

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث المالي
جامعة العقيد أكلبي منذ أولحاج - البويرة -
كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علم التسيير

قسم علوم التسيير

مطبوعة في مقياس:

محاضرات في مقياس المؤسسة و الأسواق المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم تسيير

تخصص : إدارة مالية

من إعداد:

الدكتورة وهابي كلثوم

أستاذة محاضرة -أ-

السنة الجامعية: 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



صفحة	الموضوع
III-I	فهرس المحتويات
V	فهرس الأشكال
أ-ج	مقدمة
73-1	الفصل الأول: المؤسسة الاقتصادية و مصادر تمويلها
02	تمهيد الفصل الأول
03	المبحث الأول: مدخل للمؤسسة الاقتصادية
03	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
05	المطلب الثاني: أهداف المؤسسة الاقتصادية
07	المطلب الثالث: وظائف المؤسسة الاقتصادية
09	المبحث الثاني: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية
09	المطلب الأول: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا لمعيار الحجم
12	المطلب الثاني: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا للمعيار القانوني
17	المطلب الثالث: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا للمعيار الاقتصادي
18	المبحث الثالث: المؤسسة الاقتصادية و علاقتها بالمحيط
18	المطلب الأول: مفهوم المحيط و التأثيرات المتبادلة مع المؤسسة
22	المطلب الثاني: المحيط الداخلي للمؤسسة
24	المطلب الثالث: المحيط الخارجي للمؤسسة
26	المبحث الرابع: تمويل المؤسسة الاقتصادية
26	المطلب الأول: مفهوم التمويل و أهميته
29	المطلب الثاني: أنواع التمويل و وظائفه
33	المطلب الثالث: خطوات التمويل، مخاطره و ضماناته
38	المبحث الخامس: مصادر التمويل الداخلية
38	المطلب الأول: التمويل الذاتي
42	المطلب الثاني: رأس المال العامل

45	المطلب الثالث: مزايا و عيوب التمويل الداخلي
46	المبحث السادس: مصادر التمويل الخارجية
46	المطلب الأول: مصادر التمويل قصير الأجل
53	المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل
55	المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل
59	المبحث السابع: مصادر التمويل الحديثة
59	المطلب الأول: التمويل عن طريق الاعتماد التجاري
64	المطلب الثاني: التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال
67	المطلب الثالث: التمويل عن طريق عقد تحويل الفاتورة
69	المطلب الرابع: التمويل الإسلامي
73	خلاصة الفصل الأول
158-74	الفصل الثاني: الأسواق المالية و علاقة المؤسسة بها
75	تمهيد الفصل الثاني
76	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
76	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
79	المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية و عوامل نجاحها
82	المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية
84	المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية
84	المطلب الأول: تقسيم الأسواق المالية حسب طبيعة المعاملات أو الأوراق المالية المتداولة
88	المطلب الثاني: تقسيم الأسواق المالية حسب غرض التمويل و المنتجات المتداولة
92	المطلب الثالث: تقسيم الأسواق المالية حسب المجال المغطى
97	المبحث الثالث: أنواع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية
97	المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال
106	المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد
108	المطلب الثالث: الأوراق المالية المشتقة

113	المبحث الرابع: محفظة الأوراق المالية
113	المطلب الأول: تعريف محفظة الأوراق المالية و أهدافها
115	المطلب الثاني: تسيير محفظة الأوراق المالية
118	المطلب الثالث: محفظة الأوراق المالية المثلى
120	المطلب الرابع: إستراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية
122	المبحث الخامس: الاستثمار في الأوراق المالية
122	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية و أهدافه
124	المطلب الثاني: عائد الاستثمار في الأوراق المالية
129	المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
134	المبحث السادس: تنظيم و نمط تشغيل السوق المالي
134	المطلب الأول: تنظيم و سير سوق الأوراق المالية
136	المطلب الثاني: المتدخلون و الوسطاء في السوق المالي
141	المطلب الثالث: عمليات بورصة الأوراق المالية، أوامرها و تسعيرتها
145	المبحث السابع: كفاءة سوق الأوراق المالية و مؤشرات أداءها
145	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية و شروط تحقيقها
148	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
150	المطلب الثالث: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية
153	المطلب الرابع: بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
158	خلاصة الفصل الثاني
159	الخاتمة
161	قائمة المراجع



فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعاً لمعيار الحجم	01
16	تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعاً للمعيار القانوني	02
17	تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعاً للمعيار الاقتصادي	03
39	مراحل تشكل التمويل الذاتي	04
45	أنواع رأس المال العامل	05
47	مصادر التمويل قصير الأجل	06
55	أشكال التمويل الخارجي متوسط الأجل	07
64	مبدأ أو أساس شركات رأس المال المخاطر	08
77	آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة	09
96	تقسيمات السوق المالي	10
119	اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء	11
129	أصناف المخاطر الاستثمارية	12
132	العلاقة بين أصناف المخاطر الاستثمارية	13



مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية ركيزة الاقتصاد لما تلعبه من أدوار في تحقيق التنمية الاقتصادية و الرفاهية للمجتمع ، لذلك كانت محل جملة من الإصلاحات الهادفة إلى إخراجها من الصعوبات التي واجهتها على مر السنوات و في مقدمة ذلك إشكالية التمويل.

يعد التمويل من أساسيات إنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، إذ تحتاج المؤسسات إلى أدوات التمويل بأشكالها المختلفة ، وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة، لهذا تؤثر مشاكل التمويل على المؤسسات، وقد شكلت قرارات التمويل إحدى المواضيع الأساسية ضمن الإدارة المالية للمؤسسة.

كما تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق، باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية.

و شهدت الأسواق المالية تطورا كبيرا في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في الحياة الاقتصادية باعتبارها الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي، كما أن هذه الأسواق تتوفر على أدوات مالية من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات تسمح للمستثمرين تنوع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

يؤدي الاستثمار دورا مهما في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله ولعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة استثمارية، وتساعد المؤشرات في السوق رأس المال في بناء المحفظة الاستثمارية، يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق المال، أو مجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق، حيث يستخدم لكل سوق مؤشرا وعددا من المؤشرات لتقييمه.

لا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال بها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تسهم في التقييم للشركات المدرجة الذي يتم بناء عليه اتخاذ القرار الاستثماري كمجموعة عن تحليل للمعلومات المتوفرة والبيانات المتاحة للمستثمرين.

وتهدف هذه المطبوعة المعنونة ب: المؤسسة والأسواق المالية الموجهة لطلبة الإدارة المالية، إلى تعريف الطالب بالمؤسسة الإقتصادية وعلاقتها بالأسواق المالية، حيث جاءت في فصلين:

- الفصل الأول: المؤسسة الاقتصادية و مصادر تمويلها.
- الفصل الثاني: الأسواق المالية و علاقة المؤسسة بها.

الفصل الأول

المؤسسة الاقتصادية و مصادر

تمويلها

تمهيد الفصل الأول:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية ركيزة الاقتصاد الوطني لما تلعبه من أدوار في تحقيق التنمية والرفاهية للمجتمع، إذ أن المؤسسة بطبيعتها عبارة عن مجموعة عناصر تتفاعل بينها لتحقيق هدف أو مجموعة أهداف مرتبطة بالبيئة المحيطة التي تتأثر بها وتؤثر فيها والتي تسعى دوماً لتحقيق الربح وإشباع حاجيات الأفراد على المدى القريب أو كذا ضمان استمراريتهما وتواجدها في السوق على المدى البعيد بفضل استراتيجياتها و التسيير الأفضل لوظائفها خاصة منها الوظيفة المالية التي توفر و تدرس هيكل التمويل اللازم و المناسب للمؤسسة من أجل اتخاذ القرارات و مواصلة أعمالها .

لذلك كانت المؤسسة محل جملة من الإصلاحات الهادفة إلى إخراجها من الصعوبات التي واجهتها على مر السنوات وفي مقدمة ذلك إشكالية التمويل، لهذا لجأت إلى البحث عن طرق التمويل لا يكون لها تأثير سلبي على هيكلها المالي، سواء التمويل بالطرق التقليدية المصادر الداخلية و الخارجية للتمويل أو وفق مصادر تمويلية مستحدثة التي عرفتها مختلف المؤسسات، كإستراتيجية للبقاء، و تحقيق المنافسة و التنافسية من خلال ممارسة أنشطة تمويلية خاصة ك رأس مال المخاطر ، التمويل التاجيري ، عقد تحويل الفاتورة التمويلي، الذي يعتبر التقنية التمويلية التي فرضت نفسها كبديل متميز، يمكن من خلاله تجاوز الصعوبات التي تواجه المؤسسات، بالإضافة إلى التمويل الإسلامي الذي بدأ يأخذ هو الآخر حيز من الاهتمام من قبل المؤسسات.

سنحاول في هذا الفصل التعرف على المباحث التالية:

- المبحث الاول:مدخل للمؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الثاني: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الثالث: المؤسسة الاقتصادية و علاقتها بالمحيط.
- المبحث الرابع: تمويل المؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الخامس: مصادر التمويل الداخلية.
- المبحث السادس: مصادر التمويل الخارجية.
- المبحث السابع: مصادر التمويل الحديثة.

المبحث الأول :مدخل للمؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية في اقتصاد أي دولة، حيث تمثل الأداة الرئيسية لإحداث التنمية و الرفاهية في أي بلد كان، لذلك كانت محل جملة من الإصلاحات الهادفة إلى إخراجها من الصعوبات التي واجهتها على مر السنوات، من خلال هذا المبحث سوف نتطرق الى مختلف المفاهيم الخاصة بالمؤسسة الاقتصادية و أهدافها بالاضافة الى مختلف وظائفها

المطلب الأول :مفهوم المؤسسة الاقتصادية

قدّمت للمؤسسة العديد من التعاريف ، كما تباينت آراء الاقتصاديين حول مفهوم المؤسسة الاقتصادية، وهناك جملة من الأسباب التي أدت إلى عدم الوقوف على تعريف موحد للمؤسسة الاقتصادية أهمها: (ناصر دادي عدون، 1998، ص8، ص9).

- التطور المستمر الذي شيدته المؤسسة الاقتصادية في طرق تنظيمها، وفي أشكالها القانونية منذ ظهورها وخاصة في هذا القرن.
 - تشعب واتساع نشاط المؤسسات الاقتصادية، سواء الخدماتية منها أو الإنتاجية، وقد ظهرت مؤسسات تقوم بعدة أنواع من النشاطات في نفس الوقت، وفي أماكن مختلفة مثل المؤسسات المتعددة الجنسيات الاحتكارات.
 - اختلاف الاتجاهات الاقتصادية والإيديولوجية، حيث أدى اختلاف نظرة الاقتصاديين في النظام الاشتراكي إلى المؤسسة عن نظرة الرأسماليين إلى إعطاء تعريفات تختلف بينهما.
- من أبرز تعريف الباحثين نجد:

✓ يعرفها M.turchy "المؤسسة هي الوحدة التي تجمع فيها وتنسق العناصر البشرية و المادية للنشاط الاقتصادي".

✓ أما "Marx" فيعرفها على أنّها "عدد كبير من العمال يعملون في نفس الوقت تحت إدارة نفس رأس المال، وفي نفس المكان، من أجل إنتاج نفس النوع من السلع.

✓ "المؤسسة هي تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه هو إيجاد قيمة سوقية معينة من خلال الجمع بين عوامل إنتاجية معينة ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيرادات الكلي والنتاج من ضرب سعر سلعة في الكمية المباعة منها وتكاليف الإنتاج (عمر صخري، 1993، ص24).

✓ مجموعة من الطاقات البشرية والموارد المادية (طبيعية كانت أو مادية أو غيرها) والتي تشغل فيما بينها وفق تركيب معين وتوليفة محددة قصد إنجاز أو أداء المهام المنوطة بها من طرف المجتمع (أحمد طرطار، 1999، ص15).

✓ المؤسسة هي كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني واجتماعي معين، هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل الإنتاج أو /وتبادل سلع أو /وخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه، وتبعاً لحجم ونوع نشاطه (ناصر دادي عدون، 1998، ص10).

و انطلاقاً مما سبق يمكن القول أن المؤسسة الاقتصادية شهدت تطور في طريقة تنظيمها وفي أشكالها القانونية وكذلك تشعب واتساع نشاط المؤسسة الاقتصادية، واختلاف اتجاهات الاقتصادية.

وتتميز المؤسسة بعدة خصائص نذكر منها ما يلي: (عمر صخري، 2006، ص26)

- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤوليتها.
- القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها.
- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف سياسية مواتية أو عمالة كافية وقادرة على تكيف نفسها مع الظروف المتغيرة.
- التحديد الواضح للأهداف والسياسات والبرامج وأساليب العمل، فكل مؤسسة تضع أهدافاً معينة تسعى إلى تحقيقها.
- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الإعتمادات أو عن طريق الإيرادات الكمية أو عن طريق القروض أو الجمع بين هذه العناصر كماً أو بعضها حسب الظروف.
- لا بد أن تستجيب المؤسسة لمتغيرات البيئية وتتماشى مع هذه التغيرات وتتكيف معها.

المطلب الثاني : أهداف المؤسسة الاقتصادية

إن أصحاب المؤسسات الاقتصادية سواء كانت عمومية منها أو خاصة، يسعون وراء إنشائهم للمؤسسة إلى تحقيق جملة من الأهداف والتي تختلف وتعدد، باختلاف أصحاب، طبيعة وميدان نشاط المؤسسات، ويمكن تلخيص هذه الأهداف في النقاط التالية:

1. الأهداف الاقتصادية: تعتبر الأهداف الاقتصادية المحرك الرئيسي لوجود واستمرار المؤسسة في الحياة الاقتصادية و تتجلى الأهداف الاقتصادية في:

■ **تحقيق الربح:** يعتبر تحقيق الربح المبرر الأساسي لوجود المؤسسة يضمن لها إمكانية رفع رأس مالها وتوسيع نشاطها والصمود أمام مؤسسات أخرى، ولذلك يعتبر الربح من بين المعايير الأساسية لصحة المؤسسة الاقتصادية، وبقدر التفهم الذي يتحقق بين مالكي المؤسسة والعاملين بها على أن الربح ضروري لتحقيق استمرارهم في العمل والوجود بقدر ما يتحقق ذلك (ناصر دادي عدون، 1998، ص17).

■ **عقلنة الإنتاج:** أي الاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج و رفع إنتاجيتها من خلال التخطيط المحكم و الدقيق للإنتاج و التوزيع ثم مراقبة تنفيذ الخطط و البرنامج و ذلك بهدف تفادي الوقوع في المشاكل الاقتصادية و المالية و الإفلاس في آخر المطاف نتيجة لسوء استعمال عوامل الإنتاج.

■ **تغطية المتطلبات التي يحتاجها المجتمع:** وهذا من خلال تحقيق كامل عناصر الإنتاج لتلبية الحاجات المتزايدة، ويجب أن يحقق الإنتاج مايلي: (عمار زيتوني، 2006، ص43).

- مستوى عالي من المرونة.

- أن يتم الإنتاج في وقته المحدد دون تقديم أو تأخير.

- أن يتم تسليمه لطالبيه في الوقت المحدد.

2. الأهداف الاجتماعية: من بين الأهداف الاجتماعية التي تسعى المؤسسة الاقتصادية على تحقيقه مايلي:

■ **ضمان مستوى مقبول من الأجور:** يتقاضى العمال أجورا أو رواتب مقابل عملهم بالمؤسسات، ويعتبر هذا المقابل حقا مضمونا شرعا وعرفا، وغالبا ما تحدد قوانين من طرف الدولة تضمن للعامل مستوى من الأجر يسمح له بتلبية حاجاته، والحفاظ على بقائه، وهذا ما يسمى بالأجر الأدنى المضمون.

■ **إقامة أنماط استهلاكية معينة:** تقوم المؤسسة الاقتصادية عادة بالتصرف في العادات الإستهلاكية لمختلف طبقات المجتمع، وذلك بتقديم منتجات جديدة أو بواسطة التأثير في

أذواقهم عن طريق الإشهار والدعاية سواء لمنتجات قديمة أو جديدة، وهذا ما يجعل المجتمع يكسب عادات إستهلاكية قد تكون في غير الصالح و أحيانا، إلا أنو غالبا ما تكون في صالح المؤسسات.

■ **توفير تأمينات ومرافق للعمال:** تعمل المؤسسات على توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي والتأمين ضد حوادث العمل وكذلك التقاعد، بالإضافة إلى المرافق العامة مثل تعاونيات الاستهلاك والمطاعم... الخ (ناصر دادي عدون، 1998، ص19).

■ **الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال:** تتوفر داخل المؤسسة علاقة مهنية واجتماعية بين العمال باختلاف وظائفهم ومستوياتهم، وتمثل دعوتهم إلى التماسك والتفاهم الوسيلة الوحيدة لضمان الحركة المستمرة للمؤسسة وتحقيق أهدافها، ونجد عادة في المؤسسة وسائل وأجهزة متخصصة تقوم بذلك مثل مجلس العمال بالإضافة إلى العلاقات الغير الرسمية بين هؤلاء بهدف خلق و تطوير علاقات معينة و قيم التماسك و التعاون بين أفراد المؤسسة.

■ **تأهيل العمال:** حيث يتم تدريب وتطوير العاملين ورفع مستويات مهاراتهم المهنية، وهذا عن طريق إخضاع العمال إلى دورات تكوين وتدريب من أجل رفع المستوى المهني، والتخصص حسب القدرة المهنية للعمال.

■ **تأهيل العمال:** حيث يتم تدريب وتطوير العاملين ورفع مستويات مهاراتهم المهنية.

3. الأهداف التكنولوجية: تؤدي المؤسسة دورا هاما في الميدان التكنولوجي يتمثل في:

■ **البحث والتنمية:** حيث مع تطور المؤسسات عملت على توفير إدارة أو مصلحة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ قد تزداد أهمية لتصل إلى نسبة عالية من الأرباح، ويمثل هذا البحث نسبا عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة، وخاصة في السنوات الأخيرة، إذ تتنافس المؤسسات فيما بينها على الوصول إلى أحسن طريقة إنتاجية وأحسن وسيلة، تؤدي إلى التأثير على الإنتاج ورفع المردودية الإنتاجية في المؤسسة (ناصر دادي عدون، 1998، ص21).

■ **مساندة سياسات الدولة:** تؤدي المؤسسة دورا مساند للسياسة القائمة في البلاد في مجال البحث والتطوير التكنولوجي نظرا لما تمثله من وزن في مجموعها وخاصة الضخمة منها من خلال الخطة التنموية العامة للدولة المتوسطة الأجل، التي يتم من خلالها التنسيق بين العديد من الجهات ابتداء من مؤسسات البحث العلمي، والجامعات والمؤسسات الاقتصادية.

4. الأهداف الثقافية والرياضية: في إطار ما تقدمه المؤسسة للعمال، نجد الجانب التكويني والترفيهي، حيث

يشمل:

- توفير وسائل ترفيهية وثقافية: تعمل المؤسسات عمى استفاد عماليا من وسائل الترفيه والثقافة، نظرا لما لهذا الجانب من تأثير عمى مستوى العامل الفكري والرضا الوظيفي.
- تدريب العمال المبتدئين و رسكلة القدامى: مع التطور السريع الذي تشيده وسائل الإنتاج وزيادة تعقيدها، فإن المؤسسة تجد نفسها مجبرة على تدريب عماليا الجدد و رسكلة القدامى على الآلات الجديدة، والطرق الحديثة للإنتاج.
- تخصيص أوقات للرياضة: تعمل المؤسسات على إتباع طريقة في العمل تسمح لعامل بمزاولة نشاط رياضي في زمن محدد هذا بالإضافة إلى إقامات مهرجانات للرياضة العمالية، مما يجعل العامل يحتفظ بصحة جيدة ويتخلص من الممل، حيث يعتبر ذلك مفيد في الاستعداد للعمل والتحفيز ودفع الإنتاج والإنتاجية في المؤسسة.

المطلب الثالث: وظائف المؤسسة الاقتصادية

للمؤسسة عدة وظائف تمكنها من أداء دورها الاقتصادي والاجتماعي و تدرج من خلال تحليل النشاط الكلي للمؤسسة وتقسيمه على أنشطة جزئية كل حسب دورها، هذا التحليل يسمح بتوجيه الموارد البشرية والمالية والمادية في سياق الإستراتيجية المتبعة من طرف المؤسسة لتحقيق أهدافها، ومن هذه الوظائف:

1. الوظيفة المالية: تعتبر الوظيفة المالية من أهم الوظائف في المؤسسة، فالمؤسسة لا تقوم بنشاطها من إنتاج وتسويق دون توافر الأموال اللازمة لتمويل أوجه النشاط المختلفة وأوجه الإنفاق. و الوظيفة المالية هي "مجموعة من المهام والعمليات، التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن، الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة، بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية، كما تشمل الوظيفة المالية بعض النقاط منها(أحمد طرطار، 1993، 11)

- الإشراف على الإيرادات والمدفوعات وإدارة النقد؛
- الاهتمام بتفاصيل تمويل الوظائف الأخرى للمؤسسة حتى تتمكن من تأدية وظائفها.
- مسك دفاتر وأعداد التقارير المالية؛
- إيجاد سياسة مالية تضمن السير الحسن للمؤسسة.

2. وظيفة التمويل: التمويل كمجموعة من مهام والعمليات، يعني العمل على توفير مختلف عناصر المخزون المحصل عليا من خارج المؤسسة، بكميات وتكاليف ونوعيات مناسبة طبقا لبرامج وخطط المؤسسة، ومن هذا التعريف يتضح لنا أن وظيفة التمويل تنقسم إلى مهمتين فرعيتين: مهمة الشراء ومهمة التخزين

- مهمة الشراء: هي مجموعة من الأنشطة التي تختص بتوفير مستلزمات النشاط من خارج المؤسسة بالكمية والجودة والأسعار المناسبة، وفي التوقيت ومن المصدر المناسبين (على شراوي، 1995، ص20)
 - مهمة التخزين: هي مجموعة من الإجراءات والأعمال التي تقوم بها المؤسسة على أساس أنظمة محكمة، ووفق صيغ معينة وعبر أجهزة مختصة، لتأمين الإمداد المستمر بالمستلزمات السلعية لعمليات التشغيل في الزمن المحدد وبالكميات والنوعية المطلوبتين.
3. وظيفة الإنتاج: يعتبر الإنتاج الوظيفة الأساسية للمؤسسات الإنتاجية فهو المبرر لوجودها و الحافز على استمرارها و بقاءها كون الإنتاج يرتبط بإشباع الحاجات الإنسانية و بالتالي فإنه يستمر ما دامت الحاجة الإنسانية قائمة، ويمكن تعريفها بأنها " عملية إنتاج المنفعة أو المنافع التي يقام العمل من أجل خلقها وبيعها كوسيلة لتحقيق الإنتاج (سعادة نايف برنوطي، 2005، ص 226).
4. وظيفة الصيانة: تعتبر العامل الرئيسي لضمان صيانة الآلات والاستفادة من امتلاكها وإطالة عمرها و بالتالي استمرار العملية الإنتاجية، كما أن التكنولوجيا تتطلب صيانة خاصة لتحقيق أقصى استغلال لها لأن المشاريع الاستثمارية لا يمكنها أن تحقق عتبة المر دودية إلا بضمان صيانة جيدة للأصول (ناصر دادي عدون، 1998، ص290).
5. وظيفة التسويق: يعد التسويق من المفاهيم التي استقطبت انتباه و اهتمام العديد من الاقتصاديين و الباحثين خلال العقود الأربعة الأخيرة و تركز هذا الاهتمام حول كيفية تعريف مفهوم التسويق. يعرف التسويق على أنه: "نظام متكامل من الأنشطة المنظمة التي تختص بالتخطيط و التسعير و الترويج و توزيع المنتجات التي تهدف إلى إشباع حاجات المستهلكين حاليين و محتملين" (1989,p10,p11, Stanton J. William).
6. وظيفة الموارد البشرية: تحتل وظيفة الموارد البشرية مكانة هامة في المؤسسة، فهذه الأخيرة لها أموال، زبائن، تكنولوجيا، أسواق ولتشغيل كل هذا فهي بحاجة إلى محرك أساسي وهو الأفراد. وتعرف وظيفة الموارد البشرية على أنها مجموعة النشاطات المتعلقة بحصول المؤسسة على احتياجاتها من الموارد البشرية، وتطويرها وتحفيزها والحفاظ عليها، بما يمكن من تحقيق الأهداف بأعلى مستويات الكفاءة و الفعالية (جمال الدين محمد مرسي، 2003، ص36).

