والمال.

وباختصار فالسوق قوية الكفاءة هي السوق التي تعكس فيها الأسعار كافة المعلومات السابقة والمعلومات المتوقعة في المستقبل القريب.

المطلب الثالث: خصائص ومرتكزات سوق الأوراق المالية الكفاءة

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه جملة من السمات أهمها:¹

1. المنافسة الكاملة في السوق: هنا يقصد بها عدالة السوق، حيث يجب أن يكون عدد المتعاملون في السوق كبير مما يمنع وجود قوي احتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلا من كونهم قادرين على فرضه كما أن المنافسة الكاملة يجب أن تتيح فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام صفقات أو التعامل في السوق إنطلاقا من تحقيق سيادة القوانين وتنظيم هياكل السوق.

¹ - محمد صبح، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

2. كفاءة التسعير: ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل الى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير ومن دون تكلف تكاليف باهضة، ومما يجعل من أسعار الأوراق المالية عاكسة لكافة المعلومات المتوفرة.
3. كفاءة التشغيل: ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغالى به.
4. الأمن والأمان: ويقصد بالأمن والأمان توفر الحماية اللازمة من المخاطر سواء التجارية منها أو الغير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وحماية السوق من كل الممارسات الغير أخلاقية التي تقدم عامل المنافسة وتؤدي الى متاهات تحول دون التخصيص الجيد للموارد.
5. العقلانية: يجب أن يكون المتعاملين في السوق هدفهم تحقيق الربح من خلال معالجة واختيار البديل الاستثماري الأفضل، وقد يتم الاستعانة بمكاتب استشارة ذات خبرة في الاستثمار المالي من أجل تحقيق المنافسة الكاملة.

ثانيا: مرتكزات سوق الأوراق المالية الكفاءة

لا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق على النحو الذي يسمح بتأدية الدور المنوط بها في المجتمع الذي أسست فيه إلا بتوافر جملة الشروط والدعائم وهي:¹

1. كفاءة تنظيم السوق

- هناك العديد من العوامل التي تساهم في تحديد الكفاءة التنظيمية للسوق والتي يمكن شرحها في ما يلي:
- ❖ وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق: حيث تتم تظمين هذا الإطار التنظيمي في دليل يوضح القواعد التنظيمية المتعلقة باختصاصات السوق، وكذا صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على إدارتها.
 - ❖ تنظيم مهنة الوساطة: يقضي بتنفيذ مختلف أوامر البورصة حسب ما تم توضيحه سابقا تحديد صلاحيات ومسؤوليات الوسطاء الماليين، وإحكام عملية الرقابة الصارمة على هذه المهنة . مهنة الوساطة . بما يوفر نشر أسعار عرض وطلب الأوراق المالية وتقديم خدمات واستشارة بكفاءة وأمانة عاليتين.

ويهدف تحقيق التنظيم الكفاء لمهنة الوساطة ينبغي توفر عدد من الضوابط التي يمكن حصرها في ما يلي:

- ✓ وضع ميثاق أخلاقيات مهنة الوساطة
- ✓ تحديد شروط ممارسة مهنة الوساطة
- ✓ ضرورة وجود إتحاد للمهنة يعمل على تنظيم أدائها ومراقبة أعمالها

¹ - محمد براق ، مرجع سبق ذكره ، ص : 154.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

❖ **كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها:** يتطلب التنظيم المحكم لسوق الأوراق المالية وضع تشريعات ملائمة وضرورية تستوعب هذه السوق سواء في حاضرها أو مستقبلها، حيث تمكن هذه التشريعات السوق من مسايرة توسعها الطبيعي سواء تعلق الأمر باستقطاب المتعاملين الجدد أو قدرتها في الرفع من حجم تداولها.

غير أن سن التشريعات وحده لا يكفي لتحقيق كفاءة السوق وإنما يتطلب التطبيق الفعلي لهذه القوانين والتشريعات، وكذا السهر والالتزام بتطبيق كافة القرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على الورق قصد تطويرها وتحسين آدائها.

❖ **تحقيق رقابة الأجهزة المختصة:** يتم تحقيق أو القيام بعملية الرقابة من طرف الجهات الوصية على السوق، وكذا اللجان التي يتم تكوينها بغرض المراقبة من قبل أصحاب المهنة. وتعنى الأجهزة الرقابية في السوق بعدد المسائل يمكن ذكر أهمها فيما يلي:¹

✓ التأكد من الوجود الفعلي للشركات المفيدة بالسوق.

✓ الاشراف على صنع أنظمة السوق المالية، والعمل على تطويرها باستمرار، ومراقبة عمليات التداول عن الكتب.

✓ مراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.

✓ مراقبة مهنة الوساطة ومدى التزام أصحابها بتنفيذ مهامهم.

✓ وجود شروط الادراج للأوراق المالية للشركات على لائحة سوق الأوراق المالية.

✓ مراقبة مهنة محافظ الحسابات، والتحقق من مدى بذل الفعالية المهنية من قبل المتخصصين على النحو الذي يضمن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية بشكل دقيق وسريع.

✓ يخضع تداول الأشخاص لأنظمة متطلبات إفصاح محددة، وأن تتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للشركات التي يعملون فيها للتأكد من دعم استغلالهم للمعلومات المتاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق أرباح سريعة.

2. الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية

تتحقق الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية بتوفر جملة من العوامل المساعدة منها:²

❖ **التنوع في الأدوات المالية:** وذلك عن طريق تنوع السوق بالأوراق المالية سواء كانت هذه الأوراق محلية أو دولية، مما يسمح للمستثمرين من تنوع محافظهم الاستثمارية من خلال تنوع العوائد والمخاطر.

¹ - محمد براق ، نفس المرجع السابق ، ص : 155.

² - أحلام عنكوش ، مرجع سبق ذكره ، ص: 29.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

❖ إيجاد نظام واضح خاصة بالعمليات العاجلة والآجلة وآخر للمقاصة والتسويات: إن نظام التسيير في السوق الكفاء مبني على أساس آليات العرض والطلب، وهذا ما يمنح للمتعاملين صونا لحقوقهم من أي تعسف قد يحدث من طرف الوسطاء في ما يخص تنفيذ الأوامر من جهة، ومن جهة أخرى التنظيم الجيد للعمليات الآجلة وإجبار كل الأطراف المتعاملة في السوق بتطبيق ما هو واجب عليهم في نقل الملكية وتنفيذ كلي للعمليات، من شأنه أن يساهم في جزء من الكفاءة التقنية للسوق المالية.

❖ التأكيد على استمرارية التعامل في الأوراق المالية: تشترط كفاءة السوق تحقيق التعامل المستمر على لأوراق المالية وذلك بهدف توفير السيولة الكافية لعمليات التعامل، مما يفرض الانعقاد الدوري للسوق وامتيازها بالحركية الدائمة مع الأخذ بعين الاعتبار إلغاء الصفقات في ظرف زمني معقول وتكاليف مقبولة.

3. الكفاءة الإعلامية للسوق: تعتبر الكفاءة الإعلامية للسوق عن الكفاءة الخارجية وتعتبر دعامة أساسية تساهم في المحافظة على أسعار السوق وتحقيق الكفاءة المطلوبة لها.¹

¹ - نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث الاقتصادية، طرابلس، ليبيا، 1998، ص:108.

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية القضاء أو المكان الذي يجمع بين الأطراف أصحاب الفوائض والأطراف أصحاب العجز، الذي تنتقل بينهم الأموال عن طريق الأوراق المالية أسهم وسندات، فهذه السوق هي وليدة السوق المالية التي تنقسم إلى سوق نقدية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل وهي السوق التي تضم سوق الأوراق المالية .

وتتميز سوق الأوراق المالية بعدة خصائص وجملة من الوظائف تميزها عن غيرها من الأسواق، ويتم التعامل فيها بمجموعة من الأدوات تتمثل في الأسهم والسندات والمشتقات وغيرها من الأدوات بيعا وشراء بين المتعاملين في السوق وفق آليات تعامل محددة.

كما تتميز أسواق الأوراق المالية عن بعضها البعض انطلاقا من مستويات الكفاءة، التي تعد ضرورية لكي تعكس أسعار الأوراق المالية والمعلومات المتاحة، ومن صيغ الكفاءة منها القوية والضعيفة وشبه قوية، ويتميز السوق الكفاءة بعدة خصائص وتقوم على مرتكزات مختلفة منها ما يتعلق بالجانب التنظيمي، التقني والإعلامي .

الفصل الثاني:

الإطار النظري للنمو الاقتصادي

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

تمهيد:

يعد هدف تحقيق معدلات موجبة للنمو الاقتصادي ضمن الأولويات التي تسعى لها حكومات الدول على اختلافها المتقدمة وخاصة النامية.

ومن المعلوم أن تحقيق النمو الاقتصادي، و المحافظة على استمرارية، يتطلب توفير الموارد المالية اللازمة لذلك بالقدر الكافي، وقد يكون ذلك عن طريق الأموال الخاصة (التمويل الذاتي) أو من خلال اللجوء إلى الاستدانة المصرفية (بالتمويل غير المباشر)، أو عن طريق الأسواق المالية (سوق الأوراق المالية) التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من طرف الجمهور سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أخرى.

إن أسواق الأوراق المالية لها دور بالغ الأهمية وتعتبر ركنا أساسيا في عملية تحقيق النمو الاقتصادي للدول.

وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى:

المبحث الأول: أساسيات حول النمو الاقتصادي؛

المبحث الثاني: أنواع و نظريات النمو الاقتصادي؛

المبحث الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

المبحث الأول: أساسيات حول النمو الاقتصادي

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية في ظل غياب التكوينات الرأسمالية، وقد أكدت العديد من الدراسات الحديثة عن العلاقة التي تربط تطور سوق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي، وفي هذا المبحث سيتم التعرف على أساسيات النمو الاقتصادي من خلال المطالب التالية:

✓ مفهوم النمو الاقتصادي وخصائصه.

✓ الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

✓ محددات والعوامل المساعدة على النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي وخصائصه

أولاً: مفاهيم حول النمو الاقتصادي

هناك العديد من التعاريف الخاصة بالنمو الاقتصادي نذكر منها:

يعرف النمو الاقتصادي بأنه " الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة من طرف الفرد في اقتصاد معين " ¹.

وفي تعريف آخر فإن النمو الاقتصادي هو " الزيادة في الناتج القومي الحقيقي من فترة إلى أخرى، يعكس التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلال هذه الطاقة، فكلما ارتفعت نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة لجميع القطاعات ازدادت معدلات نمو الناتج القومي والعكس صحيح " ².

ويعرف النمو الاقتصادي بأنه زيادة قدرة الوطن على إنتاج السلع والخدمات، فكلما كان معدل نمو الاقتصاد الوطني أكبر من معدل نمو السكان كلما كان ذلك أفضل، لأنه سوف يؤدي إلى رفع مستوى معيشة الأفراد. ³

¹ - قابوش فريال، أثر التنوع الاقتصادي على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2015، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة أم الوافي، 2017/2018، ص: 20.

² - عبد الزقاق بن هارون، استراتيجيات ترقية الصادرات غير التغطية و أثرها على النمو الاقتصادي في الجزائر (القطاع الزراعي -حالة التمور الجزائرية-) ،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد و تسيير بترولي، جامعة ورقلة، 2012/2013، ص: 3.

³ - أحلام عنكوش، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

إذا مما سبق نستنتج أن النمو الاقتصادي هو ظاهرة كمية، تتمثل في زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من فترة إلى أخرى عادة ما تكون السنة يصاحبها زيادة في متوسط نصيب الفرد من تلك الزيادة.

ومن هذه التعريفات يمكن استخلاص خصائص النمو الاقتصادي وهي:¹

● أن النمو الاقتصادي لا يعني فقط حدوث زيادة في إجمالي الناتج الداخلي للبلد، بقدر ما يعني حدوث زيادة في متوسط الدخل الفردي، فكثيرا ما يزيد الناتج الوطني في بلد ما، إلا أن نمو السكان بمعدلات مرتفعة يحول دون الزيادة في متوسط الدخل الفردي.

● أن الزيادة التي تتحقق في دخل الفرد ليست زيادة نقدية فحسب بل يجب أن تكون زيادة حقيقية، بمعنى أن هذه الزيادة لا يرافقها ارتفاع في أسعار السلع والخدمات مهما كان نوعها، وانخفاض القدرة الشرائية، أو بتعبير آخر استبعاد الارتفاع في معدلات التضخم، فإذا حصلت الزيادة في الأسعار أصبحت الزيادة في الدخل الفردي غير حقيقية بل نقدية.

● أن تكون هذه الزيادة مستمرة في المدى الطويل، وليست ناتجة عن ظروف مؤقتة أو حتى لفترة قصيرة. وللنمو الاقتصادي سمات أيضا وهي:²

- زيادة حجم الإنتاج مع زيادة الدخل الفردي خلال فترة زمنية مقارنة بفترة سابقة؛
- حدوث تغيرات على مستوى التنظيم بهدف تسهيل ديناميكية العمل وتداول عناصر الإنتاج؛
- النمو الاقتصادي يركز على التغيير في الكم الذي يحصل عليه الفرد من السلع والخدمات في المتوسط دون أن يهتم بهيكل توزيع الدخل الحقيقي بين الأفراد أو بنوعية السلع والخدمات التي يحصلون عليها؛
- يجب على الزيادة في الدخل الداخلي للبلد أن يترتب عنها الزيادة في دخل الفرد الحقيقي أي أن معدل النمو الاقتصادي هو عبارة عن معدل نمو الدخل الوطني مطروح من معدل النمو السكاني.

¹ - قابوش فرياد، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

² - عبد الوهاب الأمين، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الحالة للنشر، عمان الأردن، 2002، ص: 371.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

المطلب الثاني: الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

قبل التطرق إلى الفرق أو التمييز بين النمو والتنمية سيتم التعرف على مفهوم التنمية الاقتصادية.

1- مفهوم التنمية الاقتصادية

تعرف التنمية الاقتصادية بأنها عملية تغيير مقصود وواعي للهيكل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية القائمة في المجتمع المتخلف بلوغا لمستويات أعلى من حيث الكم والنوع، لإشباع الحاجات الأساسية لغالبية الأفراد في المجتمع.¹

كما تعرف بأنها سياسة اقتصادية طويلة الأجل لتحقيق النمو الاقتصادي، وعملية يزداد بواسطتها الدخل الوطني الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة، فإذا كان معدل النمو أكبر من معدل نمو السكان فإن متوسط دخل الفرد الحقيقي سيرتفع.²

2- الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

إن مصطلحي النمو والتنمية استخدمهما كمرادفين لبعضهما، وخاصة في الأدبيات الاقتصادية الأولى، فكلاهما يشير إلى معدل زيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة، لكنه هناك فروقات أساسية فيما بينها.

فالنمو الاقتصادي يشير إلى الزيادة في الناتج القومي الإجمالي لفترة طويلة من الزمن دون حدوث تغييرات مهمة وملموسة في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية... الخ.

بينما تعني التنمية الاقتصادية إضافة إلى نمو الناتج القومي الإجمالي حصول تغييرات هيكلية مهمة وواسعة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والديمقراطية وفي التشريعات والأنظمة.

وعليه فإن التنمية الاقتصادية هي عملية مقصودة و مخططة تهدف إلى تغيير البنيان الهيكلي للمجتمع بأبعاده المختلفة لتوفير الحياة الكريمة لأفراد المجتمع.

¹ - محمد عبد العزيز عجمية ، محمد على الليثي ، التنمية الاقتصادية ، مفهومها ، نظرياتها ، سياستها ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، 2003 ، ص: 63.

² - بوعراب رابح، أثر مستوى التعليم على النمو الاقتصادي (دراسة اقتصادية قياسية لحالة الجزائر في الفترة 1982-2005)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي ، جامعة الجزائر ، 2008/2007 ، ص: 3.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

ولهذا فإن التنمية أشمل وأعم من النمو إذ أنها تعني النمو زائد التغيير، وأن التنمية ليست فقط ظاهرة اقتصادية بل هي تتضمن أيضا محتوى اجتماعيا أيضا.¹

الجدول رقم (3): أوجه الاختلاف بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

النمو الاقتصادي	التنمية الاقتصادية
- يتم بدون اتخاذ أية قرارات من شأنها أحداث تغيير هيكلية للمجتمع.	- عملية مخططة تهدف إلى تغيير البنية الهيكلية للمجتمع لتوفير حياة أفضل للأفراد.
- يركز على التغيير في الحجم أو الكمية الذي يحصل عليه الفرد من السلع والخدمات.	- تهتم بنوعية السلع والخدمات.
- لا يهتم بشكل توزيع الدخل الحقيقي الكلي بين الأفراد.	- تهتم بزيادة متوسط الدخل الفردي الحقيقي خاصة بالنسبة للطبقة الفقيرة.
- لا يهتم بمصدر زيادة الدخل القومي.	- تهتم بمصدر زيادة الدخل القومي وتنوعه.

المصدر: جبهة شفاة، مرجع سبق ذكره، ص: 196.

المطلب الثالث: محددات و العوامل المساعدة على النمو الاقتصادي

إن تحديد مصدر النمو يعتبر مهما لتفعيل النمو الاقتصادي واستمراره واستقراره وذلك من خلال تبني سياسات اقتصادية ملائمة واحداث تغييرات هيكلية مناسبة، وفي هذا المطلب سيتم توضيح ذلك.

أولاً: محددات النمو الاقتصادي

هناك عدة عوامل محددة للنمو الاقتصادي وقسمت إلى عوامل اقتصادية وغير اقتصادية وتمثل في:

1- العوامل الاقتصادية

هناك ستة عوامل اقتصادية وهي:²

¹ - مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية (نظريات و سياسات وموضوعات)، دار وائل، عمان، ط1، 2007، ص: 123.

² - قابوش فريال، مرجع سبق ذكره، ص: 23، 24.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

1-1- كمية ونوعية الموارد البشرية

يمكن قياس معدل النمو الاقتصادي بطريقة الدخل الفردي الحقيقي، ومعدل الدخل الحقيقي للفرد يساوي الناتج القومي الإجمالي على عدد سكان. وكلما كان معدل الزيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي أكبر من معدل الزيادة في السكان كلما كانت الزيادة في معدل الدخل الحقيقي أكبر و بالتالي زيادة أكبر في معدل النمو الاقتصادي

1-2- العمل

يمثل مجموع القدرات الفيزيائية التي يمكن للإنسان استخدامها في إنتاج السلع والخدمات، وترتبط إنتاجية عنصر العمل برأس المال البشري، الذي يمثل مخزون المعارف والمؤهلات التي تساعد على رفع الإنتاج في ظل ثبات حجم رأس المال المادي المستعمل.

1-3- الموارد الطبيعية

يعتمد انتاج اقتصادي معين وكذلك نموه الاقتصادي على كمية ونوعية موارده الطبيعية مثل درجة خصوبة التربة، وفرة المعادن، المياه، الغابات... الخ، والانسان يستغل هذه الموارد ويطورها ويكتشف موارد جديدة لتحقيق الأهداف التي تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي في المستقبل.

1-4- تراكم رأس المال

يتعلق تراكم رأس المال كعامل مؤثر في معدل النمو الاقتصادي بالدرجة الأولى بحجم الادخار أي بحجم الدخل الذي يمكن للمجتمع توفيره وعدم انفاقه على السلع الاستهلاكية بل يتم توجيهه الى الانفاق على السلع الرأسمالية كالمعدات والآلات الإنتاجية والبنى التحتية كالطرق والمدارس، وهذا يتطلب من المجتمع الامتناع عن استهلاك جزء من الإنتاج في الوقت الحاضر وتحويل الدخل الى النشاطات الاستثمارية.

1-5- البيئة الاقتصادية

إن وجود بيئة اقتصادية مناسبة تؤدي حتما إلى تعزيز عمليات النمو الاقتصادي في أي دولة. ونعني بالبيئة الاقتصادية مجموعة العوامل التي تساند تحقيق أهداف النمو الاقتصادي كوجود نظام مصرفي كفؤ وقادر على تمويل

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

عمليات النمو، ووجود نظام ضريبي سلس ومرن لا يعمل على إعاقة الاستثمار. ووجود نظام سياسي مستقر يعمل على تحفيز التقدم والنمو الاقتصادي.

1-6- التقدم التكنولوجي أو التقني

يسمح التقدم التقني بالاستخدام الأمثل لعوامل الإنتاج، مما يؤدي إلى ارتفاع الناتج وتحقيق النمو، ويعود اسهام العامل التكنولوجي في حجم الناتج من خلال ما يسمى بالانتاجية الكلية لعوامل الإنتاج، وهو حجم الناتج المتبقي الذي لا يفسره لا عنصر العمل ولا عنصر رأس المال، فالابتكارات العلمية الحديثة والاستثمار في رفع الكفاءة الإنتاجية لرأس المال البشري، يسمح بالنمو المتواصل للطاقة الإنتاجية للاقتصاد، وفي زيادة نصيب الفرد من الإنتاج الكلي، حتى في ظل بقاء حجم التكوين الرأسمالي أو التعداد السكاني ثابت.

2- العوامل غير اقتصادية

وتتمثل أهمها في: ¹

2-1- انتشار التعليم

يلعب انتشار التعليم على نطاق واسع كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي، وتحقيق التقدم الاقتصادي، وكذلك يحقق إنتاجية عالية وزيادة العوائد، لذلك فإن التعليم يلعب دورا رائدا في خلق رأس المال البشري والتقدم الاجتماعي، والذي بدوره يحدد تقدم البلد.

2-2- العوامل السياسية

يرتبط النمو الاقتصادي ارتباطا وثيقا بالوضع السياسي للبلد فكلما كان البلد مستقرا زادت لغة الأفراد، وبالتالي الأنظمة القوية والفعالة تعمل على تحفيز تراكم الملكية الخاصة وعلى سبيل المثال البلدان المتقدمة بلغت درجة عالية من النمو الاقتصادي لتواجه إدارة قوية في هيكلها النظامي.

2-3- العوامل الاجتماعي

يتأثر النمو بشكل كبير بالتغيرات الاجتماعية التي تتغير على مستوى سلوكيات الأفراد و التي تتغير بتوسع التعليم وانتقال النفقات من مجتمع لآخر.

¹ - معط الله أمال، آثار السياسة المالية على النمو الاقتصادي (دراسة قياسية لحالة الجزائر 1970-2002)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2014/2015، ص: 124.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

على سبيل المثال الدول الأوروبية والثورة الصناعية التي رافقها ظهور اكتشافات واختراعات، وتغيير المواقف و القيم بين الدول مما أدى هذا إلى الزيادة في عرض رأس المال وتطوير الكفاءات على عكس الدول النامية التي تقودها العادات والتقاليد التي أصبحت عائقا في تنميتها الاقتصادية.

ثانيا: العوامل المساعدة على النمو الاقتصادي

إن تحقيق النمو الاقتصادي في الاتجاه الإيجابي والمرغوب فيه، يتوقف على مجموعة من العوامل منها:¹

- اختيار طرق التمويل الحديثة مثل سوق الأوراق المالية، إذ يساعد على تعبئة وجمع المدخرات من وحدات ذات الفائض وتوجيهها نحو وحدات ذات العجز مما يؤدي إلى تشجيع/يع الاستثمار والمشاريع الاستثمارية الكفيلة بزيادة حجم الإنتاج وبالتالي النمو الاقتصادي.

