

دور الأسواق المالية في تمويل استثمارات الدولة دراسة حالة الجزائر  
**The Role of Financial Markets in Financing State Investments**  
**Algeria case study**

جماع منخطار<sup>1</sup>، زيان عبد الكريم<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة طاهري محمد بشار، mokhtar.djamaa08@gmail.com

<sup>2</sup> جامعة طاهري محمد بشار، zianeabelkarimgrh@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2019/11/01 تاريخ القبول: 2019/11/17 تاريخ النشر: 2019/12/01

**ملخص:**

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان دور الاسواق المالية في تمويل استثمارات الدولة في الجزائر، ونظرا لضخامة تمويل بعض الاستثمارات لذا تضطر الدولة الى استحداث حلول خارج الميزانية المالية لتفادي الضغط الضريبي، فتعتمد إلى إصدار سندات او أسهم، حيث تسمح هاته الأوراق بتنشيط السوق المالي كما أنها تحقق أرباح بين المستثمرين الماليين وجمع مدخرات الافراد، لمناقشة هاته الدراسة اعتمدنا المنهج التحليلي، كانت النتائج اعتماد الجزائر على تمويل استثماراتها عن طريق صندوق ضبط الموارد الممول بفوائض العوائد النفطية حيث تعرض إلى الاستنزاف نظرا لانخفاض أسعار النفط، أما بالنسبة لإصدارها للأوراق مالية فهو ضعيف جدا، وعليه فهي تفقد مصدر تمويل للأجل الطويل .

**الكلمات المفتاحية :**

استثمارات الدولة؛ سوق المالي؛ تمويل استثمارات؛ السياسة المالية؛ اوراق المالية.

**Abstract:**

This study aims to show the role of financial markets in financing state investments in Algeria, and because of the large financing of some investments, the state is therefore forced to develop solutions outside the financial budget to avoid tax pressure, issuing bonds or shares. To discuss this study, we adopted the analytical approach. The results were Algeria's reliance on financing its investments through the Revenue Control Fund financed by surplus oil revenues, which was depleted due to low oil prices. As for its issuance of securities, it is very weak and therefore it loses a source of long-term financing

**Keywords:** State Investments; Financial Market; Financing Investments; Fiscal Policy.

المؤلف المرسل: جماع منخطار، الإيميل: mokhtar.djamaa08@gmail.com

## I. مقدمة:

تسعى الدول إلى تحقيق التنمية وزيادة نمو اقتصاداتها، حيث تلجأ إلى تنويع استثماراتها بين منتجة وخدمية، ومما لاشك فيه أن استثمارات الدولة تحتاج لتمويل بأموال ضخمة وبصفة مستمرة لتضمن استمرارية المشاريع، لهذا فأما تحتاج لمصدر تمويلي أو عدة مصادر تكون قادرة على احتواء تلك الاستثمارات بالمبالغ المطلوبة وفي الأمانة المحددة لها، تتعدد مصادر تمويل استثمارات الدولة بين ما هو تقليدي وما هو مستحدث، فمن بين الموارد التقليدية نجد إيرادات الضرائب لكنها لا تتجاوب مع احتياجات الدولة لأنها لا تستطيع رفع من إيراداتها مرة واحدة وإلا كان هناك هرب ضريبي وبرغم ذلك مازالت تعتبر من أهم الموارد، أو التحاء إلى المديونية الخارجية لكن هذا ما عانت منه بعض الدول بالسقوط في مستنقع الفوائد وتراكم الدين إلى ان يصل إلى التدخل في سياستها الداخلية، أما بالنسبة للدول ذات الاقتصادات الربعية فإنها تعتمد على إيرادات الفوائض النفطية فقامت بفتح صناديق سيادية لها، لكن طبيعة الأسواق النفطية أنها تتمتع بعدم الاستقرار ومعرضه إلى عدة صدمات لأنه تحكمها متغيرات لا يمكن التنبؤ بها ولا السيطرة عليها لذلك يبقى موردا غير مستقر، ومن بين مصادر التمويل المستحدثة ولها ميزة التمويل طويل الأجل وبمبالغ كبيرة هو إصدار أوراق مالية، هاته الأوراق المالية ميزتها أنها توفر الأموال وتنشط السوق المالي وتسمح بجمع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمار. لذا سنناقش في دراستنا هاته دور الأسواق المالية في تمويل استثمارات الدولة حالة الجزائر.

**إشكالية الدراسة:** تمحورت اشكالية الدراسة فيما يلي: هل هناك دور للأسواق المالية في تمويل استثمارات الدولة في الجزائر؟

**أهداف الدراسة:** نسعى من خلال هاته الدراسة إلى تبيان أهمية الأسواق الأوراق المالية كمصدر تمويلي للمشاريع الاستثمارية للدولة التي تتمتع بطول أجل الاستحقاق، والتأكيد على عدم الاعتماد على العوائد الفوائض النفطية لوحدها لأنها تتسم بعد الاستقرار.

**أهمية الدراسة:** تكتسي هذه الدراسة أهمية كبيرة نظرا لما تعانيه الجزائر من مشكل في تمويل استثماراتها، وهذا لاعتمادها على الفوائض النفطية، ونظرا للهزات التي حصلت في أسواق النفط أصبح من الصعب إتمام مشاريع كبرى، ومن هنا إضافة في مجرد التخطيط لمشاريع جديدة هذا كله سببه تضيق في مصادر التمويل.

**منهجية الدراسة:** تم اعتماد المنهج التحليلي من خلال جمع و تحليل البيانات المرتبطة بالسوق المالي ومدى مساهمته في تمويل استثمارات الدولة بالجزائر.

**هيكلية الدراسة:** انطلقا من أهداف هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى ثلاث محاور:

- استثمارات الدولة وطرق تمويلها.
- السوق المالي بين خيار تمويلي وسوق للاستثمار.
- طرق تمويل استثمارات الدولة وأثرها على الاقتصاد في الجزائر.