المبحث الثاني: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية

تأخذ المؤسسات أشكال مختلفة و تصنف وفق عدة معايير منها معيار الحجم، المعيار القانوني و وفق معيار الاقتصادي وهذا ما نبينه في هذا المبحث وفق ثلاث مطالب.

المطلب الأول : تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا لمعيار الحجم

يتم تقسيم المؤسسات الاقتصادية استناد إلى حجم المؤسسة، حيث يعتمد في وضع الحدود الفاصمة بين مختلف الأحجام على معيارين رئيسين: معايير كمية ومعايير نوعية.

1. معايير كمية: إن صغر وكبر المؤسسة يتحدد بالإسناد إلى جملة من المعايير والمؤشرات الكمية والإحصائية المحددة للحجم، يسمح استعمالها بوضع حدود فاصلة بين مختلف أحجام المؤسسات، ومن بين أهم المعايير الشائعة الاستخدام هي:

■ **معيير عدد العمال أو حجم العمالة:** يعتبر هذا المعيار الأكثر شيوعا و اعتمادا على الإطلاق في العديد من الدول، حيث يتم تصنيف المؤسسات الاقتصادية ووضوح الحدود الفاصلة بين مختلف أحجامها استنادا على حجم اليد العاملة في المؤسسة، ويتم الأخذ بهذا المعيار في العديد من الدول نظرا للخصائص الذي يتميز بها وهي : (برايس نورة، 2006، 6).

- الثبات النسبي حيث لا يتأثر هذا المعيار بالمتغيرات في قيمة النقود نتيجة عامل التضخم؛
- كذلك توافر البيانات إلى حد كبير وسهولة الحصول عليها من المؤسسات.

لكن هذا المعيار من جهة أخرى له سلبياته وقد وجهه له عدة انتقادات أهمها.

- أن العمالة المؤقتة تؤدي إلى تغير حجم المؤسسة من وقت لآخر.
- كذلك نوعية التكنولوجيا والمعدات المستخدمة ومدى تطورها يؤثر على حجم العمالة.
- كذلك يعاب على هذا المعيار أن استخدام العمالة وحدها قد لا يعكس تماما الوضع الحقيقي لحجم المؤسسة فعلى سبيل المثال هناك صناعات كثيرة تتطلب استثمارات مالية كبيرة ولكنها توظف عدد صغير من العمال، وبالتالي يمكن اعتبارها صغيرة وهي في الحقيقة العكس، وكذلك هناك صناعات تتطلب استثمارات مالية صغيرة لكنها توظف عدد كبير نسبيا من الأيدي العاملة، وبالتالي يمكن أن تقع في نفس الإشكالية في عملية تصنيفها يمكن اعتبارها كبيرة بالرغم من كونها صغيرة (صفوت عبد السلام، 1993، ص15).

- **المعيار المالي أو النقدي:** يتم تصنيف المؤسسات الاقتصادية وفقه حسب المعايير إلى :
 - ✓ **معيار رأس المال المستثمر:** يتم تصنيف كل نوع من المؤسسات ووضع الحدود الفاصلة فيما بينها على أن لا يتجاوز رأس المال المستثمر في كل نوع حد أقصى معين يختلف باختلاف الدول التي توجد بها تلك المؤسسات وذلك تبعاً لدرجة النمو الاقتصادي التي بلغتها الدولة وتبعاً لمدى الوفرة أو الندرة النسبية في عناصر الإنتاج المختلفة.
 - ولا يتم الاعتماد على هذا المعيار كثيراً وهذا راجع إلى أنه يتطلب إجراء تعديلات مستمرة تبعاً لمعدلات التضخم، كذلك اختلاف دلالاته من دولة إلى أخرى وفي الدولة الواحدة من قطاع إلى آخر ومن فترة لأخرى.
 - ✓ **المعيار الثنائي أو المزدوج (العمالة ورأس المال):** نظراً لأن العمالة ليست هي العنصر الوحيد في العملية الإنتاجية حيث هناك العديد من العناصر الأخرى مثل رأس المال المستثمر فهناك بعض الدول تستخدم خليطاً من المعيارين " معيار حجم العمالة ومعيار رأس المال " في تصنيف المؤسسات الاقتصادية.
 - ويعتمد هذا المعيار في تحديد حجم المؤسسات المختلفة على الجمع ما بين المعيارين السابقين أي معيار العمالة ورأس المال معاً في معيار واحد، وذلك عن طريق وضع حد أقصى للعمالة بجانب مبلغ معين لرأس المال المستثمر.
 - ✓ **معيار حجم المبيعات أو حجم الإنتاج أو رقم الأعمال:** هناك بعض الدول تستخدم هذا المعيار لتحديد حجم المؤسسة، حيث كلما كبرت نسبة مبيعات المؤسسة كبر حجمها، حيث تستخدم حجم الإنتاج إذا كانت المؤسسة تتحصل على إيراداتها من مصدر واحد، وتستخدم رقم الأعمال إذا كانت تحصل على إيراداتها من مصادر مختلفة (سعاد نايف برنوطي، 2005، ص137).
 - كذلك يعاب على هذا المعيار أنه يتطلب تعديلاً مستمراً وفقاً لتغيرات الأسعار ومعدلات التضخم.
- 2. **المعايير النوعية :** إن عدم قدرة المعايير الكمية لوحدها على تحديد حجم المؤسسات، جعل الباحثين الإقتصاديين يدرجون معايير أخرى، من شأنها الأخذ بعين الاعتبار عدة أمور أكثر تعقيداً ومتناسبة فيما بينها، نذكر منها ما يلي:
- **الحصة السوقية:** يعتبر السوق النتيجة النهائية لإنتاج المؤسسة وعليه فإن حصة المؤسسة من السوق قد تعطي عن قوتها ومدى تحكمها فيه، حيث تعتبر المؤسسة التي تمتلك حصة كبيرة في السوق تعتبر كبيرة وأما تلك التي تنشط في حدود معينة تعتبر صغيرة أو متوسطة ذلك أنه من خصائص هذه الأخيرة صغر حجم إنتاجها وضآلة حجم رأس مالها ومحدودية نشاطها ويكون إنتاجها موجه للأسواق المحلية والتي تتميز بضيقتها. ولا تستطيع أن تفرض أي نوع من الإحتكار في السوق عكس المؤسسات الكبرى التي يمكن تفرض

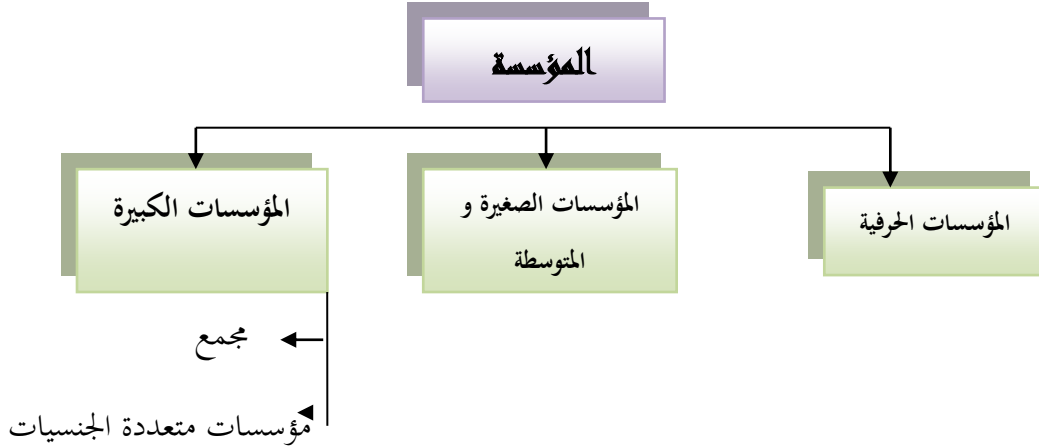
حالة من الإحتكار لضخامة رأس مالها وكبر حجم إنتاجها وحصتها السوقية (رابح خوخي، حساني رقية، 2003).

■ **الاستقلالية:** والمقصود بها استقلالية الإدارة والعمل، وعدم تدخل هيئات خارجية في عمل المؤسسة، وصاحب أو أصحاب المؤسسة يتحملون المسؤولية الكاملة فيما يخص التزامات المؤسسة تجاه الغير، حيث نجد في المؤسسات الكبيرة أن الوظائف الخاصة بالإنتاج والإدارة توزع وتتجزأ على عدة أشخاص، أما في المؤسسات المصغر والصغيرة والمتوسطة غالبا ما يؤدي صاحب المؤسسة تلك الوظائف وحده وينفرد في اتخاذ القرارات.

■ **طبيعة الصناعة:** يتم كذلك تصنيف المؤسسات اعتمادا على الطبيعة الفنية للصناعة أي مدى استخدام الآلات في العملية الإنتاجية فبعض الصناعات تحتاج في صناعتها إلى وحدات كبيرة نسبيا من العمل ووحدات صغيرة نسبيا من رأس المال كما هو الحال في الصناعات الاستهلاكية الخفيفة، في حين تحتاج بعض الصناعات الأخرى إلى وحدات قليلة نسبيا من العمل ووحدات كبيرة نسبيا من رأس المال، الأمر الذي ينطبق على الصناعات الثقيلة (يوسف قريشي، 2005، ص19).

و بالتالي نجد المؤسسات ووفق معيار الحجم تصنف إلى ثلاث أنواع:

الشكل رقم 01: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا لمعيار الحجم



المصدر: ناصر داداي عدون، 1998، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الطبعة الأولى، الجزائر، ص60

1. **المؤسسات الحرفية:** هي مؤسسات يتراوح عدد عمالها من واحد إلى عشرة وغالبا ما يتراوح ما بين واحد إلى خمسة أجزاء (الشيخ الداوي، 1998، ص87).

2. **المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:** لهذا النوع من المؤسسات ميزة أساسية تكمن في بساطة النسبة الهيكلية، كما أن طرق تسييرها غير معقدة إضافة إلى قلة عدد العاملين فيها بحيث لا يوجد مقياس متفق عليه لتعريف هاته المؤسسات فالأمر يتعلق من بلد إلى آخر، فحسب البنك الدولي للاستثمار: "المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة هي التي يكون فيها عدد العمال أقل من 500 عامل وتكون المساهمة في رأس مالها من طرف أعوان خارج صاحب المؤسسة لا يتجاوز 30%.

3. المؤسسات الكبيرة: وتشغل يد عاملة كبيرة تفوق 500 عامل، ملكيتها غالبا ما تعود إلى عدد كبير من الأشخاص، ولهذه المؤسسات أشكال مختلفة منها ما يلي:

- **المجمع:** عبارة عن مجموعة مؤسسات تربطها علاقة مالية واقتصادية وهي تابعة للمؤسسة الأم.
- **المؤسسات متعددة الجنسيات:** هي عبارة عن مؤسسات عابرة للقارات ولا تعرف بالحدود الجغرافية، حيث تقيم وحدات إنتاجية في العديد من البلدان، متبعة في ذلك سياسات، إستراتيجيات عالمية هذه الأخيرة تختلف من مؤسسة لأخرى، ونذكر من هذه الإستراتيجيات ما يلي:
 - إستراتيجية تخفيض التكاليف، وذلك من خلال إقامة فروع في البلدان التي توفر يد عاملة رخيصة بالإضافة إلى المواد الأولية التي لا تكلفها الكثير في سبيل الحصول عليها.
 - توسيع حصتها السوقية على المستوى العالمي، من خلال إنشاء هذه الوحدات الإنتاجية في بلدان مختلفة، وهو ما يجنبها الحواجز الجمركية.

المطلب الثاني: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا للمعيار القانوني

1. المؤسسات الخاصة: وهي تلك المؤسسات التي تؤول ملكيتها إلى شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص، كالمؤسسات الفردية ومؤسسات الشركات (أحمد طرطار، 1999، ص17)، على أن كل نوع من هذه المؤسسات يحكمه نمط قانوني معين يحدد طرق وإجراءات تسييرها، ويتم تقسيم المؤسسات الخاصة إلى:

1.1 **المؤسسات الفردية:** وهي المؤسسات التي يمتلكها شخص واحد أو عائلته، حيث تختلط فيها شخصيتها القانونية بشخصية صاحب رأس المال الذي يقوم بإنشاء هذه المؤسسة، ويأخذ هذا النوع من المؤسسات أنواع تتباين من مؤسسات إنتاجية إلى وحدات تجارية أو خدماتية... إلخ، و تكون عدد عمالها منخفض، ولهذا النوع من المؤسسات مزايا منها: (اسماعيل عرباجي، 1996، ص15-16)

- السيوولة في التنظيم والإنشاء.
- صاحب المؤسسة هو المسؤول الأول والأخير عن نتائج أعمال المؤسسة، وهذا يكون دافعا له على العمل بكفاءة وجد ونشاط لتحقيق أكبر ربح ممكن.
- صاحب المؤسسة هو الذي يقوم لوحده بإدارة وتنظيم وتسيير المؤسسة وهذا يسهل العمل واتحاد القرار، كما يبعد الكثير من المشاكل التي تنجم عن وجود الشركاء.

أما عيوب المؤسسات الفردية فهي:

- قلة رأس مالها وهذا ما دام صاحب المؤسسة هو الذي يقوم لوحده بإمداد المؤسسة بعنصر رأس المال.
- صعوبة الحصول على القروض من المؤسسات المالية.
- قصر وجهة النظر وضعف الخبرة لدى المالك الواحد مما يعرض المؤسسة لمشاكل فنية وإدارية.
- مسؤولية صاحب المؤسسة غير محدودة فهو مسؤول عن كافة ديون المؤسسة.

2.1 مؤسسات الشركات: الشركة عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي، بتقديم حصة من مال أو عمل لاقتسام ما قد ينشئ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة"، وقد وضع المشرع شروط موضوعية عامة وهي: الرضا، الأهلية، المحل والسبب، أما الشروط الموضوعية الخاصة فتتمثل في: تعدد الشركاء، تقسيم الحصص والنية في المشاركة، وتنقسم الشركات على ثلاث أقسام رئيسية هي:

- **شركات الأشخاص:** هذا النوع من الشركات يقوم على أساس الإعتبار الشخصي والثقة المتبادلة بين الأطراف المشاركة، مما يكون له الأثر الإيجابي على نشاط المؤسسة، ولا يتجاوز عدد الشركاء 20 شخصاً ويتم اقتسام الربح والخسارة (عبد الغفور عبد السلام و آخرون، 2001، ص24)، وهي ثلاث أنواع:
 - ✓ **شركات التضامن:** تنشأ شركات التضامن بين الأصدقاء والعائلات عموماً، من خلال عقد بين شخصين أو أكثر، بحيث يقدمون حصص عينية أو نقدية، ويكونون مسؤولين بالتضامن (مسؤولية تضامنية وغير محدودة) عن ديون الشركة وعن الأعمال والنشاطات التي تمارسها الإدارة مع إلتزام الشركاء بالوفاء بمختلف الإلتزامات المادية المترتبة عن شركتهم والمسؤولية غير محدودة) كما تتعدى إلتزامات المؤسسة إلى أموال الشركاء الخاصة في حالة خسارة المؤسسة. يتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء أو من اسم أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة "وشركاؤهم".
 - ✓ **شركة التوصية البسيطة:** وتكون ملكية الشركة لفتتين فئة الشركاء المتضامنين وهم مسئولون عن ديون الشركة مسؤولية شخصية بنسبة ما يملكون، بالإضافة إلى حصصهم في رأس المال. وفئة ثانية هم شركاء موصين يساهمون بقسط من رأس مال الشركة وتنحصر مسؤوليتهم المالية في قيمة حصصهم في رأس مال الشركة، ولا يحق لهم إدارة الشركة ولا يظهر اسمهم في اسم الشركة (عبد الغفور عبد السلام و آخرون، 2001، ص24).
 - ✓ **شركة المحاصة:** هي شركة مستترة فيما بين الشركاء أنفسهم وهي تفتقد إلى وجود الشخصية المعنوية حيث تتميز عن الشركات التجارية الأخرى بأن كيانها منحصر بين المتعاقدين، وبأنها غير معدة

للإطلاع عليها، فشركة المحاصة لا وجود لها إلا فيما بين الشركاء وتقتصر العلاقة فيما بينهم على كيفية اقتسام الأرباح والخسارة (مصطفى كمال طه، 2000، ص 151) .

■ **شركة الأموال:** وهي الشركات التي تقوم أساسا عمى الاعتبار المالي، ولا يكون لشخصية الشريك أثر فيها، فالعبرة في هذه الشركات بما يقدم كل شريك من مال، ولهذا فإن هذه الشركات لا تتأثر بما قد يطرأ على شخص الشريك كوفاته أو إفلاسه أو الحجر عليه.

وشركات الأموال لا تشمل سوى شركات المساهمة، وحدد القانون التجاري الجزائري الشكل القانوني لشركات المساهمة فيما يلي: (القانون التجاري، 2007، مواد564-591)

- شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص.
- وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم.
- ولا يطبق الشرط المذكور في المقطع الثاني أعلاه على الشركات ذات رؤوس أموال عمومية.
- يطلق على شركة المساهمة تسمية الشركة ويجب أن تكون مسبوقة أو متبوعة بذكر شكل الشركة و مبلغ رأس مالها.
- يجوز إدراج اسم واحد أو أكثر في تسمية الشركة.
- يجب أن يكون رأسمال شركة المساهمة بمقدار خمسة ملايين دينار جزائري على الأقل، إذا ما لجأت الشركة علنية للإدخار، ومليون دينار على الأقل في الحالة المخالفة.

كما يتولى إدارة شركة المساهمة مجلس إدارة يتألف من ثلاثة أعضاء عمى الأقل ومن اثني عشر عضوا عمى الأكثر، تنتخب الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العامة العادية القائمين بالإدارة، وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن يتجاوز ذلك 06سنوات، وينتخب مجلس الإدارة من بين أعضائه رئيسا شريطة أن يكون شخصا طبيعيا و يحدد مجلس الإدارة أج ره، يتولى رئيس مجلس الإدارة تحت مسؤولية الإدارة العامة للشركة ويمثل الشركة في علاقاتها مع الغير.

2. المؤسسات العمومية: هي مؤسسات تعود ملكيتها للدولة، ولا يحق للمسؤولين عن بيعها أو التصرف فيها، إلا بموافقة الدولة ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المؤسسات العمومية:

1.2 مؤسسات عمومية ذات طابع صناعي وتجاري: تتمتع بالشخصية القانونية وتنشط في ميدان خاص لأسواق المنافسة، حيث تقوم هذه المؤسسات بتقديم منتجات للسوق وفي نفس الوقت تؤدي خدمة عمومية، مع التمييز بوجود طاقة إنتاجية موحدة.

2.2 مؤسسات عمومية اقتصادية: هي مؤسسات تتمتع بالاستقلالية، تنظيمها وتسييرها بواسطة مجلس إدارة، وتتميز بالمنافسة فيما بينها وكذا الحرية فيما يخص تسيير أموالها كما تنص عليها النصوص القانونية.

3.2 مؤسسات عمومية محلية: هي مؤسسات تنشط على المستوى المحلي ونجدها غالبا في قطاع الخدمات.
3. الشركات المختلطة: وهي تلك المؤسسات التي تترك الدولة أو إحدى هيئتها مع الأفراد أو المؤسسات الأخرى في ملكيتها، مع العلم أن تنظيم هذا النوع من المؤسسات يخضع كذلك لعدة ضوابط تحددها تشريعات وأحكام خاصة (أحمد طرطار، 1999، 17).

كما حدد القانون التجاري الجزائري الأشكال القانونية لهذه الشركات كما يلي:

✓ **الشركات ذات المسؤولية المحدودة:** تؤسس الشركة ذات المسؤولية المحدودة من شخص واحد أو عدة أشخاص لا يتحملون الخسائر إلا في حدود ما قدموا من حصص، و إذا كانت الشركة ذات المسؤولية المحدودة لا تضم إلا شخصا واحدا " كشريك واحد " تسمى هذه الشركة " مؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة."

تعين الشركة ذات المسؤولية المحدودة باسم يمكن أن يشتمل على اسم واحد من الشركاء أو أكثر على أن تكون هذه التسمية مسبقة أو متبوعة بكلمات " شركة ذات مسؤولية محدودة " أو الأحرف الأولى منيا أي " ش م م " و بيان رأس مال الشركة.

لا يجوز أن يكون رأس مال الشركة ذات المسؤولية المحدودة أقل من 100000 دج ويقسم رأس المال إلى حصص ذات قيمة إسمية متساوية مبلغها 1000 دج على الأقل (القانون التجاري، 1993، المادة 566) ، يجب أن يتم الاكتتاب بجميع الحصص من طرف الشركاء وأن تدفع قيمتها سواء كانت الحصص عينية أو نقدية، ولا يجوز أن تقدم الحصص بتقديم العمل، ويذكر توزيع الحصص في القانون الأساسي، كما يجب أن تكون حصص الشركاء إسمية ولا يمكن أن تكون ممثلة في سندات قابلة للتداول.

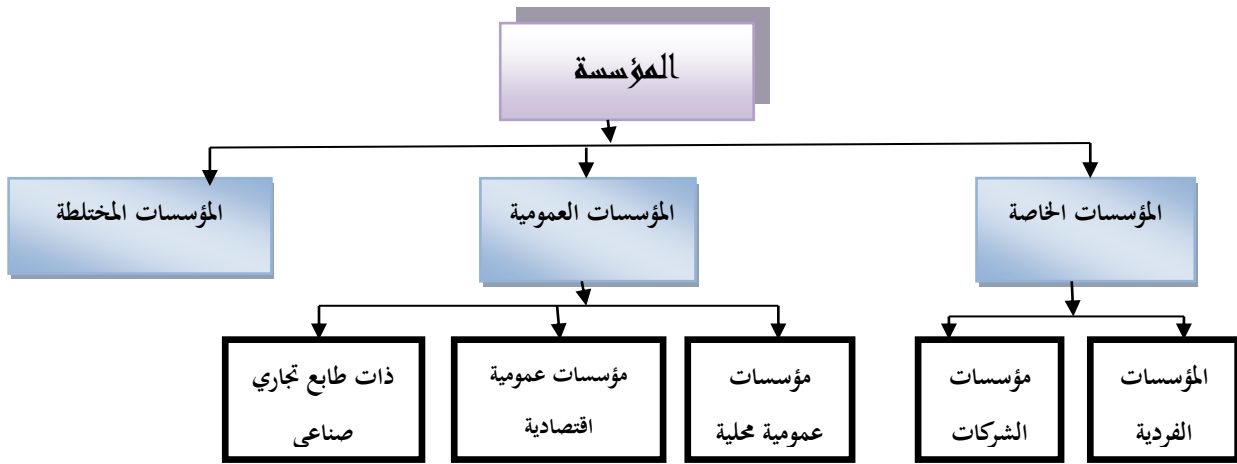
ونظرا للاعتبار الشخصي في الشركات ذات المسؤولية المحدودة لا يجوز إحالة حصص الشركاء إلى الأشخاص الأجانب عن الشركة إلا بموافقة أغلبية الشركاء، التي تمثل ثلاثة أرباع رأس مال الشركة على الأقل، و يدير الشركة ذات المسؤولية المحدودة شخص أو عدة أشخاص طبيعيين، ويجوز اختيارهم خارج عن الشركاء ويعينهم الشركاء في القانون الأساسي أو بعقد لاحق.

لا يمكن أن يتجاوز عدد الشركاء في شركة ذات مسؤولية محدودة عشرين شريكا (القانون التجاري، 1993، المادة 590) ، وإذا أصبحت الشركة مشتملة على أكثر من عشرين شريكا وجب تحويلها إلى شركة مساهمة في أجل سنة واحدة، وعند عدم ذلك تنحل الشركة ما لم يصبح عدد الشركاء في تلك الفترة من الزمن مساويا لعشرين شريكا أو أقل، كما يمكن تحويل شركة ذات المسؤولية المحدودة إلى شركة التضامن، حيث يستوجب ذلك الموافقة الاجتماعية للشركاء.