- ادخال التكنولوجيا الحديثة في عمليات الإنتاج حتى يكون المنتج ذو ميزة تنافسية على الصعيدين المحلي والدولي.

- تكوين رأس مال بشري مؤهل.

- بالنسبة للدول النامية يتعين عليها الاستفادة من الخبرات الأجنبية.

- ترشيد تكلفة عناصر الإنتاج المتمثلة في رأس المال، العمل، الأرض، التنظيم.

وقد قسمت أيضا العوامل إلى عوامل مرتبطة بجانب العرض وعوامل مرتبطة بجانب الطلب والشكل الموالي

يوضح ذلك:

¹ - عبد الغفور ددان ، تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية و دورها في دعم النمو الاقتصادي (دراسة حالة السوق المالي للامارات و الجزائر باستخدام نموذج متعددة العوامل 2013/2001) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016/2015، ص،ص:145،144.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

الشكل رقم (2) : العوامل والأسباب التي تؤدي لنمو اقتصادي



المصدر: عبد الغفور ددان ، مرجع سبق ذكره ، ص:146.

المبحث الثاني: أنواع ونظريات النمو الاقتصادي

يعد النمو الاقتصادي مطلب أساسي لجميع الدول وغاية تسعى هذه الدول لتحقيقها فقد ظهرت عدة تفسيرات نظرية تدرس الأسباب وكذلك نماذج في النمو الاقتصادي وفي هذا المبحث نستعرض إلى تبيان أنواع ونظريات النمو الاقتصادي وأيضا استراتيجياته ومميزاته وطرق قياسه.

المطلب الأول: أنواع وطرق قياس النمو الاقتصادي

يضم هذا المطلب أنواع النمو الاقتصادي وطرق قياسه كالتالي:

1- أنواع النمو الاقتصادي

¹ يميز الاقتصاديون بين ثلاثة أنواع من النمو الاقتصادي:

¹ - حربي محمد موسى عريقات ، التنمية و التخطيط الاقتصادي (مفاهيم و تجارب) ، دار البداية ناشرون و موزعون ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2013، ص:135.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

❖ **النمو التلقائي:** ويقصد به ذلك النمو الذي يحدث تلقائياً دون اتباع أي مخطط اقتصادي، ودون تدخل الدولة بل ينبع من قوى ذاتية أي مجهودات القطاع الخاص، أو المؤسسات الاقتصادية على مستوى الدول الرأسمالي.

❖ **النمو العابر:** وهو النمو الذي يتميز بالزوال وعدم الثبات وذلك نتيجة لعوامل خارجية تستحدثه وسرعان ما تنزل يرافقتها زوال النمو ونزاه خاصة في الدول النامية والدول العربية النفطية التي ترتفع استثماراتها بارتفاع أسعار البترول وتنخفض بانخفاضه.

❖ **النمو المخطط:** ويكون ناتجاً عن عملية تخطيط شاملة لموارد و متطلبات المجتمع ويسمى التخطيط القومي الشامل لكافة القطاعات ويكون للحكومة دور مركزي في هذا النوع من النمو يسود الدول الاشتراكية أي يقوم على سياسة الملكية الجماعية لوسائل الإنتاج. وهنا تأتي أهمية العدالة الاقتصادية والاجتماعية في القطر، وتجاه هذا النمط يعتمد على إمكانيات وقدرة المخططين وواقعية الخطط المرسومة وفاعلية التنفيذ والمتابعة والمشاركة من قبل الجماهير الشعبية في عملية التخطيط وعلى جميع المستويات.

2- طرق قياس النمو الاقتصادي

قياس النمو الاقتصادي ما هو إلا قياس كلي لزيادة السلع والخدمات المنتجة في فترة معينة مقارنة بفترة سابقة، ويتم ذلك باستخدام أحد المقاييس التالية:¹

2-1- الناتج الوطني الخام بالأسعار الجارية

يعرف بأنه القيمة النقدية السوقية لمجموع السلع والخدمات المنتجة خلال فترة معينة عادة السنة، من طرف عوامل الإنتاج ذات الجنسية الوطنية سواء الموجودة في الاقتصاد المحلي أو الموجودة في الخارج، يحسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{الناتج الوطني الخام G N P} = \text{الناتج المحلي الخام GDP} + \text{مستحقات عوامل الإنتاج الوطنية في الخارج} - \text{مستحقات عوامل الإنتاج الأجنبية في داخل}$$

¹ - هوشيار معروف ، تحليل الاقتصاد الكلي ، دار صفاء للنشر ، عمان ، الأردن ، 2005 ، ص:84.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

يعرف الناتج المحلي الإجمالي بأنه " القيمة السوقية لجميع السلع و الخدمات النهائية ضمن بلد معين في فترة زمنية معينة "، ويقصد بالسلع والخدمات النهائية تلك التي تذهب للمستهلك النهائي، وليس منتجاً وسيطاً يدخل في إنتاج سلع وخدمات أخرى.

حيث يتم حساب القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات المنتجة من قبل الأشخاص المقيمين في بلد معين سواء كانوا طبيعيين أم معنويين، وسواء كانوا مواطنين أصليين أم لا، فلا تحتسب قيمة السلع والخدمات المنتجة من قبل المواطنين المقيمين خارج حدود البلد.

ويقاس النمو الاقتصادي من خلال التغيرات السنوية التي تطرأ على الناتج المحلي الإجمالي، فالنمو السريع في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمواً مماثلاً في النشاط الاقتصادي، ويعكس قدرة الشركات على زيادة المبيعات والأرباح.

ومن أهم طرق تقدير الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية ما يلي:

➤ **طريقة القيمة المضافة:** تعرف بأنها " قيمة ما يضيفه القطاع أو المنتج عند إنتاج سلعة معينة من القطاعات الأخرى، وتقدر القيمة المضافة حسابياً كما يلي:

$$\text{القيمة المضافة لمنتج ما} = \text{قيمة المنتج النهائي} - \text{قيمة المنتوجات الوسيطة}$$

حيث:

المنتجات النهائية: تمثل المنتجات الموجهة للاستهلاك النهائي من طرف العائلات والمؤسسات.

المنتجات الوسيطة: تمثل المنتجات المستهلكة عند استخدامها في عملية الإنتاج.

وعليه فإنه وفق طريقة القيمة المضافة، فإن الناتج المحلي الخام يحسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{الناتج المحلي} = \text{مجموع القيم المضافة لجميع قطاعات الاقتصاد المحلي}$$

بمعنى أن الناتج المحلي الإجمالي هو إجمالي القيمة المضافة لكل السلع والخدمات في الاقتصاد المحلي.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

2-2- طريقة الدخل: يقيس الناتج المحلي الخام الاسمي GDP إجمالي الدخل المحصل عليه في الاقتصاد المحلي، حيث يعبر عن إجمالي دخول عوامل الإنتاج في الاقتصاد المحلي، يحسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (GDP}_N\text{)} = \text{الدخل الوطني} + \text{الضرائب غير مباشرة} + \text{اهتلاك رأس المال الثابت} - \text{صافي دخل عوامل الإنتاج}$$

مع العلم أن:

$$\text{الدخل الوطني} = \text{مجموع الأجور} + \text{مجموع الفوائد} + \text{مجموع الأرباح} + \text{مجموع الربوع}$$

كما يتم حساب متوسط نصيب الفرد من الدخل وهو أكثر المعايير استخداماً من قبل الاقتصاديين، غير أن قياسه يواجه صعوبات ومشاكل في البلدان النامية، مما يجعل مقارنة المجتمعات غير دقيقة لاختلاف طرق القياس والتقدير، فمنها ما يعتمد في حسابه على إجمالي السكان، ومنها ما يأخذ بعين الاعتبار السكان العاملين فقط، فالأولى مفيدة من ناحية الاستهلاك والثانية مفيدة من نواحي الإنتاج، غير أن أغلب الاقتصاديين يرون في معيار متوسط نصيب الفرد من الدخل، ذلك أن الهدف النهائي للتنمية هو رفع مستويات المعيشة والرفاهية. ويميل الاقتصاديون للأخذ بقياس الدخل الحقيقي للفرد بدلا من التغير في الدخل الوطني الخام للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي، والذي يحسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{الدخل الحقيقي للفرد} = \frac{\text{الدخل الوطني الحقيقي}}{\text{عدد السكان}}$$

يعكس هذا المؤشر مستوى المعيشة، ويتطلب تحليل النمو الاقتصادي بالنسبة للفرد مراعاة التغيرات التي تطرأ على عدد السكان، فإذا تزايد السكان بمعدل يزيد عن معدل نمو الإنتاج، فلا يمكن الحصول على تحسن في متوسط مستوى الرفاه المادي بالنسبة للفرد.

كما يتغير عن معدل النمو الاقتصادي بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل النمو الاقتصادي} = \frac{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } T - \text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } (T-1)}{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } (T-1)}$$

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

يحسب الناتج المحلي الإجمالي وفق العلاقة التالية :

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

حيث:

Y: الدخل الوطني

C: انفاق القطاع العائلي (الاستهلاك)

I: انفاق قطاع الأعمال (الاستثمار الخاص)

G: انفاق القطاع الحكومي.

(X - M): انفاق القطاع الخارجي (صادرات و واردات).

لكن ما يعاب على هذا المقياس أنه في كثير من الأحيان تكون الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (الاسمي) ناتج عن ارتفاع الأسعار، وبالتالي لا يصلح هذا المؤشر كمقياس للنمو الاقتصادي في الأمد المتوسط والطويل، حيث:

$$GDP_N = \Sigma (Q_i . P_i)$$

$$DGDP_N = \Sigma (DQ_i . DP_i)$$

وعلى هذا الأساس فإن الناتج المحلي الإجمالي GDP_N يزداد مع:

- ارتفاع كمية السلع والخدمات المنتجة.
- ارتفاع الأسعار الخاصة بهذه السلع والخدمات.
- التغير في الكمية والأسعار معا.

وبما أن الزيادة في الأسعار لا تعبر عن الزيادة الحقيقية أو المستوى الحقيقي للأنشطة الاقتصادية، فلا بد من استبعاد الزيادات السعرية عن التغيرات الحقيقية في الكميات المنتجة.

ان استبعاد أثر ارتفاع الأسعار من الناتج الإجمالي تسمح بمقارنة الناتج المحلي الإجمالي الاسمي GDP_N مع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي GDP_R ، حيث أن الناتج الإجمالي الاسمي يمثل كمية السلع والخدمات النهائية المقيمة بالأسعار الجارية السائدة في الاقتصاد، أما الناتج الإجمالي الحقيقي فيمثل كمية السلع والخدمات المنتجة خلال السنة مقيما بالأسعار الثابتة.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

➤ الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة GDP_R

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية غير دقيق في التعبير عن النمو الاقتصادي حيث يعمل على تضخيمه، لذلك يتم استخدام الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (استبعاد أثر التضخم) استناداً إلى الأرقام القياسية للأسعار، وذلك عند قياس معدل النمو الاقتصادي لفترة طويلة الأجل، يحسب كالتالي:

$$GDP_R = \sum_i^h P_i^{base} * Q_i^t$$

كذلك فإن الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة يمثل حاصل قسمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية على مخفض الناتج المحلي الإجمالي وفق العلاقة التالية:

$$GDP_R = \frac{GDP_N}{DF_{GDP}}$$

حيث المخفض الضمني لأسعار الناتج المحلي الإجمالي عبارة عن رقم قياسي، يستخدم معدل التغيير في أسعار جميع السلع والخدمات الداخلة في حساب الناتج المحلي الإجمالي، لذلك فهو مقياس عام لمعدلات التضخم في السنة الواحدة، يحسب كالتالي:

$$DF_{GDP} = \frac{\sum_i^h P_i^t * Q_i^t}{\sum_i^h P_i^{base} * Q_i^t}$$

حيث:

$\sum_i^h P_i^t * Q_i^t$: القيمة السوقية لكميات معينة من السلع والخدمات في سنة معينة.

$\sum_i^h P_i^{base} * Q_i^t$: القيمة السوقية لتلك السلع والخدمات في سنة الأساس.

كما يمكن كتابة علاقة معدل النمو الاقتصادي الاسمي بمعدل النمو الحقيقي كما يلي:

$$\text{معدل النمو الاقتصادي الحقيقي} = \text{معدل النمو الاقتصادي} - \text{معدل التضخم}$$

المطلب الثاني: نظريات النمو الاقتصادي

حظى النمو الاقتصادي باهتمام واسع في الفكر الاقتصادي، من طرف عدد كبير من المفكرين الاقتصاديين باعتباره أهم المتغيرات الاقتصادية دلالة على الأداء الاقتصادي، وذلك بالتعرض لمجموعة من النظريات حاولوا من خلالها تقديم إطار نظري شامل تستطيع كافة الدول اتباعه للوصول إلى مستويات مقبولة من الأداء الاقتصادي.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

وبالتالي بناء نماذج رياضية ملائمة للصيغة المنطقية لنظرية النمو الاقتصادي، حيث تمثل مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى نمو المجمعات الاقتصادية، من ذلك تعددت النظريات المفسرة للنمو الاقتصادي، حيث كل نقائص نظرية كانت إنطلاق نظرية أخرى، ومسعى كل هذه النظريات البحث عن النمو المتوازن إما من المدى البعيد أو المدى القصير.

أولاً: النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي

وقد استند التحليل الكلاسيكي على فرضيات عديدة منها:¹

- سياسة الحرية الاقتصادية: الحرية الفردية، حرية المنافسة الكاملة، البعد عن أي تدخل للدولة في الحياة الاقتصادية.
 - التكوين الرأسمالي مفتاح التقدم.
 - ميل الأرباح للتراجع وذلك نظراً لزيادة حدة المنافسة بين الرأسماليين عن التراكم الرأسمالي.
 - الربح هو الحافز على الاستثمار، كلما زاد معدل الأرباح زاد معدل التكوين الرأسمالي والاستثمار.
 - حالة السكون: اعتقاد الكلاسيك بجمية الوصول إلى الاستقرار كنهاية لعمل التراكم الرأسمالي.
 - الملكية الخاصة والمنافسة التامة وسيادة حالة الاستخدام الكامل للموارد و الحركية الفردية في ممارسة النشاط.
- تضم هذه النظرية آراء كل من آدم سميث ودافيد ريكاردو ومالتيس وغيرهم:²

1- آدم سميث

يعتبر بأن العمل هو مصدر لثروة الأمم وأن تقييم العمل هو وسيلة لزيادة الإنتاجية، كما يؤكد حاجة الاقتصاد الوطني إلى التراكم الرأسمالي من أجل التوسع في تقييم العمل، كان هدفه التعرف على كيفية حدوث النمو الاقتصادية، ومعرفة العوامل والسياسة التي توقعه وتقف في طريقه.

¹ قاوش فريال، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

² بلقلة ابراهيم، آليات تنوع و تنمية الصادرات خارج المحروقات و أثرها على النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعللي، الشلف، الجزائر، 2009/2008، ص: 48.

2- دافيد ريكاردو

بعد تحليل آدم سميث جاء تحليل دافيد ريكاردو ليوضح أهم الأسباب التي تؤدي لحالة الركود وانتشاره، يعتبر القطاع الزراعي هو القطاع الرئيسي والهام في النشاط الاقتصادي والذي يخضع لقانون تناقص الغلة أي التسابق بين الغداء من ناحية والسكان من ناحية أخرى. كما أعطى " ريكاردو " كذلك أهمية للعوامل الغير اقتصادية في عملية النمو الاقتصادي، بالإضافة الى التركيز على حرية التجارة من حيث تصريف الفائض الصناعي وتخفيض أسعار المواد الغذائية، مما يسمح لها بالمساعدة على نجاح التخصص وتقسيم العمل.

3- روبرت مالتوس

طرح مالتوس في كتابه حول السكان قانون النسمة بحيث أنه مهما كان النظام الذي تتبعه الدولة فمستوى الشعوب لا يمكن أن يتحسن إذ زاد معدل النمو السكاني على معدل النمو الاقتصادي، ويرى بعدم تدخل الدولة إلا في حالة الفقر المدقع، وفي كتابه الثاني حول " مبادئ الاقتصاد السياسي " أكد على أهمية الطلب على الإنتاج لتحقيق النمو الاقتصادي.

ثانيا: النظرية النيوكلاسيكية¹

تعتبر إمتداد جديد للمفكر الكلاسيكي فلم يهدم فروض الكلاسيك إنما أضاف إليها قروض جديدة تتماشى مع تغيرات العصر، سنتعرض فيها إلى نموذج جون مينارد كينز، و كل من هارود دومار وروبرت صولو.

1- جون مينارد كينز

يعتبر جيمس J.E Meade من أنصار النيوكلاسيك إلى أبعد مدى وقد استخدم دالة الإنتاج التي تسمح بوجود وفرة الحجم بين عناصر الإنتاج المتغيرة، ولقد افترض أن هناك منتج واحد يمكنه إنتاجه. إما لتكوين رأس مال أو الاستهلاك لأن هناك ثلاثة عوامل للإنتاج هي رأس مال K ، العمل L ، الأرض R ، مع الزمن T ، من أهم النقاط التي جاء بها في هذا النموذج فيما يلي:

- اهتم كينز بالاقتصاد الكلي.

¹ - إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظرية ، نماذج ، استراتيجيات) ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، ط1، الأردن ، 2011، ص:10-108.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

- تحدث كينز على الشروط اللازمة لتحقيق النمو، وعرف الطلب الفعال على أنه جزء من الدخل الوطني الذي ينفق على الاستهلاك والتراكم.
- أوجد علاقة بين زيادة الاستثمارات ونمو الدخل الوطني وأطلق عليها مصطلح المضاعف، ويمكن معرفة المضاعف بمعرفة مقدار الميل الحدي للاستهلاك كما يلي:¹

$$M = \frac{1}{1-MPC} = \frac{1}{MPS}$$

حيث MPC الميل الحدي للاستهلاك.

MPS الميل الحدي للادخار.

أكد على تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عكس الكلاسيكيين.

2- هاورد - دومار

يعتبر نموذج Harrod - Domar توسعة دينامية لتحليل التوازن الكينزية (الستاتيكية) ويستند هذا النموذج على تجربة البلدان المتقدمة، ويبحث في متطلبات النمو المستقر في هذه البلدان. وقد توصل الى استنتاج مفاده أن للاستثمار دوراً رئيسياً في عملية النمو، وقد ركز النموذج على النظرية الدينامية وعلى العلاقة بين الادخارات والاستثمارات والنواتج.

وتتمثل فرضيات النموذج في ما يلي:

- غياب الدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي والاقتصاد المغلق (لا توجد تجارة خارجية).
- تحقيق الكفاءة الإنتاجية الكاملة للاستشارة والوصول الى العملة الكاملة عند مستوى توازن الدخل.
- تساوي وثبات الميل الحدي للادخار مع الميل المتوسط للادخار.
- الأسعار وسعر الفائدة ومعامل رأس المال ونسبة رأس المال و العمل في المدخلات الإنتاجية كلها ثابتة.

¹ - إسماعيل محمد بن قانة ، نفس المرجع السابق ، ص : 108.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

- وجود نمط واحد لإنتاج ملمع مع فرضية العمر اللائحائي للسلع الرأسمالية، وكل من حسابات الدخل والاستثمار تعتمد على الدخل المتحقق لنفس السنة والاستثمار الكلي الجديد تحدد بمستوى الادخار الكلي.

3- روبرت سولو

بسبب نقاط الضعف التي ظهرت في نموذج هاورد دومار حاول عدد من الاقتصاديين بناء نظريات ونماذج جديدة أكثر تعقيدا من النموذج المذكور تسمح بحصول تغييرات في الأجور وفي معدلات سعر الفائدة ومن ثم تكون المبادلة بين العمل ورأس المال وإحلال أحدهما محل الآخر، استطاع سولو أن يوضح أن العمل بنسب نمو عرض رأس المال يجعل سعر رأس المال ينخفض نسبة إلى سعر الفائدة من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن رأس المال إذا نما بنسب أعلى من نمو عرض العمل فإن سعر العمل سوف يرتفع.

ووفقا لهذا النموذج، يمكن تغيير الإنتاج والنمو انطلاقا من دالة الإنتاج لكوب دوغلاس:

$$Y = A \times F(KL)$$

حيث تمثل Y الإنتاج و A معلمة تشير الى مستوى مكاسب الإنتاجية أي تطور التقني، K مستوى رأس المال، و L مستوى العمل ثم صياغة هذا النموذج بطريقة جديدة تسمح بإيجاد رد للتباينات المتشائمة لهاورد، قام بطرح نموذجه على المدى الطويل حاول فيه الكشف عن أسباب الاختلاف بين درجات الفقر والغنى بين الدول، حيث افترض أن الإنتاجية تحدث نتيجة تدخل عاملين هما: رأس المال والعمالة وضع نموذج سولو لتحليل الاقتصاديات الصناعية والآن تم استخدامه على نطاق واسع لدراسة النمو الاقتصادي في جميع أنحاء العالم.

ثالثا: النظرية الحديثة للنمو الاقتصادي¹

جاءت نتيجة للآداء الضعيف للنظريات النيوكلاسيكية وفيما يلي سوف نتطرق الى كل من جوزيف شومبيتر و روستو.

1- جوزيف شومبيتر

يعتبر شومبيتر من أبرز الكتاب في حقل النمو الاقتصادي والذي ضمن نظريته في النمو الاقتصادي في كتابه (النظرية في التنمية الاقتصادية في المانيا عام 1911).

¹ - عدة أسماء ، أثر الانفاق العمومي على النمو الاقتصادي في الجزائر ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي، جامعة وهران 2، الجزائر، 2016/2015، ص:30.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

وتتلخص نظرية شومبير للنمو الاقتصادي في النقاط التالية:

- المنظم ويقصد به الشخص الذي يقوم باختراع أساليب وطرق جديدة بشكل دائم.
- ابتكارات وذلك من خلال التقدم الفني أو إكتشاف موارد جديدة تأخذ الأشكال التالية: اختراع سلعة جديدة، أو استخدام وسيطة جديدة، إضافة أسواق جديدة .
- الاستثمار والادخار: يعرف الادخار في نظام شومبير بأنه استهلاك في المستقبل أو استثمار، تقوم به سواء الطبقة العاملة أو الرأس مالية، وقسم الاستثمار إلى نوعين:

✓ استثمار تلقائي: يعتمد على المشروعات الخاصة بالابتكارات.

✓ استثمار محفز: يعتمد على الأرباح.

وفي تحليله للنمو افترض أن الاقتصاد يتم في الشروط الآتية: العمل في ظل المنافسة، وجود حالة ركود، عدم وجود استثمار، اقتصاد في حالة التشغيل الكامل، وجود فرص استثمارية.

❖ **مرحلة التمهيد للانطلاق:** تتميز بالتجديد الاقتصادي وظهور ابتكارات جديدة وتحقيق فائض في القطاع الزراعي واستغلاله بالمجال الصناعي.¹

❖ **مرحلة الانطلاق:** تعتبر أهم المراحل للنمو لخصها روستو في التغييرات التالية:

- ارتفاع معدلات الاستثمار من الدخل القومي.

- ظهور صناعات جديدة تنمو بمعدلات مرتفعة.

❖ **مرحلة الاندفاع نحو النضوج:** تدوم هذه المرحلة حسب روستو أربعين عاما، تتميز بالتقدم التكنولوجي والتنظيم في العمليات الإنتاجية.