## II. استثمارات الدولة وطرق تمويلها

### II-1 استثمار الدولة:

الإفناق الموجه للاستثمار ويعتبر ضروريا لتحقيق الاستقرار الأممي اللازم لنمو الانتاج و ازدهاره، كما يعد إنفاقا ضروريا لتنظيم المعاملات وحافزا على جذب رؤوس الأموال الخاصة بصفة عامة والأجنبية منها بصفة خاصة. وهي تتضمن ما يلي (سعيد، 2008، ص493-494):

هي كل النفقات الرأسمالية والتي تستخدم في بناء وتشيد رأس المال الاجتماعي أو مشروعات البنية التحتية أو الأساسية مثل الكهرباء، المياه، الطرق، والمواصلات... إلخ مثل هذا النوع من الإنفاق سوف يزيد من القدرة الإنتاجية للمجتمع ويمثل حافزا قويا للقطاع الخاص للقيام بعمليات التوسع والإحلال والتجديد.

نفقات رأسمالية حكومية تستخدم في تكوين رأس المال البشري مثل الإنفاق على التعليم والصحة، والبحث العلمي والتدريب جميعها تساهم في زيادة قدرة وكفاءة عنصر رأس المال البشري وزيادة القدرة على الابتكار والتجديد وإدخال الوسائل الحديثة في الإنتاج والنقل والتوزيع... إلخ.

الإفناق الحكومي الرأسمالي على الأمن والدفاع والعدالة... إلخ فإنه يتمثل في مشتريات الحكومة من المعدات والأجهزة... إلخ اللازمة لتأدية هذه الوظائف، أما الإنفاق على الأجور والمرتبات والمستلزمات اللازمة لقيام الحكومة بتأدية وظائفها فإنه يمثل المكون الاستهلاكي من النفقات الحكومية.

### II-2 طرق تمويل استثمارات الدولة:

#### II-2-1 الضرائب:

تعتبر الضرائب من أهم مصادر إيرادات الدولة في العصر الحديث ولم يعد ينظر إلى الضريبة على أنها أداة لتمويل النفقات الحكومية فقط بل أصبحت أداة هامة تعتمد عليها الدولة في تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية.

وأصبح ينظر إلى الضريبة على أنها فريضة إلزامية تقوم الدولة بتحديدتها بم تمتع به من سيادة، ويلتزم الممول بأدائها متى انطبقت عليه شروطها دون مقابل تحقيقا لأهداف المجتمع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، ونظرا لما تتمتع به الضريبة من خصائص وبصفة خاصة خاصتي الإلزام وبلا مقابل فإنها تعد من أفضل الوسائل لتمويل الحاجات العامة.

لكن إذا زاد الضغط الضريبي عن حد معين يؤدي إلى :

العيب الزائد للضرائب: يترتب على فرض الضريبة بصفة عامة تحويل لقوة شرائية من أيدي المستهلكين إلى الحكومة، ونتيجة لذلك من المتوقع أن يترتب على فرض الضريبة حدوث اختلال في اختيارات المستهلكين بين السلع والخدمات الاستهلاكية، اختلال في اختيارات المنتجين بين التوليفات المختلفة من المدخرات الإنتاجية، وهذا الاختلال بنوعيه (جانب الاستهلاك - جانب الانتاج) يترتب عليه عبء ضريبي والدي يتحمله المجتمع من خلال تفاعل كل من أثري الدخل والإحلال (سعيد، 2008، ص 253):

- أثر الدخل: عندما يتم فرض الضريبة أو زيادة معدلها فإن القوة الشرائية المتاحة للمستهلك سوف تنخفض الأمر الذي يترتب عليه انخفاض الكميات المشتراة من السلع والخدمات الاستهلاكية .
- أثر الاحلال: نتيجة لفرض الضريبة سوف تتأثر الأسعار النسبية للسلع والخدمات مما يحفز المستهلكين على إحلال بعض السلع التي أرخص نسبيًا محل السلع التي أصبحت أعلى نسبيًا لعد فرض الضريبة.
- التهرب الضريبي: وهو ظاهرة اقتصادية و ضريبية خطيرة تتمثل في محاولة المكلف التخلص كليًا أو جزئيًا من العبء الضريبي المكلف به، وذلك من خلال اتباع أساليب وأعمال تخالف روح القانون ، وقد تصل إلى حد مخالفة نصوصه، وبالتالي عدم قيام المكلف بدفع الضريبة أو الوفاء بالتزاماته كليًا أو جزئيًا اتجاه الدوائر المالية مما يؤثر في حصيللة الخزينة العامة من الضريبة (أحمد ، 2012، 172).

## II -2-2 المديونية الخارجية:

إن سوق لأوروبية للدولار والتي كانت ندوة مقفولة لم تفتح أبوابها لمستقرضي البلدان الاشتراكية والبلدان النامية إلا بعد سنة 1982، وفي السابق لم تتمكن من اللجوء إليها إلى بعض البلدان المحظوظة من طرف الرأسمالية الأمريكية، كالبرازيل والمكسيك ، ومنذ سنة 1995 أصبحت أرصدة البلدان العربية المنتجة للبتروول أو البترو- دولارات أهم مصدر تمويل لهذه السوق اثر الارتفاعات المتوالية في أسعار النفط منذ أواخر 1973 .

واستخدمت بذلك المديونية الخارجية كآلية أساسية لنقل أعباء الأزمة إلى مجموع البلدان النامية، ومن البداية استخدمت إعادة تدويل الفوائض النفطية كآلية هامة من آليات تشغيل الرأسمالية المعاصرة، ومن ثم استخدمت المديونية الخارجية كضرورة لاستمرار المصارف التجارية في قبول الودائع المتضخمة المتدفقة من البلدان النفطية، وتوفير القروض لتمويل مشتريات البلدان النامية من منتجات العالم الصناعي، مما ساعد على تخفيف وطأة الركود بداخله.