✓ شركة التوصية بالسهم: تؤسس شركة التوصية بالأسهم التي يكون رأسمالها مقسما إلى أسهم بين شريك متضامن أو أكثر (عبد الغفور عبد السلام، 2001، ص 29) ، له صفة تاجر و مسؤول دائما وبصفة متضامنة عن ديون الشركة وشركاء موصين لهم صفة مساهمين ولا يتحملون الخسائر إلا بما يعادل حصصهم، ولا يمكن أن يكون عدد الشركاء الموصين أقل من ثلاثة ولا يذكر أسمهم في اسم الشركة، تطبق القواعد المتعمقة بشركات التوصية البسيطة وشركات المساهمة (باستثناء الجزء الخاص بإدارة شركة المساهمة وتسييرها) على شركات التوصية بالأسهم.

طبقا بهذا المعيار يمكن تصنيف المؤسسات حسب الشكل التالي:

الشكل رقم 02: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا للمعيار القانوني

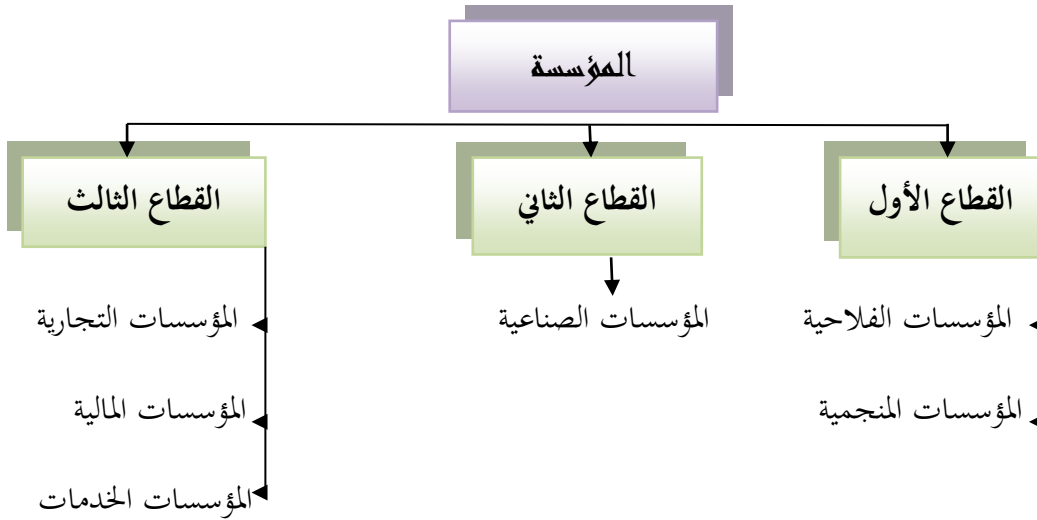


المصدر: عمري صخري، 2006، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، ص 26.

المطلب الثالث: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا للمعيار الاقتصادي

يمكن تصنيف المؤسسات تبعا لمعايير اقتصادية معينة أي تبعا للنشاط الاقتصادي الذي تمارسه. حسب الشكل التالي:

الشكل رقم 03: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا للمعيار الاقتصادي



المصدر: عمر صخري، مرجع سبق ذكره ، ص 30.

وعليه نميز هذه الأنواع: (إسماعيل عرباج، 1996، ص16)

1. **القطاع الأول:** وتضم المؤسسات المتخصصة في مختلف أنواع الزراعة ومنتجاتها وكذا تربية المواشي، يضاف إليها أنشطة الصيد البحري، وغيره من النشاطات الخاصة بالأرض والموارد الطبيعية وعادة ما تشمل أنشطة المناجم لتصبح جميع هذه المؤسسات ضمن القطاع الأول ككل.
2. **القطاع الثاني:** يتضمن قطاع الصناعة مختلف المؤسسات التي تعمل في تحويل الموارد الطبيعية أساسا إلى منتجات قابلة للاستعمال أو الاستهلاك النهائي، أو الوسيط (كمواد أو مدخلات لمؤسسات أخرى)، وتشمل بعض الصناعات المرتبطة بتحويل المواد الزراعية إلى منتجات غذائية وصناعية مختلفة، وكذا صناعات تحويل وتكرير الموارد الطبيعية من معادن وطاقات وغيرها وبما يدعى بالصناعات الإستراتيجية، كذلك مؤسسات صناعة التجهيزات ووسائل الإنتاج المختلفة المستعملة في مجمل القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى مؤسسات الصناعات الاستهلاكية بشكل عام (ناصر دادي عدون، 1998، ص71).
3. **القطاع الثالث:** يتضمن هذا القطاع جميع المؤسسات التي تنشط خارج القطاعين السابقين ونعني بها:
 - **المؤسسات التجارية:** وهي المؤسسات التي تتم بالنشاط التجاري ، حيث تعمل على شراء البضائع وإعادة بيعها عمى حاليا دون إدخال إي تغيير عمليا

- المؤسسات المالية: وهي المؤسسات التي تقوم بالنشاط المالي الذي ينحصر أساسا في تمويل المؤسسات الإقتصادية كالبنوك التجارية وبنوك الأعمال وشركات التأمين.
- مؤسسات الخدمات: وهي المؤسسات التي تقدم خدمات معينة، كمؤسسات النقل، البريد و المواصلات.

المبحث الثالث: المؤسسة الاقتصادية وعلاقتها بالمحيط

عرفت المؤسسات تطورا ملحوظا فيما يخص مفهومها وأهدافها، وحتى على مستوى طرق وأساليب تسييرها، حيث اقترن في كل مرة بتركيز المسيرين على جانب معين من النشاط الفعلي للمؤسسة، فهكذا مثلا وعندما كان ينظر إلى المؤسسة على أنها نظام مغلق كان جل الاهتمام ينصب على العملية الإنتاجية، أي البحث عن أنجح السبل لتحسين الإنتاجية وحجم الإنتاج، وعندما أخذ مفهوم النظام المفتوح طريقه إلى أذهان المسيرين والمقاولين أصبح النظام المحيط واحد من أكبر اهتماماتهم، ذلك لأن النظام المفتوح إن لم يتأقلم مع المحيط ويسايره أضع أكبر فرصة للبقاء، فما ظهر وما انتشر وما سيطر التسويق على باقي وظائف المؤسسة، إلا لأنه يمثل الطريقة الأكثر ملائمة لربط المؤسسة بتطور محيطها .

المطلب الأول: مفهوم المحيط والتأثيرات المتبادلة مع المؤسسة

قبل التطرق إلى محيط المؤسسة نعرّف أولا البيئة بمفهومها العام.

و تعدّ البيئة محل اهتمام المؤسسات الاقتصادية؛ باعتبارها مصدرا للتهديدات و الفرص في آن واحد، ويرى " Denis على أنه من الصعوبة بمكان تقديم تعريف دقيق للبيئة، غير أنه يقول بأنها تمثل بشكل واسع كل ما يحيط بنقطة مركزية، والمقصود هنا المؤسسة ، و يستند كل من " Johnson , Scholes" في تعريفهما للبيئة إلى مكونات هذه الأخيرة والمتتملة في الأبعاد السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية و الثقافية، التكنولوجية، الايكولوجية و القانونية (S.Borcieu, 2004).

و تقسّم البيئة إلى بيئة داخلية تتمثل في الهيكل التنظيمي والموارد المادية والبشرية والثقافة التنظيمية، وبيئة خارجية (محيط المؤسسة) تتمثل في جميع العوامل التي تحيط بالمؤسسة والتي لا تخضع لسيطرتها.

أولا: مفهوم المحيط: نتعرف على تعريف المحيط ثن نعرض على خصائصه و أهميته.

1. تعريف المحيط: ويقصد بمحيط المؤسسة أنه العوامل المحيطة بالمؤسسة والمؤثرة عليها وعلى الإدارة، حيث

تعبّر إلى حدّ ما عن مجموعة من القيود التي تتحكم جزئيا في توجيه المؤسسة، وهذه الأخيرة تأخذ متغيرات وتأثيرات محيطها كمعطيات خارجية يصعب التحكم فيها، وعليها أن تعمل على تحديد مسارها من خلال الوسائل المختلفة مثل التخطيط و استراتيجيتها وغيرها ، وكلّما نجحت في تفادي ضغوط المحيط

في استمرار عملها بالتأقلم معها وتحقيق توازنها فيه، نجحت في البقاء وتحقيق أهدافها (ناصر دادي عدون،1998،ص85).

2. خصائص محيط المؤسسة: يتميز محيط المؤسسة بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي: (عبد السلام أبو قحف، 2005، ص113،ص114)

- **الاستقرار:** يختلف محيط المؤسسة من مؤسسة لأخرى حيث قد يكون مستقرا ، كما قد يكون متحركا، وتساهم بعض العوامل في جعل المحيط غير مستقرا ، كالتغيرات الاقتصادية، عدم الاستقرار الحكومي، التغيرات غير المرتقبة في طلبات الزبائن والمنافسة وكذلك التغير السريع في حجم المؤسسة نفسها.
- **التعقيد:** قد تكون البيئة الخارجية للمؤسسة (المحيط) بسيطة وقد تكون مركبة.
- **تنوع الأسواق:** تستطيع المؤسسة الحصول على أسواق جد متكاملة كما قد تكون متنوعة.
- **عدائية:** حضور المنافسين العدائين (الهجوميين) يسمح بأن يكون محيط المؤسسة عدائي جدا.
- **الجودة:** محيط المؤسسة قد يكون غنيّ ويستطيع تزويد المؤسسة بكل الموارد الضرورية التي تحتاجها لإنجاز نشاطاتها (الموردون، اليد العاملة المؤهلة، التكنولوجيا).
- **التفرد أو التميز:** فبيئة المؤسسات الاقتصادية تختلف في درجة التأثير من مؤسسة
- **صعوبة السيطرة:** أي صعوبة التحكم في المتغيرات البيئية خاصة البيئة الخارجية العامة حتى وان كان من الممكن التأثير فقط على بعض هذه المتغيرات (عبد السلام أبو قحف،2003،ص109).

3. أهمية دراسة المحيط من قبل المؤسسة: المؤسسة تقوم بدراسة المحيط و ذلك لعدة أسباب منها:

- ✓ المؤسسة لا تنشط بمعزل بل هي مرتبطة بشبكات من المتعاملين من أسواق وهيئات وأفراد .
- ✓ تحديد الفرص المتاحة أمام المؤسسة، وبالنظر إلى إمكانات وخبرات وموارد.
- ✓ أن المؤسسة مكونة من شبكة أفراد وجماعات قد تختلف في أهدافها واتجاهاتها، وهؤلاء الأفراد هم أفراد من محيطها وكل ما فيه من عوامل اقتصادية واجتماعية يؤثرون فيها ويتأثرون بها.
- ✓ يتوقف نجاح المؤسسة إلى حد كبير على مدى دارستها للعوامل البيئية المؤثرة ومدى الاستفادة من اتجاهات هذه العوامل وبدرجة تأثير كل منها، حيث تساعد هذه الدراسة على تحديد الأهداف التي يجب تحقيقها، وبيان الموارد المتاحة ونطاق السوق المرتقب، وأنماط القيم والعادات والتقاليد السائدة.
- ✓ المؤسسة تقوم باستعمال المواد المختلفة من المحيط وتقدم له مخرجات، لدى فمن الضروري دراسة أسعار ونوعية مدخلاتها، وكذا دراسة نوعية وكمية مخرجاتها حسب متطلبات المحيط.

ثانيا: التأثيرات التبادلة بين المحيط و المؤسسة

1. تأثير المحيط في المؤسسة: يعتبر المحيط المصدر الوحيد لعوامل الإنتاج التي تستهلكها المؤسسة لتقديم مخرجاتها، فهذه البيئة هي التي تشمل على الأشخاص الذين يقدمون جهدهم العضلي في صورة عمل، أو جهدهم الفكري من أجل تسيير هذه المؤسسة، بالإضافة إلى تعاملهم معها في صورة مستهلكين (ناصر دادب عدون، 1998، ص 90، ص 93).

■ تأثير الموارد البشرية: تؤثر الموارد البشرية على المؤسسة عبر ثلاث عناصر رئيسية وهي:

✓ العمالة: يرتبط العامل بالمؤسسة ارتباط وثيقا لمشاركته المباشرة في إنتاج منتجاتها وتوقف كمية ونوعية هذه المشاركة على نوعية قوة العمل المنفقة والتي تتشكل من مجموعة من العوامل الفيزيولوجية والمعنوية، وهذه الأخيرة تعد رصيذا مخزنا مما يتلقاه الفرد من تربية وتعليم والتكوين، فإذا كان محتواها ذات مستوى جيد كان المتحصل ذا كفاءة تساهم في رفع المستوى الإنتاجي للمؤسسة.

✓ المسير: يعد المسير العضو الأساسي في إدارة وتسيير نشاط المؤسسة، فإذا كان يتمتع بكفاءة ون ا زهة كافية وذو روح مبادرة فإن المؤسسة سوف تتمكن من الحصول على أحسن النتائج إذا ما توفرت لها العناصر الأساسية الأخرى، وبالعكس فإن النقص في مستوى تكوينه أو كفاءتها ستؤدي إلى نتائج سيئة أو عدم استمرارها طويلا.

✓ المستهلك: يتلقى المستهلك منتجات المؤسسة في الأسواق التي تطرحها فيها فإذا كان هذا المستهلك على مستوى كاف من التكوين والتعليم، فإنه لا يجد صعوبة في اقتناء ما يحتاجه من سلع وخدمات وفهم طرق استعمالها وإدراك الدعاية و الإشهار لها، مما يزيد من مبيعاتها ، وهذا هو الأثر الايجابي الذي يقدمه المستهلك على منتجاتها، أما في حالة نقص التكوين أو انعدام وانخفاض مستوى التعليم في المجتمع فسيكون له أثر سلبي على مبيعاتها ورقم أعمالها.

■ تأثير الموارد المادية: تعتبر من أهم العناصر التي يتوقف عليها نشاط المؤسسات المنتجة كما وكيفا، فإذا توفرت في المحيط بشكل كاف ومستمر وبنوعية وأسعار مقبولة سيؤدي ذلك إلى استمرارية عمل المؤسسة وارتفاع ربحيتها والعكس صحيح.

■ تأثير التطور التكنولوجي : تستعمل المؤسسة ضمن عوامل الإنتاج آلات ومعدات مختلفة تكون قد أنتجت في مؤسسات أخرى، ويتوقف مستوى إنتاج المؤسسة المستعملة لها بمستوى تطورها ومدى كفاءة استعمالها، أي بمدى جودة وملائمة التقنيات التكوينية التي تحصل عليها العمال، وهنا أيضا يظهر الدور الذي يلعبه العنصر البشري في الاختراع و إنتاج الآلات.

2. تأثير المؤسسة في المحيط: تؤثر المؤسسة في المحيط و تتفاعل معه ذلك بواسطة إنتاجها وتصرفاتها التي قد تفرضها عليه في حالة قوتها وضخامتها، و تتمثل هذه التأثيرات في: (ناصر دادي عدون، 1998، ص90، ص91).

■ **التأثيرات الاجتماعية :** ويمكن حصر الآثار الاجتماعية التي تمس المحيط في آثار إيجابية وأخرى سلبية تختلف درجة تأثيرها طبقا لاختلاف نوع النظام الاقتصادي الذي تواجه به المؤسسة، وباختلاف حجم المؤسسة ووزنها الاقتصادي والمالي في المجتمع . ويمكن تلخيص آثار الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية فيما يلي:

✓ **توفير مناصب شغل:** إن إنشاء مؤسسات اقتصادية جيدة يسمح بتوفير مناصب شغل يزيد عددها أو ينقص تبعاً لحجمها فهي تعمل على امتصاص البطالة من المجتمع، إلا أن التكنولوجيا المستعملة في هذه المنشآت لها دور في تحديد العمالة ، فالتكنولوجيا المستعملة لليد العاملة تتبع في المجتمعات التي تتوفر على يد عاملة كثيرة، مما يفيد أيضاً في انخفاض التكاليف فهي تستعمل في المجتمعات التي تقل فيها الفئة الشابة، أي في المجتمعات المتطورة صناعياً.

✓ **التأثير على الأجور :** للمؤسسات الهامة دور أساسي في تحديد الأجور، فبقوة المؤسسة ووزنها المالي تقوم برفع أجورها خاصة عند محاولة استقطابها لليد العاملة إلى مكان تقل فيه، فبذلك يكون لها أثر غير مباشر على الأجور في المؤسسات في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، كما تنجح أغلب هذه المؤسسات بجلب العمال من قطاعات أخرى لتحسين مستواهم المعيشي.

✓ **تغيير نمط معيشة السكان :** يساهم ظهور المؤسسات في جهات معينة بتغيير نمط الحياة السابق للسكان فقد تفرض عليهم هذه المؤسسات نظم معينة من وقت العمل ووقت الراحة ، وكذلك تغيير في العادات اليومية.

✓ **التأثير على الاستهلاك :** تؤثر سياسات البيع التي تتبعها المؤسسات على استهلاك المجتمع كما نوعاً فزيادة المبيعات وتنوعها يؤدي إلى المنافسة، وبالتالي انخفاض الأسعار مع رفاهيتها، كما أن الإشهار يعمل على خلق عادات استهلاكية جديدة ناتجة عن غزو منتوجات جديدة وصناعية وتلعب وسائل الإعلام خصوصاً التلفزيون دوراً أساسياً في هذا الموضوع لما توفره من معلومات واتصال مباشر بالمستهلك.

■ **التأثيرات الاقتصادية:** تساهم المؤسسة في تغيير وجه النشاط الاقتصادي لكون تغيير جزءاً من أعوانه ومن بين الآثار الاقتصادية للمؤسسة على المحيط نجد:

✓ **دفع عجلة التعمير :** وينتج عن ظهور مؤسسات اقتصادية في جهات ريفية أو في أمكنة تتميز بتأخر العمران فيها، حيث تقوم هذه المؤسسات بإنشاء سكنات لعمالها وإعدادها للطرق و مرافق

العامه، وبذلك يتم إنشاء المدارس و المستشفيات، وقد يؤدي إلى ظهور تجمعات سكنية أو مدن جديدة وهي بذلك تساهم في سياسات التنمية والتطوير.

✓ **ظهور منشآت تجارية:** إن زيادة عدد السكان في منطقة أو مدينة وهو ما ينتجه ظهور مؤسسة أو مؤسسات اقتصادية جديدة، يجعل من الضروري القيام بإعداد منشآت تجارية جديدة لتلبية حاجات العمال الجدد، ويتبعها مختلف م ارفق الحياة الاقتصادية.

✓ **التأثير على التكامل الاقتصادي :** إن أي مؤسسة مهما كان شكلها ونوعها فإنها ترتبط مع شبكة كاملة من المؤسسات الأخرى، وأي خلل فيها أو تقصير منها قد يؤدي إلى عجز الشبكة بكاملها، كما أن تطور مؤسسة قد يؤدي إلى تعزيز التكامل الاقتصادي بين مختلف القطاعات الاقتصادية (موردين، زبائن، مصالح)

✓ **التأثير على التكوين والتكنولوجيا:** من المفترض أن تكون أنماط التكوين في الجامعات معدة أساسا لتلبية حاجات المؤسسات من اليد العاملة المتخصصة، كما أن المؤسسات في حد ذاتها تلعب دورا هاما في تك وين عمالها ويمكن أن يكون نشاطها أساسا هو التكوين، أما عن التكنولوجيا فإن العديد من الإحصائيات تبرز أن مختلف الابتكارات والاكتراعات الحديثة هي من إنتاج مخابر البحث والتطوير في مؤسسات معينة.

المطلب الثاني: المحيط الداخلي للمؤسسة

ويسمى أيضا بالمحيط الخاص (البيئة الخارجية الخاصة المباشرة أو البيئة التنافسية)و يتكون من عوامل ذات تأثير مباشر على أداء المؤسسة، هو يتكون من مجموعة من العوامل والمتغيرات التي ترتبط بالعاملين داخل المؤسسة من نظام الأجور، نظام الحوافز، أنماط الإشراف، نظام الإدارة ومناخ العمل، وغيرها من العوامل التي تحكم إطار العمل وتؤثر في أداء الأفراد و المؤسسة معا، ودراسة المحيط الداخلي هو تحميل للأنشطة التي تقوم بها المؤسسة باستخدام ما هو متاح لها من موارد وكفاءات، ويتضمن كذلك المتغيرات التي تتعامل بشكل مباشر مع المؤسسة كالمنافسين المحتملين، الموردين، المشترين، المنتجات البديلة، بالإضافة إلى القوى الأخرى المرتبطة بأصحاب المصالح و يمكن الإشارة إلى أن التفاعل بين هذه المتغيرات يؤثر سلبا أو إيجابا في القدرة التنافسية للمؤسسات العاملة في الصناعة وبالتالي الحصص السوقية لكل منها، فضلا عن العوائد والأرباح التي يمكن أن تحققها (صالح عبد الرضا رشيد، 2007، ص115، ص116).

ويمكن توضيح أهم مكونات المحيط الداخلي فيما يلي: (خضر مصباح اسماعيل، 2013، ص184).

1. **البناء التنظيمي** : ويقصد به الهيكل التنظيمي الذي يبين توزيع المهام والأفراد والمسؤوليات والسلطات ويحدد طبيعة العلاقات في المؤسسة، فكلما كان الهيكل التنظيمي للمؤسسة قائما على أسس منطقية وواضحة، بالإضافة إلى توفره على خصائص مثل المرونة، يسمح للمؤسسة بمسايرة كل التطورات التي قد تحدث ويساعدها في تحقيق أهدافها.
2. **الثقافة التنظيمية** : وتتمثل في القواسم المشتركة بين أعضاء المؤسسة من قيم وعادات ومبادئ وأمر خاصة بتنظيم المؤسسة دون آخر، تشكل هذه الثقافة الهوية الخاصة بالعاملين وتميز المؤسسة عن غيرها من المؤسسات مما يساعد على توجيه الجهودهم لتحقيق أهداف المؤسسة.
3. **المالكون** : هم الأفراد الذين لهم الملكية القانونية للأعمال أو المؤسسات حيث يمكن أن تكون الملكية فردية أو جماعية حسب الشكل القانوني للمؤسسة، ويمثل المالكون عنصر ضغط داخل المؤسسة، لأنهم يتدخلون في عمليات وتفصيل أداء المؤسسة باعتبار أن جزءا كبيرا من مصالحهم مرتبط بالمؤسسة.
4. **العاملون** : هم جميع الأفراد الذين يمارسون عملا فنيا وإداريا أو غيره داخل المؤسسة، ويمثل العاملون القوة البشرية للمؤسسة التي تتحكم في أجواء وظروف العمل، وترتبط هذه القوة بعوامل أساسية مثل: الرضا عن العمل، الانتماء والاندفاع في الأداء، الإخلاص في العمل، وهذه العوامل ترسم النمط أو النموذج الأساسي للمحيط الداخلي للمؤسسة.
5. **سوق السلع والخدمات** : وهي نقطة الالتقاء بين المؤسسات المنتجة والمستهلكين والأطراف المختلفة في النظام الإقتصادي، والسوق في الواقع لا ترتبط بمكان محدد واقعيًا، بقدر ما هو مفهوم نظري تتم فيه المعاملات بين الطرفين الذي يعرض السمع والطرف الذي يطلبها (ناصر دادى عدون، 1998، ص8).
6. **السواق المالية** : وهي نقطة التقاء بين المستثمرين، أو مستعملي الأموال الذين يطلبونها من جهة، وعارضي الأموال أو المدخرين من جهة أخرى، وهو من الأنظمة الفرعية للنظام الإقتصادي.
7. **سوق العمل** : وهو نقطة التقاء بين المؤسسة كطالب للعمل، والأفراد المستعدين والقادرين عن العمل، وهو نظام جزئي مشترك مع الأنظمة الديموغرافية، الإقتصادية و الاجتماعية.
8. **سوق التموين** : وهو نقطة التقاء بين المؤسسة ومورديها، وهو أيضا نظام فرعي من النظام الإقتصادي ككل.
9. **الموارد المتاحة للتنظيم** : وتشمل الإمكانيات المتاحة للمؤسسة كل الإمكانيات المالية والمادية والبشرية والتكنولوجية والأنظمة الإدارية المختلفة والإمكانيات ذات الصلة بالبحث والتطوير .

المطلب الثالث: المحيط الخارجي للمؤسسة

المحيط الخارجي يمثل مجموعة من العناصر التي تتعامل معها المؤسسة وتشكل علاقات سببية مركبة معها، فهي الإطار الكلي لمجموعة العوامل المؤثرة على عمل المؤسسة .

حيث يكمن تصنيف هذه العوامل والمتغيرات إلى مجموعتين: الأولى تتصل بالمتغيرات الخاصة بالبيئة المباشرة التي تعمل المؤسسة في محيطها، أما الثانية فهي تتصل بالمتغيرات الخاصة بالبيئة الخارجية غير مباشرة.