❖ **مرحلة الاستهلاك الوفير:** م هذه المرحلة بتحقيق الأمن الاجتماعي من خلال انتاج سلع وخدمات استهلاكية، ويتمثل جوهر هذه المرحلة في التسلسل بين مرحلة والمرحلة التي تليها.

يرى معظم الاقتصاديين أن روستو فشل في تحليله لصعوبة التفرقة بين المراحل بوضوح.

¹ - عدة أسماء، مرجع سبق ذكره، ص 31.

رابعاً: النظرية الداخلية للنمو الاقتصادي¹

ظهرت نتيجة أدائها الضعيف في إلقاء الضوء على مصادر النمو طويل الأجل وعجزها في تفسير الاختلافات الكبيرة للأداء الاقتصادي بين البلدان المختلفة، وبالتالي جاءت هذه النظرية لتفسير الاختلافات الحاصلة في نمو الناتج المحلي الذي لم يتم توضيحه في نموذج سولو الذي اعتبره متغيراً خارجياً. ومن بين أشهر هذه النماذج الاقتصادية نجد نموذج Paul. Romer في سنة 1986، ونموذج R.lucas في سنة 1988 ويفترض النموذج نظرية النمو الجديدة وجود وفرة خارجية مترافقة مع تكوين رأس المال البشري، والتي تمنع الناتج الحدي لرأس المال من الانخفاض، وأول اختبار للنظرية هو التأكد فيما إذا كانت البلدان الفقيرة تنمو بمعدلات أسرع من البلدان الغنية.

من أشهر النماذج الاقتصادية في هذه النظرية نجد:²

1- نموذج Lucas

يعتمد هذا النموذج على رأس المال العامل البشري كمصدر مهم لعملية النمو الاقتصادي حيث أن تراكمه يأخذ الشكل التالي:

$$H^* = B (1 - u) h$$

حيث أن u هي الزمن المسخر للعمل، و $(1 - u)$ فهو الزمن المسخر للحصول على المعارف و B مقدار الفعالية ومنه:

$$\frac{h^*}{h} = B (1 - u)$$

أما دالة الإنتاج Cobb- Douglas فتأخذ الشكل التالي:

$$y = K^B (h L)^{1-b}$$

وبما أن هذا النموذج جاء لتفسير اختلاف النمو بين البلدان ف h من تمثل التقدم التقني مما يجعله قابلاً للنمو، حيث كلما كان هناك وقت كبير وكافي للتكوين من طرف الأفراد، $(1 - u)$ ساعد ذلك على زيادة رأس مالهم البشري، هنا يظهر أن سبب ضعف معدلات النمو في البلدان النامية يرجع إلى عدم اهتمامهم بتراكم رأس المال البشري.

¹ - مدحت قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

² - مدحت قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 80-81.

2- نموذج Romer¹

حسب Romer فإن الأفكار تختلف عن الأملاك الاقتصادية التقليدية، يمكن استخدامها عدة مرات من طرف عدد من الأعوان الاقتصاديين دون أن يؤدي ذلك إلى تدهورها، تكلفة انتقالها شبه معلومة، وبالتالي تكون تكلفتها في أول إنتاج لها مرتفع وفي حالة نسخها تنخفض التكاليف.

ينطلق هذا النموذج من دالة الإنتاج على النحو التالي:

$$y_t = \sum_{i=0}^{N_t} K_i t^{\alpha} d_i$$

حيث N_t تشمل أنواع متعددة للمنتوج الوسيط بحيث أن كل نوع يستعمل في إنتاجه $k_i t$ وحدة من رأس المال. وبالتالي فإن المخزون الكلي لرأس المال K_t يوزع بالتساوي على عدد أنواع المنتوج N_t ، ومن ثم يعبر عن دالة الإنتاج السابقة كما يلي:

$$y_t = N_t^{1-\alpha} K_t^{\alpha}$$

نستنتج أن النمو الاقتصادي من أهم الظواهر الاقتصادية وأكثرها أثر على واقع الأفراد وعلى مستقبلهم في كل المجتمعات البشرية، فالنمو الاقتصادي هو الوسيلة الرئيسية التي يحدد على أساسها درجة التقدم أو تخلف الدول، لهذا اهتمت معظم الدراسات الاقتصادية بعملية النمو الاقتصادية إذ تسعى إلى تحديد عوامل النمو وكيفية التأثير من أجل زيادتها.

المطلب الثالث: استراتيجيات النمو الاقتصادي ومميزاته

أولاً: استراتيجيات النمو الاقتصادي

بهدف تحقيق نمو اقتصادي لا بد من رسم الخطط والاستراتيجيات الهادفة والملائمة، فيمكن أن نشير إلى

نوعين من الاستراتيجيات:²

¹ - مدحت قريشي ، نفس المرجع السابق، ص: 81.

² - سيدي احمد كيداني، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية (دراسة تحليلية و قياسية) ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ، 2012/2013، ص: 76.

1- إستراتيجية النمو المتوازن

صاغ الأستاذ "نيركسه"⁽¹⁾ جوهر فكرة الدفعة القوية التي قدمها "روزنشتين رودان"⁽²⁾ في صيغة حديثة متكاملة أخذت تسمية "إستراتيجية النمو المتوازن".

يعتمد تحليل نيركسه في النمو المتوازن على تفسير الدائرة الخبيثة في الاقتصادات المتخلفة في علاقتها بمعدل تكوين رأس المال. فهو يذكر أن عرض رأس المال تحكمه المقدرة والرغبة في الادخار، بينما يتوقف الطلب على رأس المال على الحافز على الاستثمار، وهنا توجد علاقة دائرية في كل من جانبي تكوين رأس المال في الاقتصاد المتخلف.⁽³⁾

ففي جانب العرض: هناك المقدرة الضعيفة على الادخار الناشئة عن انخفاض مستوى الدخل الحقيقي، الذي ما هو بدوره إلا انعكاس للإنتاجية المنخفضة التي ترجع بدورها إلى حد كبير- إلى نقص رأس المال-، ونقص رأس المال هو نتيجة لضعف المقدرة على الادخار، وهكذا تقفل الدائرة المفرغة.

وفي جانب الطلب: نجد أن الحافز على الاستثمار ضعيف بسبب صغر حجم القوة الشرائية للسكان (أي ضيق السوق) التي ترجع إلى ضآلة دخولهم الحقيقية، والتي ترجع بدورها مرة أخرى إلى الإنتاجية المنخفضة. وانخفاض مستوى الإنتاجية هو نتيجة لصغر كمية رأس المال المستخدمة في الإنتاج والتي قد يسببها -جزئياً على الأقل- ضعف الحافز على الاستثمار، وهكذا تكتمل دائرة مفرغة أخرى.

وهكذا يبدو أن انخفاض مستوى الدخل الحقيقي، الذي يعكس في نظره الإنتاجية المنخفضة، يعتبر عاملاً مشتركاً في كلا الدائرتين. ولكسر هذه الدائرة المفرغة، يرنيركسه ضرورة القيام بدفعة كبيرة من الاستثمار في عدد مختلف من الصناعات حتى يتسع نطاق السوق، ويزيد بالتالي الطلب على منتجاتها.⁽⁴⁾

ففي رأيه إن القيام بمجموعة كبيرة من الاستثمارات في عدد مختلف من الصناعات قد ينجح لأن المشروعات المقام بها ستعين بعضها البعض، بمعنى أن الأفراد الذين يعملون الآن برأس مال حقيقي أكبر لكل فرد، وبكفاية إنتاجية أعلى في شكل معدل إنتاج الفرد في الساعة، سيجدون سوقاً متسعة لمنتجات المشروعات الجديدة

(1) اقتصادي أمريكي، ولد عام 1907، من أشهر المنظرين في النمو الاقتصادي، توفي عام 1959.

(2) اقتصادي بولوني، ولد عام 1902، قام بتطوير نظرية النمو المتوازن، توفي عام 1985.

(3) كامل البكري، التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية: بيروت، لبنان، 1986، ص: 82.

(4) كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص ص: 82-83.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

في الصناعات الأخرى. وبهذه الطريقة تختفي الصعوبة الخاصة بضيق السوق، وبالحدود الضيقة التي تفرضها على الحافز على الاستثمار، أو على الأقل ستخف حدتها عن طريق التوسع الديناميكي للسوق الناشئ عن الاستثمار الذي ينفذ في عدد مختلف من الصناعات.⁽¹⁾

وبالتالي، فعن طريق استخدام رأس المال على نطاق واسع في عدد واسع ومختلف من الأنشطة سيرتفع المستوى العام للكفاية الاقتصادية، ويتسع بالتالي نطاق السوق. ويعتقد نيركسيه هو الآخر أن التجارة الخارجية لن تؤدي إلى التخلص من عقبة ضيق السوق في الاقتصادات المتخلفة نظرا لصعوبة تصدير المنتجات الأولية بسبب قلة مرونة الطلب العالمي عليها، وثبات حجمه.

ولهذا فهو يرى أملا ضعيفا في تشجيع الصادرات الزراعية، وينصح بضرورة إنشاء صناعات تنتج سلعا تحل محل الواردات الأجنبية، وأن تفرض عليها الحماية الجمركية، وإن كان يعتقد أن هذا الإجراء لن يؤدي في النهاية إلى نقص حجم الواردات في مجموعها إذ أن زيادة الدخول نتيجة التنمية ستؤدي إلى زيادة الاستهلاك لكل من السلع المنتجة محليا والمستوردة.⁽²⁾

ولقد وجهت عدة انتقادات إلى إستراتيجية النمو المتوازن، أهمها:⁽³⁾

❖ يرى "ألبرت هرشمان" مقدم إستراتيجية النمو غير المتوازن والتي ستعرض لها في العنصر اللاحق، أن تنفيذ إستراتيجية النمو المتوازن ستنتهي إلى فرض اقتصاد صناعي متكامل حديث على قمة اقتصاد تقليدي راكد لا يرتبط أحدهما بالآخر إلا بأوهى الصلات، وتكون النتيجة إحياء ظاهرة الاقتصاد الثنائي التي أورثها الاستعمار الأجنبي في الماضي للدول المتخلفة، وما ترتب على ذلك من آثار وخيمة على اقتصادات هذه الدول، ولكن يرد مؤيدو إستراتيجية النمو المتوازن على أن نيركسيه ومن قبله رودان أدركوا أهمية تنمية القطاع الزراعي بصورة متوازنة مع القطاع الصناعي.

❖ يؤيد انتقاد آخر لإستراتيجية النمو المتوازن يقوم على أساس عدم واقعيتها لضرورة توافر موارد ضخمة لازمة لتنفيذ برامجها. فيقول "سنجر" أن مشكلة الدول المتخلفة تتمثل في وجود نسبة عالية من القوة العاملة في القطاع الزراعي الذي تنخفض إنتاجيتها بشدة، وأن مجهودات التنمية يتعين أن تنصب

⁽¹⁾ كامل البكري، المرجع نفسه، ص : 83.

⁽²⁾ كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص ص : 83-84.

⁽³⁾ محمد عبد العزيز عجمية، المرجع سبق ذكره، ص ص : 160-162.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

على إحداث تغيير جذري في هيكل العمالة، وذلك بتخفيض نسبة القوة العاملة في الزراعة تخفيضاً كبيراً ورفع إنتاجيتها، وهذا يقتضي تنمية زراعية ضخمة حتى لا يقف عدم تنمية القطاع الصناعي. كذلك يقتضي توافر موارد استثمارية ضخمة دون طاقة الدول المتخلفة، وإلا في ظل الموارد الاستثمارية المحدودة سينتهي الأمر بتطبيق إستراتيجية النمو المتوازن إلى مجرد الكفاية الإنتاجية للقطاعات المختلفة دون إحداث التغيير الهيكلي المطلوب في الاقتصاد المتخلف.

انتقد بعض الاقتصاديين إستراتيجية المتوازن على أنها سوف تؤدي إلى عزل الدول النامية عن الاقتصاد الدولي بتركيزها على التنمية لأجل السوق المحلي. ولكن هذا الانتقاد ضئيل الأهمية لأن نيركسيه يحرص على المحافظة على النظام الدولي وعلى تقسيمه للعمل، ولأنه يروى أن قبله ينصح في إستراتيجيته تركيز الدول المتخلفة على إقامة الصناعات الخفيفة دون الصناعات الثقيلة وصناعات سلع الإنتاج التي تتفوق فيها الدول الصناعية. واعتماد الدول المتخلفة على استيراد السلع الإنتاجية من البلاد المتقدمة وتقديره الواقعي للظروف المعاصرة التي تحكم حركة رؤوس الأموال الأجنبية، هو الذي دعاه إلى دعوة الدول المتقدمة للاعتماد على تعبئة مواردها المحلية دون توقع الكثير من الاستثمارات الأجنبية.

انتقد كذلك بعض الاقتصاديين تأجيل إنماء صناعات السلع الإنتاجية لحساب دفعة قوية في إنشاء الصناعات الاستهلاكية الخفيفة. ويقول النقاد أن بعض الدراسات الاقتصادية تشير إلى أن هذا ليس الأسلوب الأمثل في الأجل الطويل، لأن هذا الأسلوب سوف يظهر قصوره في تنمية المدخرات الحقيقية في الأجل الطويل وذلك لزيادة الاستهلاك على حساب الادخار، وصحيح أن التوسع في تنمية الصناعات الاستهلاكية سوف يسرع بمعدل نمو الدخل القومي.

يرى البعض أن تطبيق هذه الإستراتيجية يشجع على التضخم لأنها تتطلب موارد أكثر مما هو متاح لأكثرية الدول المتخلفة، وهو انتقاد له وزنه، حيث أثبتت العديد من التجارب أن الدول التي اتبعت سياسة إحلال الواردات والتي يمكن اعتبارها تطبق إستراتيجية الكثير من جوانب الدفعة القوية والنمو غير المتوازن، ولكن لم يكن نيركسيه يتوقع أن حكومات هذه الدول سوف تنزلق في الاعتماد على التمويل التضخمي أكثر من قيامها بمجهودات جادة في تعبئة مواردها الحقيقية.

2- استراتيجية النمو الغير متوازن

تعرضت نظرية النمو المتوازن لـ رودان ونيركسيه لانتقادات من جانب بعض الاقتصاديين أمثال هانس سنجر وألبرت هيرشمان.

حيث أن هانس سنجر، رغم تأييده للعمل الكبير دون العمل الجزأ، يعترض على نظرية النمو المتوازن على أساس أن فكرة النمو المتوازن تتضمن تأكيداً مساوياً أكثر أو أقل على تنمية الصناعة والزراعة، وتتجاهل حقيقة أساسية وهي أن العامل الجوهرى في النمو الاقتصادي إنما هو التحويل التدريجى للقوة العاملة من الأعمال الزراعية ذات الإنتاجية المنخفضة إلى الأنشطة الأخرى ذات الإنتاجية المرتفعة مثل الصناعة.⁽¹⁾

وأيضاً هو يرى أن سياسة النمو المتوازن، بما تتضمنه من استثمارات ضخمة في معظم الأنشطة الرئيسية، هي ببساطة فوق طاقة الدول المتخلفة. وهكذا، فبينما تفترض نظرية النمو المتوازن وجود علاقة تكامل بين صناعات مختلفة، فإن هذه العلاقة في الواقع، في رأي سنجر، تنافسية إلى حد بعيد بسبب نقص الموارد. وكما يذكر سنجر، يجب أن يكون الاستثمار الجديد غير المتوازن بطريقة تكمل عدم التوازن القائم فعلاً وحالماً يتم مثل هذا الاستثمار، فمن المحتمل أن تظهر احتياجات لمنتجات جديدة في جانب الطلب واختناقات في جانب العرض، وكى نعوض عن عدم التوازن الجديد هذا ينبغي تغيير الأهمية مرة ثانية في الطور الثانى للاستثمار.

وقد أيد ألبرت هيرشمان وجهة النظر هذه بشدة حيث يرى أن نظرية النمو المتوازن قد جاءت عن طريق مقارنة نقطة التوازن الأولية للتخلف بنقطة أخرى للتوازن حيث تكون التنمية قد تحققت بالفعل، بينما تتجاهل المرحلة التي تقع في الوسط، مرحلة التنمية نفسها. ففي رأيه أن أحسن وسيلة لتحقيق النمو الاقتصادي، هي عن طريق خلق اختلال متعمد للاقتصاد طبقاً لإستراتيجية مرسومة. فهو يرى أن النموذج المثالى للتنمية هو ذلك الذي يكون في شكل تتابع يبعد عن التوازن، وكل حركة في التتابع تحفز بعدم توازن سابق وتخلق بدورها عدم توازن جديد يحتاج إلى حركة أخرى. وهكذا فإن توسع الصناعة (أ) يؤدي إلى خلق وفورات تعتبر داخلية بالنسبة لـ (أ)، ولكنها تفيد الصناعة (ب)، وهكذا تصبح الأخيرة مربحة فتتوسع بدورها. هذا التوسع بدوره يجلب معه وفورات خارجية تفيد الصناعات (أ)، (ج)، (د). وفي كل خطوة تحصل صناعة من الصناعات على ميزة الوفورات

(1) كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص : 84.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

الخارجية التي تم خلقها عن طريق التوسع السابق للصناعات الأخرى في نفس الوقت التي تخلق فيه بدورها وفورات خارجية لمصلحة الآخرين.⁽¹⁾

هذا النموذج الخاص بإنشاء صناعة عن طريق الوفورات الخارجية التي تخلقها صناعات أخرى يعتبر أمثل طريق للنمو الاقتصادي في نظر هيرشمان.

ويرى بعض الاقتصاديين أن أهم انتقاد يوجه إلى إستراتيجية النمو غير المتوازن يتمثل في افتراض أن هذه الإستراتيجية تجري بصفة أساسية عن طريق المبادأة الفردية. ويتضح هذا من كونها تتخذ من اختلال التوازن محركاً للنمو عن طريق ما يترتب على الاختلال في التوازن من حظ المنظمين الأفراد على اتخاذ قرارات الاستثمار. ومؤدى هذا أن التنمية الاستثمارية الكلية وتوجيهها إلى مختلف وجوه النشاط الاقتصادي طبقاً لما تقرره الخطة الخاصة بالدولة على أساس تعظيم العائد الاجتماعي للاستثمارات.⁽²⁾

3- تقييم عام لإستراتيجية النمو المتوازن وغير المتوازن

انتقد العديد من الاقتصاديين التركيز الشديد على دور رأس المال بوجه عام ورأس المال المادي بشكل خاص. ونشير فيما يلي لآراء بعض الاقتصاديين في هذا الصدد:⁽³⁾

- يشير "هالبرونز" إلى أنه يترتب على التركيز الشديد لأهمية التكوين الرأسمالي إهمال عوامل التغيير الاجتماعية والسياسية البالغة الأهمية.

- يشير "كيرزكروس" إلى أن الدراسات الإحصائية قدرت مساهمة التراكم الرأسمالي لا تزيد عن 25% من معدلات النمو التي تحققت، وأما الثلاثة أرباع الباقية فتزد إلى عوامل أخرى منها: الكفاءة التنظيمية والإدارية والإستفادة من الابتكارات والأساليب الإنتاجية التي لا تتطلب إلا القليل من الاستثمارات.

- تشير الدراسة التي قام بها "دينسون" عن مصادر النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية المحددة في الفترة 1919-1957 إلى أن 15% فقط من الزيادة التي تحققت في الدخل القومي ترجع إلى الزيادة في حجم رأس المال المادي، على حين نجد أن تحسن نوعية العمل وعدد ساعات العمل والتقدم الفني والتنظيمي مسؤولة عن بقية الزيادة.

(1) كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص ص : 84-86.

(2) محمد عبد العزيز عجمية، المرجع سبق ذكره، ص : 166.

(3) محمد عبد العزيز عجمية، المرجع سبق ذكره، ص ص : 157-158.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

تشير الدراسة التي قام بها "Redaway" عن نمو الصناعة البريطانية خلال الفترة 1948-1954 أنه يعزى إلى عنصري رأس المال والعمل نصف الزيادة في معدلات النمو، أما النصف الآخر فمردده نوعية المهارات والخبرات.

ثانيا: مميزات النمو الاقتصادي

يتميز النمو الاقتصادي بمجموعة من المميزات نذكر منها:¹

- النمو الاقتصادي مفهومه ضيق بالمقارنة مع مفهوم التنمية الاقتصادية.
- يحدث النمو الاقتصادي تلقائيا دون إحداث تغيير.
- النمو الاقتصادي غير مهتم بتوزيع عائد النمو.
- يؤدي النمو الاقتصادي على المدى الطويل الى تحسين مستوى المعيشي.
- زيادة الكميات المتاحة لأبناء المجتمع مع السلع والخدمات.
- زيادة رفاهية الشعب عن طريق زيادة الإنتاج والرفع في معدلات الأجور والأرباح والدخول الأخرى.
- يساعد على القضاء على الفقر ويحسن من المستوى الصحي والتعليمي للسكان.
- زيادة الدخل القومي تسمح بزيادة موارد الدولة وتعزز قدرتها على القيام بجميع مسؤولياتها، كتوفير الأمن، الصحة، التعليم، بناء المنشآت القاعدية والتوزيع الأمثل للدخل القومي، دون أن يؤثر ذلك سلبا على مستويات الاستهلاك الخاص.

المبحث الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

إن سوق الأوراق المالية مؤشرا حقيقيا على مدى قوة أو ضعف الاقتصاد القومي، فهي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها الى الأنشطة الاقتصادية المختلفة، مما يؤدي الى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

وفي هذا المبحث سيتم التعرض إلى المطالب التالي:

- علاقة السوق المالي بالنمو الاقتصادي.
- أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي والجزئي.

(¹) - عبد الغفور ددان، مرجع سبق ذكره، ص: 142.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

- دور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: علاقة السوق المالي بالنمو الاقتصادي

إن السوق المالي ما هو الإنتاج النظام الرأسمالي أفرزته العولمة وفق ما تمليه الظروف الاقتصادية بشكل عام والمالية على وجه الخصوص، للوقوف أمام احتياجات تمويل الاستثمارات ذات الأجل الطويل. تأخذ الأسواق المالية حيزاً هاماً في القطاع المالي هذا الأخير الذي تنطلق منه عملية التنمية الاقتصادية المتواصلة أو المستدامة في الدولة ومنه النمو الاقتصادي.

إن النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية تبين بوضوح أن العلاقة بين أسواق المال والنمو الاقتصادي تبادلية تربط الاتجاهين من خلال أدوات عديدة كالسياسة المالية، والسياسة النقدية، معدل التضخم، معدل أسعار الفائدة، وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي وغيرها.

لما أن أسواق المال تؤثر وتتأثر بالنمو الاقتصادي، لهذا فإن الاهتمام بها وبالأسس التي تقوم عليها يعتبر خطوة صحيحة في طريق التنمية.¹

يعتبر السوق المالي الذي يلتقي فيه الطالبون والعارضون للأوراق المالية، إذ يتحدد سعر الورقة المالية من خلال نقطة التقاطع بين قوى السوق (العرض والطلب)، ذلك أن له دور في الاقتصاد الوطني بشكل عام وأهميته بالنسبة للمستثمر والمؤسسة كبديل حديث للتمويل.²

إنه من الضروري أن يكون المستثمر على دراية واسعة بكل ما يتعلق بشؤون السوق من مؤشرات وأنواع الأوراق المالية وقيمتها وحركات التداول واتباع نصائح السماسرة، كما يجب أن تكون الأسواق المالية ذات مستوى مقبول من الكفاءة.