في السبعينات واجهت البلدان النامية ضرورات تحديث الهياكل الأساسية لخدمة المشروعات الخاصة والعامة الجديدة، ومع قلة الموارد التقليدية لتمويل الإنفاق العام، ومع تزايد عجز ميزان المدفوعات نتيجة ضعف التصدير وتزايد الاستيراد، فضلت أغلبيتها الإسراع بالتنمية عن طريق التمويل الخارجي ومن ثم لجأت إلى القروض الخارجية، وكان هناك وهم أن القروض سوف ترد بالدولار، وأن التضخم يخفض من قيمة الدولار فكان الاعتقاد سائدًا برد الديون بدولار رخيص غير أن ارتفاع أسعار الفائدة وارتفاع أسعار الفائدة صرف الدولار، وإعادة جدولة الديون بأسعار فائدة أعلى قد عمل كله على زيادة حجم الديون فتمت نموًا خياليًا، فمقارنة حجم تطور المديونية الخارجية مع تكاليف خدمة هذه الديون بالنسبة للدول النامية، يتضح أن هذه الأخيرة أصبحت تقتض لتسديد المستحق من ديونها السابقة (أقساط وفوائد) وبذلك فقدت عملية الاقتراض الخارجي أهم أهدافها وهو الحصول على موارد مالية إضافية لتمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ومع اندلاع أزمة الديون أخذت الدول الدائنة تمارس كافة الضغوط الممكنة على البلدان المدينة فخفضت كافة أنواع التدفقات المالية إليها من معونات اقتصادية وقروض مصرفية واستثمارات مباشرة، وتدخل الصندوق وفرض

على الدول النامية القيام ببرامج إعادة الهيكلة وتمثلت حلول الصندوق بالتالي (قاسم و براق ، 2014، ص ص 44-42):

إتباع سياسة تقشفية لتخفيض العجز الداخلي والخارجي، وجعل سعر الصرف واقعياً، وكان على الدول المدينة تخفيض قيمة عملاتها.

التخلي عن القطاع العام وبيعه إلى القطاع الخاص.

إيقاف حركة الإقراض وإيجاد البديل المتمثل في فتح أبواب الاقتصاد الوطني أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، وذلك من خلال إنشاء الاسواق المالية.

## II-2-3 الإصدار النقدي الجديد:

تلجأ الدولة إلى هذا النوع من التمويل عندما تواجه زيادة في نفقاتها العامة لا تستطيع أن تحصل عليها من إيراداتها العامة والخاصة، ويستخدم هذا النوع من التمويل في سد النقص الحاصل في النفقات العامة، إلا أنه سلاح ذو حدين إذ يساعد الدولة على فك ضائقتها المالية من جهة، أو قد يولد آثاراً سلبية على الاقتصاد من جهة أخرى وبخاصة إذا ما انخفضت مرونة الجهاز الإنتاجي ، مما يولد آثاراً تضخمية قد تخرج عن السيطرة في كثير من الأحيان وبخاصة في الدول النامية (أحمد و أحمد ، 2017، ص32)

## II-2-4 إصدار أوراق مالية :

تعتبر من أهم أنواع التمويل طويل الاجل مثل إصدار أسهم عادي أو ممتازة أو إصدار سندات وهي كما يلي (أحمد ب ، 2008، ص ص48-58) :

الاسهم العادية: هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الاجل (أبدية طالما الشركة مستمرة) تمثل مستند ملكية، له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وكذلك قيمة تصفيه، وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المكتوبة على الصك أو قيمة السهم، وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الاسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية للسهم فهي تمثل سعر تداول السهم في سوق رأس المال، وأخيراً تتمثل قيمة التصفيه للسهم في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملة الاسهم الممتازة.

الاسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز مستند الملكية، وأن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي، ولهذا المستند قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي، حيث يحسب قيمته الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر بدفاتر الشركة على عدد الأسهم المصدرة، بمعن آخر أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة.

السندات : يمثل السند مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضاً الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة

الاسمية، بمعنى آخر أن السندات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المقترض والمقرض، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة.

## II-2-5 صناديق السيادية

يرجع السبب الرئيسي وراء ارتفاع حجم الصناديق السيادية وكثرة الزخم رافقها إلى ارتفاع أسعار النفط وشيوع العولمة المالية واستمرار الاختلالات في النظام المالي العالمي، ما أدى إلى تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى بعض البلدان. وفي ظل صعوبة تحديد أحجامها واستثماراتها الصناديق السيادية على المستوى العالمي.

**تعريف الصناديق السيادية:** كان من الصعب تشكيل تعريف موحد لها إلا أن من بين التعاريف التي صاحبت تكوين وانتشار الصناديق السيادية ما يلي (المهدي ، 2012، ص ص 174-176):

- **الصندوق النقد الدولي:** عرفها بأنها " صناديق أو ترتيبات الاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة ، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة. أما الأصول المستبعدة من صناديق الثروة فهي تتضمن احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية للأغراض التقليدية المتعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، أو أصول المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة، أو الأصول التي تدار لصالح أفراد.

- **منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية:** لقد عرفت المنظمة صناديق الثروة السيادية بأنها " وسائط استثمار مملوكة للحكومة يتم تمويلها من موجودات الصرف الاجنبي " ، وتضيف وزارة الخزانة الأمريكية إلى ذلك بأنها " تدار بشكل مستقل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية " .

**تصنيف الصناديق السيادية:** ويتم تصنيف الصناديق السيادية تبعاً إلى مصادر دخلها إلى:

- **الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:** هي صناديق تكونها الدولة المصدرة للمواد الأولية وأساساً النفطية، وهي تمثل عملية تحويل للثروة من شكلها الطبيعي إلى شكل آخر من الأصول
- **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:** حققت بعض دول أمريكا اللاتينية غير النفطية، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية، فوائض في مدفوعاتها الجارية حولت جزء منها إلى صناديق سيادية بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطات نقدية أو استثمارات بما يحقق لها عوائد.
- **الصناديق الممولة بعوائد الخصخصة:** من كون المؤسسات الخصخصة ملك لجميع الأجيال، تقوم الدول التي تقوم بعمليات الخصخصة لمؤسساتها العمومية، بتحويل كل أو جزء من عوائد الخصخصة إلى صناديق سيادية.
- **الصناديق الممولة بفائض الميزانية:** تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضاً في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية

من جهة ثانية، وعندما تتوالى هذه الفوائض تلجأ الحكومات إلى تكوين صناديق سيادية استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

## II. السوق المالي بين خيار تمويلي وسوق للاستثمار.

### 1- تعريف السوق المالي:

هي آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى وحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، وبذلك فإن السوق التمويلية تحول الموارد المالية من الوحدات التي تملك لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية، وتمتلك القدرة على الاستثمار (شوقي و مصطفى ، 2014، ص ص 109-110).