1. البيئة الكلية (العامة): وهي البيئة التي ينطوي تحتها أو تعمل ضمن إطارها جميع المؤسسات وتحتوي على متغيرات عامة تنشأ وتتغير خارج المؤسسة، والتي تؤدي إلى تغيير حتمي في مسار المؤسسة ولكن المؤسسة لا تستطيع التأثير فيها (مؤيد سعيد سالم، 2005، ص87) و تحوي على:

■ **العوامل الاقتصادية:** وتمثل القوى الاقتصادية التي تؤثر في البيئة الكلية للمؤسسات في قيمة العملات الأجنبية ومعدل التضخم والسياسات الاقتصادية والضرائب والرسوم وميزان المدفوعات وغيرها، ومن أمثلة تأثير بعض هذه العوامل الاقتصادية على المؤسسات نجد مثلاً في ظل الركود الاقتصادي ينخفض شراء العديد من المنتجات المعمرة إلى أدنى حد ممكن، مما يترتب عليه انخفاض أرباح المؤسسات وانخفاض قدرتها على تشغيل الأفراد، أما في مرحلة الرواج الاقتصادي فإن المؤسسات الصناعية والتجارية توسع من برامجها الإنتاجية والتسويقية محاولة فتح أسواق جديدة (اسماعيل محمد السيد، 2000، ص127-130).

■ **العوامل السياسية والقانونية:** يتضمن المحيط السياسي مجموعة من المتغيرات من شأنها أن تؤثر في نشاط المؤسسة بشكل غير مباشر، تتمثل في الاستقرار السياسي والأمني وطبيعة نظام الحكم وتشكيل الحكومات، و النفوذ الممارس من قبل رجال السياسة الذي يمكن أن يكون له الأثر البالغ على نشاط المؤسسة إما لمصلحتها أو ضدها، والعلاقات السياسية الخارجية للدولة مع الدول المجاورة وبقية دول العالم.

كما أن الخط أو المشروع السياسي لحكومة ما في بمد ما يعبر عنه بمجموعة من القوانين، وهذا بدوره يمس العلاقات التجارية الداخلية والخارجية، ومن هذه القوانين: قانون المالية، قانون الضرائب، قانون المحافظة على البيئة، قانون الأجور (عبد الرزاق بن حبيب، 2006، ص39).

■ **العوامل الاجتماعية والثقافية:** يظهر تأثير الثقافة على قدرة المؤسسات في التعامل مع مختلف المجتمعات وتوضيح تجارب الكثير من المؤسسات على الأثر الكبير الذي تحدثه الثقافة السائدة في المجتمع على نشاطاتها خاصة، وأن بعض جوانب الثقافة تعكس الأخلاق العامة السائدة في المجتمع فالبيئة الاجتماعية ذات تأثير هام على مؤسسات الأعمال وأن أثرها يكون غي جانب الطلب على

المنتجات المؤسسة، وكذلك على القيم والقواعد والممارسات للعاملين داخل المؤسسة فهي تتكون من كل القوى الاجتماعية التي يمكن أن تؤثر في نشاط المؤسسة بصفة مباشرة كالعادات والتقاليد، نمط ومستوى المعيشة والأخلاق والقيم والإتجاهات التي تؤمن بها الفرد الذي هو نقطة الهدف لدى المؤسسات (أمين عبد العزيز، 2001، ص73).

■ **العوامل التكنولوجية:** من التغيرات الهامة والمؤثرة على عمل معظم المؤسسات، وهي تلك التغيرات التي تحدث في البيئة الفنية والتغيرات الحديثة في المستوى التكنولوجي، وقد يكون إما في مراكز البحث والتطوير التابعة لها أو من خلال العمل على الحصول عليها من الغير وذلك لمسايرة التطورات التكنولوجية المتعمقة بنشاطاتها فالتغيرات والأحداث التكنولوجية تمثل أحد الأبعاد الأساسية التي ينبغي أخذها بعين الإعتبار عند تحديد الإستراتيجية.

وتتعلق التكنولوجيا بالوسائل الفنية المستحدثة في تحويل المدخلات إلى مخرجات، بالإضافة إلى التكنولوجيا التي يستخدمها المنافسون، والمؤسسات الرائدة في استخدام التكنولوجيا، والتكنولوجيا الحديثة في الإنتاج، والاستثمارات المطلوبة للحصول على التكنولوجيا وغيرها وهي كلها عوامل وقوى تؤثر سلبا أو إيجابا في البيئة التكنولوجية كما تؤثر في صنع الفرص والتهديدات (نبيل جواد، 2006، ص152).

■ **العوامل الاجتماعية والثقافية:** يظهر تأثير الثقافة على قدرة المؤسسات في التعامل مع مختلف المجتمعات وتوضح تجارب الكثير من المؤسسات على الأثر الكبير الذي تحدثه الثقافة السائدة في المجتمع على نشاطاتها خاصة، وأن بعض جوانب الثقافة تعكس الأخلاق العامة السائدة في المجتمع، فالبيئة الاجتماعية ذات تأثير هام على مؤسسات الأعمال وأن أثرها يكون غي جانب الطلب على المنتجات المؤسسة، وكذلك على القيم والقواعد والممارسات للعاملين داخل المؤسسة فهي تتكون من كل القوى الاجتماعية التي يمكن أن تؤثر في نشاط المؤسسة بصفة مباشرة كالعادات والتقاليد، نمط ومستوى المعيشة والأخلاق والقيم و الإتجاهات التي تؤمن بها الفرد الذي هو نقطة الهدف لدى المؤسسات (أمين عبد العزيز، 2001، ص73).

2. البيئة الخاصة: مجموعة العناصر الخاصة بنشاط المؤسسة وتختلف من منطقة إلى أخرى وترتبط بعملية إتخاذ

القرارات وتدخل إلى حد كبير في نطاق رقابة الإدارة تشمل كل من المنافسين، المستهلكين، الموردين الحكومة والنقابات، و تتكون من:

■ **المنافسون:** تتشكل من المنافسين الحاليين وكذا الداخلين الجدد، لذلك على المؤسسة معرفة تشكيلة المنتجات التي تقدمها المؤسسات المنافسة وطرق عملهم، كما يجب عليها أن لا تكتفي بمراقبة

- المنافسين الحاليين، بل تقوم بمراقبة المنافسين المستقبليين. وتواجه كل المؤسسات المنافسة في الأسواق، التي إتسع نطاقها ليشمل أنواع عديدة منها: المنافسة المباشرة ومنافسة غير مباشرة.
- **المستهلكين:** فالمستهلك من وجهة النظر الاقتصادية هو ذلك الفرد الذي يسعى دائما لسد حاجاته المادية والمعنوية قصد تلبية رغباته، مرتكزا في ذلك على ثنائية الدخل و أسعار السلع و الخدمات المعروضة، و المستهلكون يتعاملون مع المؤسسة التي تأمل في كسبهم وتحقيق رضاهم من خلال المنتجات التي تقدمها لإشباع حاجاتهم.
 - **الموردون:** الموردون جزء أساسي من بيئة المؤسسة، كونهم هم المسؤولين عن توفير وتوريد عوامل الإنتاج المختلفة (المدخلات) اللازمة لإنتاج السلع والخدمات التي تقوم المؤسسة بتسويقها. وبالتالي فإنهم يؤثرون في المؤسسة بشكل كبير وأساسي، ذلك لأنها بحاجة مستمرة إلى مدخلات متعددة، لتأمين عملية إنتاج السلع وإستمراريتها.
 - **النقابات العمالية و المهنية:** مكان يضم مجموعة من الأعضاء الذين يعملون بمختلف المهن الخاضعة لقانون العمل، بحيث تسعى هذه النقابات إلى المحافظة على حقوق المنتسبين إليها، تؤثر النقابات المهنية والعمالية بين المؤسسة والعمالين بها و تعمل هذه النقابات على حل النزاعات والخلافات التي قد تحدث بين المؤسسة والعمالين بها كالقضايا المرتبطة بالأجور وظروف العمل (أحمد شاكر العسكري، 2000، ص 66).

المبحث الرابع: تمويل المؤسسة الاقتصادية

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية الاقتصادية، من خلال توفير كل الاحتياجات المالية و التمويلية لمختلف المؤسسات الاقتصادية، سواء كان ذلك بالطرق التقليدية للتمويل أو الطرق المستحدثة التي ظهرت مع ظهور سياسات التحرير المالي و المصرفي التي عرفتها مختلف دول العالم كإستراتيجية لمؤسساتها المالية للبقاء.

المطلب الأول: مفهوم التمويل و أهميته

ومن خلال هذا المطلب سنحاول البحث في مفهوم التمويل بالإضافة إلى الأهمية التي يعود بها على المؤسسة الاقتصادية.

أولا: مفهوم التمويل: للتمويل العديد من المفاهيم نوجزها في التالي:

- التمويل لغة هو " الإمداد بالمال " والتمويل اصطلاحا هو " مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع (عبيد علي أحمد حجازي، 2001، ص 11) . "

- يعرف التمويل على " أنه توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع يمثل نظرة تقليدية، بينما النظرة الحديثة له تركز على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد (أحمد بوراس، 2008، ص24).
- "و يعرف كذلك :التمويل هو البحث عن المصدر الذي تستخدمه الإدارة للحصول على النوع المعين من الأموال اللازمة ومن ثم التزود به (جميل أحمد توفيق، 1993، ص333).
- كما يعرف التمويل أيضا على أنه" :البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار بينها وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشأة المالية" (هواري معراج، عمر حاج سعيد، 2013، ص15).
- التمويل هو مجموع العمليات التي تصل من خلالها المؤسسة إلى تلبية كل احتياجاتها من رؤوس الأموال ، سواء تعلق الأمر بالتخصيص الأولي من الأموال والزيادات اللاحقة للقروض المتوفرة في الأوساط العامة والهياكل المالية ، أو المساهمات الممنوحة من طرف الدولة والخزينة العامة ، أو الجماعات المحلية أو الخواص وغيرها".

ومن خلال المفاهيم السابقة ،نلاحظ تعدد الرؤى التي تم من خلالها تحديد مفهوم التمويل، و نستنتج أن كلها تصب في غاية واحدة هو تغطية الاحتياجات المالية و يعتبر التمويل الوظيفة التي تركز اهتمامها على جمع الأموال من مصادر مختلفة.

ثانيا:أهمية التمويل: إن الغرض من الحصول على التمويل هو سد الاحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل والتي تخص دورة الاستغلال، أو احتياجات طويلة الأجل والتي تخص دورة الاستثمار، وتكمن أهمية التمويل لهاتين الدورتين كما يلي: (زواوي فضيلة، 2009، بدون صفحة)

1. الحاجة إلى التمويل قصير الأجل : تلجأ عادة المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل لتمويل العجز في رأس المال العامل الناتج على نمو النشاط الداخلي للمؤسسة ، فأثناء دورة نشاطها عليها أن تغطي مخزونات ومدينوها ، ويعتبر الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي من المصادر الرئيسية لهذا النوع من التمويل وتلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دورا هاما في استمرارية النشاط وتوسيعه ، حيث تعتبر هذه الأخيرة المحرك الأساسي للعمليات الجارية عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتداولة. ولهذا فان هذا النوع من التمويل يعتمد على طبيعة عمل أو طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة ، وبالرغم من أن الاحتياجاتها في الموجودات أو الأصول المتداولة إلى أنه رغم هذه الحقيقة ، فان المؤسسات

تلجأ إلى التمويل مؤسسات تتجنب عددا من المشاكل فيما لو أمكنها الحصول على تمويل طويل الأجل لتمويل قصير الأجل للأسباب التالية:

- ضعف نسبة المخاطرة، وهو أمر يهم الدائنين أي أن قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المؤسسة، وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها تكون عالية.
- قد يكون الحصول على تمويل قصير الأجل أقل تكلفة من الحصول على التمويل متوسط أو طويل الأجل، لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة .
- الحاجة للأموال في بعض المؤسسات الموسمية، لهذا تلجأ هذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الآني في السيولة وتمويل احتياجاتها الموسمية.
- بعض حالات التمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل المؤسسات أي تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل على أن يتم التسديد بمدة معينة فان لم يتم التسديد بالمدّة المتفق عليها، فان ذلك يعني عدم تحميل المؤسسة أي تكلفة نتيجة لحصولها على ذلك الائتمان.

2. الحاجة إلى التمويل طويل الأجل: تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل لتغطية النشاطات الاستثمارية

التي تقوم بها لفترات طويلة ، وهذا لغرض الحصول إما على وسائل الإنتاج ومعدات وإما على عقارات مثل الأراضي ، المباني الصناعية والتجارية والإدارية ، ونجد أن المؤسسات تسعى للتمويل طويل الأجل بغرض تحقيق ما يلي : (زاوي فضيلة، 2009، بدون صفحة:

- تمويل شراء الأصول الدائمة ذات العمر الطويل.
- تمويل الجزء الدائم من رأس مال العامل، على أن يتم تمويل الجزء الآخر بخليط من السحب على المكشوف والتمويل قصير الأجل.
- تمويل ما يتم الاضطلاع به من استثمارات رأسمالية، وكذا التوسعات الطويلة الأجل للمؤسسة.

وحتى تحقق المؤسسة الاقتصادية الفعالية في اختيار واستخدام هذه الأموال في تغطية احتياجاتها ، لابد من وجود دراسة مسبقة لمختلف مصادر التمويل ومختلف العوامل المؤثرة فيها لاختيار التوليفة المثلى ، ولا يتم هذا إلا من خلال معرفة العوامل التي تدخل في تكوين الهيكل المالي .

المطلب الثاني: أنواع التمويل و وظائفه

تعتمد المؤسسة في تمويل الاستثمارات على نوعان من التمويل ، و يقوم التمويل بوظائف مختلفة يمكن التفصيل فيها من خلال هذا المطلب.

أولاً: أنواع التمويل: يمكن النظر إلى أنواع التمويل من عدة جوانب أهمها ما يلي:

1. أنواع التمويل من حيث المدة :بموجب معيار المدة تنقسم أنواع التمويل إلى:

- **تمويل قصير الأجل:** يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها.
- **تمويل متوسط الأجل:** يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمؤسسة كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عدداً من السنين، وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.
- **تمويل طويل الأجل:** وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضاً إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.

2. أنواع التمويل من حيث مصدر الحصول عليه: وينقسم التمويل من حيث مصدر الحصول عليه إلى:

- **التمويل الخارجي:** يتمثل في لجوء المؤسسة إلى المدخرات المتاحة في البنوك أو السوق المالي سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاتها التمويلية؛ وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة (ابراهيم محمد نايت، 2012، ص81، ص82)، فقد يكون التمويل الداخلي للأعوان الاقتصاديين غير كافي لتلبية متطلباتها المالية وخصوصاً بالنسبة للمؤسسات والتي تبقى غالباً عاجزة جزئياً أو كلياً على تمويل احتياجاتها بنفسها مما يجعلها تبحث عن مصادر خارجية لتغطية العجز و هناك نوعين من التمويل الخارجي:

✓ **التمويل المباشر:** وهو يصدر عن العلاقة المباشرة بين المدخر والمستثمر دون تدخل أي وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي، فالوحدات الاقتصادية ذات الفائض في الموارد المالية تقوم بتوجيه هذه الفوائض إلى الوحدات ذات العجز المالي والتي بدورها تستخدم هذه الموارد لاحتياجاتها الاستثمارية.

وهذا التمويل يستخدم عدة صور كما يختلف باختلاف المقترضين (المستثمرين) من مؤسسات، عائلات، حكومات.

✓ **التمويل غير المباشر:** وهو الصورة الأخيرة للتمويل الذي يتم من خلال الأسواق عن طريق المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها مصرفية أو غير مصرفية حيث تتولى هذه الأخيرة مهمة

تجميع المدخرات النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض (عائلات، مؤسسات) ثم تقوم بتوزيعها على الوحدات التي تحتاج إليها أي تلك التي بها عجز.

■ **التمويل الذاتي:** ويقصد بالتمويل الذاتي أو الداخلي مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها الإنتاجي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأنية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها، ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساسا بقدرة المشروع على تخفيض تكاليف الإنتاج من جهة، ورفع أسعار منتجاته الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

3. أنواع التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله: وينتج من هذا التصنيف ما يلي:

■ **تمويل الاستغلال:** يصنف إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة الاحتياطات والمعاملات قصيرة الأجل والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة.

■ **تمويل الاستثمار:** ويتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة وتوسيع الطاقة الحالية للمشروع لاقتناء الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع.

ثانيا: **العوامل المحددة لأنواع التمويل:** هناك عدة عوامل تؤثر في تحديد أنواع التمويل نذكر منها على الخصوص:

1. **الملائمة:** يعني هذا الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة ومجمل الأصول التي يتم تمويلها باستعمال تلك الأموال، فمثلا استخدام الأموال طويلة الأجل للاحتياجات الطويلة المدى ك شراء أصول ثابتة والأموال قصيرة الأجل لتغطية الاحتياجات القصيرة الأجل كالاحتياجات الموسمية (توفيق عبد الحكيم و اخرون، 2002، ص99).

2. **الدخل:** وهو حجم العائد على الاستثمار المتوقع الحصول عليه من تلك الأموال المقترضة، فعندما تقوم المؤسسة بالاقتراض لتمويل عملية معينة فإنها تقارن بين معدل الفائدة التي ستدفعها للممول ومعدل الفائدة المتوقع الذي ستحصل عليه، فإذا كان الفرق إيجابيا يتم الاعتماد على القرض كوسيلة للتمويل. كذلك حجم الضمانات والقيود على المشروع التي تطلبها مصادر التمويل أو الاقتراض (هيثم محمد زغبى، 2000، ص118).

3. **الخطر:** المقصود به، الخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة لزيادة الالتزامات على المشروع وكثرة عدد الأفراد الذين يتقدمون عليهم في الأولوية على الدخل وعلى الموجودات عند التصفية، يزداد الخطر

عند احتمال عدم بقاء شيء لأصحاب المشروع حيث يأتي هؤلاء بمطالبة حقوقهم بالنسبة للدخل و عليه فإن أي فشل يلحق بالمؤسسة يكون الملاك الباقون هم أول من يتأثرون به.

4. السيطرة و الإدارة: إن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بالسيطرة على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا هاما في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة فعادة الدائنين لا يتدخلون في إدارة المؤسسة عندما تكون الأصول طبيعية ولكن إذا توسعت المؤسسة في نشاطها والاقتراض إلى حد عجزها من دفع الفائدة أو تسديد الأصل، فهنا الدائنون قد يضعون أيديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم، وفي هذه الحالة فإن الأطراف المسيطرة سوف تفقد سيطرتها لأن المؤسسة ستختفي عن الوجود (توفيق عبد الحكيم و آخرون، 2002، ص100).

5. المرونة: ويقصد بالمرونة قدرة المؤسسة على تعديل مصادر التمويل تبعا للمتغيرات الرئيسية لحاجياتها للأموال أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال حيث أنه هناك بعض مصادر لتمويل أكثر مرونة من غيرها (عبد الغفار حنفي، 2002، ص413)، ويقصد بالمرونة كذلك تعدد مصادر التمويل المتاحة لإمكانية الاختيار من بين أكبر عدد ممكن من البدائل لتحديد مصدر التمويل المناسب والتي تتيح للمؤسسة إمكانية إحداث أي تغيير تراه مناسب على مصدر التمويل في المستقبل (هيثم محمد زغبي، 2000، ص122).

6. التوقيت: إن هذا العامل يرتبط بالمرونة، وهو يعني أن المؤسسة تختار الوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة وعن طريق الاقتراض أو عن طريق أموال الملكية، وتحقق المؤسسة وفرات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل (عبد الحلیم كراجه و آخرون، 2000، ص104).

7. معايير المديونية: هناك مستويات محددة لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ويجب أن لا تشد المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذا النمط، لأن ذلك يجعل الدائنين يشكون في سلامة الموقف المالي للمقرض.

ثانيا: وظائف التمويل: إن للتمويل وظائف مختلفة يمكن إجمالها من خلال وظيفة التخطيط المالي، ووظيفة الرقابة المالية الحصول على الأموال، استثمار الأموال وكذا مقابلة مشاكل خاصة. حيث سنتطرق لكل واحدة منها على حدى.

1. التخطيط المالي: يعرف "هنري فايول" التخطيط: " بأنه يشمل التنبؤ بالمستقبل مع الاستعداد لهذا المستقبل" (محمد شفيق و آخرون، 1997، ص30).

فالتخطيط المالي نوع من أنواع التخطيط يركز على كيفية الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وكيفية استثمارها بحيث يتم الحصول على أكبر فائدة من وراء هذا الاستثمار.

يلعب التخطيط المالي دور كبير في مجالات متعددة منها: (زياد سليم رمضان، 1997، ص221، ص222).

- التخطيط للمبيعات.
- التخطيط للأرباح .
- التخطيط للاستثمارات الرأسمالية.
- التخطيط لتمويل عمليات البيع لأجل.
- التخطيط لسداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها.
- التخطيط للحصول على الأموال اللازمة من المصادر الملائمة وفي الوقت الملائم.

يمكن تحديد مراحل التخطيط المالي فيما يلي: (عدمان هاشم، 1997، 30)

- ✓ تحديد الأهداف المراد تحقيقها وترجمتها ماليا.
- ✓ جمع البيانات اللازمة والتي تعتبر أساسا في عملية التخطيط.
- ✓ إعداد الموازنات التقديرية وصياغة الخطة في ضوء البيانات والمعلومات المتاحة.

2. التنظيم المالي: يمثل تحديدا للأنشطة التي يقوم بها المشروع لبلوغ أهدافه بكفاءة، ثم توزيع وتجميع هذه الأنشطة للأفراد العاملين وفق أسس معينة تمثل التخصص الوظيفي، ويختلف الهيكل التنظيمي لوظيفة المالية من مشروع لآخر، تبعا لنوع وحجم القطاع الذي يعمل فيه وطبيعة نشاطه ودرجة تعقيده.

3. الرقابة المالية: تتألف وظيفة الرقابة المالية من تقييم أداء المؤسسة بمقارنتها بالخطط الموضوعية لغرض اكتشاف الانحرافات وتصحيحها للتأكيد من تنفيذها، ويجب على المدير المالي عند قيامه بالتخطيط المالي أن يقوم بتصميم نظام للرقابة المالية يمكنه من مراجعة التنفيذ الفعلي مع الخطط الموضوعية. لذلك تعتبر الرقابة المالية من اختصاص أو مسؤولية المراقب المالي الذي عمله الأساسي هو الإشراف على الحسابات إلى جانب مهام أخرى.

4. التحفيز المالي: التحفيز هو خلق التعاون الإداري بين العاملين في المشروع وبمختلف مستوياتهم الإدارية واستمالتهم لحب العمل، وإثارة الروح المعنوية فيهم من أجل التفاني في العمل، ويتطلب التحفيز المالي نظام كفو للاتصالات بين مختلف المستويات الإدارية. ويمكن تقسيم الوظائف المالية إلى مجموعتين تضم الأولى الوظائف المسؤولة عن التخطيط المالي في حين تضم المجموعة الثانية الوظائف المسؤولة عن تسجيل النتائج المالية وتحليلها بهدف الرقابة على الأداء.

المطلب الثالث: خطوات التمويل، مخاطره و ضماناته

إن تنفيذ وظيفة التمويل تحتاج من المؤسسة لخطوات ، و يهدف من وراءها إلى تحقيق أكبر قدر من أرباح و تجنب أكبر عدد من المخاطر التي يمكن أن تظهر في بيئتها تتسبب لها توقف أو تعطيل، كما أنه يجب على كل مؤسسة تقديم ضمانات للحصول على التمويل اللازم.

أولاً: خطوات التمويل: للتمويل خطوات تختلف وفقاً لاعتبارات كثيرة منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة وغيرها، هذا يعني أنه من الصعوبة وضع خطوات موحدة ونموذجية لكل مؤسسة، و تتمثل هذه الخطوات في:

1. التعرف على الاحتياجات المالية للمنشأة: فعلى المؤسسة أن تعرف باستمرار على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية، بعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها لكي يتم النظر فيما هو متوفر فيها، وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التفسير، وعند تأسيس أي مشروع فإنه لا بد من تحديد متطلبات المشروع من أصول ثابتة كالأراضي والمباني.