باعتبار السوق المالي أحد الأشكال الحديثة للتمويل، إذ من خلاله يمكن للأفراد والمؤسسات الاقتصادية الحصول على سيولة بشكل آني وسريع، بعيداً عن القيود التي يفرضها الائتمان المصرفي، الأمر الذي يمكن من تشجيع المستثمرين وتوسيع الطاقة الإنتاجية وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي.

¹ - صالح إبراهيم السعبياني، سوق الأسهم السعودي و النمو الاقتصادي، علاقات الارتباط و السببية، اللقاء السنوي 16 حول خدمات المالية في السعودية، جمعية الاقتصاد السعودي، الرياض 2007، ص:3.

² - عبد الغفور ددان، مرجع سبق ذكره، ص: 154.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

كما أن التمويل عن طريق الجهاز المصرفي مكلفة لذلك أصبحت عملية التمويل تتم بإصدار الأوراق المالية نتج عن ذلك تقليص الدور النقدي، وتصنف الأسواق المالية ضمن سوق رؤوس الأموال ذا الأجل الطويل وعليه حالياً أصبح من المعقول اعتماد الأسواق المالية كأسلوب تمويلي في تنشيط الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي.¹

المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي و الجزئي

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها من دورها المتعدد الذي تمارسه في النشاط الاقتصادي، فهي أحد أهم الآليات لتجميع و توجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وهي بذلك تلعب دور أساسيا في تطوير أساليب التمويل وتوفيره بالأحجام المناسبة، وتبرز أهميتها الاقتصادية ووظائفها المتعددة في ما يلي:

أولاً: أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي (الوطني)

يؤدي سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها في ما يلي:²

- إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع و شراء الأوراق المالية بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغيير نوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون واسع التعامل في أي وقت تسهيل الأصول المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن و بأدنى تكلفة ممكنة.
- إعطاء مؤثر يوحى عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المتزايدة تتحدد فيها الاثمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- استثمار المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات فعن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم الى الشركات والحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.
- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات وإيجاد حالة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها.
- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدول وتمهيد الطريق أمام سلطات الدول المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة.

¹ - ونس مفيد ذنون ، الدباغ مثنى عبد الرزاق، الأسواق المالية و النمو الاقتصادي في الدول النامية ،مجلة تنمية الرافيدين ،المجلد 30، العدد91، الموصل، العراق، ص:281.

² - فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، دار وائل ، عمان ، ط1، 2008، ص:88-89.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفق القوانين الاستثمار المحلي والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي .

- إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من المؤسسات الاستثمارية وشركات والمصارف غالبا بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة وهذا التوظيف لا يستغرق في غالب لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض ولهذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق السوق على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة في الوقت الذي يرغبون في تحديد النقد السائل.

- تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي وذلك بيع وشراء الأوراق المالية لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش.¹

ثانيا: أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي (الأفراد والمؤسسات)²

- تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب، بيع الحقوق وشراءها، فعن طريق السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام السوق بوظيفة بيع الحقوق وشراءها دون المس بأصل الثروة المتمثلة في أصل المشروع من أراضي ومباني، آلات ومعدات... الخ.

- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرص أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.
- توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو مشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيره من المخاطر في المجالات الأخرى.

- قبول الدائنين الأسهم كضمان لقروضهم لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله الى أصل سائل سريعا وبدون خسارة في قيمته ويتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في السوق.

- التأمين ضد تقلبات للأسعار يستفيد من السوق التاجر والصناع والزراع حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحوط أو التغطية بالمضارب مثلا: يشتري سلعة لبيعها

¹ - فيصل محمود الشواورة، نفس مرجع سابق، ص: 89.

² - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 26.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق إن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

- تعمل على تسيير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فإن هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته وكذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر وهذا بدوره يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.

- يعد السوق أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين يقتصر أموالهم على انشاء مشروع معين فيكون السوق أنسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم وسندات مطروحة للتداول.¹

المطلب الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي

لقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشجيع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة للإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية.

➤ كما تؤدي أسواق الأوراق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات التي يتم طرحها في السوق.

➤ كما توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداحيل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسين أسعار أسهم هذه الشركات.²

¹ - محمود أمين زويل، نفس المرجع السابق، ص: 26.

² - بوضياف عبيد، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 31، 32.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

- كلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:¹
1. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
 2. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
 3. رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم الى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.
 4. المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي الى رفع مستويات الإنتاج، ورفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.
 5. تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي.

¹ - دنيا أحمد عمر ، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي ، مجلة تنمية الراقدين ، العدد 92 ، مجلد 31 ، 2009 ، جامعة الموصل ، العراق ، 2009 ، ص،ص: 60-61.

الفصل الثاني: الجانب النظري للنمو الاقتصادي

خلاصة الفصل:

يعتبر النمو الاقتصادي الهدف الأساسي لأي سياسة اقتصادية كانت، بحكم أنه مؤشر يدل في الغالب على وضعية الاقتصاد ككل، حيث يعرف على أنه تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل أو الناتج القومي الحقيقي عبر الزمن، ويتضمن ثلاث نقاط أساسية تمثل عناصر النمو وهي تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل وأن تكون الزيادة حقيقية وليست نقدية وكذلك تكون الزيادة مستمرة وليست عابرة.

كما يخضع إلى جملة من العوامل والمحددات التي تعد من أساسيات النمو الاقتصادي كما اختلفت الآراء حول النمو الاقتصادي بين مختلف النظريات الاقتصادية.

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور بالغ الأهمية في تحقيق النمو الاقتصادي وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدول. فهي أداة فعالة في الاقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت عينه تتأثر به، وبالتالي يمكن القول أن لسوق الأوراق المالية دور مهم في دفع عجلة التنمية والعمل على استمراره وتحقيق الأهداف المسطرة وأساسها النمو الاقتصادي.

الفصل الثالث:

دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق

النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

تمهيد

إن سوق المال بتنظيماته وتصنيفاته المختلفة يمثل ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في الاقتصاديات ذات الحرية الاقتصادية، ولقد برز هذا السوق أكثر فأكثر في العقد الأخير من القرن العشرين نتيجة لتطور الفن المالي وتكنولوجيا المعلومات، وظهور الأدوات المالية المستحدثة وزيادة التعاملات على المشتقات المالية بكل أنواعها، مما زاد معه حجم التعامل ازديادا مطردا أدى إلى ظهور ما يعرف بالأسواق المالية الناشئة في الاقتصاديات النامية، والتي وكان ظهور هذه الأسواق يرجع إلى حركة التحرير المالي الذي أفرزته العولمة المالية، وأصبح لها دورا فعالا في تحريك الأسواق العالمية.

لعبت الأسواق المالية الناشئة دورا كبيرا في تنمية اقتصاديات الدول المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها، كما عملت على مواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاثة التالية:

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة مع عرض أداء عينة منها خلال الفترة (2000-2019) ؛

المبحث الثاني: بورصة الجزائر للقيم المنقولة ؛

المبحث الثالث: الدراسة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الأسواق الناشئة والجزائر.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة مع عرض أداء عينة منها خلال الفترة (2000-2019)

إن ظهور الأسواق المالية الناشئة يعتبر حدثا شدا الانتباه في عالم المال والأعمال، فظهور مثل هذه الأسواق في دول أقل نموا جعل البعض يطلق عليها لفظ المعجزة، كما أنها استقطبت الكثير من المستثمرين نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه والذي جعلها مصدر للتنويع محافظهم، ولقد ساهمت هذه الأسواق بشكل كبير في تنمية بلدانها نظرا للتدفقات الكبيرة نحوها، ولقد ساهمت عدة عوامل في ظهور هذه الأسواق منها ما هو داخلي أطلق عليه عوامل الجذب ومنها ما هو خارجي تعرف بعوامل الدفع، لهذا سيتم الإلمام بكل ما يتعلق بالأسواق المالية الناشئة من خلال هذا المبحث.¹

المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، مراحل تطورها ومحددات نموها

ظهر في عالم الأسواق المالية نوع جديد من الأسواق، حقق نجاحات باهرة أسالت الكثير من الحبر في تحديد مفهومها، ا. الفضول على مثل هذه الأسواق جاء نتيجة استقطابها لأحجام ضخمة من التدفقات المالية، لهذا سوف يتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى تحديد مفهومها ومراحل تطورها وكذلك محددات نموها.

أولا: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة

هناك عدة تعريفات مقدمة للأسواق الناشئة، إذ يعتبر لفظ الأسواق الناشئة لفظا حديثا في أدبيات الاستثمار العالمي، إذ كان يستخدم في أوائل الستينيات وبعدها عدة ألفاظ، منها الدول المتخلفة، الدول النامية، دول الجنوب أو دول العالم الثالث، و عليه كان أول من استخدم لفظ الأسواق الناشئة للدلالة على أسواق الأوراق المالية بواسطة خبراء مؤسسة التمويل الدولي IFC في دراستهم لنموه الأسواق المالية في المناطق الأقل تقدما في العالم، وتعرفها مؤسسة التمويل الدولية كما يلي: " هي تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم و النشاط وتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم".

ولقد عرف البنك العالمي الأسواق المالية الناشئة بأنها: " أسواق رأس المال الموجودة في الدول النامية حيث أن الدول النامية هي التي يقل فيها الناتج الوطني الإجمالي للفرد 8955 دولار".²

¹ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

² جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال (المياكل، الأدوات و الاستراتيجيات)، الجزء الثاني، طبعة الأولى، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 2011، ص: 675.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

فمثلا تصنف الأسواق الناشئة حسب شركة standard and poor، إذ توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل:¹

- ❖ أن ينتهي إلى اقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.
- ❖ أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام.

يقصد بالأسواق الناشئة الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة انطلاق حيث توجد إمكانية نمو هامة وهناك من يعرفها بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقا على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط.

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل:

- ❖ عدد الشركات الجديدة
- ❖ القيمة السوقية للأسهم
- ❖ حجم الأموال المتداولة

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية مثل حجم القطاع الخاص ودوره ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية.²

¹ سامية زيطاري، مرجع سبق ذكره، ص:44.

² ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي " سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات " دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص:12.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

والجدول التالي يضم قائمة أهم الأسواق الناشئة بحسب تصنيف المؤسسة الدولية للتصنيف حسب المجموعات الإقليمية كالتالي :

الجدول رقم (4): قائمة الأسواق المالية الناشئة

الشرق الأوسط	إفريقيا	جنوب آسيا	شرق آسيا	أمريكا اللاتينية
إسرائيل الأردن	جنوب افريقيا نيجيريا زمبابواي	الهند اندونيسيا ماليزيا باكستان سيريلانكا تركيا	الصين الشعبية كوريا الجنوبية الفلبين تايوان	الأرجنتين البرازيل الشيلي كولومبيا المكسيك البيرو فنزويلا

المصدر: من إعداد الطالبان، بالاعتماد على الموقع الإلكتروني:

<https://nabdalq.7olm.org/t1393,03/04/2020,15:12>

ثانيا: مراحل تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة

إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة الى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل:¹

❖ **المرحلة الأولى:** تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- ✓ قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.
- ✓ ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.
- ✓ تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة الى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه الى أنشطة أخرى.
- ✓ وتم العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابواي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.

1- مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 50-51.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

❖ المرحلة الثانية: وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بـ:

ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي وأن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل. ومن بين أسواق هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

❖ المرحلة الثالثة: وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة بـ:

✓ تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدر.
✓ تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت الى قطاع خاص بطرح لإصداراتها للجمهور طرحا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر الى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية.
وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين، إندونيسيا، تركيا، ماليزيا، المجر وتايلاند.

❖ المرحلة الرابعة: وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

✓ ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.
✓ يزداد السوق المالي اتساعا.
✓ انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية الى مستويات الدولية التنافسية.
✓ تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة. وتشمل هذه الأسواق هونغكونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

ثالثا: محددات نمو الأسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنه من أرجعه إلى عوامل خارجية وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

1- العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في:¹

❖ انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9.8 في أبريل 1989 إلى 2.9 في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.

❖ بل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

❖ كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغييرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الولايات المتحدة الأمريكية.

❖ الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي - مثل: صناديق المعاشات وشركات التأمين - خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيباً متزايداً من الادخار العالمي.

❖ وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا والمملكة المتحدة من حوالي 4.8 من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2 من أصولهم عام 1993. وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة³ من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

❖ كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل

¹ بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 113-114 .

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.

❖ ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة أن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا، خاصة أسواق الأرجنتين، البرازيل، كولومبيا، المكسيك وفنزويلا يمكن إرجاعه الى عودة رؤوس الأموال الهاربة.

2- العوامل الداخلية

للعوامل الخارجية أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق.

على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها تساعد على جذب الاستثمارات إلى وواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر داخلية لأنها تخضع لتحكم صانعي السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:¹

أ. سياسات الإصلاح الاقتصادي: طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق المالية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، كذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف.

ب. ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاندا، كوريا وأندونيسيا في تحقيق معدلات نمو اقتصادية أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة الأورغواي 1993، وما نتج عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فانه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لامتتع هذه الدول

¹ عائشة حيمود، هاجر حيمورة، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-31.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

بانخفاض في تكاليف الأجور مع دة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.

لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50 من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5 و 8 سنويا، لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح مؤكدة.

ج. إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية: إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع ادخال صكوك مالية جديدة وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات.

فمثلا ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج.

كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتفيدها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى الى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة.

وتساهم عملية الخوصصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلا ساهمت خوصصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى.

المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة وتصنيفاتها

تختلف خصائص الأسواق المالية الناشئة من دولة الى دولة أخرى، حسب تقسيمات وتصنيفات الأسواق، وفي هذا المطلب يتم التعرف على الخصائص المشتركة لهذه الأسواق الناشئة، التي بدورها كل مجموعة منها تملك خصائصها التي تصنفها عن غيرها من الأسواق.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

أولاً: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة

على الرغم من التباين الذي تشهده الأسواق المالية الناشئة، ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية أيضاً، إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكر منها:¹

1- الخطر والمردودية: الخطر الذي ينجم عن استثمارها في أصل مالي، يتضح عادة عبر الفارق المعياري للمردودات، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستناداً إلى النظرية المالية الحديثة فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعاً كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

أ- الخطر الناجم عن الاستثمار في أصل مالي: نتيجة ضعف الرسمة وقلة السيولة في الأسواق الناشئة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سندا تم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً، وأيضاً شدة حساسية هذه الأسواق تجاه بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية، وكذا تقلبات الأسعار إضافة إلى عوامل داخلية راجعة إلى عدم الدقة في المعلومات، والحماية غير الكافية المتوفرة للمستثمرين، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والاستلام، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

ب- المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة: تتوضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد وعبر الأفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات، كما أن مردوديات الأسواق المالية الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة وسلبية أحياناً مع مردوديات الأسواق المتطورة كما أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة أوراق مالية (عائدة لمستثمرين دوليين) على أوراق مالية متداولة في الأسواق المالية الناشئة، يقلص من خطر تلك المحفظة ويرفع من مردوديتها، وهذا يعود جزئياً إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق المالية الناشئة بحد ذاتها من جهة، وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

2- التركيز: يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات المقيدة في البورصة يصل عددها إلى عشر شركات، الأولى من حيث ترتيبها في الرسمة الاجمالية للبورصة، حيث تمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدل يصل إلى 60 بينما تشهد الأسواق المالية المتطورة نسبة لا تتعدى 20 .

¹ - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية معاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003، ص: 104.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

3- التذبذب: يعكس التذبذب الذي يعبر عن مستوى مخاطر وقلة التطور عادة بالانحراف المعياري لعائدات السوق محل الدراسة، كما يقاس أيضا بمضاعف السعر أي حاصل قسمة السعر السائد للسهم على الأرباح المحققة من الاستثمار فيه، لقد وجد أن هذه النسبة عادة ما تكون مرتفعة بالأسواق المالية الناشئة مقارنة بمثلتها في الدول المتقدمة.

4- تنظيم السوق: تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي:¹

أ- استخدام أحدث تقنيات وبرامج المعلوماتية: وهنا تظهر الأسواق المالية الناشئة تفاوتاً شديداً في مدى استخدامها للمعلوماتية، ففي حين أن بعض الدول الآسيوية سجلت تقدماً كبيراً شبيهاً بذلك الموجود في مواقع الأكثر تقدماً، نجد أن الدول الأخرى لازالت تستخدم تقنيات جد بدائية في إنجاز عملياتها ما يتوجب عليها بذل مجهود مواكبة التقدم الحاصل في هذا الصعيد.

ب- إعلام وحماية المستثمرين: إذا كانت المردودية في الأسواق المالية الناشئة تشكل عامل جذب، فإن الخطر المرتبطة بإنجاز العمليات يدفع بالمستثمرين الدوليين إلى إيلاء اهتمام أقل لهذه السوق، وعليه فإن التقيد بإجراءات الموجودة في الأسواق المالية المتقدمة من شأنه تسهيل جذب المحتفظين بالأوراق المالية وكذا جذب المزيد من المستثمرين.

ج- التوفيق بين تحديد السوق ووضع قواعد لضبطه: وهذا في سبيل تطوير السوق المالي، لكن يتضح لنا أن القواعد المعتمدة في الأوراق المالية الناشئة فيما تتعلق بأداء النظام المالي أو الاحتفاظ بالأوراق المالية أو بالضمانة التي يوفرها السوق وأيضاً بنشر المعلومات ودقتها، ليست على المستوى الذي يتوافق مع المعايير الدولية. ولكن معظم الأسواق المالية الناشئة تفتقر للتنظيم، وعدم الكفاءة في الإدارة حيث أن سلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها، وهذا فيما يتعلق بقيد الشركات وهذه الأسواق وكذا تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات والكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع الأعضاء والوسطاء فيها.

5- التطور السريع: باعتبارها أسواق تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج الخصخصة، نرى أن الأسواق المالية الناشئة تسجل في فترة وجيزة نمواً كبيراً في عدد الشركات المدرجة بها.²

¹- بوكساني رشيد: مرجع سبق ذكره، ص: 168.

²- بوكساني رشيد، المرجع سبق ذكره، ص: 169.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

6- ارتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل الأسواق المالية الناشئة مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي لا سيما من قبل المستثمرين في الأسواق المالية المتقدمة، كما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثمارهم في هذه السوق، مقارنة بما يحققونه في الأسواق المالية المتطورة. بالإضافة الى ما سبق ذكره نجد أيضا:

- درجة انفتاح السوق الدولي أدنى من تلك الأسواق المتطورة؛
- مستوى الادخار الوطني يعاني في غالبته من النقص؛
- إدارة المشروعات المقيدة على المستثمرين الأجانب للحد من مشاركتهم في إدارة المشروعات المحلية.

ثانيا: تصنيف أسواق الأوراق المالية الناشئة

يمكن تصنيف الأسواق المالية الناشئة الى ثلاث مجموعات وهي:¹

1- **الأسواق الناشئة الأكثر تقدما:** وتتميز هذه الأسواق مشتركة مع الدول المتقدمة بمعدل تضخم منخفض، استقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات، تداول معتبر في أسواق الأسهم، تطور نسبي لأنظمة التعامل وتسوية الأوراق المالية... ومن أسئلة هذه المجموعة ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، وتايلاندا. وفي مثل هذه الدول تفوق رسملة بورصاتها تلك الدول المتقدمة خاصة الصغيرة منها مثل: بلجيكا، الدنمارك، السويد واسبانيا.

2- **الأسواق الناشئة بالمعنى الحرفي:** وهي الدول التي تتجه نحو طريق التحول النوعي لاقتصادها وذلك بوضع مخططات لتحسين أسواقها، من خلال تطوير عمليات نشر والإفصاح عن المعلومات، ميكنة التسعير، مستوى تسوية العمليات وتسليم الأوراق بالإضافة الى ذلك لا زالت هذه الدول تعاني من بعض المشاكل منها التضخم مرتفع، تركيز المداخيل والثروة، عدم توازن التجارة الخارجية وتطور غير كافي للأسواق المالية، وتجد مثل هذه الدول صعوبة من الاندماج في الأسواق الدولية ومن أمثلها: الأرجنتين، البرازيل، نيجيريا، الهند، الفلبين.

3- **الأسواق الوليدة أو التي في حالة ركود:** وتعتبر هذه المجموعة عن الدول التي ليس لها اقتصاد متطور كأغلب الدول النامية، دول أوروبا الوسطى والشرقية، دول الاتحاد السوفياتي سابقا، وبعض الدول الاشتراكية في اسيا، وتتميز أغلب الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها، وبمردود ضعيف للاقتصاد وتدفق جد ضعيف لرؤوس الأموال الدولية، كما أن الأسواق المالية فيما مازالت في مرحلة الانشاء.

¹ - جهة شناعة، مرجع سبق كره، ص: 40.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

أما مؤسسة التمويل الدولية، فقد قامت بتصنيف الأسواق الناشئة طبقاً للمناطق على النحو التالي:

- أمريكا اللاتينية: الأرجنتين، البرازيل، شيلي، كولومبيا، المكسيك البيرو، فنزويلا.

- شرق اسيا: الهند، أندونيسيا، باكستان، سيريلانكا، تركيا.

- إفريقيا: جنوب افريقيا، نيجيريا، زمبابوي، الشرق الأوسط، الأردن، إسرائيل.

وهناك تقسيمات أخرى حسب آخر الدراسات شملت 38 سوقاً من مختلف دول العالم، وقسمت

الأسواق الناشئة إلى أربع مجموعات وفقاً لتطورها:¹

أ- المجموعة الأولى: الأسواق التي لازالت في المرحلة الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زمبابوي، المجر وبولندا ومن سماتها: قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم، ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية الأسهم في نوعيات محددة، انخفاض سيولة الأوراق المالية، التقلبات الشديدة في الأسعار.

ب- المجموعة الثانية: مثل بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا والهند المغرب والفلبين، والتي تتميز بالخصائص التالية: درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة، تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية، المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

ج- المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين واندونيسيا وتايلاندا وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية: استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية، زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم، ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

د- المجموعة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا الجنوبية وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية: حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية، معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية، أسواق تنافسية عالمية.

المطلب الثالث: عرض أداء عينة من الأسواق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019)

سيتم التطرق في هذا المطلب عرض أداء عينة من الأسواق الناشئة من خلال مؤشرات أداء هذه الأسواق المتمثلة في مؤشر معدل ربحية السوق، مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر معدل قيمة التداول ومؤشر معدل الدوران.

¹¹-E.Tchemeni & p.mordaco & d.Grimert ; les marches émergents ; édition E conomica ; paris ; p 08.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

أولاً: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة

1- مؤشر حجم السوق

إن مؤشر حجم السوق يعكس مدى قدرة السوق على جذب المستثمرين المحليين والأجانب، ويندرج تحته مؤشران هما:

1-1- مؤشر معدل رسملة السوق: إن مؤشر معدل رسملة السوق يستخدم لقياس حجم السوق الكلي، وهو يعتبر مقياساً مناسباً لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على مستوى الاقتصاد الكلي، على الرغم من أن عوامل أخرى مثل الضرائب قد تغير حوافز إدراج أسهم الشركات في السوق.