### II - 2 أسواق نظامية و أسواق غير نظامية:

تجري النشاطات المالية في نوعين رئيسيين من الأسواق يعرف أحدهما بالأسواق النظامية والآخر بالأسواق غير النظامية هما (حسام، 2012، ص 33):

1) **الأسواق النظامية:** تتبع الأسواق النظامية القواعد، الأنظمة، الأساليب، و الإجراءات المعتمدة في الأسواق المركزية الرسمية التي ترتبط بها في تسيير عملياتها و نشاطاتها. كما يقصد بالأسواق المنظمة تلك الأسواق المالية التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، أين توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، كما يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب.

2) **الأسواق غير النظامية:** فهي أسواق مالية لا تخضع للمحددات و الأساليب و التنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق النظامية، وبالتالي فإن نشاطات هذه الأسواق لا تجري وفق تشريعات البورصات الرسمية، ولا تعتمد تنظيمات إدارية محددة لنشر و تبادل و توثيق الأدوات المالية، غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدول التي تدار فيها أعمالها، فهي بعبارة أخرى تتقيد بإطار محدد من العمليات شبه المنظمة و تخضع في النهاية لرقابة الرسمية كأى سوق مالية نظامية.

### II - 3 الوظائف الاقتصادية لأسواق المال:

تمتلك أهمية ووظائف السوق المالي فيما يلي (مصطفى، 2010، ص 28):

1) **تنمية الادخار:** عن طريق تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد حيث تشجع السوق الاوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة للمدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، وميزتهم أنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، هذا يساعد على الحد من التضخم كما يساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمار.

2) **المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقرضين):** فالمقرضون يقومون بتخفيف نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى

في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فاعلم سوف ينتجون دخولا أعلى وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل فئات المجتمع.

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

**المساعدة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي:**

إن عملات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء الأوراق المالية.

**المساهمة في تحقيق كفاءة عالية:** وذلك بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحب نمو وازدهار اقتصادي.

### **III. طرق تمويل استثمارات الدولة وأثرها على الاقتصاد في الجزائر.**

#### **III - 1 البرامج الاستثمارية العامة:**

من بين الخصائص التي تميزت بها البرامج الاستثمارية نذكر (صالح، 2013، ص ص 18-20):

**الارتفاع الكبير للمخصصات الاستثمارية:** إن الارتفاع الكبير للمخصصات الاستثمارية الأولية من برامج دعم الإنعاش الى البرنامج الخماسين بمجموع تجاوز 350 مليار دولار خلال الفترة 2001-2010 تضاف لها المبالغ- المخصصة للبرنامج التكميلي لفائدة ولايات الجنوب (377 مليار دينار) والبرنامج التكميلي لفائدة ولايات الهضاب العليا ( 693 مليار دينار) والبرنامج التكميلي للقضاء على السكن غير الملائم (800 مليار دينار) تبلغ كليا حوالي 1870 مليار دينار أي ما يعادل 25 مليار دولار، فتصبح إجمالي مخصصات تلك البرامج حوالي 375 مليار دولار (أي 28000 مليار دينار).

هذا بالإضافة الى المبالغ المتبقية للبرنامج المنتهين والمتوقعة للبرنامج الخماسي الثاني والتي لاتقل عن 150 مليار دولار، مما يرفع حجم الاستثمارات العامة الى 500 مليار دولار بنهاية سنة 2014. إن هذا الارتفاع ادى الى تجاوز قدرة الأجهزة المؤسسية على مختلف المستويات في التحكم والتسيير العقلاني لتلك الاستثمارات وإدارتها بكفاءة. وبقدرة ما يدل ذلك التزايد على تنامي الجهود الاستثمارية التنموية وتزايد آثارها الإيجابية، فإنه يبرز من جهة أخرى ضعف الكفاءة التحكومية للأجهزة الرسمية في تسيير تلك المخصصات. كما أن تلك الحجم قد فاقت الطاقة الاستيعابية الاستثمارية المرتبطة بحجم الإمكانيات الداخلية الواقعية.



ارتفاع تكاليف المشاريع المقامة : إن محدودية قدرات مكاتب الدراسات في مجال دراسة جدوى المشاريع المقامة، وتقدير تكاليفها الحقيقية، ذلك أن العدد الكبير من المشاريع ضمن برامج متعددة، وضغوط القيود المتعلقة بإجراءات التفاوض للشروع في عملية الإنجاز والقيود بالمدد الزمانية، أدى إلى المبالغة في تقدير قيمتها، وتجاوزها أحيانا للمتوسطات العالمية والإقليمية المماثلة. فتكلفة إنجاز الكلم من الطرق السيارة ذات الاتجاهين تصل إلى متوسط يتراوح بين 2 إلى 3 مليون أورو في كل من إسبانيا، البرتغال، الدنمارك والسويد، وتبلغ تلك التكلفة في فرنسا وألمانيا حوالي 4 إلى 6 مليون أورو، وبلغت تكلفة الطريق السيارة المغربي مراكش / أغادير التي تعبر جبال الأطلس الكبير حوالي 2.7 مليون دولار في حين تجاوزت تكلفة الكلم بالنسبة للطريق الجزائري شرق غرب 10 مليون دولار وهذا يعني أنها أعلى من المتوسط العالمي بمعدل يتراوح بين 30 إلى 50 %.

### ارتفاع حجم الاستثمارات العامة المتبقية :

الجارية بعد انتهاء فترة البرنامج المحددة الزمانية، ومرافقها من إعادة تقييم المشاريع بسبب ارتفاع أسعار المدخلات أو الأخطاء في الدراسات الأولية، وتمديد آجال الصفقات، فقد بلغت قيمة المشاريع المتأخرة في 2004/2001 حوالي 1216 مليار دينار ( 12 مليار دولار)، وحوالي 9680 مليار دينار ( أي 130 مليار دولار) بالنسبة للخمسة الأول 2009/2005.