أن التعرف على الاحتياجات لا يتم فقط عند تأسيس وبداية عمل المشروع فحسب وإنما يستمر أيضاً إن هناك مستجدات يخضع لها المشروع باستمرار ولا بد من دراسة ما تحتاجه المؤسسة من أموال في كل مرة تغطية هذه الاحتياجات.

2. تحديد حجم الأموال المطلوبة: بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات وهذه الخطوة ليست سهلة لأنه من الصعب تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، ولهذا لا بد من تحديد حدين لتمويل أي صفقة أو عملية هما الحد الأعلى والحد الأدنى، ومحاولة الالتزام بهذين الحدين بالإستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية وتحديد رأسمالها العامل والنفقات الأخرى الفردية.

3. تحديد شكل التمويل المرغوب: قد تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على القروض إلى إصدار بعض الأسهم والسندات وعادة ما يتم تحويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات أو الأسهم لأن ذلك يرتب التزامات معينة على المؤسسة وهذا حال القروض أيضاً، ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.

4. وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية: بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها وشكل التمويل فإنه من المفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني، وأثناء وضع الجدول الزمني لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المدة التي يحتاجها الممول لكي يلي طلبات التمويل المقدمة من طرف المؤسسة.

5. وضع وتطوير الخطة التمويلية: تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستحقق بها الأموال والعائدات المتوقعة منها، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة وتجنب المشاكل

المتعلقة بالسداد وأن هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة والخارجة الشيء الذي يطمئن المقرضين على منح أموالهم عندما يعلمون مواعيد استردادها.

6. تنفيذ الخطة التمويلية و الرقابة عليها و تقييمها: إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخاطئ أو أسباب أخرى، ولا شك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقدم، لهذا لا بد من العمل على تحديدها وتعديلها وفق المتطلبات الحديثة.

ثانيا: مخاطر التمويل : تتعرض المؤسسة إلى مجموعة من المخاطر تتمثل خاصة في الأعباء المالية التي تتحملها المؤسسة على عاتقها و التي تستوجب و تتطلب الخضم مهما كانت نتيجة الاستثمار، و هذه المخاطر تكون سببا في توقيفها أو تعطيلها أو في زيادة نفقات الانجاز، و التي لم تتوقعها المؤسسة من قبل و تكمن هذه المخاطر في:

1. الخطر القانوني: وهو يخص تواجد المشروع، نشاطه، وعلاقته مع الأعوان الاقتصاديين والدولة) صلاحية

مسيري السجل التجاري(، وهي مخاطر تتمثل في: (Ammas benhalim ، 1997 ، ص57)

- التأكد من أن مسيري المؤسسة لديهم صلاحية التعامل مع البنوك لطلب القروض منها وتقديم منح و ضمانات.
- يجب أن تكون النشاطات المنصوص عليها في السجل التجاري هي نفسها المعرف في نظام المؤسسة .

2. الخطر البشري: يتعلق هذا الخطر بالوضعية الإنتاجية، ويمكن حصره فيما يلي:

- توفير وسائل الإنتاج بصفة دائمة ومستمرة؛
- مصادقة المنتج لمتطلبات السوق؛
- توزيع الوظائف بين العمال، فكل الوحدات يجب أن تكون متوازنة؛
- وجوب توفير مصلحة للمراقبة، وذلك لمراقبة عملية الإنتاج والعمال.

3. المخاطر المادية: وهي تلك المخاطر التي قد تتلف السلع و المواد الأولية الموجودة في المخازن بسبب طول

مدة تخزينها و عدم طلبها من الزبائن أو بسبب وقوع حريق داخل المخزن... كل هذا يلحق خسائر بالمؤسسة (تكاليف إضافية)، مما يؤدي ذلك إلى التأثير بشكل كبير على الإجراءات المالية حيث تنخفض جراء هذه المخاطر.

4. المخاطر الفنية: وهي تلك المخاطر التي تنبع من حقيقة أن مهارة المنتج قد لا تتناسب مع طموح خطته

(طارق الحاج، 2002، ص22)، أي أن التسيير الجيد للمؤسسات يسمح بتحقيق الأهداف المتوقعة مستقبلا أو حتى الوصول إلى نتائج أفضل، ومن ثم فإن سوء التسيير من طرف مسيري المشروع يتسبب في تعطيل مدة إنجازها وبالتالي تتحمل المؤسسة تكاليف إضافية غير المرغوب فيها.

5. الخطر التسويقي: مرتبط دائرة الخاصة بتصريف المنتجات والمحيط الخارجي للمؤسسة، لذلك يجب مراعاة السياسة الإعلامية التي يحظى المنتج يجب أن تكون فعالة وكذا توفر الخبرة والحيوية للقائمين بعمليات المبيعات وذلك للوصول إلى الأهداف المرجوة (رضوان وليد عمار، 1997، ص 229).

6. المخاطر الاقتصادية: هي مخاطر ناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة وتنقسم إلى نوعين:

■ مخاطر عدم كفاية عرض الموارد اللازمة لإتمام المشروع والتي تسبب في توقف العمل، وفي نفس الوقت ارتفاع تكاليف الإنجاز.

■ مخاطر تدهور حجم الطلب على المنتج النهائي الممول أي انخفاض رقم الطلبات على الإنتاج تام الصنع للمؤسسة، مما يعني عدم الحصول على مردود مالي تسدد من خلاله أقساط التمويل وباقي الالتزامات الأخرى (طارق الحاج، 2002، ص 23) ، ويعود ذلك لعدة أسباب منها:

✓ سوء التقديرات لرغبات واحتياجات المستهلكين بسبب نقص الخبرة وقلة المعلومات.

✓ المنافسة الكبيرة في السوق؛

✓ المنافسة الكبيرة في السوق؛

✓ وجود نقص في السلعة المنتجة، أي أنها لا تعمل أو لا تكون صالحة إلا بوجود سلعة مكملتها.

7. مخاطر التضخم المالي: في حالة وجود تضخم مالي فمعدل المردودية في هذه الحالة يصبح أقل من معدل التضخم.

8. مخاطر عدم التسديد: يكمن هذا الخطر في عدم قدرة المدين على تسديد ديونه حتى لو تم تحويل ممتلكاته إلى سيولة.

9. مخاطر الصرف: انخفاض أسعار الصرف يمكن أن يتسبب في خسارة القيمة المحررة بعملة أجنبية.

10. المخاطر الصناعية أو التجارية أو الاجتماعية: تلك المخاطر المتعلقة بأنشطة المؤسسة المختلفة تتمثل

في:

- نقص المنافسة ووجود منافسين جدد والتطور التكنولوجي؛
- نقص وسائل الإنتاج بصفة دائمة و مستمرة.
- عدم مطابقة المنتج لمتطلبات السوق.
- عدم توفر مصلحة المراقبة وذلك لمراقبة عملية الإنتاج والعمال.

كما أنه هناك مخاطر أخرى؛ كالمخاطر السياسية التي تتعلق بالأوضاع السياسية للبلاد أو القرارات السياسية؛ والمخاطر الطبيعية التي تتمثل في الكوارث والتقلبات الطبيعية كالزلازل، البراكين، الفيضانات التي تمس الاستثمارات مباشرة (المباني، المعدات).

ثالثاً: ضمانات التمويل: تقوم المؤسسات التي تطلب القرض بتقديم معلومات ثمينة تسمح للبنك بتقديم وضعيتها وإمكاناتها وتقدير إمكانية حدوث الخطر ونوعه ودرجته وبناء على هذا التقدير يقرر فيما إذا كان يقبل منح القرض أو يرفض ذلك.

وبما أنه لا يمكن بأي حال من الأحوال إلغاء الخطر بصفة نهائية، ومن أجل زيادة الاحتياط قد يلجأ البنك إلى طلب ضمانات كافية من المؤسسات التي تطلب القرض والتي تعتبر ذات أهمية كبرى بالنسبة له، وفي الواقع تختلف طبيعة الضمانات التي يطلبها البنك والأشكال التي يمكن أن يأخذها، ويمكن على العموم تصنيفها إلى صنفين رئيسيين هما: (طار لطرش، 2005، ص 165-170)

1. الضمانات الشخصية: الذي يقوم به الأشخاص والذي بموجبه يعدون بتسديد الدين في حالة عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته في تاريخ الاستحقاق، وعلى هذا الأساس فالضمان الشخصي لا يمكن أن يقوم به المدين شخصياً ولكن يتطلب ذلك تدخل شخص ثالث للقيام بدور الضامن، ويمكن تمييز نوعين من الضمانات الشخصية هما: الكفالة والضمان الاحتياطي.

■ **الكفالة:** هي نوع من الضمانات الشخصية التي يلتزم بموجبها شخص معين بتنفيذ التزامات المدين إذا لم يستطيع الوفاء بهذه الالتزامات عند حلول أجل الاستحقاق.

ونظراً لأهمية الكفالة كضمان شخصي ينبغي أن يعطي له اهتمام كبير ويتطلب أن يكون ذلك مكتوباً ومتضمناً طبيعة الالتزام بدقة ووضوح، ومن جهة أخرى تجبر الأنظمة المختلفة البنوك على ضرورة إعلام المدين بمبلغ الدين محل الالتزام وأجاله وذلك خلال كل فترة معينة وهذا لتفادي الكثير من المنازعات الناجمة عن سوء التفاهم بين البنوك والعملاء.

■ **الضمان الاحتياطي:** يعتبر من بين الضمانات الشخصية على القروض ويمكن تعريفه على أنه التزام مكتوب من طرف شخص معين يتعهد بموجبه على تسديد مبلغ ورقة تجارية أو جزء منه في حالة عدم قدرة الموقعين عليها على التسديد، ويختلف عن الكفالة كونه يطبق فقط في حالة الديون المرتبطة بالأوراق التجارية والأوراق التجارية التي يسري عليها هذا النوع من الضمان: السند لأمر، السفتجة والشيكات والهدف من هذه العملية هو ضمان تحصيل الورقة في تاريخ الاستحقاق كما يختلف الضمان الاحتياطي عن الكفالة في كون الأول هو التزام تجاري بالدرجة الأولى حتى ولو كان منح المبلغ غير تاجر لأن العمليات التي تهدف الأوراق محل الضمان إلى إثباتها هي عمليات تجارية.

2. الضمانات الحقيقية: تركز الضمانات الحقيقية على موضوع الشيء المقدم للضمان، وتمثل هذه الضمانات في قائمة واسعة من السلع والتجهيزات والعقارات يصعب تحديدها هنا وتعطي هذه الأشياء على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية، وذلك من أجل ضمان استرداد القرض ويمكن للبنك أن يقوم ببيع هذه الأشياء عند التأكد من استحالة استرداد القرض وفي الواقع يمكن أن يشرع في عملية البيع من خلال 15 يوما ابتداء من تاريخ القيام بتبليغ عادي للمدين، ويمكن أن يأخذ هذا النوع من الضمان شكلين هما:

■ **الرهن الحيازي:** و فيه نوعين:

✓ **الرهن الحيازي للأدوات والمعدات الخاصة بالتجهيز:** يسري هذا النوع على الأثاث والأدوات ومعدات التجهيز والبضائع ويجب على البنك قبل أن يقوم بالإجراءات القانونية الضرورية أن يتأكد من سلامة هذه المعدات والتجهيزات، كما ينبغي عليه التأكد من البضاعة المرهونة غير قابلة للتلف وأن لا تكون قيمتها معرضة للتغيير بفعل تغيرات الأسعار.

ويقيد عقد الرهن الحيازي بالسجل العمومي الذي يمسك بكتابة المحكمة التي يوجد بدائرة اختصاصها المحل التجاري، ولا يجوز أن يبيع المدين الأشياء المرهونة قبل تسديد الديون المستحقة عليه إلا بعد موافقة الدائن المرتهن.

✓ **الرهن الحيازي للمحل التجاري:** يتكون من عناصر عديدة ومن بين هذه العناصر نجد على وجه الخصوص عنوان المحل التجاري والاسم التجاري والحق في الإجازة، الأثاث التجاري، المعدات، الآلات وبراءة الاختراع والرخص والعلامات التجارية والرسوم والنماذج الصناعية... الخ. ولكن إن لم يشمل عقد الرهن الحيازي المحل التجاري وبشكل دقيق وصریح أي العناصر التي تكون محلا للرهن فإنه في هذه الحالة لا يكون شاملا إلا عنوان المحل التجاري والحق في الإجازة والزائن والشهرة التجارية.

■ **الرهن العقاري:** هو عبارة عن عقد يكتسب بموجبه الدائن حقا عينيا على العقار لوفاء بدينه ويمكن له أن يستوفي دينه من ثمن ذلك العقار.

■ وفي الحقيقة لا يتم الرهن إلا على العقار الذي يستوفي بعض الشروط التي تعطي للرهن مضمون حقيقي، أما العقار ينبغي أن يكون صالحا للتعامل فيه وقابل للبيع في المزاد العلني كما يجب أن يكون معيناً بدقة من حيث طبيعته وموقعه وذلك في عقد الرهن أو في عقد رسمي لاحق، وما لم تتوفى هذه الشروط فإن الرهن يكون باطلا.

■ وإذا حلا أجل استحقاق الدين ولم يقم المدين بالتسديد فإنه يمكن للدائن وبعد تنبيه المدين بضرورة الوفاء بالديون المستحقة عليه، أن يقوم بنزع ملكية العقار منه ويطلب بيعه.

المبحث الخامس: مصادر التمويل الداخلية

تمثل مصادر التمويل الداخلية مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها الإنتاجي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة.

و في هذا المبحث سوف نتطرق إلى أنواع مصادر التمويل الداخلية من خلال المطالب الثلاث.

المطلب الأول: التمويل الذاتي

يعد التمويل الذاتي من أكثر أنواع التمويل انتشاراً، وفي الغالب يتم تطبيقه في المراحل الأولى من المشروعات الجديدة وفي بدايات عمل الشركة،

أولا تعريف التمويل الذاتي: يقصد بالتمويل الذاتي:

- هو: "الأموال المتولدة من العمليات التجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، يشكل التمويل الذاتي الادخار الداخلي المسجل بواسطة نشاط المؤسسة الذي يخصص لتمويل الجهاز الإنتاجي، لهذا تحرص المؤسسة على تخفيض النفقات المتعلقة بالإنتاج إلى أكبر قدر ممكن، أو تسعى للحصول على أكبر ربح ممكن، وهذا يمكنها من تحقيق فوائض نقدية تجعل المؤسسة في وضعية أكثر استقراراً، كما توضح لنا مدى قدرة وكفاءة المسيرين (الطاهر لطرش، 2007، ص153) "
- و يعرف كذلك " مجموعة الأموال من أصل داخلي للمؤسسة، والصادر عن نشاطاتها في فترة زمنية معينة ويوجه نهائياً لتمويل أصولها (Sylvie coussergus، 1984، ص23).

وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأنية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها، ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساساً بقدرة المشروع على تخفيض تكاليف الإنتاج من جهة، ورفع أسعار منتجاته الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

وقد فرق بين نوعين من التمويل الذاتي: (عبد الغفار حنفي، 1991، ص407)

- التمويل الذاتي الذي يهدف إلى المحافظة على الطاقة الإنتاجية والإدارية للشركة حيث تخصص أمواله لهذه الغاية، ويشمل أموال الإهلاك واحتياطي ارتفاع الأموال الرأسمالية.
- التمويل الذاتي الذي يهدف إلى التوسع والنمو وتخصص أمواله لتحقيق هذه الهدف والذي يشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطات.

ثانيا: محددات التمويل الذاتي: إن تحديد مفهوم دقيق للتمويل الذاتي يتوقف على دراسة المكونات الأساسية لهذا التدفق المالي، وذلك حسب منظورين: (يوسف قريشي، 2006، ص 241)

- منظور مباشر: التمويل الذاتي هو ذلك الرصيد المتبقي بين التدفقات المحصلة والتدفقات المسددة، أي استبعاد التدفقات الوهمية المتمثلة في محصصات الاهتلاك و المؤونات.
- منظور غير مباشر: حيث يظهر التمويل الذاتي في شكل تدفق نقدي المحقق من طرف المؤسسة.

ثالثا: مراحل تشكيل التمويل الذاتي: ويتشكل التمويل الذاتي بواسطة عدة عناصر أساسية تتضح من خلال المراحل التي نعرضها في الشكل التالي:

الشكل رقم 04: مراحل تشكيل التمويل الذاتي



المصدر: يوسف قريشي، الياس بن ساسي، 2006، التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، ص 241.

يتضح من خلال الشكل السابق، كيفية تكوين التمويل الذاتي وذلك تبعا للمراحل التالية:

- ينطلق من الإيرادات التجارية المحققة، حيث يغطي رقم الأعمال الاستهلاكات الوسيطة ليكون مؤشر القيمة المضافة.

- مؤشر القيمة المضافة يساعد في تحديد سياسة التموين ، وعلاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية ، والمقابلة بالباطن وقدرتها على التحكم في استهلاكاتها المباشرة.
 - رصيد القيمة المضافة المحقق في المرحلة السابقة ، يوجه لتغطية مصاريف المستخدمين ومصاريف الضرائب و الرسوم ليشكل الفائض الإجمالي للاستغلال؛
 - يعبر الفائض الإجمالي للاستغلال عن أداء دورة الاستغلال وقدرتها على توليد فوائض مالية تساهم في تغطية المصاريف المالية والمصاريف الاستثنائية والضرائب على الأرباح؛
 - القدرة على التمويل الذاتي ، هو النتيجة الإجمالية المحققة حسب المراحل السابقة وهو بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الأرباح ، وهنا تبرز أهمية تحقيق قدرة على التمويل الذاتي معتبرة ، تمكن المؤسسة من تسديد مستحققاتها اتجاه المساهمين، والرصيد المتبقي يمثل الفوائض المالية المعاد استثمارها وهو ما يصطلح عليه بالتمويل الذاتي.
- رابعا: مكونات التمويل الذاتي: يتكون التمويل الذاتي من ثلاث عناصر أساسية متمثلة في:

التمويل الذاتي = الأرباح غير الموزعة + مخصصات الامتلاك + المؤنونات ذات الطابع الاحتياطي

1. الأرباح الغير الموزعة :وهي الأرباح السنوية غير موزعة على المساهمين والتي تهدف إلى توسيع وتنمية الشركة، ويعتبر الربح غير موزع على المساهمين من العناصر الأساسية لتكوين مورد مالي داخلي، ولتحديد هذا الأخير يجب تحديد مختلف إيرادات و تكاليف المؤسسة بغية إيجاد النتيجة الإجمالية التي تمثل الربح الخاضع لضريبة وبعد طرح قيمة الضرائب وأرباح الموزعة، نجد الأرباح غير موزعة والتي تعتبر كتمويل ذاتي للمؤسسة، تمثل عناصر الأرباح المحتجزة مايلي:
 - الاحتياطي القانوني :وهو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لا بد للشركة من تكوينه، وقد حدد قانون الشركات المساهمة ب 5% من أرباح السنة على أن لا يتجاوز 10% من رأس مال الشركة يستخدم هذا الاحتياطي في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال.
 - احتياطات النظام الأساسي :يتكون هذا الاحتياط طبقا لنظام الأساسي للشركة ولا يجوز استخدام هذا الاحتياطي في غير الأغراض المخصص لها بقرار من الجمعية العامة للشركة؛
 - الاحتياطات الاختيارية :وهي لا تخضع لأي إجبار سواء كان قانوني أم كان نظاميا.
2. مخصصات الاهتلاكات :يعرف الاهتلاك بأنه "عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو أثار أخرى (ناصر دادي عدون، 1998، ص45) ، كما تمثل الاهتلاكات عنصر رئيسي في التمويل الداخلي أو الذاتي للمؤسسة، وهي التي تمثل قيمة التديني السنوي لاستثمارات المؤسسة فهي مخصصات لتعويض أصولها مستقبلا، وقد يتدخل المشرع في بعض

الحالات لتمييز هذا النوع من التمويل أو لحفظه من آثار هبوط قيمة النقود وذلك بفرض طرق معينة لحساب أقساط الإهلاك (Jacques Masson، 1974، ص143) ، وتنقسم الإهلاكات إلى أنواع منها:

- **الإهلاك الثابت**: هذه الطريقة سهلة التطبيق و يأخذ بها في الغالب من القانون الضريبي، والمخطط المحاسبي، إلا أنها تطرح مشكل تحديد العمر لكل استثمار، وفقا لهذا النوع يحسب الإهلاك بقسمة قيمة الاستثمار أو الأصل المعني هلاك إلى أقسام متساوية بحسب مدة الاستعمال.
- **الإهلاك المتغير**: يقاس تدهور الاستثمار وفقا لهذه الطريقة ذ بعين الاعتبار استعماله، حيث أن التدهور في القيمة يزداد كلما زاد الاستعمال.
- **الإهلاك المتناقص**: يحسب قسط الإهلاك بموجب الطريقة على القيمة المحاسبية الباقية للأصل وليس على القيمة الأصلية له، وذلك بضرب معدل الإهلاك الذي يخصص عليه بطريقة القسط الثابت في إحدى المعاملات التالية:

✓ 1.5 إذا كانت مدة الإهلاك أربع سن و ات أو أقل.

✓ 02 إذا كانت مدة الإهلاك ما بين خمسة وستة سنوات.

- **الإهلاك المتزايد**: يتزايد قسط الإهلاك حسب هذه الطريقة، فكلما اقتربت نهاية مدة حياة الاستثمار.

3. **المؤونات ذات الطابع الاجتماعي**: تعرف المؤونات على أنها " مبالغ مالية تصدر لمقابلة انخفاض غير عادية

في قيمة الأصول " (المخطط الوطني المحاسبي) ، و تمثل الأعباء التي تقدر الخسارة المحتملة للأصول غير مهتلكة، و تكوين هذه المؤونات يتقيد بعدة شروط:

- أن تكون أسباب انخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس السنة.
- أن يكون وقع هذا النقص محتملا.
- أن يكون تقدير هذا النقص موضوعي.

المطلب الثاني: رأس المال العامل

رأس المال العامل هو جزء من رؤوس الأموال التي تصلح لتمويل الاحتياجات ناقص عناصر الأصول الناتجة عن دورة الاستغلال ، و لتحقيق السير العادي لنشاط المؤسسة فعلى رؤوس الأموال أن تمول الأصول الثابتة و الأصول المتداولة.

1. مفهوم رأس المال العامل: عرف رأس المال العامل باصطلاحين شائعين هما :

■ **إجمالي رأس المال العامل:** عُرف بأنه مجموع الأصول المتداولة التي عادة ما تتحول إلى سيولة نقدية خلال العام وهي تتضمن بالإضافة للنقدية الاستثمارات المؤقتة والذمم والمخزون السلعي (منير ابراهيم هندي، 2000، ص209) ، كما يعبر عن الأموال التي تستغلها الشركة في استثمارات قصيرة الأجل وهي تتكون من النقدية و الأوراق المالية قصيرة الأجل ، وحساب المدينين والمخزون، حيث أن إجمالي الأصول المتداولة عبارة عن مجموع بنود رأس المال العامل (محمد أيمن عزت، 2006، ص201).

ما يمكن استنتاجه أن رأس المال العامل عبارة عن:

✓ جملة الأصول المتداولة التي يمكن إعادتها إلى سيولة بكل يسر وبدون خسارة.

✓ مكوناته هي النقد ، الاستثمارات المؤقتة ، الحسابات المدينة والمخزون السلعي.

✓ أصول يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة الأجل.

✓ استثمار قصير الأجل.

✓ يمثل جزءا مهما من الأصول.

■ **صافي رأس المال العامل:** يعرف بأنه فائض الموجودات المتداولة عن المطلوبات المتداولة، و بعبارة أخرى

هو عبارة عن الموجودات المتداولة مطروحا منها المطلوبات المتداولة.

و عرف أيضا من وجهة نظر المقرضين يشكل وقاية مالية أو هامش أمان يمكن أن تتدنى بمقداره قيمة

الأصول المتداولة قبل أن تصبح قيمة هذه الأصول المتداولة عاجزة عن تغطية الديون قصيرة الأجل

ولذلك فهو مقياس مهم للمخاطر التي تواجه إدارة الشركة ومقرضيها فكلما كبر حجمه قل التعرض

لمخاطر عدم السداد التي يتعرض لها مقرض أو الشركة في الأجل القصير.

وتكمن أهمية هذه التعاريف في أنها توفر مقياسا كميا لدرجة الثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء

بالالتزامات قصيرة الأجل. و هو يصلح كمقياس يستعمل في الأجل القصير لتقييم سيولة المنشأة و

مقدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند ميعاد الاستحقاق، إذ كلما زد مقدار الأصول المتداولة

بالمقارنة مع المطلوبات المتداولة، كان ذلك دليلا كميا على قدرة الشركة على مقابلة الالتزامات قصيرة

الأجل بسهولة و العكس صحيح، إلا أن القدرة الفعلية للشركة على الوفاء بالتزاماتها تتوقف أيضا على نوعية الموجودات المتداولة.