الجدول رقم (5): تطور متوسط رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة :

السنوات	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	MCAP
	43,80	41,05	48,59	41,69	34,69	41,60	46,78	89,23	76,09	101,03	90,43	82,95	132,24	99,61	95,31	83,14	74,56	56,64	59,27	61,64	MCAP

المصدر: من إعداد الطالبان اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

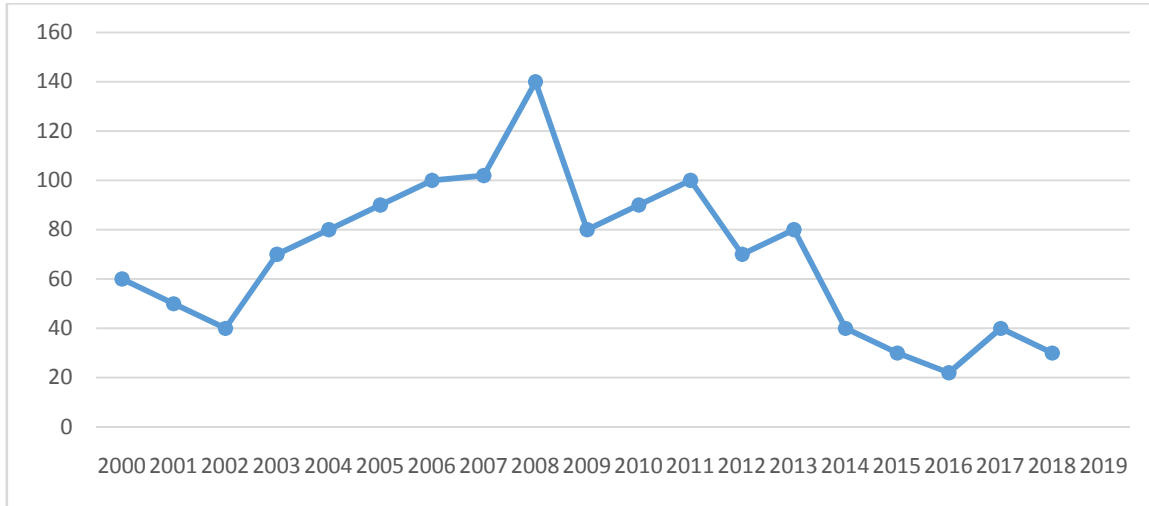
www.worldbank.org consulté le : 02/07/2020

حيث أن: MCAP يمثل معدل رسملة السوق في المتوسط

تتمثل أسواق الأوراق المالية الناشئة المختارة في: الأرجنتين، البرازيل، الشيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو، فنزويلا، الصين، كوريا الجنوبية، الفلبين، تايلندا، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، سنغفورة، هونغكونغ، تركيا، الأردن، مصر. والشكل رقم (3) يوضح تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019).

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الشكل رقم (3): تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2019-2000)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (5).

استطاعت الأسواق المالية الناشئة أن تحقق معدلات جد مرتفعة فيما يتعلق بمعدل رسملة السوق، فافتت في معظم الأحيان المعدلات المحققة في الأسواق المتقدمة، حيث قدر متوسط معدل رسملة السوق في العينة المختارة من الأسواق الناشئة حوالي 61.64 عام 2000، ثم انخفضت خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى 2002، حيث قدر خلال هذه الأخيرة بـ: 56.64، ثم أخذ يرتفع تدريجياً خلال الفترة 2003 إلى غاية 2007، حيث قدر خلالها بـ 132.24، خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2012 أخذ ينخفض ويرتفع، فقد قدر سنة 2012 بـ 89.23، ثم خلال الفترة 2013 إلى 2019 انخفض بشكل كبير مقارنة بالسنوات التي قبلها، فقد قدر سنة 2019 بـ 43.80، ويمكن إرجاع هذا التراجع بين الانخفاض والارتفاع إلى إدراج وانسحاب الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

1-2- مؤشر عدد الشركات المدرجة

الجدول رقم (6): تطور متوسط عدد الشركات المدرجة لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

خلال الفترة (2000-2019)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
مؤشر عدد الشركات	61,64	59,27	56,64	74,56	83,14	95 ;31	99,61	132,24	82,95	90,43	101,03	76,09	89,23	46,78	41,60	34,69	41,69	48,59	41,05	43,80

المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org consulté le : 06/07/2020

يعتبر مؤشر عدد الشركات المدرجة من أهم معايير تصنيف الأسواق وكما تم التطرق سابقا يعتبر هذا المؤشر من أهم العوامل المساهمة في جذب المستثمرين الأجانب. يلاحظ من خلال الجدول رقم (6) أن متوسط عدد الشركات المدرجة في بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة المختارة مرتفع كثيرا، حيث قدر بـ 766 شركة عام 2003، 781 شركة عام 2010 و 998 شركة عام 2017 وهذا يدل على كبر حجم أسواق الأوراق المالية الناشئة.

2- مؤشر سيولة السوق

تمثل سيولة السوق سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية و عامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فهذا الأخير يتحسن بزيادة سيولة السوق وبشكل محدد، وكما تم الإشارة سابقا هناك مؤشران لقياس سيولة السوق: مؤشر معدل قيمة التداول ومؤشر معدل الدوران.¹

¹ - إيمان لطلب، مؤشرات قياس سيولة الأوراق المالية و أثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية، المجلد 7، العدد 23، العراق، 2011، ص: 120.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

1-2- مؤشر معدل قيمة التداول

الجدول رقم (7): تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة
(2019-2020)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
TVTR	47,57	29,30	27,92	33,53	35,86	47,30	52,67	88,92	91,64	88,96	84,07	74,89	56,92	57,48	58,68	82,57	56,97	67,70	68,94	/

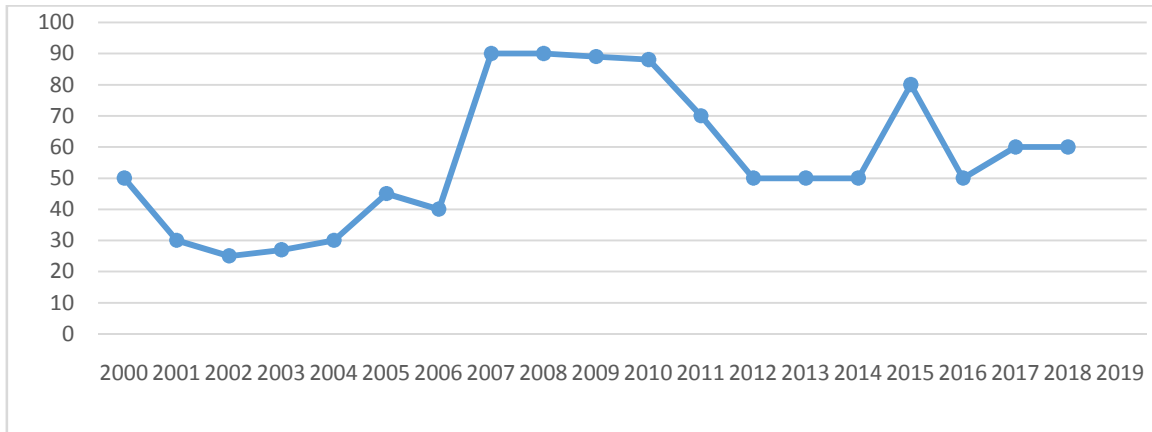
المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع

الإلكتروني: www.worldbank.org consulté le : 06/07/2020

حيث أن: TVTR يمثل معدل قيمة التداول في المتوسط.

والشكل رقم (4) يوضح تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال
الفترة (2019-2000).

الشكل رقم (4): تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة
(2019-2000)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (7).

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

عرف نشاط التداول في أسواق الأوراق المالية الناشئة كما هو مبين في الجدول (7) ارتفاعا كبيرا فاق المعدلات المحققة في الأسواق المتقدمة. حيث قدر متوسط معدل قيمة التداول في الأسواق الناشئة المختارة حوالي 47.57 عام 2000، ثم أخذ ينخفض ويرتفع خلال الفترة الممتدة من 2001 الى 2008 حيث قدر في هذه الأخيرة 91.64، ثم بدأ بالانخفاض والارتفاع أيضا خلال الفترة الممتدة من 2009 الى 2018، حيث قدر في 2018 بـ 68.94 .

2-2- مؤشر معدل الدوران

الجدول رقم (8): تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2019-2000)

الوحدة :

السنوات	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	TRR
	42.84	62.08	49.27	55.51	71.64	51.15	53.71	51.46	62.90	64.36	81.30	65.60	66.54	54.97	56.04	52.66	56.41	59.88	60.18	77.09	TRR

المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع

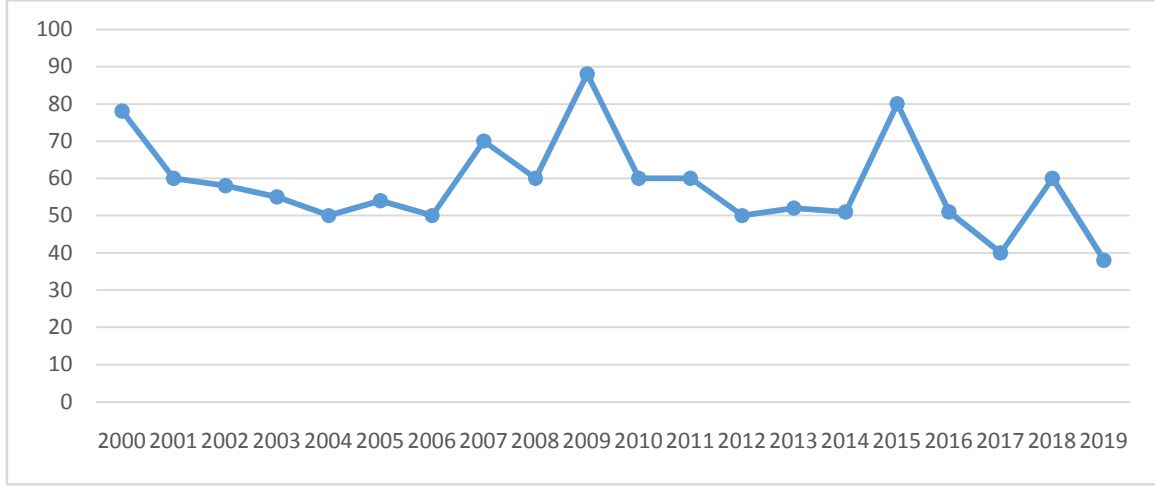
الالكتروني: www.worldbank.org consulté le : 07/07/2020

حيث أن: **TRR** يمثل معدل قيمة الدوران في المتوسط.

والشكل رقم (5) يوضح تطور متوسط معدل دوران بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2019-2000).

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الشكل رقم (5): تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2000-2019)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (8).

يلاحظ من خلال الجدول رقم (8) أن متوسط معدل الدوران في أسواق الأوراق المالية الناشئة المختارة مرتفع خلال الفترة (2000-2019)، حيث أن أعلى معدل تم تسجيله كان عام 2009، حيث قدر بـ 81.30 ، وهي نسبة مرتفعة مقارنة مع باقي الأسواق الدولية، أما المعدلات خلال السنوات فكانت في حالة ارتفاع وانخفاض، حيث كان في عام 2000 حوالي 77.09 ثم أخذ بالانخفاض الى غاية 2006، وقدر بـ 54.97 ، ثم ارتفع خلال الفترة الممتدة من 2007 الى 2009 ليسجل أعلى معدل 81.30 ، ثم أخذ بالانخفاض والارتفاع خلال باقي السنوات ليسجل معدل مرتفع في عام 2015 قدر بـ 71.64 .

المبحث الثاني: بورصة الجزائر للقيم المنقولة

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية أن تلعبه في مسيرة التنمية. وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الاحتياجات التمويلية تكتسب أهمية متزايدة مع اعتماد أعداد متزايدة الأعوان الاقتصاديين على آلية السوق في تخصيص الموارد، وإفساح مجال للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ولجوء السلطة الى المصادر غير التضحية لتمويل العجز في الموازنات المالية.

إن بورصة الجزائر سوق متمركز تدبره الأوامر ليس الأسعار حيث تتداول الأوراق المالية في سوق رسمي وحيد وتجرى المفاوضات على تلك الأوراق في قاعدة المفاوضات مكان التقاء الوسطاء في عملية البورصة وذلك من أجل تنفيذ أوامر البيع والشراء.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

نظرا لحدثة بورصة الجزائر وقلّة المؤسسات المتعاملة بها أعطى نظرة سيئة للاقتصاد الوطني وكافة المؤسسات الجزائرية، ورغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطة لإرساء سوق مالي فعال، إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب لها على الأقل بين الأسواق الأوراق المالية الناشئة، وعليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقا لرأس المال، كمصدر إضافي للتمويل، إذ كان هذا السوق بمثابة مركز اقتصادي غائب عن السوق المالي ضد الاستقلال بسبب النظام الاقتصادي المركزي المتبع من طرف الدولة، ولم تبدأ ملامح هذا السوق إلا بعد الإصلاحات التي شرعت فيها سنة 1988.

أولاً: أسباب إنشاء بورصة الجزائر

من بين العوامل التي أدت إلى قيام سوق الأوراق المالية في الجزائر نجد ما يلي:

1- استغلال الادخارات غير الموظفة

لقد عرف الاقتصاد الجزائري ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها، وهذا في ظل نقص الشبكات والمنتجات لتحفيز الادخار، فقد قدر الادخار الوطني لسنة 1977 بـ 73.3 مليار دج في حين قدره المختصون بـ 363.5 مليار دج.¹

ومن هنا فقد برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية يمكن من التجنيد المباشر للادخارات والمساهمة في تخفيف أعباء الاستدانة وتخفيف العجزات في الميزانيات، كما تسمح بضمنان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

2- ظروف المحيط الاقتصادي

تم إنشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي والذي دام من 1986 إلى 1996 وعلى رغم من بعث التنمية الاقتصادية، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث قدر في تلك السنة

¹ - محمد براق، مداخلة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 22-23 أبريل 2003، ص: 02.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

(1996) 3.4 مقابل 2 سنة 1997 وفي هذا الشأن فانه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل وذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتنمية.

3- ازدياد احتياجات المؤسسات العمومية

مثلت احتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلا حيث أن أكبر جزء من مورد البنوك ناتجة عن عمليات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وبهذا الصدد يمكن ملاحظة أن القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 360 مليار دج سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دج شهر ديسمبر 1991، يمكن أيضا ملاحظة أن تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف البنكي، الذي كان يتجه نحو زيادة ضعف الاحتياطات من العملة الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الأجنبية.

ثانيا: مراحل نشأة السوق الأوراق المالية في الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990 ومنذ ذلك الحين الى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكر منها ما يلي:¹

1- المرحلة التقريرية (1990/1992)

لقد ظهرت فكرة انشاء بورصة الجزائر عام 1990، وينص المرسوم رقم 101/90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 102/90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئات

¹ - أعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهرة، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015) - المعوقات والأفاق - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات قبل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة المسيلة، 2016-2017، ص ص: 33-34.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار انشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة وهي شركة القيم المتداولة بتاريخ 09 نوفمبر 1990.

فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس المال يقدر بمبلغ 320000 دينار، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة الأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار، ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فيفري 1992 الى 9-32.000.000 دج. كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية، وبالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أن البورصة لم تنجح من أن تكون عملية في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

2- المرحلة الابتدائية (1992/1996)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منح قانون 04/88 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها، والشروع في العرض العمومي للاذخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 3000000000 دج إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة اجراء العرض العمومي للاذخار.

- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء الى العرض العمومي للاذخار.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

3- مرحلة الانطلاق الفعلية (1996 الى وقتنا الحالي)

مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة وأصبح للبورصة مكان مادي بغرض التجارة. وعليه فقد تم في فيفري 1996 تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الى جانب شركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختبار الوسطاء في العمليات البورصية ليمثلون مختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات، وتم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998، متمثلة في القرض السندي لسوناطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسها.

ثالثا: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، كالتالي:¹

1- سوق السندات رأس المال: تتكون من:

1-1- السوق الرئيسية: وهي سوق موجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا (06) شركات مدرجة في تسعيرة الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في القطاع السياحة؛

- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات؛

- أن-سي-أ-روبية: الناشطة في قطاع التغذية؛

- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في قطاع الصيدلاني؛

¹ - بورصة الجزائر، موقع الإلكتروني:

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

- مؤسسة أوم انغست: الناشطة في قطاع السياحة.

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة الصادرة في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

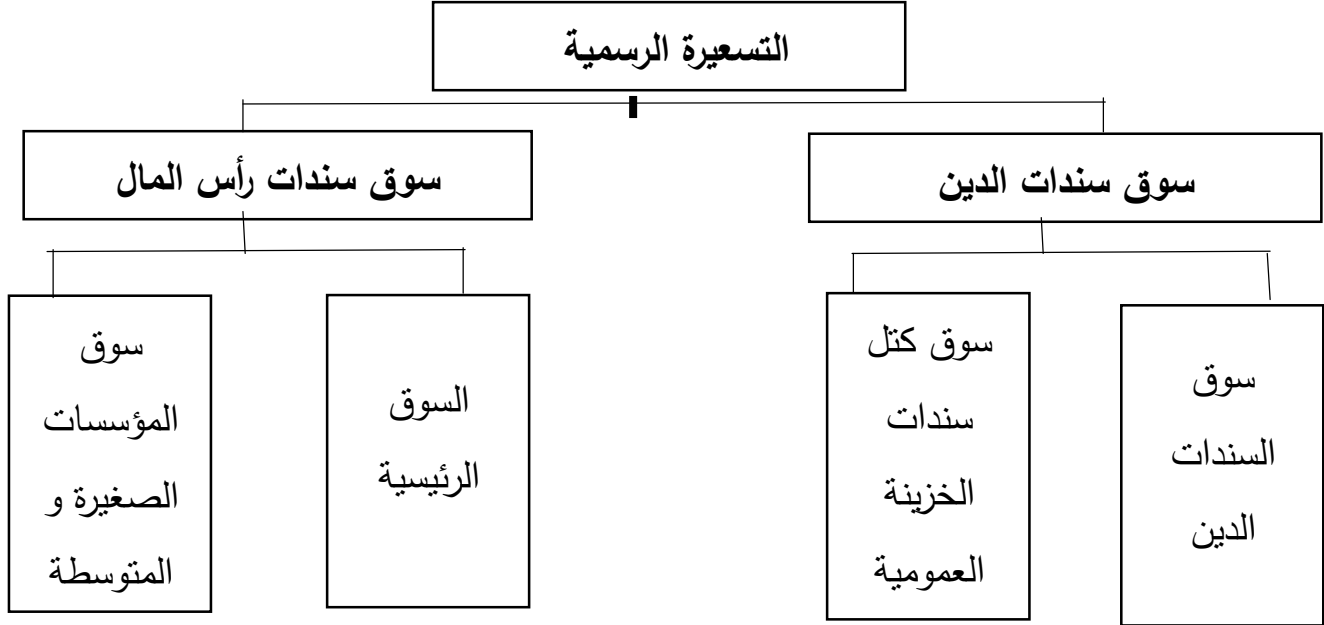
2- سوق سندات الدين: تتكون من:

- سوق سندات الدين: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولية.

- سوق كتل سندات الخزينة العمومية: وهي مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية للجزائر، وتأسست هذه السوق في 2008 وتحصي حاليا 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول على سندات الخزينة، تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المختصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الشكل رقم (6): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة



المصدر: بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 2020/04/04.

رابعاً: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

بالرغم من أن هذه اللجنة قد تم تأسيسها بمقتضى المرسوم التشريعي 93-10 بتاريخ 1993/05/23 إلا أن تعيين أعضائها تم بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في غضون شهر فيفري 1996. فهذه اللجنة تتمتع بشخصية معينة مستقلة مالياً، مسخرة وفقاً لأحكام المادة 30 من المرسوم التشريعي 10/93 لحسن سير السوق وضمان أمن المعاملات وشفافيتها وحماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية.

وتتكون هذه اللجنة من رئيس معين بمرسوم رئاسي وستة أعضاء يتم تعيينهم لمدة أربعة سنوات منهم قاض يقترح من وزير العدل، عضو يقترح من الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي مقترح من وزير التعليم العالي، عضو

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

يقترحه محافظ بنك الجزائر، عضو يختار من بين مسيري الأشخاص المعنوية المصدرة للأوراق المالية وعضو آخر مقترح من المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.¹

فقد قامت هذه اللجنة في البداية بأنشطة عديدة ومتنوعة، كان الغرض من ورائها عموما تحضير وتهيئة الأرضية الصلبة لتأسيس بورصة الجزائر وإخراجها الى حيز الوجود، ومن بين أهم الأنشطة والأعمال التي تولت إنجازها هذه اللجنة والإشراف عليها تسخير العديد من البرامج التكوينية، وكذا التبرعات بالخارج والداخل، إضافة الى طلب المساعدة الفنية خاصة من هيئة الاستشارة الكندية، كما قامت أيضا بإعداد الكثير من النصوص التنظيمية التي تخص البورصة.

كما قامت أيضا بوضع قوانين نشرا في 1998/12/28 بموجب قرار إداري لوزارة المالية، الأول مرتبط بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والثاني يخص المعلومات القابلة للنشر من طرف الشركات والتنظيمات التي تحفز على الادخار.

أما الوظائف والسلطات المخولة لهذه اللجنة يمكن إنجازها فيما يلي:²

الوظيفة التنظيمية: والتي تهدف الى الحفاظ على سير البورصة وحماية المستثمرين بها والمتدخلين في عملياتها، من خلال سن التنظيمات المتعلقة بما يلي:

- رؤوس الأموال المستثمرة في عمليات البورصة.
- شروط دخول وتداول الأوراق المالية في البورصة.
- إدارة المحافظ الخاصة بالأوراق المالية.
- العروض العامة لشراء وبيع الأوراق المالية.
- قواعد مهنة الوسطاء ونطاق مسؤوليتهم والضمانات المقدمة من طرفهم للزبائن.
- القواعد التي تحكم العلاقة بين المؤمن المركزي للسندات والمستفيدين من خدمته.

¹ - الجريدة الرسمية الجزائرية: قانون رقم 04/03 المعدل والمنتم لمرسوم تشريعي رقم 10/93، المادة: 12-13، العدد: 11، 2013/02/19، ص: 23.

² - أحلام عكنوش، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.

- شروط تأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

● **وظيفة الدراسة والرقابة** التي تتجلى من خلال الرقابة والحرس على تطبيق واحترام الإجراءات القانونية من قبل الوسطاء، والتزام الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني بالإعلام الواسع للجمهور.

● **الوظيفة التأديبية** والتي تتجسد من خلال غرفة تأديبية وتحكيمية مؤلفة من رئيس وهو رئيس اللجنة وأربعة أعضاء اثنين معنيين من بين أعضاء اللجنة واثنين آخرين معنيين من طرف وزير العدل.