تعدد البرامج الاستثمارية العامة: خلال الفترة 2001/2014، والإعلان على مشاريع تكميلية جهوية كتلك الخاصة بالجنوب والهضاب العليا، والسكن غير الملائم، البرامج التكميلية المحلية بالإضافة إلى الاستثمارات الإنتاجية الخاصة بالشركة الوطنية سونطراك بفروعها خلال المرحلة 2001/2014 وخاصة المقدر للفترة 2010/ 2016 والتي قد تتجاوز 70 مليار دولار. هذا الوضع جعل هناك صعوبة في معرفة المخصصات الاستثمارية العامة الحقيقية خلال فترات البرامج المخططة، وصعوبة أكثر في متابعتها وتقييمها ومعرفة حجم البرامج الجديدة.

عدم وجود خطط سنوية تفصيلية دقيقة ومرنة: يتم على أساسها تقدير الإمكانيات الحقيقية للإنجاز، وربط المخصصات الاستثمارية بالقدرات الواقعية والمدد الزمنية التي تتطلبها عمليات الإنجاز في إطار مراعاة المواصفات الفنية والهندسية، والتقيد بمعايير الجودة والإتقان.

### III- 2 طرق تمويل البرامج الاستثمارية بالجزائر

سوق الأوراق المالية بالجزائر: إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر للأوراق المالية تندرج في إطار الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي تبنتها الجزائر في نهاية الثمانينات وبالضبط في سنة 1988 ، وذلك في عدة قوانين اقتصادية ومالية تمثلت في القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات الاقتصادية العمومية وكذا القانون رقم 88-03 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة، حيث تم تقسيم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم ووزعت ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم. ومن هنا

ظهرت الحاجة الملحة لإنشاء سوق مالي في الجزائر (البورصة) يتم من خلاله تبادل هذه الأسهم، وبذلك تم إنشاء بورصة الجزائر لتتسجم مع إستراتيجية التنمية الجديدة التي تبنتها الجزائر .

الأسواق المكونة لبورصة الجزائر : تضم بورصة الجزائر للقيم المنقولة مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين المحليين الموزعين على سوقي الأسهم والسندات، أما أهم المؤسسات التي أدرجت أوراقها المالية كما يلي (عبد الوهاب وعمار، 2016، ص159):

- السوق الرئيسية: يوجد حاليا أربع ( 04 ) شركات كبرى مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:
- مجمع صيدال SAIDAL: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي EL AURASSI : الناشطة في قطاع السياحة؛
- أليانس للتأمينات ALLIANCE : الناشطة في قطاع التأمينات؛
- أن-سي-اروبية NCA : الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

الجدول (1): إصدارات شركات السوق الرئيسي في بورصة الجزائر حتى 2013

القطاع/الفئة	اسم الشركة	الرمز في البورصة	عدد الاسهم المتداولة	القيمة الاسمية
التأمينات	أليانس	ALL	1.804.511	380
الصناعة الغذائية	ان سي أ	ROUI	2.122.988	100
الفندقة	الأوراسي	AUR	1.200.000	250
الصيدلية	صيدا	SAI	2.000.000	250

المصدر: (عبد الوهاب وعمار، 2016، ص159)

سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورص القيم المنقولة(صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

سوق سندات الدين: أما بالنسبة لسوق سندات الاستحقاق نجد: شركة سونالغاز SONELGAZ ، الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI شركة النقل الجوي الجزائرية AIR ALG والجزائرية للاتصالات، وشركة سونطراك SONATRACH، فندق الرياض سطيف ERIAD المؤسسة المالية "الاتمان الإيجاري المغاربي بالجزائر MLA ، وبطبيعة الحال جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ استحقاق سنداتها، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة.

سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حالياً 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

### III - 3 تطور نشاط السوق المالي الجزائري

يمكن معاينة تطور نمو السوق المالي في الجزائر من خلال تحليل مؤشرات معدل الرسملة ومؤشر سيولة السوق.

مؤشر معدل رسملة السوق: وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

معدل رسملة السوق = قيمة الاسهم المدرجة في البورصة / الناتج الداخلي الخام

مؤشر سيولة السوق: تعني القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة والذي يمكن قياسه بالمؤشر معدل قيمة التداول.

معدل قيمة التداول: هذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي، إذن هو ويعكس ويعبر عن سيولة السوق بصفة عامة.

معدل قيمة التداول = الأموال المتداولة / الناتج الداخلي الخام

- إن الجدول التالي يبين معدل رسملة السوق في بورصة الجزائر

الجدول رقم (2) : رسملة السوق لبورصة الجزائر خلال الفترة 2000-2013 الوحدة مليار دج و%

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
قيمة الاسهم المدرجة	21.495	14.72	10.99	11.1	10.1	10.4	6.71
الأموال المتداولة	0.720	0.533	0.112	0.017	0.008	0.004	0.149
<b>PIB</b>	4098.8	4235.6	4455.3	5264.2	6150.4	7563.6	8520.6
مؤشر معدل رسملة	0.52	0.34	0.24	0.21	0.16	0.13	0.07
معدل قيمة التداول	0.017	0.012	0.002	0.0003	0.0001	0	0.0017
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
قيمة الاسهم المدرجة	6.46	6.5	6.55	7.9	14.96	13.028	13.82
الأموال المتداولة	0.960	1.218	0.896	0.677	0.321	0.673	0.720
<b>PIB</b>	9306.2	10993.8	9968.0	11991.6	14519.8	15843.0	16643.8
مؤشر معدل رسملة	0.06	0.05	0.06	0.06	0.10	0.08	0.08
معدل قيمة التداول	0.01	0.01	0.009	0.005	0.002	0.004	0.006

المصدر: (صالح و سالم، ص62)

فيما يخص مؤشر معدل التداول، فإن تتبع نتائج الجدول رقم (2) والتي توضح قيمة هذا المؤشر لبورصة الجزائر، يوضح لنا قيمة المعدل لم تتجاوز ما قيمته 0.01%، الشيء الذي يدل على أن بورصة الجزائر تعرف ركودا شبه تام في نشاطها، و بناء على ذلك فإن وزن البورصة في الاقتصاد الوطني ما يزال جدهامشي.