يستنتج من تعاريف صافي رأس المال العامل بأنه:

✓ الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.

✓ إذا كان ناتج الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة رقما موجبا دلاً على انه تم تمويل

الأصول المتداولة من مصادر تمويل طويلة الأجل وإذا كان سالبا دل على انه تم تمويلها من

مصادر التمويل قصير الأجل.

✓ يعتبر مقياسا جيدا للسيولة ، ومقياسا كميا للثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء

بالالتزامات قصيرة الأجل.

✓ يعتبر من وجهة نظر المقرضين مقياسا ممتازا للمركز المالي للشركة ولمقدرتها على الوفاء بالسداد.

2. أنواع رأس مال العامل: تتمثل أنواع رأس المال العامل في الآتي:

■ حسب المفهوم الاصطلاحي: و نجد فيه:

✓ إجمالي رأس المال العامل : يعني أن رأس المال العامل هو إجمالي الأصول المتداولة أو هو رأس المال

المستثمر في مختلف مكونات الأصول المتداولة.

✓ صافي رأس المال العامل : فيعني أن رأس المال العامل هو الفرق الموجب بين الأصول المتداولة

والالتزامات المتداولة.

■ حسب وجهة نظر المحاسبين: يتعامل الفكر المحاسبي مع رأس المال العامل من خلال مجموعة الأصول

المتداولة حيث تتضمن مجموع القيم الدفترية لكل من النقدية والأوراق المالية و ا رق القبض والحسابات

المدينة والمخزون السلعي ويتمثل في الآتي: (عبد العزيز محمد و آخرون، 2007، ص20-23)

✓ رأس المال العامل المحاسبي: يتمثل في ، الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة و يتوقف

حجمه على تقييم الأصول والخصوم بصورة سليمة ويتكون من رأس المال المدفوع والاحتياطيات

والأرباح المحتجزة

✓ رأس المال الرقابي : يتكون من رأس المال الأساسي الذي يحتوي على حقوق الملكية ، و رأس

المال المساند أو التكميلي ويحتوي على الاحتياطيات غير المعلنة وهي الأرباح غير المحققة نتيجة

لارتفاع قيمة الأصول الحالية عن قيمتها التاريخية ، واحتياطيات إعادة التقييم ، المخصصات

العامة للديون المشكوك في تحصيلها والقروض المساندة متوسطة وطويلة الأجل.

■ حسب الفكر المالي: يتعامل الفكر المالي مع رأس المال العامل من خلال كونه انعكاسات لقرارات

الاستثمار قصيرة الأجل أي تلك الاستثمارات الموجهة إلى النقدية وأصول أخرى ، يمكن تحويلها داخل

إطار النشاط الطبيعي للمنظمة إلى نقدية وبدون خسارة في قيمتها في فترة زمنية لا تتجاوز السنة على أن تتوفر في مكونات الأصول المتداولة الشروط التالية: (عبد الرحمان احمد توفيق، 2004، ص38) ✓ أن تكون قابلة للتحويل إلى شكل نقدي في مدة لا تزيد عن سنة وبدون خسارة في قيمتها وتطبيقا لذلك يتم استبعاد الجزء الراكد من المخزون وكذلك الجزء الرديء من الحسابات المدينة بالإضافة للأرصدة في البنوك التي لا يجوز للمنشأة استخدامها.

✓ أن يكون ضمن الإطار الطبيعي لنشاط المنظمة ، وتطبيقا لذلك يتم استبعاد قيمة المخلفات الناتجة عن العمليات الإنتاجية وغير القابلة للاستخدام نظرا لعدم ارتباطها بدورة رأس المال العامل الطبيعية واستبعاد ذلك الجزء من رصيد العملاء غير المرتبط ببيع البضاعة أو الخدمة محل النشاط.

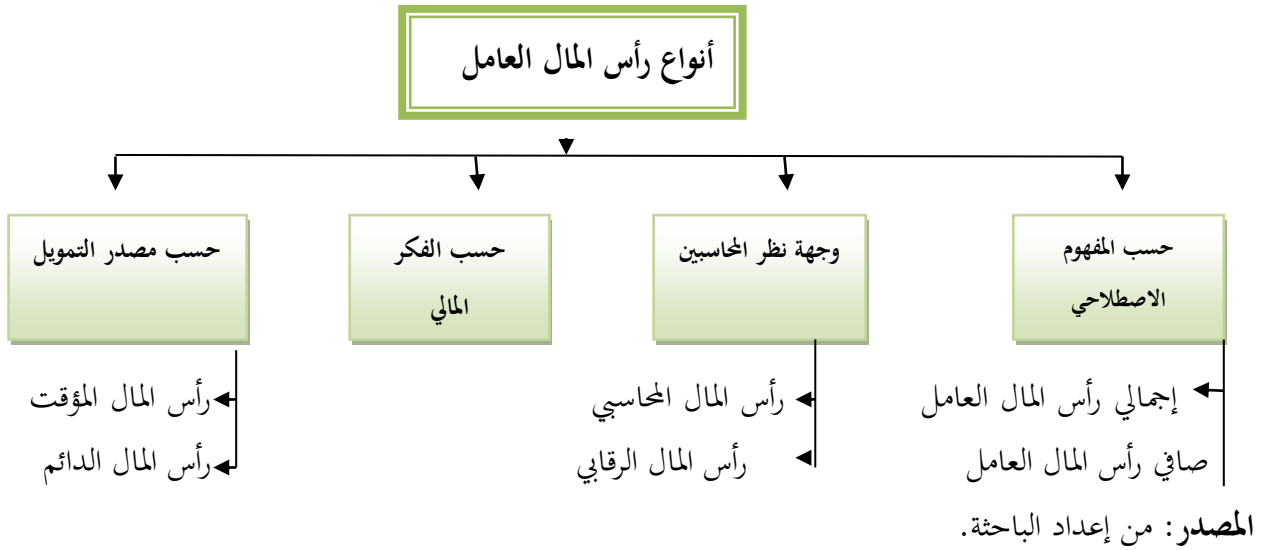
■ **حسب مصدر التمويل:** تصنف أنواع رأس المال العامل على حسب مصادر تمويل رأس المال العامل إلى: (محمد صالح الحناوي، 2001، ص175)

✓ **رأس المال العامل الدائم:** يمثل حاجة تمويلية دائمة ويتم تمويله من مصادر التمويل الدائمة، وهو ذلك القدر من الأموال لإنتاج السلع والخدمات الضرورية ، ويمتاز بأنه يتغير باستمرار من أصل لآخر وهو الاستثمار في الأصول الثابتة يزداد حجمه مع زيادة الشركة ونموها . وهو الأموال اللازمة للأصول المتداولة على أساس مستمر خلال سنة كاملة وتمثل في مقدار النقدية والحسابات المدينة والمخزون السلعي كحد أدنى لازم لتنفيذ عمليات المنظمة خلال فترة معينة.

✓ **رأس المال العامل المؤقت:** يتم تمويل جزء منه من مصادر التمويل المؤقتة أو القصيرة الأجل كالاتمان المصرفي قصير الأجل وتسهيلات الموردين، وتوجد علاقة بين الائتمان المصرفي قصير الأجل ورأس المال العامل حيث أن التمويل قصير الأجل يعد أحد مصادر التمويل الرئيسية لرأس المال العامل والمتمثل في عناصر الأصول المتداولة ومن جهة أخرى فإن سداد التمويل قصير الأجل يتم من الأصول النقدية والقابلة للتسيير ضمن عناصر رأس المال العامل عند استحقاق آجال الائتمان المصرفي

و الشكل التالي يوضح أنواع رأس المال العامل:

الشكل رقم 05 : أنواع رأس المال العامل



المطلب الثالث: مزايا و عيوب التمويل الداخلي

ينطوي التمويل الذاتي على العديد من المزايا لصاحب العمل عند استخدام الأموال الداخلية للنفقات الرأسمالية و كما ينطوي على عيوب من أهمها ما يلي:

أولاً: مزايا التمويل الداخلي: من أهم المزايا التي يتميز بها التمويل الذاتي ما يلي:

- يعتبر التمويل الداخلي الوسيلة المتاحة أمام الإدارة في الوحدات الإنتاجية الصغيرة والمتوسطة، حيث يصعب الحصول على هذه الموارد من مصادر أخرى.
- يمثل التمويل الذاتي المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة.
- يجعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية وإدارية تامة.
- يزيل على المؤسسة عبئ التكاليف المتعلقة بالعمليات المالية.
- وبما أن الاهتلاك يمثل الجانب الأكبر في التمويل الذاتي والذي يعتبر معفى من الضرائب، فإنه يخفض مجموع الضرائب التي تخضع لها أموال المؤسسة.
- التمويل الداخلي يحقق التوازن بين الادخار والاستثمار.
- يعطي للمؤسسة الحرية في اختيار نوع الاستثمار دون التقيد بشروط الائتمان.
- تمويل الاستثمارات من الأرباح المحققة يعطي الإدارة حرية الحركة حيث يمكن للإدارة لزيادة الأرباح المحتجزة عن طريق الاحتياطات غير معلنة إضافة إلى عدم تحمل أعباء تعاقدية كفوائد أو سداد الديون.

ثانيا: عيوب التمويل الداخلي: للتمويل الذاتي عيوب نلخصها في:

- في غالب الأحيان لا يكفي حجم التمويل الذاتي لتغطية كل حاجيات المؤسسة.
- يحقق مردودية أقل من تلك التي تمول بمزيج من الأموال الداخلية و الخارجية.
- يمنع تجميع الادخارات بصفة عامة ثم إعادة توزيعها على مختلف القطاعات والمشروعات طبقا لأولويات استثمارية معينة.
- الاعتماد على الأموال الذاتية يؤدي إلى التوسع البطيء مما يؤدي لعدم الاستفادة من القروض الاستثمارية المرجحة بسبب عدم كفاية التمويل الذاتي لتلبية الاحتياجات.

المبحث السادس: مصادر التمويل الخارجية

تلجأ المؤسسات إلى البحث على مصادر تمويل جديدة عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة احتياجاتها، يعتبر التمويل الخارجي النوع الثاني من التمويل بالنسبة للمؤسسة والتي يمكن تقسيمها إلى وسائل تتمثل في مصادر التمويل الخارجية في المصادر قصيرة الأجل، ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل.

المطلب الأول: التمويل قصير الأجل

يحتل التمويل قصير الأجل أهمية كبيرة في الهيكل المالي لأي مؤسسة، وهنا لأنه عادة ما يتم استخدامه لتغطية النفقات المتعلقة أساسا بالتشغيل العادي للطاقت الإنتاجية للمؤسسة من أجل تحقيق التوازن.

أولا: تعريف التمويل قصير الأجل: التمويل قصير الأجل له عدة تعريف مختلفة ومتعددة منها:

- تعرف على أنها : هي تلك القروض قصيرة الأجل التي لا تفوق مدة استحقاقها عن السنة، التي تستخدمها المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها المؤقتة في الأصول المتداولة، وذلك بالرغم من أن مدته قد تصل إلى السنتين في بعض الأحيان (أحمد بوراس، 2003، ص3).
- هناك من يقصد به تلك الأموال التي يمكن رصدها من أجل مواجهة النفقات التي تتعلق بالتشغيل الجاري للطاقت الإنتاجية للمؤسسة.
- و يعرف بأنه" تلك المصادر التي تهدف إلى تغطية احتياجات المؤسسة خلال دورة الاستثمار، و لتغطية التوسع في نشاط المشروع خلال فترة زمنية محددة تتناسب مدتها مع دورة الاستثمار (دريد أمل آل شيخ، 2007، ص220).

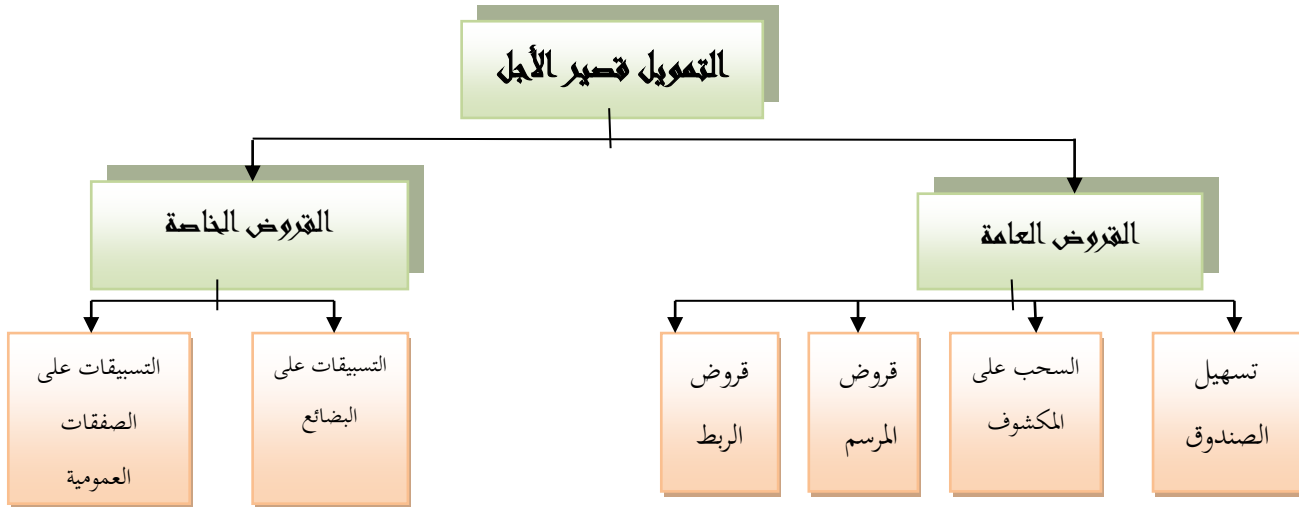
انطلاقا مما سبق نستنتج أن التمويل الخارجي قصير الأجل يتمثل في القروض قصيرة الأجل التي لا تفوق مدة استحقاقها سنة ، و هي قروض مختصة في تمويل احتياجات التمويلية لتغطية دورة الاستغلال للمؤسسة.

ثانياً: أسباب اللجوء إلى التمويل قصير الأجل: تلجأ إلى المؤسسة إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية: (عدنان هاشم رحيم السمراي، 1997، 264)

- ضعف نسبة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسات المالية المانحة لهذا النوع من القروض، و أهم مصدر من مصادر التمويل قصير الأجل هو السوق النقدي الذي يتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل و التي تتميز بأن مدتها أقل من سنة، و تكون درجة خطرها منخفضة نسبياً؛
- تعتبر تكلفة الحصول على تمويل قصير الأجل أقل من تكلفة الحصول على تمويل متوسط و طويل الأجل لقصر فترة السداد و لضعف نسبة المخاطرة؛
- في حالة وجود احتياجات موسمية ، تلجأ المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويل قصير الأجل لسد النقص الآني في السيولة لأنه في حالة التمويل طويل الأجل للاحتياجات الموسمية فسوف تكون هناك سيولة لا حاجة لها، أي أنها تصبح أموال عاطلة إذا لم يتم استثمارها.

ثالثاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل: يتكون التمويل قصير الأجل من:

الشكل رقم 06: مصادر التمويل قصير الأجل



المصدر: من إعداد الباحثة.

1. الائتمان التجاري: هو القرض الممنوح لشركة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقداً، إنما تأخذ صفة المشتريات الآجلة (الزبيدي حمزة، 2004، ص941). يعرف من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، و يحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل، و الهدف منه هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض

المصرفية، كما أنه يوفر السيولة النقدية للمشاريع التي لا تستطيع الحصول على الأموال عن طريق وسائل تمويل أخرى بسبب ظرف مالي أو قانوني.

■ أنواع الائتمان التجاري: للائتمان التجاري عدة أشكال:

✓ الحساب المفتوح أو الحساب الجاري: في الحياة الاقتصادية للمؤسسات، يعتبر الحساب المفتوح أهم الأنواع الشائعة لمصادر التمويل قصيرة الأجل، و بموجب هذا المصدر فإن البائع يقوم بشحن البضاعة إلى المشتري وفق الاتفاق السابق ووفق فاتورة البيع التي توضح نوع و قيمة البضاعة المرسله و شروط البيع.

كما يقوم فيه البائع بفتح حساب للمشتري في دفاتره يسجل فيه ثمن البضاعة المباعة بالحساب والمبالغ التي سددها، و يأخذ الحساب المفتوح تسميته من كون أن المشتري لا يوقع وسيلة دفع رسمية للبائع (الزبيدي حمزة، 2004، ص941).

ويعتبر الحساب الجاري من أهم أشكال القرض والائتمان التجاري على الإطلاق، وذلك لأنه يمثل حصة الأسد في العمليات المرتبطة ذا النوع من الائتمان، وينبغي الإشارة إلى أن معظم المؤسسات تفضل الاقتراض بواسطة الحسابات الجارية دون الأوراق التجارية وذلك لأن هذه المؤسسات تخاف كثيرا من المتاعب التي تتعرض إليها في حالة عدم قدرتها من دفع ما عليها عند حلول آجال الاستحقاق.

✓ أوراق تجارية: هي ورقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد، وتظهر للمؤسسة باسم أوراق الدفع بينما تظهر في دفاتر المورد بأوراق القبض، ولعل من أبرز ما تمتاز به هذه الأوراق هو قابليتها للتداول وذلك من خلال إمكانية تظهيرها للغير أو خصمها لدى البنوك وقبض قيمتها موعدا الاستحقاق.

■ تكلفة الائتمان التجاري: لحساب تكلفة الائتمان التجاري، نستخدم مفهوم تكلفة الفرصة الضائعة، و نقارن ذلك مع مختلف موارد التمويل الأخرى المتاحة.

بما أن الائتمان التجاري يتضمن مهلة التسديد يمنحها المورد للزبون، ففي حالة غياب الخصم النقدي يمكن اعتبار الائتمان التجاري تمويل مجاني. إلا أنه يمكن أن يصبح مكلفاً بحيث يعرض المؤسسة لفقدان سمعتها في السوق و قد يؤدي إلى إفلاسها في حالة سوء استخدامه (هيثم محمد الزغي، 2000، ص97).

■ مزايا استخدام الائتمان التجاري: يأخذ الائتمان التجاري دورا بالغ الأهمية في تمويل الكثير من المؤسسات خاصة صغيرة الحجم التي تجد صعوبة في الحصول على القروض المصرفية ذات التكلفة المنخفضة.، كما يمتاز بالعديد من المزايا:

✓ سهولة الحصول عليه بسبب عدم الحاجة إلى أي إجراءات إضافة إلى أنه لا يتطلب تحليلاً للمركز المالي للمؤسسات.

✓ يعتبر مصدراً متاحاً ييسر لتمويل احتياجات المؤسسات خاصة تلك التي دخلت حديثاً إلى السوق والتي لا يمكنها بعد إبراز قدرتها الائتمانية، مما يحول دون حصولها على القروض البنكية بتكاليف وضمانات معتبرة.

✓ يتضمن الائتمان التجاري إمكانية تجديده بشكل مستمر وفق شروط ائتمانية جديدة مما يعطيه ميزة الاستمرارية في الوافر والحصول عليه.

✓ يتميز كذلك بالمرونة إذ يمكن للمشتري الحصول عليه وقت الحاجة ففي حالة زيادة المبيعات يمكن للمؤسسة أن تزيد مقدار القرض التجاري.

✓ يعتبر الائتمان التجاري أقل مصادر التمويل قصيرة الأجل كلفة.

■ **مخاطر الائتمان التجاري:** تتمثل مخاطر الائتمان التجاري في: (صيودة ايناس، 2009، بدون صفحة)

✓ هذا النوع من الائتمان يتطلب من المؤسسة توفير حد أدنى معين من السيولة الجاهزة لتسديد ديونها عند موعد الاستحقاق، فيجب التوفيق بين الاستحقاق و السيولة للأصول المتداولة و هذا ما يعني أن تمادي المؤسسة في هذا الائتمان سوف يؤدي إلى تضرر سمعتها الائتمانية.

✓ أحياناً تواجه المؤسسة بعض الرواج لمنتجاتها في السوق ما يدفعها إلى توسيع ائتماتها التجاري من أجل الرفع من كميات التمويل، كما قد تلجأ إلى إمضاء عقود طويلة الأجل مع الموردين لتأمين التمويل بعدها يتبين أن هذا الرواج كان ظرفياً.

✓ قد تفقد المؤسسة المرونة في حركة احتياجات دورة الاستغلال، و الذي يعود إلى رهنها لبعض أصولها المتداولة للحصول على الائتمان و هذا في حالة قلة ثقة الموردين بها أو كونها حديثة في السوق.

مع كل هذا يبقى الائتمان التجاري هو الحل الوحيد خاصة المؤسسات صغيرة الحجم و التي تكون حديثة النشاط و الظهور في السوق.

2. **الائتمان المصرفي:** تلجأ المؤسسة إلى البنوك والمؤسسات المالية للحصول على قروض قصيرة الأجل . وهذا ما يسمى ائتمان مصرفي، وتأتي أولوية اعتماد المؤسسات عليه كمصدر للتمويل في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري.

و يعرف بأنه: وهي تلك القروض التي تقل مدتها على سنة واحدة، وتلجأ المؤسسة إلى القروض قصيرة الأجل لتمويل أنشطة الاستغلال، وتمثل هذه القروض معظم قروض البنوك التجارية، وتعد من أفضل أنواع التوظيفات لديها (عبد المعطي رضا أرشيد، 1999، ص102).

يعتبر الائتمان المصرفي أحد المصادر الهامة التي تلجأ إليها المؤسسات التي لا تملك القدرة على توفير احتياجاتها التمويلية سواء المتعلقة بنشاطها الاستغلالي أو الاستثماري، ويعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر، في استخدام الائتمان المصرفي ومن القواعد العامة التي يستحسن على المؤسسة استخدامها، في حالة اختيار البنك مايلي: (فيصل جميل السعيدة، 2004، ص60، ص61)

✓ لا بد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة التي يعتمد الحصول على القروض منها. ويرجع ذلك إلى أن هناك قيود اقتصادية و قانونية على مقدار القروض التي يمكن لأي بنك أن يمنحها للعميل الواحد.

✓ على المؤسسة أن تختار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع حاجياته وظروفه حيث انه من المعروف أن البنوك تختلف فيما بينها في شروط منح الائتمان.

✓ يلاحظ أن البنك في حالة درايته و خبرته بعمليات المنشأة. يكون قادراً على مدها بالمشورة المالية، ولكن من الناحية الأخرى نجد انه من غير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع بنك له اتصال وثيق بالمشروعات المنافسة حتى لا تتسرب المعلومات عن المنشأة للمؤسسات المنافسة.

✓ يجب على الشركات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتعامل مع البنوك بعلاقات حسنة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي. ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم و الإدارة الواعية والرشيده، وبصورة عامة يجب أن يكون الاختيار حكيماً منذ البداية حتى يمكن إنشاء اتصال مرضي وفعال بين المؤسسة والبنك الذي تتعامل معه ومثل هذه العلاقة كفيلة بمنع ظهور أي نزاع في المستقبل.

■ أنواع الائتمان المصرفي قصير الأجل: و نجد فيه القروض العامة و الخاصة كما يلي:

❖ القروض العامة: و تميز فيها:

✓ تسهيلات الصندوق: وهي إحدى أنواع القروض قصيرة الأجل حيث غالباً ما تكون مدتها أقل من شهر، وتوجه أساساً بهدف تغطية الصعوبات العابرة في الخزينة وإعطاء مرونة لها، حيث تسمح للمؤسسة مواجهة الاختلالات القصيرة جداً من حيث المدة والتي تتعرض لها خزنتها في بعض الأحيان كحلول أجل الاستحقاقات الجبائية واستحقاق المودعين وغيرها من الأزمات التي تواجه الخزينة (Christian Marmuse، 1988، ص110).