وتوكل لهذه اللجنة مهمة حل الخلافات فيما بين الوسطاء، والوسطاء وشركات البورصة أو الزبائن، بالإضافة إلى معاقبة كل من يتسبب في عرقلة سير عمليات البورصة من خلال القيام بعمليات الغش والتدليس أو نشر معلومات خاطئة، وذلك بإجراءات عقابية تتراوح بين الإنذار والغرامات المالية وحتى الحبس.

كما قامت هذه اللجنة بالمرافقة والسهر على إنجاز أول عملية إصدار في بورصة الجزائر، وهي عملية إصدار القرض السندي الخاص لسوناطراك. ولمزيد من التوضيح للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نعرض هذا الرسم التخطيطي الذي يوضح تنظيمها.

2- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة (SGBVM)

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

- تسهيل الصفقات بين الوسطاء في عمليات البورصة من خلال سن قوانين وقواعد تحكم سير النشاط، وتسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها، وكذا وضع نظام قرارات للتنظيم والانضباط:

- ترقية تجارة الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق وتوفير المعلومات للمستثمرين؛

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛

- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة؛
- نشر المعلومات الخاصة بالمعاملات؛
- إصدار نشرة رسمية لجداول التسعير تحت مراقبة اللجنة؛

3- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)

الوسيط هو سمسار خبير في التداول على مستوى البورصة يتمثل في تقديم النصائح في كيفية التوظيف وتنفيذ الأوامر المتعلقة ببيع أو شراء أو تبادل القيم بأحسن شروط، والوسطاء عبارة عن شركات أسهم أو أشخاص طبيعيين معتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وقد حول التشريع الجزائري مهمة مفاوضة الأوراق المالية للوسطاء في عمليات البورصة، إذ لا يجوز إجراء قيم مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة إلا عن طريق الوسطاء في عمليات البورصة.¹

خامسا : الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

يمكن عرض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (9): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

رمز isin	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع/الفئة	القيمة الاسمية القيمة دج	عدد الأسهم
----------	------------------	------------	--------------	--------------------------------	------------

¹ - بوضياف عيبر، مرجع سبق ذكره، ص: 103

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

5804511	200	التأمينات	أليانس للتأمينات		Dz0000010037
8491950	100	الصناعة الغذائية	أن سي أروبية	ALL	Dz0000010045
6000000	250	الفندقة	م.ت.ف.الاوراسي	ROUI	Dz0000010029
10000000	250	الصناعة الصيدلانية	صيدال	AUR	Dz0000010003
2552875	200	الصناعة الصيدلانية	بيوفارم	SAI	Dz0000010052
1159300	100	سياحة	أوم انغست	BIO	Dz0000010060
				AOU	

المصدر: بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 2020/ 04/05.

سادسا: سير الجلسات في بورصة الجزائر

- ✓ تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم جلستين للتداول على القيم المنقولة التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وذلك بشكل أسبوعي يومي الاثنين والأربعاء.
- ✓ تجري عملية تسعير السندات الشبيهة للخزينة بصفة يومية من الأحد الى الخميس، وتبدأ جلسات البورصة على ساعة 9.30 وتختتم على الساعة 11.30 صباحا.
- ✓ يقوم الوسطاء في عملية البورصة بيقيد ومركزة أوامر البورصة ضمن سجلات مركزية، وينبغي على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقوموا بإدخال الأوامر الصادرة من الزبائن في أقرب وقت ممكن.¹

سابعا: التداول في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

- 1- أسلوب التداول: بورصة القيم المتداولة بالجزائر عبارة عن سوق مركزي يسيير عن طريق الأوامر، وفي فترة انطلاقها وحتى الآن لم تكن مقسمة بل كل الأوراق تتداول في سوق رسمي وحيد والمحصور في جناح من شركة تسيير بورصة القيم، أين يلتقي الوسطاء لمواجهة أوامرهم.

¹ - بورصة الجزائر، موقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz>/ commons/ ar/ document/ document 833843090. Pdf 2020/04/06-

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

2- طريقة التسعيرة: يتم تحديد السعر بطرق متنوعة سواء كانت يدوية أو آلية عن طريق الحاسوب، على أن يتم تحديد نوع وطريقة التسعيرة من طرف شركة تسيير بورصة القيم، وقد تم في مرحلة الانطلاق تحديد السعر يدويا وذلك راجع لانخفاض حجم الصفقات، كما تعد هذه الطريقة من الطرق المثلى بالنسبة لسوق نشأة كبورصة الجزائر. غير أن هذه الطريقة ستتطور في المستقبل بازدياد حجم الصفقات وستنتقل الى مرحلة ثانية تعتمد على نظام تحديد الأسعار مدعومة بأنظمة الحواسيب والاعلام الآلي خاصة مع إجراءات التفعيل المتخذة من طرف السلطات الوصية.

3- نظام الموازنة: تحدد القاعدة العامة للمبادئ المتعلقة بالموازنة على النحو التالي: تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتنظيم ومراقبة عمليات الموازنة، تنتقل ملكية الأوراق مباشرة بعد تنفيذ العملية، تسليم الأوامر والتنازل عن الأوراق يجب أن يتم في أن واحد، تقوم شركة تسيير بورصة القيم بإعلام الوسطاء الماليين عن القادة التي يتم على أساسها تطبيق التسليم والتنازل، ويحدد الموعد الذي تمت فيه العملية.¹

4- الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر

تعرف الأوامر على أنها تعليمة يقدمها عميل ما الى وسيط ما في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل لتعرف في السوق، فان أوامر بورصة الجزائر قد نظمت على غرار الأوامر المستخدمة في البورصات الكلاسيكية وذلك من أجل تفادي أي غموض أو التباس بين أطرافها، ولهذا فهناك ثلاث أشكال للأوامر وهي: الأمر بالسعر الحسن؛ الأمر بالسعر المحدد؛ الأمر بسعر السوق.

فهذه الأوامر تنقل الى الوسيط كتابيا وعادة ما يكون ذلك عن طريق استمارة يضعها الوسيط تحت تصرف زبونه، أو بواسطة الهاتف وفي هذه الحالة فان نقل الأمر يجب أن يكون محدد بالتاريخ وساعة الاستقبال من طرف الوسيط.

5- شروط قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر

حتى يتم قبول الأوراق المالية وتسجيلها في قيد بورصة القيم المنقولة بالجزائر لا بد من توفر جملة من الشروط في الشركة التي ترغب في ذلك، ومن هذه الشروط نجد:

¹ - أحلام عكنوش، مرجع سبق ذكره، ص ص: 81-82.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

❖ **الشروط العامة:** يجب أن تكون الشركة المصدرة للأوراق المالية شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري، نشر القوائم المالية مصادق عليها لثلاث سنوات مالية سابقة، تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة منجز من طرف خبير مصنف من الخبراء المحاسبين الجزائريين على أن لا يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة، كما لا بد من إثبات وجود هيئة مراجعة الداخلية، ويطلب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقديم وتقييم محافظ الحسابات في تقديره بشأن الرقابة الداخلية للشركة، تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب الدخول، تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف اللجنة، ضرورة إعلام شركة إدارة البورصة بالتخلي عن عناصر الأصول في حالة ما اذا قامت الشركة بذلك قبل أن تتقدم بطلب دخول للبورصة، عدم تمكين مساهم من حق مراقبة الشركة على حساب غيره من المساهمين أو استعمال معلومات مميزة أو خاصة لحسابه.¹

❖ **الشروط الخاصة:** ونميز هنا بين شرطين يختلفان حسب نوع الورقة المالية:²

- **الشروط الخاصة بالأسهم:** يجب أن يكون للشركة المصدرة رأس مال 100 مليون دج محررة، يجب أن توزع على الجمهور عدد من الأسهم تمثل 20 على الأقل من رأس مال الشركة الإجمالي، يجب توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور بما لا يقل عن 300 مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإدخال.
- **الشروط الخاصة بالسندات:** يجب أن تعادل قيمة القرض 100 مليون دج كأقل تقرير يوم الإدخال، توزيع السندات موضوع طلب القبول على 100 مكتب أو حامل على الأقل يوم الإدخال، قيم القروض المصدرة من قبل الدول غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار، ولا الحاملين.

المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر للقيم المنقولة وآفاق تطويرها

تواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر العديد من المشاكل والعقبات التي من شأنها تعرقل تطورها، بالإضافة الى وجود آليات تعمل على تطويرها.

¹ - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 397.

² - حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998، ص: 23-24.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

أولاً: معوقات بورصة الجزائر للقيم المنقولة

نبار أن بورصة الجزائر هي بورصة حديثة النشأة، فإنها تعاني من العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة والمطلوبة، وبالتالي لم تؤدي أي دور في التنمية الاقتصادية، ومن جملة المعوقات يتم ذكر ما يلي:

أ- معوقات تتعلق بالبورصة: وتمثل هذه المجموعة من المعوقات في ما يلي:¹

1- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة: تتميز سوق الأوراق المالية الناجحة في الدول المتقدمة وحتى في بعض الدول النامية بتنوع وتعدد الأوراق المالية المعروضة للتداول، وهذا لفتح مجال الاختيار أمام المستثمر للاستثمار فيما يختار وفق البدائل المتاحة أمام المستثمر، وبالتالي يكون هناك جمهور كبير من المستثمرين والمتدخلين في البورصة. وبالنسبة لبورصة الجزائر باعتبارها حديثة النشأة فإنها لم تعرف هذا التنوع والتعدد للأوراق المالية المتداولة بها، بل الأمر يقتصر على ثلاثة أوراق مالية، كما أن حيابة هذه الأوراق من طرف الأعوان مالية، كما أن حيابة هذه الأوراق من طرف الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين.

2- عدم فاعلية نظام المعلومات: من المعروف أن نظام المعلومات في السوق المالي له دور كبير في تحديد حجم المعاملات وبالتالي فهو مؤشر حقيقي عن كفاءة السوق المالية، فتوفر المعلومات بالحكم الكافي عن الأوراق المالية ضروري للاكتتاب لأن أسعار الأوراق المالية مرتبطة بهذه المعلومات إذ تؤثر هذه الأخيرة على العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي.

بالنسبة لبورصة الجزائر، ونظرا لحداتها فان المعلومات على الأوراق المالية المتداولة تبقى قليلة ولا تفي بتياجاتها المتعاملين، وذلك لغياب النشريات والمجالات المتخصصة بمجال المال والأعمال ومكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية والمحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة، وهذا في نهاية السنة المالية، لذلك فان نظام المعلومات يبقى ضعيف ويتطلب الكثير من العمل والجهد حتى يعمل على الإيقاع بمتطلبات السوق.

¹-أحلام عكنوش، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

3- منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة: مام الصعوبات التي تعترض عمل بورصة الجزائر، وتعقد وضبابية التعامل فيها، نجد بالمقابل أن فرص استثمارية مضمونة المكاسب وسهلة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال، فنجد أن نشاط الاسترداد والتصدير في سنوات الانفتاح وتحلي الدولة عن احتكار التجارة الخارجية قد استقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الاستثمار المباشر في الصناعة والزراعة، وبالتالي فإن جاذبية الاستثمار المالي في البورصة كانت لمة وعديمة الأثر في غالبا الأحوال بسبب تنافسية المجالات الأخرى وصعوبة ومعيقات البورصة.

ب- معوقات تتعلق بالمحيط للبورصة: ويمكن تلخيص هذه العوائق في:

1- معوقات اقتصادية: يمكن تفصيلها في ما يلي:¹

❖ **هيمنة القطاع العام:** يشمل القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية وأهم ما يميز به هذا القطاع ما يلي: غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى 50 في أحسن الحالات، ويد عاملة غير مؤهلة، دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية ونظام تحفز الأجور غير فعال، مع الإصرار في أحيان كثيرة للمحافظة على سياسة اجتماعية بخصوص توظيف العمال، مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا. غالبا لا يخضع تعيين مسيري المؤسسات العمومية الى شروط موضوعية اقتصادية بل يخضع الى اعتبارات غير اقتصادية منها الولاء... الخ. وفي هذا الشأن، يمكن القول أن القطاع العمومي يتكون في أغلبه من مؤسسات سيئة التسيير تمثل بذلك قطاعات محطما للشروة.

لذلك كان ينبغي خصخصة المؤسسات العمومية وتطهيرها قبل قيدها في البورصة غير أن عملية الإصلاحات الاقتصادية المعممة التي أجريت بالجزائر توصل الى حقيقة هي أن هذه الإصلاحات الاقتصادية المعممة ليست لها الأساس التسييري الناجح.

❖ **التضخم ومعدل الفائدة:** بالرغم من التطور الإيجابي لمعدل التضخم الذي صار يراوح في 6 سنة 2002، ولكن التساؤل القائم هل بإمكان هذا المعدل أن يستمر على هذه الوتيرة مع شروط استقرار الاقتصاد الكلي التي تبدو هشة، وخاصة اذا علمنا أن القطاع المحروقات هو القطاع الذي يساهم بشكل شبه كلي في معدل

¹ - أعبيدة نورة، عبدون فطيمة الزهرة، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

النمو الاقتصادي في الجزائر، في حين أن أغلب القطاعات المتبقية لها تقريبا معدلان نمو سالبة وحتى ان كانت إيجابية فهي ضعيفة، كذلك فان التأثير بالصدمات الخارجية خاصة في ظل التبعية الاقتصادية للخارج وظاهرة التضخم العالمي التي يعيشها العالم في الوقت الحالي خاصة بعد التغيرات الأخيرة قد يساهم في عودة ارتفاع معدل التضخم على المستوى المحلي، والذي من شأنه التأثير في معدل الفائدة يتراوح في حدود 8 هذه السنة.

❖ **الضغط الضريبي:** ما يميز النظام الضريبي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاعها من جهة أخرى، فمثلا ضريبة IBS تعادل 30 من الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، الشيء الذي يحد من جاذبية الأوراق المالية خاصة مع تفشي السوق الموازية وما تتيحه من فرص ضخمة للربح.

❖ **ضعف القدرة الشرائية للأفراد:** لقد كان من اثار انخفاض قيمة الدينار وتجميد الأجور، وتحرير أسعار السلع والخدمات، والتسريح الجماعي للعمال ساهم كثيرا في تدهور القدرة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، حيث يلاحظ توسع دائرة الفقر والبؤس وتقلص القدرة الادخارية للعائلات، ففي هذه الحالة والأوضاع فانه من الصعب انتظار اقبال كبير من الأسر الجزائرية من الادخار في الأصول المالية وفي غيرها من المجالات.¹

2- معوقات اجتماعية وثقافية: تتمثل في:²

❖ **العوامل التاريخية:** لتمثلة في الجهل والأمية وكل مخلفات الاستعمار الأخرى التي ما زال المجتمع الجزائري يعاني منها حتى الآن، كما أن عدم الإقبال على التعامل بقيم البورصة مرده الى عدم ثقة واهتزازها نتيجة ممارسات بعض الهيئات المالية والفضائح التي خلفها بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري والفضائح المتوالية التي يشهدها القطاع المالي بصفة عامة.

❖ **غياب الثقافة المالية للاستثمار في البورصة:** فالأفراد والعائلات لا يملكون هذه الثقافة لكون أن العملية حديثة ولم يعهد المجتمع الجزائري خلال العهد السابق أن يتعامل مع هذه السوق.

❖ **العامل الديني:** الذي يحرم التعامل خاصة بالسندات ذات العائد المضمون في شكل فوائد المحرمة شرعا، مما يستدعي البحث على آليات أخرى تتماشى والعقيدة الإسلامية.

¹ - أعبدة نورة، عبدون فطيمة الزهرة، مرجع نفسه، ص: 55.

² - مصيحي أحمد، الاستثمار المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002، ص: 237.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

كل هذه المعوقات أضافت نوع من الجهود على بورصة الجزائر وجعلت منها هيكلا مهجورا بلا روح، حيث أن من المفترض أن تعكس بورصة الجزائر الحركية الاقتصادية التي تشهدها بلادنا، التي باشرتها الدولة، على غرار البورصات العالمية التي تدفع باقتصاد دولها نحو العالمية والنجاح، حيث اختلفت الهيئات المرافقة للبورصة وكذا الخبراء، في تفسير الأسباب التي تحول دون تحريك البورصة وتفعيلها، فهناك من يرى أن وضعية البنوك ساهمت في تراجع مستوى البورصة التي تستمد قوتها في قوة البنوك، فيما يرى آخرون أن البيروقراطية وضعف القرار المالي وراء هذا العجز.¹

ثانيا: سبل تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة

تعتبر بورصة الجزائر من البورصات الحديثة النشأة التي تتخبط في جملة من المشاكل تحول أمامها دون تحقيق أهداف المنوطة بها، ومن أجل تمكينها من تخطي البعض من هذه المشاكل، يجب على السلطات الاقتصادية في الجزائر أن تتبع جملة من الإجراءات التي يمكن إيجاز البعض منها في ما يلي:²

1- التحكم في المحيط الاقتصادي: ويتم التحكم في المحيط الاقتصادي من خلال:

أ- التحكم في ظاهرة التضخم ومحاربة كل أسبابه: ويتم ذلك من خلال التحكم في نمو الكتلة النقدية وجعلها مقترنة بكمية الإنتاج الحقيقي عن طريق إقامة جهاز إنتاجي قوي على نحو إشباع الطلب الداخلي، مع تبني سياسة سعر الصرف هدفها حماية العملة الوطنية من أي تدهور، بالإضافة إلى محاربة ظاهرة هروب الادخار المالي ورؤوس الأموال إلى الخارج.

ب- محاربة التهرب والغش الضريبي: وذلك لأن الأعوان الاقتصاديين لا يستطيعون ولا يريدون الاستثمار في المشاريع التي تحقق لهم مداخيل مرتفعة تزيد على الأقل عن معدل التضخم الجاري، ومن ثم فإن أي دخل أقل من هذا المعدل ينجم عنه عدم اهتمام هؤلاء الأعوان الذين يتجهون بعدها نحو توظيفات أخرى.

ج- العمل على محو السوق الموازية الاقتصادية: وذلك لكون وجود سوق اقتصادية موازية للسوق الاقتصادية الرسمية، لا يحفز الاستثمار في الأصول المالية خاصة إن كانت هذه الأخيرة غير مراقبة من طرف مصالح الضرائب وتوفر فرص ربحية أكبر من نظيرتها الرسمية.

¹ - مصيحي أحمد، مرجع نفسه، ص: 238.

² - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 407.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

د- الربط بين الاقتصاد المالي والحقيقي: وذلك عن طريق منع المضاربات الغير مشروعة وتحاشي ارتفاع أسعار القيم المتداولة وتحقيق عوائد مرتفعة دون أن يكون لها ما يقابلها من ارتفاع حقيقي للشروات، لأن الارتفاع الاصطناعي للأسعار قد يؤدي إلى انهيار الأسعار و انهيار البورصة وفقدانها مصداقيتها.

ثالثا : الإجراءات التشريعية لتطوير بورصة الجزائر¹

1- **مراجعة الإطار التشريعي:** يجب التكيف مع التغيرات التي تطرأ على المحيط الداخلي والخارجي للبورصة حيث أنه من غير المعقول الوصول إلى بورصة ناجحة، وقادرة على الاستمرارية من دون أن تكون آليات تشريعية وتنظيمية مرنة قادرة على التكيف مع المستجدات والتغيرات الاقتصادية، الاجتماعية، الثقافية والسياسية.

2- **مراعاة الإطار الزمني:** يعتبر احترام عامل التدرج الزمني لما تكون عليه بورصة الجزائر، من العوامل البالغة الأهمية في عملية تطويرها، ويمكن إنجاز هذا التدرج من خلال المراحل الثلاث التالية:

أ- **مرحلة الانطلاق:** حتى يمكن الانطلاق في العمل بشكل تدريجي للبورصة، فإنه ينبغي إدخال الأوراق المتداولة للقيود أولا بأول، بشكل يسمح للمتدخلين في السوق ممارسة مهامهم بصفة متتابعة من جهة، ومهنية من جهة أخرى، كما أنه من المهم في هذه المرحلة التأكد ومراجعة جملة من الشروط والإجراءات القانونية، التنظيمية والفنية قبل المرور إلى القبول وإدخال حجم كبير من الأوراق المالية.

ب- **مرحلة التطوير:** تدف هذه المرحلة إلى إعطاء الأوراق المالية في الجزائر توجهها محددًا، بغية تحقيق وثبة حاسمة وسريعة للنشاط البورصي لذلك ينبغي تطوير مهام كل متعامل عن طريق وضع قنوات الاتصال في ما بين مختلف المتعاملين في السوق وترقيتها وتشجيع لوير أدوات مالية جديدة، كذلك تهدف هذه المرحلة الى الاقتراب من تحقيق عمق السوق بواسطة الرفع من الرسمة البورصية، بالإضافة الى تكيف الهياكل التقنية القاعدية والإدارية للبورصة مع متطلبات المرحلة د.

د- **مرحلة النضج:** يعتبر نضج بورصة الجزائر على المستوى الدولي والجهوي ومساهمتها في عملية الإصلاح الاقتصادي والمالي أكبر تنويج لعملية الإنجاز الفعلي لأبرز الأهداف المحددة في المرحلتين السابقتين. وتهدف هذه المرحلة إلى ضمان الشفافية، الأمان والفعالية اللازمة حتى تتمكن من الاستجابة للعرض الكثيف لأوراق المؤسسة المراد خصخصتها ومن أبرز تجليات هذه المرحلة: الأمان في المعاملات؛ سيولة الأوراق المالية؛ الأداء الجيد لكافة

¹ محمد براق، مرجع نفسه، ص،ص : 410-412.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع

الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

المتدخلين في البورصة. وينتظر من هذه المرحلة أن يكون الجزء الأكبر من السيولة المتاحة للعائلات والمؤسسات والهيئات، يتم اجتذابها نحو الاستثمار المالي الخاص بالمنتجات المالية المعروفة من قبل البورصة.

3- نشر الثقافة البورصية: إنه من الضروري السعي إلى تعويد العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية للشعب وتحسيسهم بأهمية هذه الأداة التي تهتم بتمويل الاقتصاد، وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول لذلك يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءها تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية، سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة البورصة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور .

المطلب الثالث: تحليل أداء بورصة الجزائر

في هذا المطلب سيتم تحليل أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (2000-2019). وللقيام بهذه الدراسة والتحليل لا بد أن نعتمد في ذلك على المؤشرات التالية:

أولاً: قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر من 2000 إلى 2019

الجدول رقم (10): نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2019)

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمة المتداولة(دج)	عدد الصفقات	عدد الشركات المدرجة
2000	10161	1885728	320063	350926560,00	4420	3
2001	13363	2267616	358935	251838705,00	2771	3
2002	7147	874123	79432	35936045,00	2042	3
2003	1546	393525	39693	17257700,00	393	3
2004	826	412076	22183	8432615,00	141	3
2005	226	229369	13487	4188200,00	64	3
2006	691	653602	63561	23756950,00	144	3

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

2	113	14493415,00	35794	711150	1490	2007
2	203	21414845,00	52103	1457039	942	2008
2	160	13891895,00	34700	74828	926	2009
2	125	11985965,00	27420	644404	851	2010
3	413	185118435,00	231997	1190526	1393	2011
3	143	36038865,00	49471	2503066	4412	2012
4	132	49116990,00	120681	2635612	3987	2013
4	251	41410340,00	90111	2920751	3402	2014
4	259	1251956825,00	2213143	7519494	2717	2015
5	339	805500430,00	788860	3063954	2037	2016
5	438	302261260,00	468145	3700972	3150	2017
6	444	206127271,00	226505	10996457	3758	2018
6	437	248990023,00	249696	12871191	3290	2019
/	13432	3880643334,00	5485980	57005483	66315	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر، www.Sgbv.dz، تاريخ الاطلاع: 2020/04/10.