- أما فيما يتعلق بمؤشر معدل رسملة السوق يتضح لنا من خلال معطيات الجدول أنه هامشي، إذ سجل أعلى نسبة له خلال السنة 2000 ليشهد انخفاضا تدريجيا في بقية السنوات حيث سجل أدنى قيمة له سنة 2008، وهذا يدل على ضيق حجم بورصة الجزائر.

### III - 3 معوقات بورصة الجزائر:

لم تستطع بورصة الجزائر بعد مرور سنوات على إنشاءها تحقيق الأهداف التي كانت منتظرة منها، ولم تشهد تطورا مقارنة بالتطورات التي شهدتها بورصات البلدان المجاورة (المغرب وتونس)، فقد ضمت بورصة الجزائر على بعض المؤسسات التي تستثمر ضمن قسم القيم المنقولة، حيث يتم التداول على سندات رأس المال أو سندات الملكية (الأسهم) وسندات الدين، ومن أهم الأسباب التي كانت وراء عدم تطور بورصة الجزائر هي (بن شنهو، 2016، ص61-62):

**التضخم** : إن الارتفاع في معدلات التضخم يؤثر سلبا على حجم العمليات المالية، وعلى قيمة النقد، ومن ثم على القيمة الحقيقية لعوائد الأوقاف المالية، كما يضاف إلى ذلك التأثير السلبي على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتمامهم إلى ارتفاع الأسعار عوض التوظيف في السوق المالي. وقد عرفت الجزائر في بداية التسعينات ارتفاعا حادا في معدلات التضخم والذي كان من أهم الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور بورصة الجزائر.

**هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري** : إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا مع تبني خيار اقتصاد السوق الذي يتميز هيمنة القطاع الخاص، لكن في الواقع بقي القطاع العام يهيمن على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة مقارنة بالقطاع الخاص، كما تأخرت السلطات الجزائرية في تطبيق عمليات الخصخصة للمؤسسات التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة الأمر الذي زاد من عرقلة نموها وتطورها. وبالرغم من أن قوانين البورصة في الجزائر تشترط أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة المدرجة فيها هو شركة بالأسهم (SPA)، تبقى أغلب المؤسسات الخاصة في الجزائر مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة.

**عدم تنوع الأوراق المالية**: والذي يعود بالدرجة الأولى إلى قلة الشركات المدرجة في البورصة، كما أن حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين في بورصة الجزائر محدد بسقف معين من هذه الأوراق.

**غياب الشفافية وضعف النظام المعلوماتي**: لا يمكن لبورصة الجزائر أن تنمو في مناخ لا تسوده الشفافية التامة، كما أن الصعوبات التي يتلقاها المستثمر في الأوراق المالية للحصول على المعلومات التي تخص كل الشركات المدرجة في البورصة تؤثر عليه سلبا في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، ذلك لأن المعلومات التي يتحصل عليها تكون عموما غير واضحة، غير دقيقة وبطيئة.

**عدم ملائمة التشريعات القانونية** : لا تزال التشريعات القانونية تمنح كل الصلاحيات لوزير المالية في تعيين وعزل واستخلاف المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة، وفي استبعاد الممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء. كما أن الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية في التداول تبين رغبة السلطات الجزائرية المستمرة في المحافظة على الملكية العامة للشركات العمومية، فلو يفسح المجال أمام رأس المال الخاص (المحلي أو الأجنبي) كعمول للشركات العمومية ومراقب لأنشطتها سيضمن هذا عليها المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات الاقتصادية كما سيضمن هذا درجة التطور التي يفترض أن تطلع بها بورصة الجزائر أمام نظيراتها في المغرب وتونس.

**غياب ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري** : يقل إقبال الجمهور الجزائري على الاستثمار في بورصة الجزائر، وهذا راجع إلى عدم تعامل المجتمع الجزائري مسبقا مع هذا النوع من الأسواق المالية، فالمجتمع الجزائري يفتقر تماما إلى ثقافة البورصة، الأمر الذي يفسر عدم ثقته في مصداقية وفعالية هذا السوق.

العامل الديني: إن المجتمعات الإسلامية ومنها المجتمع الجزائري يرفض ويعارض بشدة فكرة الإستثمار في السندات التي تدر عائدا محددًا مسبقًا بمعدل فائدة معين، وعليه يستوجب تقديم أوراق مالية بديلة لهذه السندات تكون متناسبة مع خصائص المجتمعات الإسلامية.

### III - 4 الاعتماد على الإيرادات النفطية في تمويل الاستثمارات العمومية:

تمثل الإيرادات النفطية مصدرا أساسيا للموازنة العامة الأمر الذي يؤكد الاعتماد الكبير للدولة على عوائد القطاع النفطي والتي تعطي للحكومة الموارد اللازمة للإنفاق على القطاعات الأخرى وتمويل مشاريع التنمية. إن إيرادات النفط تتسم بدرجة عالية من التقلب وعدم الاستقرار وهو ما يتسبب في مشاكل عديدة على مستوى التخطيط للإنفاق وعدم الاستقرار على مستوى الاقتصاد ككل، فضلا عن هذا فإن هذه الإيرادات مشتقة من أصل قابل للنضوب (ين فرج و نوي ، 2015، ص68) .

### III - 4-1 ماهية صندوق ضبط الموارد :

على غرار الدول النفطية الأخرى قامت الجزائر بإنشاء صندوق ضبط الموارد، رغم أنه لنفس الأسباب قد تختار دولاً أخرى تسميات أخرى، لكن كلها لها هدف واحد وهو معالجة المشكلات الناشئة عن تقلبات إيرادات النفط، فهذه الصناديق كلها تمثل صناديق تثبيت أو صناديق ادخار للأجيال القادمة وهذا الصندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة ، وانشأ بموجب المادة 10 من القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000، ليحرر طبق لهذا القانون نوع وأهداف ومجال عمل الصندوق كما أدخلت عليه تعديلات على بعض القواعد المسيرة للصندوق من خلال قانون المالية لسنة 2004 وقانون المالية التكميلي لسنة 2006.

حيث أن هذا الصندوق يتمتع باستقلالية عن الموازنة العامة للدولة أي لا يخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أن الصندوق لا يخضع لرقابة البرلمان.