- ✓ **السحب على المكشوف:** يقصد بالسحب على المكشوف أن يسمح البنك للمؤسسة بسحب مبلغ يزيد عن رصيدها الدائن على أن يفرض البنك فائدة تتناسب والفترة التي تم خلالها سحب مبلغ يزيد عن الرصيد الدائن للمؤسسة ويتوقف البنك عن حساب الفائدة بمجرد أن يعود الحساب إلى حالته الطبيعية (شاعر القزوينين، 2000، ص98).
- و هو عبارة عن قرض بنكي لفائدة الزبون الذي يسجل نقصا في الخزينة نتيجة عدم كفاية رأس المال (Ammour Benhalima، 1997، ص52).
- ونلاحظ أن كلا من تسهيل الصندوق والسحب على المكشوف يسمح للمؤسسة بسحب مبلغ يفوق رصيدها الجاري، غير انهما يختلفان في نقطتان أساسيتان هما:
- التسهيل لا تتجاوز مدته 15 يوما كحد أقصى أما المكشوف فقد تصل مدته إلى سنة كاملة.
 - المكشوف يعتبر تمويل حقيقي للمؤسسة، إذ بإمكانها الاستفادة منه في شراء السلع بكميات كبيرة في حالات انخفاض أسعارها، عكس التسهيل الذي هو قرض يمتد لعدة أيام، تستفيد منه المؤسسة فقط في تسديد الأجور والفواتير.
- ✓ **قروض الموسم:** وهذا النوع من القروض هو نوع خاص من القروض البنكية ينشئ عندما يقوم البنك بتمويل نشاط موسمي لأحد زبائنه، للإشارة فإن البنك لا يقوم بتمويل كل التكاليف الناجمة عن النشاط الموسمي، وإنما يقوم فقط بتمويل جزء من هذه التكاليف، وبما أن النشاط الموسمي لا يمكن أن يتجاوز دورة استغلال واحدة أي السنة فإن هذا النوع من القروض مدته تمتد عادة إلى غاية 09 أشهر.
- ✓ **قروض الربط:** وهي عبارة عن قرض يمنح إلى المؤسسة لمواجهة الحاجة إلى السيولة المطلوبة لتمويل عملية مالية في الغالب تحققها شبه مؤكد ولكنه مؤجل فقط لأسباب خارجية، والهدف من قروض الربط هو تحقيق الفرص المتاحة أمام المؤسسة في انتظار تحقق العملية المالية (الطاهر لطرش، 2005، ص2005).
- تتحقق قروض الربط عندما يكون قرض يخص استثمار معين، أو توسيع طاقة إنتاجية بالجوء إلى أسهم و سندات أو بيع عقارات من أجل برنامج استثماري تريد المؤسسة القيام به، حيث و لأسباب معينة لا تستطيع المؤسسة في الوقت الحالي الحصول على الأموال، فنلجأ إلى البنك التجاري لتمويلها بقرض الربط في انتظار دخول أموالها من عمليات شبه مؤكدة، لكنها مؤجلة فقط، كل هذا من أجل ربح الوقت و عدم تفويت فرصة القيام بمشاريع (صبودة ايناس، 2009، بدون صفحة).

❖ القروض الخاصة: خلافا للقروض السابقة توجه هذه القروض عموما إلى تمويل أصل محدد بعينه، تأخذ أحد الأشكال التالية:

✓ **التسيقات على البضائع:** التسيقات على البضائع هي عبارة عن قرض يقدم إلى المؤسسة لتمويل مخزون معين ويحصل البنك مقابل ذلك على بضاعة كضمان للقرض (طاهر لطرش، 2005، ص63).
تقدم المؤسسة سند الضمان للبنك لطلب القرض ، الذي يقوم بتقديم التسيق بعد التأكد من كل المعلومات الخاصة بالمخزون .ويكون التسيق المقدم اقل من قيمة المخزون وبشكل حوالي 70% إلى 80 % من قيمة الرهن؛ يخصم سند الضمان بالكتابة على ظهره ويسجل في دفاتر المخازن العامة ويحتفظ الزبون بالوصل ، والبنك بالمخزون خلال كل مدة القرض ، بعد انتهاء مدة القرض ، وعند تسديد التسيق يتم استرجاع السند من قبل الزبون ويمكنه عندئذ سحب مخزونه بواسطة وصل الإيداع.
في حالة عدم التسديد من قبل الزبون، يقوم البنك حامل سند الضمان وبحضور موثق إعداد وثيقة إثبات عدم السداد بتاريخ الاستحقاق ، وفي مدة أدناها 8 أيام وأقصاها 30 يوما يقوم البنك ببيع المخزون ويسترجع بذلك قيمة القرض المقدم بعد خصم النفقات الناتجة عن العملية كالضرائب ونفقات التخزين والتأمين.... والباقي يتم إعادته إلى صاحب المخزون ،وفي حالة كون مبلغ البيع اقل من قيمة التسيق فعلى الزبون دفع الفرق وإلا يتم اللجوء إلى القضاء في حالة الرفض.

✓ **التسيقات على الصفقات العمومية:** الصفقات العمومية هي عبارة عن اتفاقات للشراء أو تنفيذ أشغال لفائدة السلطات العمومية، تقام بين هذه الأخيرة ممثلة في الإدارة المركزية الوزارات أو الجماعات المحلية أو المؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري من جهة والمقاولين أو الموردين من جهة أخرى.
ونتيجة لأهمية هذه المشاريع وحجمها فإن المقاولين المكلفين بالإنجاز كثيرا ما يجدون أنفسهم بحاجة إلى أموال ضخمة غير متاحة في الحال لدى هذه السلطات، لذلك يضطرون إلى اللجوء إلى البنك للحصول على هذه الأموال لتغطية الصفقة.

المطلب الثاني: التمويل الخارجي متوسط الأجل

تلجأ المؤسسات إلى التمويل المتوسط الأجل (إلى جانب التمويل طويل الأجل) بغرض تمويل الجزء الدائم من استثمارات المؤسسة في الرأس المال المتداول والإضافات على موجوداتها الثابتة، أو تمويل المشروعات تحت التنفيذ والتي تمتد إلى عدد من السنوات حيث يتراوح مدته من سنة إلى 07 سنوات (عبد الغفار حنفي، 1991، ص411).

أولاً: خصائص تمويل المتوسطة الأجل: تتمثل هذه الخصائص كما يلي:

- ✓ غالباً ما يكون هناك مهلة للقروض أو فاصلاً للإهلاك بسنة أو سنتين ممنوحة للزبون بحيث يدفع هذا الأخير كل فوائد القروض في هذه المدة وذلك بدون تسديد قيمته، وهذا ما يسمح للمؤسسة امة التجهيزات والدخول في الإنتاج ثم فيما بعد عملية تسديد القروض.
- ✓ عملية توزيع القروض المتوسطة الأجل تكون مؤمنة من طرف البنوك والمنشآت المتخصصة في شكل قروض متوسطة الأجل متحركة، فعملية التحريك يبحث نظر الأهمية كبر رؤوس الأموال الموضوعة وطول مدة القرض.
- ✓ في الجزائر القروض المتوسطة الأجل الممنوحة لمؤسسات القطاع الخاص كانت خاصة تحت شكل قروض متحركة" بتدخل البنك الجزائري للتنمية " وقد تنازل عن هذه الأخيرة وذلك لصالح القروض المباشرة.
- ✓ لنسبة لمؤسسات القطاع العام فالقروض المتوسطة الأجل المتعلقة بالاستثمارات المخصصة، تستفيد آليا من إعادة الخصم من طرف هيئات الإصدار، وهذا ما يؤدي إلى أكبر دقة في دراسة ومنح قروض الاستثمارات مهما كانت مكانة أو مقام المؤسسة المستفيدة (خاصة أو عامة).

ثانياً: أشكال التمويل الخارجي متوسط الأجل : و يتكون التمويل الخارجي متوسط الأجل من:

1. قروض المدة: تتراوح مدة هذه القروض بين 3 و 5 سنوات الأمر الذي يعطي المقترض الاطمئنان والأمان ويقلل من مخاطر إعادة التمويل، أو تجديد القروض قصيرة الأجل (محمد بوشوشة، 2008، ص29، ص30). لأن درجة المخاطرة في التمويل قصير الأجل تكون عالية بالنسبة للمؤسسة المقترضة، لأنه إذا وصل تاريخ استحقاق القرض فإنه من المحتمل أن لا يوافق البنك على تجديد القرض، رغم تسديد المؤسسة لما عليها، أو أن يجدد القرض بمعدل فائدة وشروط مجحفة في حق المؤسسة، ويمكن الحصول على مثل هذه القروض من مصارف التمويل المتوسطة والطويل الأجل ومن المصارف المتخصصة. ويفرض معدل الفائدة على أساس المدة التي استخدم فيها القرض، أما تحديده فيتم على ضوء مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق، حجم القرض، تاريخ استحقاقه، والأهلية الائتمانية للمؤسسة المقترضة،

ويتم تسديدها عن طريق أقساط دورية متساوية تدفع ثلاثيا أو نصف سنويا أو سنويا .وقد لا تكون أقساط التسديد متساوية أو تكون متساوية باستثناء آخر دفعة التي تكون أكبر من سابقتها (محمد أيمن عزت، 2006، ص502).

2. قروض المشتري: أنشأ هذا القرض سنة 1960 استجابة لتطورات التبادل الدولي وهو قرض موجه مباشرة من طرف البنك أو مجموعة بنوك لمشتري أجنبي أو لبنكه الذي يشرف على العملية وهذا المشتري قد أبرم عقد مع المورد المحلي.

ومن خصائص قرض المشتري أنه مبلغ يقرض من طرف بنك المصدر المشتري الأجنبي، والمورد في هذا النوع من القرض ليس طرف في هذه الاتفاقية مع وجود ضمانات للدفع يتم تسديد القرض بورقة تجارية من طرف المشتري لصالح البنك.

ويسمح هذا القرض بتسديد المستورد ما عليه من مستحقات المورد كما يعطي للمستورد وقت للدفع على أساس العقد التجاري للطرفين في تسوية السلع والخدمات، وما يتميز به هذا النوع من القروض أنه تحويل قرض المورد إلى قرض المشتري الأجنبي وفي هذه العملية نجد عقدين:

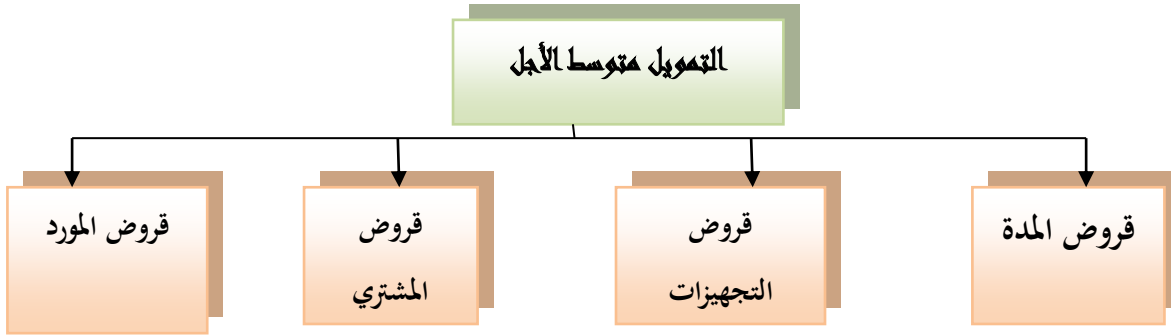
■ **العقد التجاري:** هو عقد يبرم بين المصدر والمشتري الأجنبي تتحدد فيه التزامات الأطراف وكذا موضوع العقد قيمته، آجاله ومختلف شروط العملية التجارية بين الطرفين.

■ **العقد المالي:** وهي اتفاقية تربط بنك المصدر بالمشتري حيث يجب وضع شروط اقتصادية التي تنجم عن تركيب المبلغ ويمكن أن يعطي على الأقل 85 % من المبلغ الإجمالي للصفقة، ويحدد فيه على الخصوص، موضوع التمويل، مبلغ القرض، مبلغ علاوات التأمين التي يمكن أن تمول، مدة وتكلفة العقد، العملة موضوع العقد، منذ تاريخ دخول العقد حيز التنفيذ.

3. قروض التجهيزات : تمنح هذه القروض للمؤسسات عندما تقدم على شراء آلات أو تجهيزات، وتدعى هذه القروض قروض تمويل التجهيزات، ويمنح مثل هذه القروض إلى جانب البنوك (سواء التجارية أو الإسلامية) الوكلاء الذي يبيعون هذه التجهيزات، شركات التأمين، وصناديق التقاعد والتأمين الاجتماعية، وتمول الجهة المقرضة ما بين 70 % إلى 80 % من قيمة التجهيزات التي يمكن تسويتها بسرعة، مثل الشاحنات والسيارات والباقي يبقى كهامش أمان للممول، ويوجد شكلان تمنح بموجبها قروض التجهيزات هما عقود البيع المشروطة والقروض المضمونة يكون في حالة البيع بالتقسيط، حيث يحتفظ وكيل الآلات أو التجهيزات بملكية الآلة إلى أن تسدد المؤسسة الصغيرة و المتوسطة قيمتها، ويقدم الزبون دفعة أولية عند الشراء ويصدر أوراق وعد بالدفع (كمبيالات) بقيمة الأقساط المتبقية من قيمة الأصل كما يمكن استخدام هذه التجهيزات كضمان للحصول على القروض من البنك، وبهذا يضمن البنك حقه إذا تأخرت المؤسسة عن تسديد دفعات القرض (محمد أيمن عزت، 2006، ص502) .

4. **قرض المورد**: وهو قرض مصرفي متوسط الأجل مقدم من طرف البنك لصالح المصدر وذلك بشكل خصم للحقوق التي يملكها على المشتري الأجنبي (Cris laine، 1993، ص360)، تستفيد منه كل المؤسسات الصناعية والتجارية المتاحة لتمويل وإدارتها من التجهيزات وتقديم الخدمات المصاحبة لها. وتتم إجراءات استعمال القروض بقيام المورد بالاتصال مع البنك الذي يعمل معه، هذا بعد موافقة الزبون الأجنبي على مدة الدفع، وفي هذا الإطار يتدخل بنك المورد بمفرده أو يتدخل البنوك المتخصصة في تمويل التجارة الخارجية لتركيبة ومن الهيئات التي تقوم بتأمين قروض التصدير على مستوى الدولي، وتقوم هذه الهيئات بتقديم ضمان للمورد ضد الأخطار السياسية واستلام التحويل. و الشكل التالي يلخص أشكال التمويل الخارجي متوسط الأجل.

الشكل رقم 07: أشكال التمويل الخارجي متوسط الأجل



المصدر : من إعداد الباحثة.

المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل

كثيرا ما تضطر المؤسسات للجوء إلى مصادر تمويل خارجية بسبب ضعف قدرتها على التمويل الداخلي، وحتى تحافظ هذه الأخيرة على مستوى من الاستثمارات عند الحدود المقبولة، وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية فإنها تلجأ إلى مصادر خارجية للحصول على الأموال.

و يمكن تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل على أساس تركيبة الهيكل المالي أي من حيث الملكية إلى: أموال الملكية المتمثلة في الأسهم العادية و الممتازة، و الأموال المقترضة المتمثلة في السندات و القروض طويلة الأجل.

أولاً: الأسهم كمصدر للتمويل: صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول مؤسسة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأموال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح المؤسسة تتناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم، وتنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1. الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة (حسين علي خريوش و آخرون، 1999، ص146).

و في تعريف آخر "هي أوراق مالية طويلة الأجل تعبر عن مستند ملكية يعادل حصة من رأسمال المؤسسة ذو قيمة اسمية، دفترية، سوقية وتصفوية، فالقيمة الاسمية تمثل القيمة المدونة على صك أو قسيمة السهم والمحددة في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة حقوق الملكية غير متضمنة قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدر (أحمد بوراس، 2003، ص48).

■ **مميزات الأسهم العادية كمصدر للتمويل:** هناك ثلاثة مزايا رئيسة ترتبط باستخدام الأسهم العادية

كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي: (ابراهيم الكراسنة، 2010، بدون صفحة)

✓ أن الشركة غير ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.

✓ تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.

✓ إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

■ **عيوب التمويل بالأسهم العادية:** وإلى جانب هذه المزايا يعتري التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب من أهمها:

✓ ارتفاع تكلفة الأسهم العادية نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من قبل حملة هذه الأسهم والمرتبط بارتفاع درجة المخاطرة.

✓ لا يرتبط بتوزيعات الأرباح عن الأسهم العادية أي وفر ضريبي كما هو الحال في القروض المصرفية أين تطرح فوائدها من الوعاء الضريبي قبل خضوعه للضريبة، في حين أن توزيعات أرباح الأسهم لا تخفض من هذا الوعاء و تخضع الأرباح للضريبة قبل التوزيع؛

✓ المساس بالاستقلالية المؤسسة و قدرتها على اتخاذ القرارات في حالة تزايد عدد المساهمين و زيادة حصصهم في رأس المال ومعها مشاركتهم في الإدارة و بالتالي فبيع الأسهم الحالية أو زيادة إصدار أسهم جديدة ينجم عنه تشتت الأصوات في الجمعية العمومية.

2. الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل للمؤسسات المساهمة العامة، ولها خاصية الجمع بين صفات أموال الملكية والاقتراض، فهي تأتي في المرتبة الثانية بعد الديون في الأولوية عند تصفية المؤسسة، وبالتالي قبل المساهمين العاديين، ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية، إن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي.

ويمكن تعريف السهم الممتاز على أنه ورقة مالية تجمع بين سمات السهم العادي والسند .

وإن الأسهم الممتازة يمكن أن توجد في أشكال وأنواع متعددة، وسأقوم بتوضيح أسباب إصدار الأسهم الممتازة، حيث أن هناك مجموعة من الأسباب تدفع الشركة لإصدار الأسهم الممتازة: (محمد مفلح عقل، 2006، ص114)

✓ زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال من المستثمرين المحافظين.

✓ المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الاستثمار من خلال الفارق الإيجابي بين كلفة الأسهم الممتازة وعائد الاستثمار في المؤسسة.

✓ استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة إذ أن معظم الأسهم الممتازة لا تحمل لاحق بالتصويت ولا تشترك في الإدارة لذا يكون بمستطاع الشركة الحصول على ما تحتاجه من أموال إضافية دون تدخل في الإدارة.

■ **مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:** تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها أنها : (ابراهيم الكراسنة، 2010، بدون صفحة)

✓ ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات، وأن توزيعات محدودة بمقدار معين، وأنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل صعبة كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للشركة.

✓ يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شرائها، وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية . ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها، وإحلالها بسندات ذات كوتيون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

■ **عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:** وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب، وأول ما يذكر في هذا الصدد هو ارتفاع تكلفتها نسبياً. فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد - لا تخضع للضريبة ومن ثم لا تحقق الشركة من ورائها وفورات ضريبية. يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد. فعلى عكس المقرضين ليس هناك ما يضمن

حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري، كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في الثانية.

كذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات .حقا انه ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات، إلا أنهم يحتفظون بحقهم مستقبلا في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها توزيع وذلك قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أي توزيعات يضاف إلى ذلك عيب ثالث يتمثل في حق حملة هذه الأسهم في التصويت في المسائل التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات، أو في حالة عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة.

3. السندات كمصدر للتمويل : هي عبارة عن اتفاق مكتوب ومؤشر بختم الطرف الذي صوره أو أنشأه وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد أو مقرر.

السند هو أداة دين يباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على الأموال. و يعرف كذلك أنه مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية (سمي محمد عبد العزيز، 1997، ص 113).

■ **مميزات التمويل بالسندات:** تتمتع السندات بجملة من المزايا أهمها ما يلي:

- ✓ تعتبر الفائدة على السندات ثابتة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح.
- ✓ يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المحصل عليها بمعدل يزيد عن معدل الفائدة؛
- ✓ يعتبر التمويل بالسندات أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب المخاطر التي يتحملها حملة السندات تكون اقل من المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم.
- ✓ إن إصدار السندات يمكن المؤسسة من الحصول على الأموال اللازمة من الغير دون إعطاء حملتها أي حق في التصويت والاشترك في إدارة المؤسسة.
- ✓ يمكن أي عقد إصدار السندات للمؤسسة حق استدعائها إذا كان مناسباً في حالة انخفاض أسعار الفائدة بشكل كبير واستبدالها بسندات تحمل معدلاً منخفضاً نسبياً.

■ **عيوب التمويل بالسندات:** لتمويل بالسندات عيوب تتمثل في : (محمد صالح الحناوي، 2001، ص 226، ص 229)

- ✓ ترتبط بالسندات تكاليف ثابتة تتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها لحملتها سواء حققت أرباحاً أم لم تحققها، مما يزيد من المخاطر المالية التي تتحملها المؤسسة، ففي حالة الخسارة قد

يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو قيمتها عند تاريخ استحقاقها إلى تعريض المؤسسة للفشل والإفلاس.

✓ إن المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة قد ينتج عنها في حالة انخفاض مبيعات المؤسسة بنسبة معينة انخفاض أكبر في درجة السهم العادي؛

✓ الإفراط في إصدار السندات يزيد من نسبة القروض إلى حقوق الملكية، مما يخفض من استقلالية المؤسسة ويضعف قدرتها على الحصول على قروض في المستقبل كما يزيد من المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات، الأمر الذي يؤدي بهم إلى طلب عائد أكبر في المستقبل ، مما يرفع من تكلفة التمويل.

✓ للسندات تاريخ استحقاق على عكس الأسهم مما يدفع بالمؤسسة إلى تخصيص جزء من أرباحها كاحتياطي لاستخدامه في سداد قيمتها عندما يجل أجلها.

المبحث السابع: مصادر التمويل الحديثة

تعاني العديد من المؤسسات من صعوبات و أبروها مشكلة التمويل التي أصبحت فعلا تعيق تطورها بدءا من مرحلة الإنشاء إلى التوسع و هذا نظرا لأن منح القروض المصرفية يتطلب فضلا عن دراسة الجدوى توفر الضمانات الكافية لمنح القروض و مخاطر أخرى، لذلك وجب على المؤسسات البحث عن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية ، و مساعدتها على أخذ المكانة المناسبة في السوق و التي تجعلها قادرة على مواجهة المنافسة من خلال مختلف المؤسسات سواء كانت محلية أو أجنبية .

المطلب الأول: التمويل عن طريق الاعتماد التجاري

لقد أضحت الائتمان التجاري أو الاعتماد التجاري من الخدمات الشائعة والواسعة الاستعمال في معظم الدول الغربية المتقدمة، بوصفه وسيلة تسمح للمؤسسة الحصول على الأصول الإنتاجية اللازمة لاستمرار دوران دولاب العمل والإنتاج وهذا سواء في الفترة القصيرة أو الفترة الطويلة، ويشمل الائتمان التجاري اصغر الأشياء كجهاز الكمبيوتر والشاحنات إلى الآلات الضخمة كالتائرات المبانى، البواخر.

أولا: تعريف التمويل بالاعتماد التجاري:

- عرف المعهد الدولي لتوحيد القانون الخاص UNIDROIT الإيجار التمويلي، بأنه عملية تجارية مالية مثلثة الأطراف وثنائية العقود، حيث يقوم الطرف الأول المؤجر lessor وبناء على المواصفات التي يحددها طرف ثاني ب lessee (ليلي لولاشي، 2005، ص16، ص17)، يقوم بالدخول في اتفاق أول (اتفاق توريد مع طرف ثالث - المورد-) وبناء على هذا الاتفاق يحصل المؤجر على مصانع أو

بضائع رأسمالية أو معدات أخرى وفقا لشروط يوقع عليها المستأجر فيما يخص احتياجاته ومصالحه، ثم يقوم بالدخول في اتفاق ثاني (اتفاق الايجارة) مع المستأجر، يمنح على أساسه المستأجر الحق في استخدام المعدات مقابل دفع القيمة الايجارية.

- يعرف التمويل بالاستئجار بأنه التزام تعاقدي بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة (مهدي عطية الجابوري، 2002، ص38).

و يتميز العقد الايجاري بالخصائص التالية:

✓ **قرض عيني وإنتاجي**: حيث أن الاعتماد الايجاري من ناحية الفكر والموضوع هو عملية مالية، لكن حقيقته التطبيقية أنه قرض عيني وليس نقدي، بعكس القرض المصرفي أي أنه لا يمنح في صورته نقدية بل تنصب على تسليم المشروع المقترض للأجهزة والآلات المختارة سلفا من قبله، بواسطة المؤسسات المالية والمصرفية التي حصلت عليه نتيجة شرائها من الموردين؛

✓ **قرض طويل الأجل**: حيث أن الأمر يتعلق بتمويل أجهزة وسلع إنتاجية، ويكون من أهم خصائص هذا القرض ارتباطه بالمدة الطويلة والمتوسطة، ولقد ساهم هذا القرض في حل مشكلة التوظيف طويل الأجل، وتوفير الموارد اللازمة لذلك بعد أن كانت هناك صعوبة في أن توفر مصادر التمويل التقليدي الموارد الكافية لتغطية التجهيزات الإنتاجية ذات التشغيل المستمر.