يتضح من خلال بيانات الجدول (10) أن حجم التداول مرتفع سنوي 2000 و2001 ليسجل على التوالي 320063 و358935 وبقيمة تداول 350 مليون دج و251 مليون دج. يلاحظ انخفاض حجم التداول خلال السنوات 2002، 2003، 2004، من 79432، 39693، 221183 بقييم تداول على التوالي 35 مليون دج، 17 مليون دج، 8 مليون دج، ليصل حجم التداول سنة 2005 الى 13487 و بقيمة 4 مليون دج. ثم ارتفاع قليل لحجم التداول سنة 2006 ليصل إلى 63561 وبقيمة تداول 23 مليون دج، ثم ينخفض من جديد سنة 2007 ليصل حجم التداول 35794 و بقيمة 14 مليون دج. ليرتفع مرة أخرى حجم التداول سنة 2008 ليصل إلى 52103 بقيمة تداول 21 مليون دج، ثم تنخفض خلال سنتي 2009

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

و2010 ليصل حجم التداول إلى 34700 و27420 بقيم تداول على التوالي 13 مليون دج و11 مليون دج. ليسجل ارتفاع كبير لحجم التداول سنة 2011 ليصل إلى 231997 وبقيمة تداول 185 مليون دج بعدما كان منخفض جدا في السنوات التي قبلها.

وفي سنة 2012، 2013، 2014 نلاحظ حالة تذبذب لارتفاع وانخفاض لحجم التداول ليصل إلى 49471 ثم 120681 ثم 90111 بقيم تداول على التوالي 36 مليون دج و49 مليون دج و41 مليون دج. وسجل ارتفاع كبير في سنة 2015 لحجم التداول ليصل إلى 2213143 وبهذا تكون هذه أكبر قيمة تسجل وبقيمة تداول كبيرة جدا مقارنة بباقي السنوات لتصل إلى مليار و251 مليون دج. ومن ثم تنخفض في باقي السنوات 2016، 2017، 2018 حيث وصل حجم التداول 788860، 468145، 226505 بقيم تداول على التوالي 805 مليون دج و302 مليون دج و206 مليون دج. ثم سجل ارتفاع قليل جدا في سنة 2019 ليصل حجم التداول إلى 249696 وبقيمة 248 مليون دج ولكن تبقى منخفضة جدا مقارنة بسنة 2015.

ثانيا: تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2019)

الجدول رقم (11): تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2019)

السنة	المؤشر
2000	2215000000
2001	2158000000
2002	1541500000
2003	1148500000
2004	1007000000
2005	1013000000
2006	690000000
2007	680000000
2008	656000000
2009	670000000
2010	790000000

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

15067744130	2011
14038721575	2012
16387961325	2013
15108509155	2014
16049840875	2015
53011272250	2016
46065985025	2017
45869753186	2018
47648607368	2019

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر www.Sgbv.dz تاريخ الاطلاع
2020/04/13.

من خلال الجدول أعلاه يتضح انخفاض المؤشر من سنة 2000 إلى سنة 2006 ليصل إلى 6900 بعدما كان 22150، ثم بقي مستقرا نوعا ما خلال سنوات من 2007 إلى 2010 ثم ارتفع خلال سنة 2011 ليصل إلى 15067، وبقي ينخفض ويرتفع خلال سنوات من 2012 إلى 2015 ليصل إلى 16049، ومن ثم يرفع بشكل كبير جدا خلال سنة 2016 ليصل إلى 53011، ومن ثم انخفض في 2017 إلى 46065 ثم 45869 في 2018 وارتفع قليلا سنة 2019 ليصل إلى 47648.

المبحث الثالث: الدراسة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والجزائر بالتطبيق على عينة من
الأسواق الناشئة والجزائر خلال الفترة (2000-2019)

المطلب الأول: المنهجية المتبعة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية

قبل تطبيق اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، سوف يتم التعريف بمعطيات الدراسة
والمنهجية المتبعة.

1- معطيات الدراسة والمنهجية المتبعة

من خلال هذه الدراسة القياسية إلى دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل وكذلك اتجاه العلاقة
السببية بين سوق الأوراق المالية لبعض الأسواق الناشئة وللجزائر، مُعبر عنه بثلاث مؤشرات تتمثل في معدل رسملة

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

السوق، معدل قيمة التداول ومعدل الدوران، وبين النمو الاقتصادي مُعبر عنه بالناتج المحلي الإجمالي. وقد جُمعت لبيانات الخاصة بهذه الدراسة من إحصائيات البنك العالمي للفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2019، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني: www.worldbank.org والبيانات المتاحة عبر موقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة: www.cosob.org.

الملاحق المرقمة من (1) إلى غاية (11) في الملاحق توضح مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي للاقتصادات التالية على الترتيب: ماليزيا، إندونيسيا، سنغفورة، هونغ كونغ، الاردن، تركيا، المكسيك، تايلندا، الشيلي، البرازيل والجزائر.

بالتالي سوف يتم في المرحلة الأولى تطبيق اختبار جذر الوحدة لمعرفة ما مدى استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة وتجنب النتائج المزيفة نتيجة لعدم استقرارها، من خلال استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع. في المرحلة الثانية يتم تطبيق اختبار غرانجر للسببية لمعرفة اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة.

مع الإشارة إلى أنه يرمز إلى متغيرات الدراسة كما يلي:

❖ المتغيرات المستقلة:

- معدل رسملة السوق "MCR"

- معدل قيمة التداول "SMVR"

- معدل الدوران "TR"

❖ المتغيرات التابعة:

- الناتج المحلي الإجمالي "GDP"

2- اختبار استقرار السلاسل الزمنية

يعتمد اختبار ديكي- فولر الموسع ADF على نفس العناصر الثلاثة السابقة الذكر في اختبار DF، ويلاحظ في هذه الحالة أن هناك ثلاث صيغ للنموذج الذي يمكن استخدامها في حالة ADF:

❖ الصيغة الأولى I: هذه الصيغة أنها لا تحتوي على حد ثابت ولا اتجاه زمني

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_1^k P_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

❖ **الصيغة الثانية II:** تختلف هذه الصيغة عن الصيغة الأولى في كونها تحتوي على حد ثابت.

$$\Delta Y_t = \alpha + \lambda Y_{t-1} + \sum_1^k P_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

❖ **الصيغة الثالثة III:** تتضمن هذه الصيغة حد ثابتا واتجاهها زمنيا حيث أن:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta_t + \lambda Y_{t-1} + \sum_1^k P_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

قبل البدء في الدراسة القياسية يجب القيام باختبار سكون السلاسل الزمنية المستخدمة، ومن أهم الاختبارات اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي- فولر الموسع، حيث تتلخص اختباره في ثلاث نماذج. يتم حساب الإحصائية (T) ومقارنتها مع القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية، فإذا كانت القيمة المطلقة للإحصائية (T) أقل من القيمة المطلقة للقيمة الحرجة، فإننا نقبل الفرضية الصفرية أن السلسلة غير مستقرة لاحتوائها على جذر وحدوي، وإذا كان العكس فإننا نقبل الفرضية البديلة أن السلسلة مستقرة لعدم احتوائها على جذر وحدوي. مع الإشارة إلى أنه إذا كانت القيمة المطلقة للإحصائية (T) أقل من القيمة المطلقة للقيمة الحرجة على مستوى النموذج III فإننا ننتقل إلى النموذج II، وإذا كانت النتيجة نفسها ننتقل إلى النموذج I. وإذا لم تتحقق الاستقرار عند المستوى الأصلي ننتقل إلى دراستها عند أخذ الفرق الأول.¹

المطلب الثاني: اختبار السببية ل Granger

يستخدم هذا الاختبار من أجل تحديد اتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة، حيث يظهر اتجاه السببية هل كان أحاديا، أم تبادليا أي أن كلا المتغيرين يسبب الآخر، وقد لا تكون هناك علاقة سببية بينهما. أشار غرانجر إلى أنه إذا كانت هناك سلسلتان زمنيتان متكاملتان فلا بد من وجود علاقة سببية باتجاه واحد على الأقل.

وحسب مفهوم Granger فإنه إذا كان المتغير x_t يسبب المتغير y_t فهذا يعني أنه يمكن توقع قيمة y_t بشكل أفضل باستخدام القيم الماضية ل x_t ، ويتطلب اختبار Granger تقدير العلاقتين التاليتين:⁽²⁾

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n_1} \beta_i y_{t-i} + \sum_{i=1}^{n_2} \varphi_i x_{t-i} + \mu_{1t}$$

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 262.

⁽²⁾ Jean Christian Lambelet, Cours de modèles macroéconomiques, 2001. Disponible sur le site web:

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

$$x_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^{n_3} \omega_i x_{t-i} + \sum_{i=1}^{n_4} \theta_i y_{t-i} + \mu_{2t}$$

حيث أن:

n_4, n_3, n_2, n_1 هي عدد الفجوات الزمنية لكل متغير تفسيري، بحيث يمكن أن تكون كلها مختلفة أو تكون متساوية، ثم نقوم باختيار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \sum_{i=1}^{n_2} \varphi_i = 0$$

$$H_1: \sum_{i=1}^{n_2} \varphi_i \neq 0$$

ومن أجل ذلك يتم حساب إحصائية فيشر:⁽¹⁾

$$F^* = \frac{(\sum \hat{\varepsilon}_{1t}^2 - \sum \hat{\mu}_{1t}^2) / n_2}{\sum \hat{\mu}_{1t}^2 / (n-k)} \quad \text{حيث أن:}$$

n : حجم العينة، n_2 : عدد الفجوات الزمنية في حالة المتغير التفسيري x ، k : عدد المعالم المقدرة في الصيغة غير المقيدة، $n - k$: درجات الحرية للصيغة غير المقيدة.

نقوم بمقارنتها مع F الجدولية، عند مستوى معنوية محدودة ودرجة حرية n_2 للبسط و $(n - k)$ للمقام، ومنه:

✓ إذا كانت F^* المحسوبة أكبر من F الجدولية نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، وبالتالي المتغير x يسبب المتغير y .

✓ إذا كانت F^* المحسوبة أكبر من F الجدولية نقبل فرض العدم ونقبل الفرض البديل، وبالتالي المتغير x لا يسبب المتغير y .

مع الإشارة إلى أنه قبل تطبيق هذا الاختبار يجب تحديد عدد درجات التأخر، ويتم ذلك اعتمادا على معياري Schwarz و Akaike، حيث أن اختيار p يتطلب تقدير كل نماذج VAR لفترات إبطاء من 0 إلى

⁽¹⁾ Hooi-Hooi Lean, Marwan Halim et Keung Wong Wing, Bivariate causality between stock prices and exchange rates and stock prices on major Asia countries, 2000.
Disponibile sur le site web: www.baseco.monash.edu/eo/research/papers/2005/1005consulity.pdf Consulté le: 07/08/2020.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

h الذي يعتبر الإبطاء الأكبر المقبول بالنسبة للنظرية الاقتصادية، ويحسب هذين المعيارين وفق العلاقتين التاليتين:⁽¹⁾

$$AIC(p) = \ln(\det |\sum e| + \frac{2K^2p}{n})$$
$$SC = \ln(\det |\sum e| + \frac{2k^2p \ln(n)}{n})$$

حيث أن:

K : عدد المتغيرات، n : عدد المشاهدات، p : عدد فترات الإبطاء، $\sum e$: مصفوفة التباين - التباين المشترك المقدر لبواقي النموذج.

ويتم اختيار درجة الإبطاء p التي تحقق أقل قيمة للمعيارين السابقين.

المطلب الثالث: نتائج الدراسة القياسية

1- اختبار استقرار السلاسل الزمنية

قبل اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة، سوف يتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات، ذلك باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع لاختبار وجود جذر الوحدة. حيث يسمح هذا الاختبار بفحص فرضية العدم بأن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة أي غير مستقرة، مقابل الفرضية البديلة بأن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة أي أنها مستقرة.

والجدول رقم (12) إلى (22) يلخص نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) الخاصة بعينة الدراسة.

(1) Régis Bourbonnais, exercices pédagogiques d'économétrie, 2^{ème} édition, Economica: paris, France, 2012, p164.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الجدول رقم (12): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في ماليزيا

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.96	-1.25	-3.01	-2.25	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.42	-2.58	-2.01	-1.98	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.62	-0.44	-0.48	-0.19	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.93	-4.01	-3.70	-4.46	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	-4.50	/	/		-4.18	/	النموذج II	
/	/	/	/	/			/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الجدول رقم (13): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في إندونيسيا

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.98	-2.11	-1.25	-2.35	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.25	-2.96	-2.12	-3.00	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.95	-0.48	-1.02	-1.11	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.98	4.02-	-3.90	-4.46	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/			/	النموذج II	
/	/	/	/	/			/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الجدول رقم (14): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في سنغفورة

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.98	-1.22	-1.45	-2.47	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.94	-2.98	-2.01	-2.00	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.23	-1.22	-0.75	-0.98	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.91	-3.15	-4.15	-4.81	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	-3.70	/	/	/	-3.75	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الجدول رقم (15): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في هونغ كونغ

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.75	-1.45	-1.85	-2.10	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.34	-1.89	-2.11	-1.63	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.98	-0.75	-1.02	-0.60	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.88	3.71-	-3.98	-3.92	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الجدول رقم (16): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في الأردن

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.98	-3.12	-3.20	-1.11	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.12	-1.64	-2.17	-2.10	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.34	-0.08	-1.02	-0.09	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.74	-3.90	-3.20	-4.10	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	-3.90	/	/	/	-4.02	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الجدول رقم (17): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في تركيا

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.65	-0.78	-1.45	-1.11	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.42	2.01	-2.35	-2.01	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.75	-1.90	-0.36	-0.09	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.82	-3.80	-3.75	-4.10	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الجدول رقم (18): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في المكسيك

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.90	-1.25	-1.86	-2.45	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.15	-2.94	-2.02	-2.10	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.71	-4.01	-3.62	-0.91	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.90	/	/	-4.12	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الجدول رقم (19): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في تايلندا

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.96	-1.94	-1.75	-1.97	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.42	-2.11	-2.45	-2.31	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.62	-3.12	-3.33	-2.05	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.93	/	/	/	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الجدول رقم (20): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في الشيلي

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.98	-2.33	-1.24	-1.11	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.75	-2.01	-2.12	-2.14	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	-0.32	-1.10	-0.68	-0.22	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.91	-4.00	-3.80	-4.01	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الجدول رقم (21): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في البرازيل

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-0.90	-1.34	-1.25	-2.10	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.10	-1.98	-2.33	-2.98	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	0.88	-2.02	-3.10	-0.90	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.79	/	/	-4.50	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الجدول رقم (22): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) في الجزائر

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%				GDP	TR	SMVR	MCR		
GDP	TR	SMVR	MCR						
-3.71	-3.71	-3.71	-3.71	-1.96	-0.97	-1.12	-1.45	النموذج III	السلسلة الأصلية
-3.05	-3.05	-3.05	-3.05	-1.48	-2.12	-1.89	-2.40	النموذج II	
-1.96	-1.96	-1.96	-1.96	1.21	-2.10	-3.00	-2.90	النموذج I	
-3.73	-3.73	-3.73	-3.73	-3.94	/	/	/	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

من خلال نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) الموضحة في الجداول رقم (12) إلى غاية (22) يتبين أن هناك سلاسل زمنية مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5%، بالتالي تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة بأن السلاسل الزمنية لا تحتوي على جذر الوحدة، حيث كانت قيمة (t) المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة، وتكون بالتالي السلاسل متكاملة من الدرجة صفر. وهناك سلاسل زمنية غير مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5%، ولكنها تستقر عند أخذ الفرق الأول، ومنه يتم قبول الفرضية البديلة بأن السلاسل الزمنية لا تحتوي على جذر الوحدة، ومنه تكون السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى

2- اختبار السببية

في هذه المرحلة وبعد تطبيق اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، واختبار جوهانسن للتكامل المشترك، سوف نجري اختبار غرانجر للسببية لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة سببية على المدى الطويل بين معدل رسملة السوق، معدل قيمة التداول ومعدل الدوران كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية، والنتائج المحلي الإجمالي، ومن ثم معرفة اتجاهها.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

الجدول رقم (23): نتائج اختبار السببية بين MCR&GDP

الفرضية الصفرية H_0				
MCR لا يسبب GDP		GDP لا يسبب MCR		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.0010	-1.5911	0.0641	-0.543	ماليزيا
0.00125	-0.7458	0.0015	-0.758	تركيا
0.2431	-0.7221	0.0031	-0.598	المكسيك

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول (23) يتبين أن معلمة حد تصحيح الخطأ معنوية وسالبة عند تقدير العلاقة بين معدل رسملة السوق والنتاج المحلي الإجمالي في كلا الاتجاهين، وهذا يعني وجود علاقة سببية تبادلية بينهما في حالة ماليزيا وفي تركيا. وعلاقة سببية تتجه من معدل رسملة السوق نحو الناتج المحلي الإجمالي في حالة المكسيك.

الجدول رقم (24): نتائج اختبار السببية بين SMVR&GDP

الفرضية الصفرية H_0				
SMVR لا يسبب GDP		GDP لا يسبب SMVR		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.1253	-1.2548	*0.0001	-4.2158	اندونيسيا
0.1475	-1.2634	*0.0425	-1.2548	سنغفورة
0.0047	-1.0352	0.7412	0.342	ماليزيا
0.0688	0.536	0.0013	-0.563	المكسيك

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع
الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

يوضح الجدول (24) وجود علاقة سببية تتجه من الناتج المحلي الإجمالي نحو معدل قيمة التداول في حالة ماليزيا، اندونيسيا وسنغفورة وتتجه من معدل قيمة التداول نحو الناتج المحلي الإجمالي في حالة المكسيك.

الجدول رقم (25): نتائج اختبار السببية بين TR&GDP

الفرضية الصفرية H_0				
GDP لا يسبب TR		TR لا يسبب GDP		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.1425	-1.1222	*0.0012	-1.2548	تركيا
0.7132	-0.4377	0.0031	-0.1245	الأرجنتين
0.1020	-0.5478	0.0102	-0.3156	المكسيك

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 8.1.

يوضح الجدول (25) وجود علاقة سببية تتجه من معدل الدوران نحو الناتج المحلي الإجمالي في حالة كل من تركيا الأرجنتين والمكسيك.

الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي مع عرض واقع الأسواق الناشئة وبورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2000-2019)

خلاصة الفصل:

تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة التي حققت مستويات أداء عالية جدا خاصة خلال السنوات الأخيرة، كما تم التعرض إلى واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة، حيث بالرغم من مرور عدة سنوات على تأسيسها إلا أن أداءها لم يرق إلى التطلعات المنشودة، ويتضح ذلك من خلال مؤشرات تطورها التي تعتبر ضعيفة جدا، ويمكن إرجاع ذلك إلى عدة عراقيل من بينها قلة عدد الشركات المدرجة، عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة، ضعف نظام المعلومات، قلة الوعي الاستثماري... إلخ. لذا يجب العمل على تفعيلها من خلال تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين، زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية، طرح المزيد من الأدوات المالية ونشر الثقافة الاستثمارية في مجال البورصة... إلخ.

وتم القيام في المبحث الأخير بدراسة قياسية لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في عينة الدراسة المتمثلة في بعض الأسواق الناشئة والجزائر خلال الفترة (2000-2019). من خلال نتائج الدراسة القياسية تم التوصل إلى أن هناك اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية ممثلا بمعدل رسملة السوق، معدل قيمة التداول ومعدل الدوران، والنمو الاقتصادي معبر عنه بالنتائج المحلي الإجمالي حيث أن بعضها أحادية الاتجاه وبعضها الآخر تبادلية، هذا فيما يخص الأسواق الناشئة محل الدراسة. بينما لم تكن هناك علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في حالة الجزائر.

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وهي بذلك تلعب دوراً أساسياً في تطوير أساليب التمويل وتوفيره بالأحجام المناسبة، وذلك بتجميع المدخرات الوطنية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، بهدف خلق قيمة مضافة في الاقتصاد القومي.

ونظراً لأهمية هذه الأسواق في حشد الموارد المالية عملت عدة دول على تطوير سوق الأوراق المالية وتحسينها، لإيجاد آليات اقتصادية لتشغيل الموارد المالية المتاحة إضافة لأهمية هذه الأسواق في التحول إلى اقتصاديات السوق الحر من خلال برامج التصحيح.

وقد قامت عدة دول بإطلاق عليها بالاقتصادات الناشئة خطوات مهمة في مجال الإصلاح والانفتاح على الأسواق الخارجية، بهدف تأهيل اقتصاداتها وتحسين قدرتها التنافسية في اقتصاد عالمي مفتوح أمام تدفقات رؤوس الأموال، وكان ضمن السياسات الاستثمار الممنوحة للأجانب للاستثمار في أسهم الشركات المحلية وغير المحلية في بورصات هذه الدول الناشئة للأوراق المالية وتوفير المناخ الاستثماري المناسب لهم. وهذا كان له إسهام كبير في زيادة معدلات النمو الاقتصادي لهذه الدول بالإضافة إلى هذا تعمل الجزائر للبحث عن سبل تطوير بورصتها المنقولة، وتفادي المعوقات التي تحد من فعالية سوق الأوراق المالية الخاص بها، وكان من أكبر المعوقات ضعف الجانب التنظيمي للدولة وقلة الوعي الثقافي الاستثماري لدى أصحاب المال أو عامة السكان ككل.

وبناء على ذلك سعت الدراسة إلى بيان دور سوق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته مع تسليط الضوء على بورصة الجزائر، وهذا من خلال استغلال نتائج الدراسة القياسية للعينة المدروسة والمتمثلة في مجموعة من الأسواق الناشئة والجزائر، من خلال تحليل أداء مؤشرات تطور هذه الأسواق ودورها في النمو الاقتصادي.

وعلى إثرها فقد تم التوصل إلى جملة من النتائج، يمكن ذكرها كما يلي:

❖ نتائج الدراسة

✓ تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي من خلال ما توفره من رؤوس أموال للقطاعات الإنتاجية وما تقدمه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الأموال مما يسمح بتعزيز وتقوية الثروة المالية.