قانون فتح الصندوق : يفتح الصندوق في حسابات الخزينة وبالتدقيق في حساب

التخصيص رقم 103-302 بعنوان صندوق ضبط الموارد .

أولاً: في باب الإيرادات: أو مصادر تمويل الصندوق وهي متمثلة في (بن عبد الفتاح و حدادي، 2016، ص68):

- فوائض القيمة الجبائية الناتجة عن مستوى أسعار المحروقات عن تلك المتوقعة ضمن قانون المالية .

- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق .

ثانياً : في باب النفقات: وتم تحديد النفقات فيما يلي:

- ضبط نفقات الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي؛

- تخفيض الدين العمومي؛

### III - 5 مكانة الجباية البترولية ضمن الإيرادات العامة للدولة:

تعتبر المحروقات أحد أهم موارد الدولة الاقتصادية منذ تأميمها في 1971/02/20، وأصبحت المورد الأول لخزينة الدولة باعتبارها سلعة ضرورية جدا في مجال الصناعة، وقد استفادت منه الجزائر خلال سنواتها الأولى، وبقي عماد التنمية فيها حتى أيامنا هاته باعتبار أن الموازنة السنوية للدولة توضع حسب السعر المرجعي لبرميل النفط (حكيم، 2016، 248-249).

لعبت المحروقات دورا هاما في توفير التمويل لمختلف البرامج التنموية الثلاثة الأخيرة التي عرفتها الجزائر، وهذا من خلال إتباع الدولة لسياسة مالية توسعية تميزت باتساع رهيب في النفقات العامة، حيث يمكن توضيح دور الجباية النفطية في تمويل النفقات العامة للدولة من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (3) تطور الجباية البترولية ضمن الإيرادات العامة (2005-2014)

السنوات	الجبابة النفطية (مليار دج)	معدل نمو ج ب %	ج ب /إع %	ج ب/ن د خ %
2005	899.0	-	52.45	11.88
2006	916.0	01.89	49.73	10.77
2007	973.0	06.22	49.20	10.40
2008	715.4	76.30	59.10	15.53
2009	927.0	12.33	58.83	19.33
2010	1501.7	-22.07	48.84	12.52
2011	1529.4	01.84	43.83	10.53
2012	1519.0	00.68	39.93	09.59
2013	1615.9	6.38	41.48	9.75
2014	1577.7	-2.36	40.36	8.89

المصدر: (حكيم، 2016، 248-249).

- معدل نمو ج ب %: معدل نمو الجباية البترولية - ج ب /إع %: نسبة جباية البترولية /إيرادات العامة  
 - ج ب/ن د خ %: نسبة الجباية البترولية/ الناتج الداخلي الخام  
 من خلال مؤشر الجباية النفطية / الإيرادات العامة الذي يظهر في الجدول رقم (3)، والذي يوضح أن النسبة بلغت في سنة 2007 مقدار 49.20%، إلا أنها عرفت ارتفاعا خلال سنة 2008، حيث سجلت نسبة 59.10% كما سجلت سنة 2009 نسبة 58.83%. لتعود النسبة إلى الانخفاض بعد ذلك، حيث انتقلت

في سنة 2010 بنسبة 48.84 % إلى سنة 2012 بنسبة 39.93 % ثم سنة 2014 بنسبة 40.36 % ، وهذا ما يوضح محاولة التحول إلى الاعتماد على الموارد العادية في التمويل .

يظهر من هذا التحليل أن الدولة الجزائرية تعتمد على الجباية النفطية في تمويل نفقاتها العامة، إلا أنه في السنوات الأخيرة تحاول السلطات الجزائرية التوجه نحو الاعتماد على الموارد العادية. إلا أنه لا بد من الإشارة إلى عجز الموازنة العامة المزمّن وخاصة خلال السنوات الأخيرة والذي يغطي من فائض الجباية النفطية الموجه لصندوق ضبط الإيرادات والذي كان سابقاً يختص بتغطية المديونية العامة أما منذ سنة 2009 فبدأ يغطي العجز لذلك لا بد من معرفة القيمة الحقيقية للجباية النفطية بعد أخذ بعين الاعتبار العجز المغطى .

#### أثر عائدات النفط على صنع القرار الاقتصادي والميزانية المالية :

إن اعتماد الدولة في مداخيلها على الجباية البترولية معرض لصدمات الانخفاض في اسعار النفط وهذا بدوره يؤدي إلى (باية، 2017، ص 379) :

-انخفاض وتدهور إيرادات الجزائر بشكل كبير لم يسبق له مثيل ؛

-انخفاض شديد في احتياطي العملة الصعبة المقيمة بالدولار ؛

-ارتفاع عبء المديونية وخدمات الديون؛

-ارتفاع حجم التضخم النقدي؛

-اهتزاز المؤسسات الاقتصادية و تصفيتها.

هذه الآثار مجتمعة جعلت الحكومة الجزائرية مضطربة ومترددة في تنفيذ المشاريع الاقتصادية المسطرة فمنها ما ألغى ومنها ما نفذ، هذا من ناحية صنع القرار الاقتصادي، وأما من الناحية وإعداد الميزانية فكان هناك تباين واضح في الاختلالات المالية.

أثر انخفاض أسعار النفط على بعض المؤشرات:

الجدول رقم (04): يوضح مدى تأثير أسعار النفط على بعض المؤشرات الوحدة مليار . د

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الجباية البترولية	916	973	970.2	1628.5	1835.8	1472.4
جباية البترولية محصلة	2714	2711.85	4003.56	2327.67	2820.01	3829.72
الموارد العادية	751.92	829.16	953.8	1158.1	1245.7	1520
اقتطاعات ص.ض.إ.	709.63	1454.36	1223.62	364.28	791.94	1761.45
رصيد ص.ض.إ.	2931	3215.53	4280.07	4316.47	4842.83	5381.7
السنوات	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجباية البترولية	1561.6	1615.9	1557.73	1722.94	1682.55	2200.12



-	1603.4	1722.9	3388.35	3678.13	4054.3	جباية البترولية محصلة
335.394	3064.88	2961.71	2640.45	2204.1	1894.0	الموارد العادية
-	1333.85	2886.5	2965.67	2132.47	2283.2	اقتطاعات ص.ض.إ.
-	840	2072.5	4408.46	5563.51	5633.7	رصيد ص.ض.إ.