- ✓ تعطي عمليات سوق الأوراق المالية مؤشر الاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، وهي مؤشرات تساهم في الدراسات الخاصة بالاقتصاد القومي فيما يتعلق بمعرفة أهم القطاعات الاقتصادية، فأسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية و هي بذلك توفر رقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة.
- ✓ تساهم أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بقدر كافي من السيولة في تحسين عملية تخصيص الأموال وتعزيز آفاق النمو الاقتصادي، حيث تقلل تلك الأسواق من مخاطر حيازة الأوراق المالية وذلك بسماع للمدخرين بالشراء والبيع بسرعة وبتكلفة منخفضة، كما توفر للشركات إمكانية الحصول على رؤوس الأموال من خلال إصدار الأوراق المالية مما يشجع على الادخار والاستثمار.
- ✓ يساهم تحرير أسواق الأوراق المالية في جعلها أكثر فعالية وأكثر قدرة على المنافسة في مجال توفير فرص الاستثمار ومصادر التمويل بتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وبالتالي زيادة معدلات الاستثمار ومصادر تمويل الاقتصاد وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي وهذا ما عملت به الأسواق الناشئة.
- ✓ يختلف تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية فمنها ما يؤثر إيجابيا ومنها ما يؤثر سلبا، ومن بين أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية: الناتج المحلي الإجمالي، معدل الفائدة، معدل التضخم، سعر الصرف.
- ✓ يعتبر النمو الاقتصادي من أهم المؤشرات الاقتصادية، التي تعكس تطور اقتصاديات الدول باعتباره المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية، حيث لا يمكن احداث تنمية اقتصادية بدون نمو اقتصادي مقبول، وهناك اختلاف بين الاقتصاديين في المعيار المعتمد في حساب النمو فمنهم من يعتمد مؤشر نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومنهم من يعتمد مؤشر نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ يرتبط النمو الاقتصادي بتراكم عوامل الإنتاج ممثلة في العمل ورأس المال والتطور التكنولوجي فمستوى الإنتاج المحقق في اقتصادها ما هو إلا انعكاس لعوامل الإنتاج المستخدمة فيه.
- ✓ بتحليل أداء عينة من الأسواق المالية الناشئة وجد أنه هناك تطور في أداء هذه الأسواق الناشئة من خلال اتساع حجم أسواقها وأصبحت تستقطب مستثمرين أجانب بالإضافة الى عدد الشركات التي تطرح أسهمها في هذه البورصات مما أدى الى توفير السيولة فيها و زيادة في معدل رقيمة التداول ومعدل الدوران، وهذا عامل مهم يؤثر على كفاءة هذه الأسواق واستثماريتها في المحافظة على أداءها الجيد، ودفع عجلة الاقتصاد لهذه الدول وتحقيق الزيادة في معدلات النمو.

✓ بتحليل أداء بورصة الجزائر اتضح أنها تعاني ضعفا شديدا في السيولة وقلة في عدد الشركات المدرجة فيها مما يعكس هذا قلة وضعف حجم التداول على القيم المنقولة في البورصة، ومنه فبورصة الجزائر يرافقها ركود ناجم عن جملة من المعوقات تجعلها ضعيفة الأداء وليس لها دور في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

✓ بناء على نتائج الدراسة القياسية تم التوصل إلى أنه فعلا سوق الأوراق المالية يسبب ويؤثر في النمو الاقتصادي. إلا أن هناك اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث أن بعضها أحادية الاتجاه وبعضها الآخر تبادلية، هذا فيما يخص الأسواق الناشئة محل الدراسة، بينما لم تكن هناك علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في حالة الجزائر.

❖ اختبار الفرضيات

لقد تم وضع في بداية الدراسة أربع فرضيات أساسية، وفي إطار معالجة الموضوع تم التوصل الى النتائج ذات الصلة باختبار صحة الفرضيات والمتمثلة في:

- **الفرضية الأولى:** يساهم سوق الأوراق المالية من خلال وظائفه الاقتصادية والتمويلية في تحريك عجلة النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته، وقد تم إثبات صحتها من خلال تتبع الدور الهام الذي تقوم به سوق الأوراق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي.

- **الفرضية الثانية:** أسواق الأوراق المالية الناشئة أسواق ذات مستويات أداء جد عالية، وقد تم لإثبات صحتها من خلال تتبع مؤشرات أداء الأسواق الناشئة (عينة من الأسواق الناشئة) خلال الفترة (2000-2019).

- **الفرضية الثالثة:** تتسم بورصة الجزائر للقيم المنقولة بصغر الحجم وقلة السيولة، وقد تم إثبات صحتها من خلال تتبع مؤشرات بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (2000-2019).

- **الفرضية الرابعة:** يعتبر المناخ الاقتصادي ككل وحل العراقيل من أهم آليات تفعيل بورصة الجزائر، وهي فرضية صحيحة.

- **الفرضية الخامسة:** توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في كل سوق من الأسواق الناشئة المختارة وفي الجزائر. بناء على نتائج الدراسة القياسية تم التوصل إلى أنه فعلا سوق الأوراق المالية يسبب ويؤثر في النمو الاقتصادي. إلا أن هناك اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين مؤشرات تطور سوق الأوراق

المالية والنمو الاقتصادي، حيث أن بعضها أحادية الاتجاه وبعضها الآخر تبادلية، هذا فيما يخص الأسواق الناشئة محل الدراسة، بينما لم تكن هناك علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في حالة الجزائر.

❖ توصيات الدراسة

على ضوء النتائج المتحصل يمكن اقتراح ما يلي:

- تنوع أدوات الاستثمار المالي والتي تضمن للسوق توسعا وفعالية وتشجيع الفرص الاستثمارية وتقليل المخاطر أمام المتعاملين.
- على متخذي القرار العمل على تحسين ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية حتى تحقق ما هو مرجو منها في زيادة معدل النمو الاقتصادي طويل الأجل لما هذه الكفاءة من أهمية في توجيه الادخار الى مجالات الاستثمار المختلفة، كما أنها تقدم فرصا للاستثمار الأجنبي والاستثمارات الخاصة.
- نشر الوعي بين أفراد المجتمع من خلال النشريات المنتظمة والأيام الدراسية التي تبين أهمية سوق الأوراق المالية ودوره في تطوير الاقتصاد وخاصة في الدول النامية التي تعاني من الركود الاقتصادي.
- يستحسن تطوير الآليات والأساليب الهادفة الى رفع كفاءة البورصة والتخفيض من حدة التقلبات السعرية، من أجل جعل المستثمر له القدرة أكثر على التخطيط ورسم الاستراتيجيات الفعالة.
- المضي قدما في مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للانضمام والاستثمار في البورصة.
- الاهتمام بالجانب الديني وخلق أوراق مالية تتماشى مع طرق التمويل الإسلامي لرفع الحرج عن المتعاملين بها.

❖ آفاق الدراسة

بعد التعرض لهذا الموضوع ودراسته واستخلاص النتائج منه يظهر جليا أن مجال البحث فيه ما يزال مفتوحا، وخاصة بانتشار الأدوات المالية الإسلامية في بعد الأسواق وأصبحت أكثر جاذبية للمستثمرين من الأدوات التقليدية، فإننا نقترح موضوع دور سوق الأوراق المالية الإسلامية في النمو الاقتصادي بالتطبيق على الأسواق الناشئة التي تتعامل أسواقها بالأدوات المالية الإسلامية أو بعض الأسواق العربية كإضافة أخرى للدراسات التي بحثت في موضوع القطاع المالي والنمو الاقتصادي.

أولاً: الكتب

1- الكتب باللغة العربية

- 1- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 2- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر، عمان-الأردن، 2012.
- 3- إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظرية، نماذج، استراتيجيات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2011.
- 4- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال (الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات)، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 2011.
- 5- جمال جويدان الحمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002.
- 6- حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب)، دار البداية ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2013.
- 7- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2001.
- 8- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994.
- 9- ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال أدواتها الأسهم والسندات)، منشورات إيماج، الجزائر، 1998.
- 10- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1997.
- 11- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2005.
- 12- عبد الوهاب الأمين، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الحالة للنشر، عمان-الأردن، 2002.
- 13- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2008.

قائمة المراجع

- 14- كامل البكري، التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت-لبنان، 1986.
- 15- محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية-مصر، 2000.
- 16- محمد البناء، أسواق النقد والمال " الأسس النظرية والعملية "، زهراء الشرق للنشر والتوزيع، مصر، 1996.
- 17- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، 2002.
- 18- محمد صالح الحناوي، جلاي إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2005.
- 19- محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، مفهوما، نظرياتها، سياستها، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية-مصر، 2003.
- 20- محمد صبح، التحليلي المالي والاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، مصر، الطبعة الثانية، 1996.
- 21- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، 1993.
- 22- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية-مصر، 2006.
- 23- مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية (نظريات وسياسات وموضوعات)، دار وائل، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 24- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1996.
- 25- وان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2003.
- 26- نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس-ليبيا، 1998.
- 27- هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر، عمان-الأردن، 2005.

28- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية معاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003.

2- الكتب باللغة الأجنبية

1- E. Tchemeni & P. Mordaco & D. Grimbert, les marchés émergents, édition Economica, paris, 1995.

2- Régis Bourbonnais, exercices pédagogiques d'économétrie, 2^{ème} édition, Economica, paris, France, 2012.

ثانيا : المجلات والدوريات العلمية

1- إيمان عبد المطلب، مؤشرات قياس سيولة الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 23، العراق، 2011.

2- دنيا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرافدين، العدد 92، المجلد 31، 2009، جامعة الموصل، العراق، 2009.

3- علي حسين المقابلة وسمير فهمي برهومة، كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف، مجلة الإدارة العامة، الأردن، العدد 4، 2002.

4- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، عدد 7، 2010.

5- يونس مفيد ذنون، الدباغ مثنى عبد الرزاق، الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 91، الموصل، العراق، 2008.

ثالثا : الأطروحات والمذكرات الأكاديمية

- 1- أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2014/2013.
- 2- أعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهرة، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015) - المعوقات والأفاق-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات قبل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة المسيلة، 2017-2016.
- 3- بلقلة إبراهيم، آليات تنويع وتنمية الصادرات خارج المحروقات وأثرها على النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2009/2008.
- 4- بن صوشة ثامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية "دراسة حالة الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2009/2008.
- 5- بوضياف عيبر، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة pgs، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.
- 6- بوعراب رابح، أثر مستوى التعليم على النمو الاقتصادي (دراسة اقتصادية قياسية لحالة الجزائر في الفترة 1982-2005)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- 7- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
- 8- جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2018/2017.
- 9- دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية (دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، قسنطينة، 2002/2001.

- 10- رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة الجزائر و تونس و المغرب) ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، تخصص إدارة مالية ، جامعة قسنطينة ، الجزائر، 2010/2011.
- 11- سامية زيتاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (حالة أسواق الأوراق المالية العربية)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004.
- 12- سيدي احمد كبداني، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية (دراسة تحليلية وقياسية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2013.
- 13- عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة (دراسة حالة سوق الأسهم السعودي)، مذكرة تخرج لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، جامعة قالمة، 2015/2016.
- 14- عبد الرزاق بن هارون، إستراتيجية ترقية الصادرات غير التغطية وأثرها على النمو الاقتصادي في الجزائر (القطاع الزراعي- حالة التمور الجزائرية-)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير بترولي، جامعة ورقلة، 2012/2013.
- 15- عبد الغفور ددان، تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي (دراسة حالة السوق المالي للإمارات والجزائر باستخدام نموذج متعددة العوامل 2001/2013)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015/2016.
- 16- عدة أسماء، أثر الإنفاق العمومي على النمو الاقتصادي في الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة وهران 2، الجزائر، 2015/2016.
- 17- قابوش فريال، أثر التنويع الاقتصادي على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2015، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة أم البواقي، 2017/2018.

قائمة المراجع

- 18- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية " دراسة حالة الجزائر "، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998-1999.
- 19- مصبيح أحمد، الاستثمار المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002.
- 20- معطى الله أمال، آثار السياسة المالية على النمو الاقتصادي (دراسة قياسية لحالة الجزائر 1970-2002)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2014/2015.
- 21- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015.

رابعاً: المؤتمرات والملتقيات العلمية

- 1- ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي " سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية "، المنعقد يومي 21-22 نوفمبر، بسكرة، 2006.
- 2- صالح إبراهيم السحيباني، سوق الأسهم السعودي والنمو الاقتصادي، علاقات الارتباط والسببية، اللقاء السنوي 16 حول خدمات المالية في السعودية، جمعية الاقتصاد السعودي، الرياض، 2007.
- 3- محمد براق، مداخلة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصادي الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، المنعقد أيام 22-23 أبريل، 2003.

خامساً: مواقع الإنترنت الرسمية

- 1- Hooi-Hooi Lean, Marwan Halim et Keung Wong Wing, Bivariate causality between stock prices and exchange rates and stock prices on major Asia countries, 2000.
- 2- www.baseco.monash.edu/eco/research/papers/2005/1005consulity.pdf

- 3- <https://nabdalg.7olm.org/t1393>
- 4- <http://www.sgbv.dz/ar/?page=so,ciete-coteb>
- 5- <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.Pdf>
- 6- Jean Christian Lambelet, Coursde modèles macroéconomique, 2001.
- 7- www.hec.unil.ch/modmacro/receil.pdf
- 8- www.sgbv.dz
- 9- www.worldbank.org

سادسا: مراجع أخرى

- 1- الجريدة الرسمية الجزائرية: قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم لمرسوم تشريعي رقم 10/93، المادة: 12-13، العدد: 11، 2013/02/19.
- 2- بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس حلقة حول مواضيع متعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية مقدمة لطلبة السنة الثالثة شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، 2016/2015.
- 3- حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998.

- الملاحق -

الملاحق

الملحق رقم (1): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2019)
الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
8.86	46.41	55.99	120.65	2000
0.52	17.68	22.67	128.23	2001
5.39	20.46	25.51	109.67	2002
5.79	28.43	41.48	145.93	2003
6.78	29.84	43.44	145.59	2004
5.33	24.73	31.10	125.77	2005
5.58	29.35	42.50	144.80	2006
6.30	47.54	79.90	168.07	2007
4.83	43.50	35.67	81.99	2008
-1.51	27.95	39.97	143	2009
7.42	28.09	45.01	160.26	2010
5.29	32.94	43.74	132.78	2011
5.47	26.50	39.33	148.39	2012
4.69	28.41	43.98	/	2013
6.01	31.08	42.20	/	2014
5.09	29.11	36.99	/	2015
4.45	27.01	32.63	/	2016
4.74	30.06	43.08	/	2017
4.74	34	37.74	/	2018
4.33	26.89	/	/	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (2): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في اندونيسيا خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
4.92	48.12	7.82	16.25	2000
3.64	41.91	6.01	14.33	2001
4.50	41.20	6.33	15.37	2002
4.78	23.35	5.44	23.28	2003
5.03	29.87	8.52	28.52	2004
5.69	34.21	9.75	28.48	2005
5.50	29.03	11.06	38.10	2006
6.35	44.84	21.96	48.98	2007
6.01	76.80	14.87	19.36	2008
4.63	40.05	15.95	3983	2009
6.22	28.98	13.83	47.73	2010
6.17	27.04	11.81	43.69	2011
6.03	21.47	10.02	46.65	2012
5.56	28.52	10.83	/	2013
5.01	21.49	10.18	/	2014
4.88	21.24	8.72	/	2015
5.03	21.23	9.70	/	2016
5.07	17.77	9.11	/	2017
5.17	21.50	10.04	/	2018
5.02	22.50	/	/	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (3): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في سنغفورة خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
9.04	62.26	99.04	159.07	2000
-1.07	61.45	79.17	128.84	2001
3.91	62.12	68.13	109.67	2002
4.54	63.53	96.61	152.08	2003
9.82	50.95	96.33	189.07	2004
7.36	45.32	91.25	201.35	2005
9.01	48.37	125.06	258.55	2006
9.02	70.72	210.72	297.98	2007
1.87	95.49	130.69	136.86	2008
0.12	52.74	130.74	247.87	2009
14.53	47.25	127.52	269.89	2010
6.34	45.91	98.33	214.17	2011
4.46	34.08	88.36	259.27	2012
4.84	37.44	90.62	/	2013
3.94	26.65	63.71	/	2014
2.99	30.94	64.29	/	2015
3.24	31.93	59.12	/	2016
4.34	27.90	64.90	/	2017
3.44	31.94	60.28	/	2018
0.73	16.38	/	/	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (4): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في هونغ كونغ خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
7.66	59.83	217.28	363.14	2000
0.56	47.07	140.61	298.74	2001
1.66	38.64	107.57	278.36	2002
3.06	38.18	169.07	442.79	2003
8.70	46.87	238.75	509.44	2004
7.39	39.92	231.97	581.04	2005
7.03	44.06	390.39	886.11	2006
6.46	75.94	952.67	1254.47	2007
2.13	118.02	715.17	605.97	2008
-2.46	61.31	660.26	1076.94	2009
6.77	54.87	650.63	1185.86	2010
4.81	63.64	578.22	908.62	2011
1.70	38.02	409.98	1078.30	2012
3.10	40.86	459.56	/	2013
2.76	44.88	497.82	/	2014
2.39	64.95	668.64	/	2015
2.17	40.88	421.09	/	2016
3.79	43.38	571.61	/	2017
2.86	59.35	625	/	2018
-1.19	37.19	/	/	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (5): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
4.25	/	5.49	/	2000
5.27	/	10.37	/	2001
5.78	/	13.78	/	2002
4.16	/	25.31	/	2003
8.57	/	46.24	/	2004
8.15	/	186.57	/	2005
8.09	/	128.09	/	2006
8.18	42.67	100.44	235.37	2007
7.23	75.76	122.05	161.11	2008
5.48	40.55	53.43	131.77	2009
2.31	27.86	32.08	115.18	2010
2.59	14.34	13.33	92.95	2011
2.65	10.12	8.70	85.96	2012
2.83	13.30	10.06	/	2013
3.10	12.10	8.51	/	2014
2.39	13.97	9.34	/	2015
2	10.67	6.59	/	2016
2.12	9.74	5.73	/	2017
1.94	10.39	5.60	/	2018
2	8.01	/	/	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (6): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تركيا خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
6.64	238.08	60.80	25.54	2000
-5.96	135.74	32.80	24.16	2001
6.43	188.58	28.51	15.12	2002
5.61	143.51	31.47	21.93	2003
9.64	149.10	36.21	24.28	2004
9.01	124.83	39.83	31.91	2005
7.11	140.77	40.99	29.12	2006
5.03	114.15	48.06	42.10	2007
0.85	188.15	28.94	15.38	2008
-4.70	134.98	48.51	35.94	2009
8.49	133.33	52.24	39.18	2010
11.11	183.22	43.37	23.67	2011
4.79	113.87	41.07	36.06	2012
8.49	191.19	39.37	/	2013
5.17	168.25	39.58	/	2014
6.09	185.15	40.67	/	2015
3.18	168.60	32.63	/	2016
7.47	165.76	44.25	/	2017
2.83	247.76	47.94	/	2018
0.88	187.94	/	/	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (7): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المكسيك خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
4.94	35.70	6.31	17.69	2000
-0.40	42.05	7.02	16.69	2001
-0.04	24.47	3.29	13.46	2002
1.45	18.84	3.16	16.80	2003
3.92	25.81	5.65	21.91	2004
2.31	22.79	6.21	27.25	2005
4.50	23.49	8.39	35.71	2006
2.29	29.62	11.20	37.78	2007
1.14	36.26	7.65	21.09	2008
-5.29	22.03	8.62	39.11	2009
5.12	24.46	10.50	42.95	2010
3.66	24.42	8.45	34.62	2011
3.64	22.79	9.96	43.72	2012
1.35	31.12	12.84	41.27	2013
2.80	26.66	9.74	36.53	2014
3.29	25.77	8.86	34.36	2015
2.91	32	10.38	32.66	2016
2.12	26	9.42	36.02	2017
2.14	24.36	7.68	31.54	2018
-0.15	20.48	/	32.87	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (8): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تايلندا خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
4.46	66.16	15.29	23.12	2000
3.44	86.39	25.81	29.88	2001
6.15	90.72	30.74	33.88	2002
7.19	87.84	68.66	78.16	2003
6.29	101.34	67.63	66.74	2004
4.19	72.50	47.44	65.44	2005
4.97	69.21	43.75	63.20	2006
5.44	57.20	42.88	74.97	2007
1.73	102.84	36.40	35.39	2008
-0.69	71.56	44.95	62.81	2009
7.51	80.09	65.21	81.42	2010
0.84	80.18	58.05	72.40	2011
7.24	61.28	60.08	98.04	2012
2.69	98.74	83.25	/	2013
0.98	72.17	76.26	/	2014
3.13	77.79	67.61	/	2015
3.43	80.92	78.82	/	2016
4.07	61.87	74.58	/	2017
4.15	77.19	76.54	/	2018
2.37	/	/	/	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (9): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الشيلي خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
5.33	9.54	7.40	77.58	2000
3.30	7.23	5.74	79.33	2001
3.11	5.34	3.82	71.45	2002
4.09	8.74	10	114.39	2003
7.21	11.19	13.19	117.85	2004
5.74	14.98	16.63	111	2005
6.32	15.95	17.97	112.68	2006
4.91	21.21	26.01	122.64	2007
3.53	21.90	16.07	73.37	2008
-1.56	16.05	21.48	133.84	2009
5.84	16.95	26.51	156.40	2010
6.11	18.97	20.32	107.15	2011
5.32	14.84	17.40	117.30	2012
4.05	15.55	14.81	95.25	2013
1.77	11.63	10.41	89.52	2014
2.30	10.34	8.07	78.04	2015
1.71	11.27	9.58	84.84	2016
1.19	12.89	13.71	106.36	2017
3.95	17.37	14.61	84.07	2018
1.05	18.02	/	72.19	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (10): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في البرازيل خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
4.39	41.59	14.35	34.50	2000
1.39	34.62	11.53	33.29	2001
3.05	31.06	7.75	24.95	2002
1.14	30.05	12.62	42.01	2003
5.76	34.41	16.98	49.36	2004
3.20	36.01	19.17	53.23	2005
3.96	39.35	25.23	64.12	2006
6.07	47.12	46.20	98.04	2007
5.09	96.27	33.60	34.91	2008
-0.13	52.93	42.46	80.22	2009
7.53	58.76	41.11	69.97	2010
3.97	67.12	31.53	46.97	2011
1.92	67.75	33.74	49.79	2012
3	72.49	29.91	41.27	2013
0.50	76.33	26.23	34.36	2014
-3.55	85.62	23.30	27.22	2015
-3.28	73.56	31.25	42.24	2016
1.32	67.02	31.15	46.28	2017
1.32	83.90	40.80	48.63	2018
1.14	87.48	/	64.54	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org

الملاحق

الملحق رقم (11): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)

الوحدة: %

مؤشرات النمو الاقتصادي	مؤشرات سوق الأوراق المالية			
	TR	SMVR	MCR	
GDP				
3.80	/	35.09	22.15	2000
3	/	25.18	21.58	2001
5.60	/	3.59	15.41	2002
7.20	/	1.72	11.48	2003
4.30	/	0.84	10.07	2004
5.90	/	0.41	10.13	2005
1.70	/	2.37	6.9	2006
3.40	/	1.44	6.8	2007
2.40	/	2.14	6.5	2008
1.60	/	1.38	6.7	2009
3.60	/	1.19	7.9	2010
2.90	/	18.51	15.06	2011
3.40	/	3.60	14.03	2012
2.80	/	4.91	16.38	2013
3.80	/	4.14	15.10	2014
3.70	/	125.19	16.04	2015
3.20	/	80.55	53.01	2016
1.30	/	30.22	46.06	2017
1.40	/	20.61	45.86	2018
0.80	/	24.89	47.64	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org