**المصدر :** قريبي نور الدين، تحديات تمويل الجماعات المحلية في ظل تراجع عائدات البترول ومتطلبات إصلاح المالية المحلية- حالة الجزائر خلال الفترة 2007-2016، ص 117-119.

\* جباية ب ت : جباية بترولية تقديرية حسب قوانين المالية. - \*\* جباية ب م: جباية بترولية محصلة فعلا..

\* ص.ض.إ: صندوق ضبط ايرادات

شهد صندوق ضبط الإيرادات استنزافا كبيرا لموارده المالية، حيث شهدت الاقتطاعات من الصندوق نموا إيجابيا (لأجل تمويل عجز الخزينة وتسديد تسبيقات بنك الجزائر، واقتطاعات الدين العمومي)، بينما عرف رصيد الصندوق فترات نمو إيجابي كنتيجة لتحسن مداخيل الجباية البترولية وأسعار النفط، في المقابل عرف رصيد الصندوق انخفاضا بنسبة -52.98% سنة 2015 مقارنة بسنة 2014، ثم بنسبة -59.46% سنة 2016 مقارنة بسنة 2014.

## VI- الخلاصة:

من خلال الدراسة تعرضنا لأنواع مصادر التمويل الممكنة لقيام الدولة باستثماراتها، لكن لكل واحد منهم حدوده وسليباته، حيث ناقشنا دور الأسواق المالية في تمويل استثمارات الدولة حالة الجزائر، فكانت النتائج المستخلصة من الدراسة بأن تركيز الدول الربعية مثل الجزائر على الفوائض النفطية كمصدر رئيسي للتمويل يجعلها عرضة لهزات اسواق النفط نظرا لطبيعة تلك الاسواق، مما يؤدي إلى توقيف المشاريع وممكن تكون على مشارف الانتهاء فتبقى معرضة للتخريب ودون استغلال، كما ان عدم استغلالها لسوق الاوراق المالية كمصدر للتمويل عن طريق طرح أسهم أو سندات بشكل جيد، يجعلها تخسر أهم مورد ميزته أنه طويل الأجل، ويسمح بتنشيط السوق عن طريق التداول كما يسمح بجمع المدخرات المالية المحمّدة للأفراد والمؤسسات.

## V- المراجع

- 1 - احمد جبر سالم و احمد جاسم محمد، (2017)، الاستثمار في البني التحتية ومصادر التمويل (الإصدار الطبعة الاولى)، لأردن، دار الايام.
- 2- الدين غضبان حسام . (بلا تاريخ). دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول المالية. مجلة التنظيم والعمل(3).
- 3- بوحطو حكيم. (2016). انعكاسات أسعار النفط على الموازنة العامة للجزائر (دراسة تحليلية للفترة 2005-2014 . مجلة الاقتصاد والتنمية، 06(02).

- 4- بوراس أحمد. (2008). تمويل المنشآت الاقتصادية . عنابة : دار العلوم للنشر والتوزيع.
- 5- جباري شوقي، و قمان مصطفى . (05, 01, 2014). السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر. مجلة التنظيم والعمل، المجلد 3(1).
- 6- جبر سالم أحمد ، و جاسم محمد أحمد . (2017). الاستثمار في البنية التحتية ومصادر التمويل (الإصدار الطبعة الاولى). الأردن: دار الايام.
- 7- خديجة دراجي باية. (2017). إخبار أسعار النفط : أسبابه و انعكاساته على مستقبل النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية للوضع الراهن لقطاع النفط الجزائري . مجلة الدراسات على الجزائر والعالم، 02(06).
- 8- دحمان بن عبد الفتاح، و عبد الغني حدادي. (سبتمبر، 2016). فعالية صندوق ضبط الموارد في إدارة الفوائض النفطية في الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية. جامعة طاهري محمد، 02(06).
- 9- زونية ين فرج، و نبيلة نوي . (2015). قراءة للبرامج التنموية في الجزائر خلال الفترة 2001-2014 الدور في تحقيق أهداف التنمية المستدامة، والتحديات الراهنة والمستقبلية. مجلة أبحاث ودراسات التنمية(02).
- 10- شاوش لمياء قاسم ، و محمد براق . (2014). تطور وحدود تمويل اقتصاديات دول العالم بأسواق المال . مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 1(10).
- 11- صالح صالحي . (2013). تأثير البرامج الاستثمارية العامة على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكنزوية واستراتيجية النمو غير المتوازنة الفترة 2001-2014. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير(13).
- 12- عبد الوهاب شمام وعمار زودة . طبيعة سوق الاوراق المالية الجزائرية : المشكلات والحلول . (2016). مجلة آفاق للعلوم، المجلد 01(02).
- 13- عبد السميع علام أحمد . (2012). المالية العامة المفاهيم والتحليل الاقتصادي والتطبيق (الإصدار الطبعة الاولى). مصر، المالية العامة المفاهيم والتحليل الاقتصادي والتطبيق، الاسكندرية: مكتبة الوفاء القانونية، عبد القادر صالح، و راضية سالم. (بلا تاريخ). الوساطة المالية لشركات التأمين وأثرها على تفعيل السوق المالي في الجزائر . مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، 3(09).
- 14- عبد العزيز عثمان سعيد. (2008). المالية العامة مدخل تحليلي معاصر . مصر، الاسكندرية: الدار الجامعية.
- 15- فريدة بن شنهو. (2016). واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية . مجلة العلوم الاقتصادية، 12(13).
- 16- كامل آل شبيب دريد . (2012). إدارة البنوك المعاصرة (الإصدار الطبعة الاولى). عمان، الاردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

- 17- ناصر المهدي . (سبتمبر, 2012). ناصر، استثمارات الصناديق السيادية العربية في الخارج والازمة الاقتصادية العالمية. مجلة الاقتصاد الجديد(04).
- 18- يوسف كافي مصطفى . (2010). بورصة الأوراق المالية . سوريا: دار رسلان،.