عند قيام المستأجر باختيار الأصل الرأسمالي فإنه يأخذ على مسؤوليته تحديد المواصفات الفنية للأصل المطلوب وكذلك تحديد المورد وموعد ومكان التسليم، كما يتحمل مسؤولية استلام الأصل ومطابقتها لما سبق تحديده من مواصفات فنية، يترتب على ذلك تحمله المسؤوليات التالية:

- تقادم الأصل الرأسمالي أو عدم مواكبته للتطورات التكنولوجية الحديثة.
- تكاليف التأمين والصيانة والإصلاح والتشغيل؛
- مجالات استخدام الائتمان الايجاري تكون لتمويل شراء المشروعات الإنتاجية أو الخدمية للأصول الرأسمالية، وليس لتمويل شراء المنتجات والمستلزمات؛
- مدة الإيجار يجب أن تغطي % 75 من العمر الافتراضي للأصل المؤجر.

ثانيا: أشكال الائتمان الايجاري: تختلف أشكال الائتمان الايجاري باختلاف مدة وشروط عقد الاعتماد في نهاية المدة، لا يمس هذا التمييز بين مختلف الخصائص الجوهرية المرتبطة بالطبيعة التمويلية، ونوعية وموضوع السلع محل الاعتماد ويمكن ذكر بعض أشكال الائتمان الايجاري فيما يلي:

1. التأجير التشغيلي: في هذا النوع من التأجير يستخدم المستأجر الأصل خلال مدة زمنية قصيرة مقارنة بالعمر الإنتاجي له، لهذا فإن ملكية الأصل تبقى في حوزة الجهة المؤجرة، بمعنى انه هناك فصل كامل بين ملكية الأصل الفعلية واستعمال المؤجر للأصل.
يكون هذا التأجير مرفقا بتقديم خدمات أخرى، أي ما يعرف باستئجار الخدمات، فهنا تكون المؤسسة المؤجرة هي نفسها منتج الأصل محل الاهتمام (آلات، معدات) وتحمل مسؤولية الصيانة وتوريد قطع الغيار للمؤسسة المستأجرة.
وفي هذا النوع من التأجير لا يوجد أي خيار للمؤسسة المستأجرة للشراء من عدمه خلال مدته القصيرة التي عادة لا تتعدى ثلاث سنوات في الأصول الثابتة (محمد كمال خليل الحمزاوي، 2000، ص424).

2. التأجير التمويلي: ويطلق عليه كذلك بالائتمان الإيجاري المالي وهذا النوع من التمويل الإيجاري يمثل مصدرا تمويليا للمؤسسة المستأجرة حيث يمنح للمستأجر إمكانية شراء الآلات في نهاية فترة العقد (عاشور مريزق محمد غربي، 2006).

و يعتبر التأجير التمويلي يعتبر علاقة تعاقدية بمقتضاها يقوم مالك الأصل محل العقد بمنح المؤسسة المستأجرة حق الانتفاع من أصل معين خلال فترة زمنية معينة مقابل مبلغ يدفعه بشكل دوري وهذا العقد غير قابل للإلغاء عكس عقد التأجير التشغيلي، والمؤسسة المستأجرة هي التي تقوم بتحديد مواصفات الأصل الذي تقوم المؤسسة المؤجرة بشراؤه، وتحتفظ هذه الأخيرة بحق ملكية الأصل الرأسمالي (سمير محمد عبد العزيز، 2000، ص80).

من خصائص التمويل التأجيري أن مجموع القيمة الحالية لأقساط الإيجار المدفوعة خلال مدة التعاقد أكبر من قيمة شراء الأصل من المؤجر لأن المؤسسة تضع أقساط الإيجار على أساس استفادة تكلفة تمويلها للأصل المؤجر آخذة بعين الاعتبار وضع هامش ربح يكفي لاستمرار نشاطها.
ويكون للمؤجر في نهاية مدة العقد أن يختار بين أحد البدائل التالية: (سمير محمد عبد العزيز، 2000، ص81)

- ✓ شراء الأصل المؤجر نظير ثمن متفق عليه مع مراعاة ما سبق سداده من قبل المؤسسة المستأجرة إلى المؤسسة المؤجرة من مبالغ خلال فترة التعاقد.
- ✓ تقييد عقد الإيجار بشروط جديدة يتم الاتفاق عليها بين المؤسستين المؤجرة و المستأجرة مع الأخذ بعين الاعتبار تقادم الأصل المؤجر.
- ✓ إرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

3. البيع ثم الاستئجار: يمكن اعتبار البيع ثم الإستهجار على أنه عقد بين مؤسسة وطرف آخر قد تكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية أخرى أو شركة تأجير مستقلة وبمقتضى هذا الاتفاق تقوم المؤسسة التي تملك أرضا أو مباني أو معدات، ببيع إحدى هذه الأصول إلى المؤسسة المالية وفي نفس الوقت تقوم باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة يتفق عليها (محمد صالح الحناوي، 2004، ص444).

ويلاحظ في هذا النوع أن المؤسسة المستأجرة تتلقى فورا قيمة الأصل من المؤجر، وفي نفس الوقت تستمر المؤسسة البائعة أي المستأجرة في استخدام والانتفاع بالأصل، ويتم تحرير عقد بين البائع والمشتري يحدد فيه كل الشروط، وتتم عملية دفع الإيجار في صورة دفعات متساوية، حيث تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله، بالإضافة إلى عائد للمؤجر.

4. التأجير الرفعي: في هذا النوع من التأجير وضع المستأجر لا يختلف كثيرا عن الصيغ السابقة، فهو ملزم بدفع أقساط الإيجار خلال مدة العقد.

أما بالنسبة للمؤجر فيقوم بتمويل هذا الأصل بالأموال المملوكة بنسبة معينة والباقي يتم تمويله بواسطة أموال مقترضة وفي هذه الحالة فإن الأصل يعتبر كرهن لقيمة القرض، وللتأكيد على ذلك فإن عقد القرض يوقع من الطرفين المؤجر والمستأجر رغم أن المؤجر هو المقرض الحقيقي، أما المستأجر هو الذي يستعمل الأصل يوقع بصفته ضامنا للسداد، ونشير أن هذا النوع من التأجير عادة ما يكون في الأصول الثابتة المرتفعة القيمة (بولعيد بعلوج، 2002، ص12، ص13).

ثالثا: مراحل سير عملية التمويل التأجيري: تمر عملية التمويل التأجيري بثلاثة مراحل تتمثل في: (عاشور كتوش، عبد الغني حريبي، 2006)

1. إنجاز عملية الشراء وفي أغلب الأحيان يجري الشراء ليس بهدف الشراء فقط ولكن شراء الأصل ولكن شراء الأصل من أجل تأجيره فيما بعد وهذا بتدخل ثلاث أطراف في العملية، حيث تشتري مؤسسة التمويل التأجيري الأصل من المورد لتؤجره إلى المستأجر.

2. تأجير الأصل تطبيقا لأحكام المرتبطة بالتمويل التأجيري حيث يسلم المؤجر للمستأجر الأصل الذي يريد تأجيره، فيمكنه من حيازته بسهولة خلال مدة التأجير ويمنحه ضمانا ضد المشاكل الناجمة عن حيازة الأصل للمؤجر، وبالمقابل لا يوجد أي ضمان من طرف المستأجر لتأمين استعمال الأصل فيما بعد.

3. انقضاء العقد يجد المستأجر نفسه أمام ثلاث خيارات:اء عملية التمويل التأجيري وتدعى كذلك بمرحلة الخيار حيث في نهاية مدة التأجير المقطرة في العقد يجد المستأجر نفسه أمام ثلاث خيارات:

■ رفع خيار الشراء المنصوص عليه في العقد واكتساب الأصل والتمتع بالملكية التامة، وذلك مقابل دفع القيمة المالية المتبقية للمؤجر.

- طلب تجديد العقد والتفاوض مع المؤجر لتسديد أقساط أقل من الأقساط المدفوعة سابقا بالنظر إلى القيمة المتبقية للأصل.
- إعادة الأصل للمؤجر الذي بدوره يبحث عن مستأجر آخر أو يقوم ببيع الأصل في سوق التجهيزات المستعملة أو حتى إعادته للمورد بعد موافقة هذا الأخير.

رابعا: مزايا وعيوب التمويل التأجيري: للتمويل التأجيري مزايا و عيوب تتمثل في:

1. مزايا التمويل التأجيري: تنحصر المزايا في: (بعلوج بولعيد، 2002)

- التأجير مصدر تمويلي: فالمستأجر يستفيد من استخدام الأصول الثابتة لفترة زمنية وهذا مقابل دفع أقساط الإيجار المتفق عليها.
- تجنب مخاطر الملكية: إن عقد التأجير خاصة التشغيلي منه يحوي ضمن بنوده شرط إلغاء العقد من طرف المستأجر في أي وقت وهذا ما يجعل مخاطر الملكية تنتقل إلى المؤسسة المؤجرة.
- تحقيق مزايا ضريبية: يمكن أن تحقق المؤسسة المستأجرة هذه الميزة إذا كانت مدة الإيجار تقل عن العمر الافتراضي للأصل الذي تقبله مصالح الضرائب، الذي على أساسه يتم حساب قسط الإهلاك، هنا يمكن تحقيق ميزة ضريبية نتيجة قرار الاستئجار تفوق ما يمكن تحقيقه في حالة القيام بالشراء.
- المرونة: إن من مزايا الإستهجار أنه يحقق قدرا من المرونة مقابل شراء الأصل لأن هذا العقد يعفيهما من تحمل تكاليف الأصل في فترات تكون المؤسسة ليست بحاجة إليه.
- توفير السيولة المالية لأغراض أخرى: إن إستهجار الأصول الثابتة يساعد المؤسسة التي تعاني من نقص الموارد المالية على الحصول على الأصول الضرورية دون اللجوء إلى البنوك أو البحث عن شركاء أو زيادة حصص المساهمين.

2. عيوب التمويل التأجيري: رغم المزايا التي تتميز بها عملية التمويل التأجيري والتي ذكرها سابقا، إلا أنه لا يخلوا من العيوب والتي نذكر أهمها:

- ارتفاع تكلفته وهو أحد أهم عيب يؤخذ على هذه الطريقة التمويلية.
- كذلك يعاب عليه أنه يقيد من حرية اختيار المستفيد لآلات والأجهزة في حالة ارتباط الممول بمجموعة صناعية معينة.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر

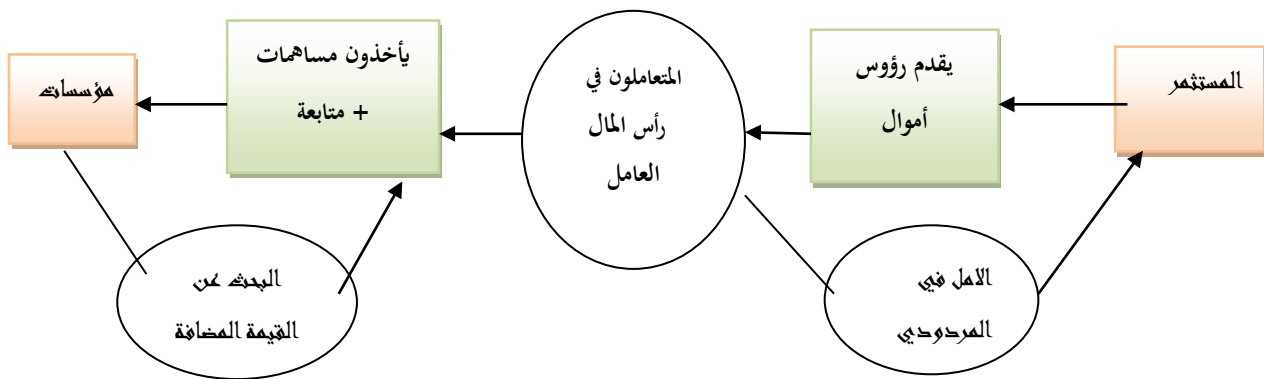
ظهر رأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية عندما عرف العالم وعلى رأسه الولايات المتحدة الأمريكية أن السبيل إلى التطور الاقتصادي هو البحث والتطوير عن طريق إنشاء مؤسسات قادرة على استعمال التكنولوجيا علمية وأبحاث متطورة تقوم على وسائل اتصال عالية، مثل صناعة الكمبيوتر والالكترونيات وتكنولوجيا المعلومات التي مخاطرها مرتفعة.

أولاً: مفهوم رأس المال المخاطر

● طبقاً للتعريف الذي حدده تقرير الجمعية الأوروبية لرأس مال المخاطر EVCA والذي رأت فيه بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص، في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي، لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس مال في التاريخ المحدد، وذلك هو مصدر المخاطر، أملاً في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبياً حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة (عبد الباسط وفا، 2001، ص4).

● يقصد برأس المال المخاطر في مفهومه الواسع هو كل رأس مال موظف في استثمارات مخاطرة، سواء كانت خاصة بعمليات الإنشاء أو بعمليات التطوير، أو بعمليات التحويل وإعادة النهوض. هكذا فالأساس الذي يقوم عليه اقتراح تأسيس شركات رأس المال المخاطر هو قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم 08: مبدأ أو أساس شركات رأس المال المخاطر



المصدر: السعيد بريش، 2007، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة sofinance، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة قاصدي مرباح، ورقة، ص08.

ثانيا: أهداف التمويل عن طريق رأس المال المخاطر: تمثل أهدافه في:

- ✓ مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.
- ✓ التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة؛
- ✓ توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع؛

بذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وذات المخاطر العالية لكن بعوائد عالية نسبيا.

ثالثا: أنماط تمويلات مؤسسات رأس المال المخاطر: تمول مؤسسات رأس المال المخاطر المؤسسات الناشئة والتي تنمو بطريقة أسرع من المؤسسات المنشأة وعمليات التمويل التي تقوم بها مؤسسات رأس المال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة ويمكن إيجاز هذه المراحل في أربعة نقاط أساسية: (السعيد بريش، 2007، ص 08)

1. رأس المال الإنشاء: يتولى رأس المال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطوير وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

- **رأس المال ما قبل الإنشاء أو قرب الإنطلاق:** ويخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج المعلمية والنماذج التجارية للسلعة الجديدة وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها، وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لديها كيان قانوني في هذه المرحلة.
- **رأس المال الإنطلاق:** ويمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر، ويخصص لتمويل المشروعات في حالة الإنشاء، أو في بداية النشاط، ويتفرع بدوره إلى مرحلتين: الإنطلاق أو البداية بمعناها الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة الأولى من التمويل والتي تغطي نفقات البداية التجارية، وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد ومؤسسات رأس المال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.

2. رأس المال التنمية: يكون المشروع في هذه المرحلة التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويلية خارجية حتى يتمكن من تحقيق آماله في النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 05% و 10% سنويا.

وهذا النمو إما يكون داخليا (زيادة قدرتها الإنتاجية أو زيادة قدرتها التسويقية)، أو خارجيا (كاكتساب مشروع أو فرع مملوك لمشاريع أخرى أو تنويع السوق، أو تصريف منتجات..إلخ).

3. رأسمال تعاقب أو تحويل الملكية: يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدت مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأسمال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة المالية للمشروع لمجموعة جديدة من الملاك.

4. رأسمال التصحيح أو إعادة التدوير: يخصص رأسمال التصحيح للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنحاض مالي فتأخذ مؤسسة رأسمال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق أرباح.

رابعا: مزايا و عيوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر: تتمثل هذه المزايا و العيوب في:

1. مزايا التمويل عن طريق رأس المال المخاطر: تتضح مزايا رأس المال المخاطر كأسلوب للتمويل فيما يلي: (السعيد بريش، 2007، ص08)

- **المشاركة:** حيث أن شركة رأسمال المخاطر تكون شريك لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من % 15 إلى % 30 بالإضافة إلى % 2.5 مقابل المصاريف الإدارية سنويا.
- **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكتثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية ، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث المؤسسات والبنوك عن المؤسسات المليئة أي القادرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار.
- **المرحلية:** من خصائص التمويل برأسمال المخاطر انه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة، حين فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر.
- **التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع تربيحه مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر، فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.
- **التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع. وقد ثبت

- هذا في تمويل شركات مبتدئة" كأبل و ميكروسوفت وكومبات و ميدرال اكسبريس و جينيتيك وغيرها " وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحس لها مصادر التمويل التقليدية.
- **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهام، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.
2. **عيوب التمويل عن طريق رأس المال العامل:** على عكس المزايا السابقة قد يمثل المخاطرين للمؤسسين عبئا معينا يرجع إلى:
- الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع.
 - طلب مؤسسة رأس مال المخاطر لمبالغ مرتفعة في حالة نجاح المشروع وهذا بهدف استرداد حصص المخاطرين.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق عقد تحويل الفاتورة

يمكن للمؤسسة الاقتصادية التخلص من حقوقها اتجاه زبائنها عن طريق تحويل الدائنية إلى مؤسسة مصرفية مختصة في شراء الفواتير المستحقة جزئيا أو كليا، وهي بذلك تتخلص من عملية تسيير ومتابعة حقوقها لدى زبائنها، والتخفيض من تكلفتها.

أولا: تعريف عقد تحويل الفاتورة: يعرف كمايلي:

- عقد تحويل الفاتورة الأحسن في التكلفة والوقت واشمل من الخصم التجاري وقرض تعبئة "Factor" بشراء الحقوق المملوكة من مورد هو البائع على زبائنه (المحليين أو الأجانب)، وهو المشتري، وهذا مقابل الخدمات المستفاد منها أحمد بوراس، 2003، ص111).
- كما عرف عقد تحويل الفاتورة على انه عقد تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى "عميل" محل زبونها المسمى "متنازل له" عندما تسدد فورا لهذا الأخير المبلغ التام لفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد، وتتكفل بتبعية عدم التسديد وذلك بمقابل معين.
- هناك من عرفه على أنه: "مجموعة حلول عامة لتسيير المدينين، حيث يتم تحويل الفواتير إلى مؤسسة متخصصة factor التي تقوم بالإدارة، المراقبة، تمويل، وتغطية خطر عدم التسديد" (سمير محمدعبد العزيز، 2002، ص97)، يعتبر عقد تحويل الفاتورة الأحسن في التكلفة والوقت واشمل من الخصم التجاري وقرض تعبئة الحقوق التجارية في تسيير، متابعة، تحصيل وضممان الحقوق.
- ثانيا: مراحل سير عملية التمويل عن طريق عقد تحويل الفاتورة: تتضمن مراحل سير عقد تحويل الفاتورة كما يلي: (أحمد بوراس، 2003، ص112).

1. المرحلة الأولى : تشمل العلاقة بين الزبون والمورد بحيث يتم إرسال طلبيه الشراء من الزبون ثم إرسال السلع أو تقديم الخدمة من المورد الذي يقوم بتحرير الفاتورة و إرسالها إلى الزبون.
2. المرحلة الثانية :وتشمل العلاقة بين المورد والفاكتور يقوم المورد كزبون له بالتنازل عن حقوق زبائنه لصالحها والحصول على التسيقات أموال بشيك أو بسند لأمر وبالتالي ضمان حقه من زبائنه.
3. المرحلة الثالثة: تكمن العلاقة بين الزبون والفاكتور حيث يقوم الفاكور بإخبار الزبون على تسديد الحقوق لصالحه في تاريخ الاستحقاق المحدد مع المورد ،وعندما يتم تغطية الحق تماما إما أخويا أو باللجوء إلى القضاء ولكن دون الرجوع إلى المورد.

ثالثا: أنواع عقد تحويل الفاتورة: تقترح المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة ثلاث خدمات لعقد تحويل الفاتورة تتمثل في:

1. تسيير محفظة أوراق الزبائن: تأخذ المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة على عاتقها تسيير حسابات الزبائن من تحصيل، إدارة، ومتابعة الفواتير عن طريق تقديم كشف يومي عام ومفصل للتسديدات المحصلة الخاصة بالفواتير، وكذا التسديدات المتبقية. من خلال الإجراءات سواء كتابياً أو هاتفياً و نحصر المؤسسة على احترام آجال الاستحقاق لنفسه دون اللجوء إلى أشخاص إضافية تتولى المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة تحرير الفواتير، وتمسك محاسبة كل زبون بمتابعة التحصيل، وتبرير العمليات الخاصة بالزبائن المشكوك فيهم إن وجدت، وبالتالي تولي الشؤون القانونية والقضائية للزبائن، وفي مقابل هذه العملية والخدمة يحصل على اقتطاعات من "Factor" عمولات ، وعلى هذا الأساس فهو حساب جاري لزونيه.
2. التأمين ضد مخاطر عدم التسديد: هي تقنية تأمين القرض أو ضمان الحقوق المحولة، يقوم من خلالها المورد (المورد) بإبلاغ المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة عن نوعية مديونيها عن تقرير مفصل على ملاءة كل زبون لتحديد الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه عند إقرضه، يساعده هذا التقرير من تقدير المخاطر لتفادي المفاجآت غير السارة.
3. التمويل المرن للمؤسسة: يعتبر عقد تحويل الفاتورة أداة تمويل قصير الأجل للحقوق مقابل تخليها جزئياً أو كلياً على حقوقها تجاه زبائنها لصالح المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة بسعر تفاوضي يدفع مسبقاً تفتح هذا الأخير كحليف لمؤسسة مالية في أغلب الحالات خط اعتماد قصير الأجل نقداً، أي تسييق لأجل محدد بناءً على الفواتير المتنازل عليها.

رابعا: مزايا و عيوب التمويل بعقد تحويل الفاتورة: لهذا التمويل مزايا و عيوب تتمثل في :

1. مزايا التمويل بعقد تحويل الفاتورة: من مميزات عقد تحويل الفاتورة:

- سرعة الحصول على الأموال بين 24 ساعة و 48 ساعة.
- التقليل من الخطر التجاري، حيث نجد أن الفاكتر يقوم بدفع جميع مستحقات المؤسسة على الغير دون تراجع، الأمر الذي يضمن للمؤسسة أموالا جاهزة توضع تحت تصرفها مباشرة.
- كل حسابات الزبائن لدى المؤسسة تستبدل بحساب واحد وهو "الفاكتور"، الأمر الذي يسهل عملية تسييرها.
- التخلص من المصاريف الناجمة عن عملية جمع المعلومات فيما يخص الوضعية المالية لزبائنها ودراسة مدى قدرتهم على السداد؛ وبالتالي تقليل مصاريف النزاعات.

2. عيوب التمويل بعقد تحويل الفاتورة: لهذا العقد عيوب نوجزها في:

- التكلفة العالية.
- ينحصر غالبا على فواتير قصيرة الأجل.
- المؤسسة مجبرة على تقديم جميع أوراق القبض الخاصة بمنطقة جغرافية أو اقتصادية معينة.
- تعامل الفاكتر مع العملاء بطريقة صارمة، قد يؤدي إلى إفساد العلاقة بينهم وبين المؤسسة.

المطلب الرابع: التمويل الإسلامي

يعد التمويل الإسلامي بصيغته المتنوعة من أهم الطرق التمويلية التي قد تلجأ إليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا في ظل زيادة الاهتمام به على المستوى العالمي، ويعود ذلك إلى تقارب أهداف كل من التمويل الإسلامي كجزء من الاقتصاد الإسلامي الذي يهدف إلى تحقيق تنمية المجتمع ككل.

أولا تعريف التمويل الإسلامي: يعرف على أنه:

- تقديم الأموال العينية أو النقدية ممن يملكها (البنك) إلى شخص آخر(العميل) ليتصرف فيها، ضمن فهو توظيف الأموال من قبل مالكيها في مجالات استثمارية معينة ضمن أحكام الشريعة الإسلامية بهدف تحقيق أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وذلك بهدف تحقيق عائد "مباح" ، أما الاستثمار المباح الأرباح مثل الاستثمار في الأوراق المالية المباحة شرعا أو شراء الأصول الثابتة بهدف تأجيرها أو إعادة بيعها.
- و يعرف كذلك على أن التمويل الإسلامي يدور حول تقديم تمويل عيني أو معنوي إلى المشروعات المختلفة بالصيغ التي تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ووفق معايير وضوابط شرعية وفنية لتساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية (قدي عبد المجيد، عصام بوزيد، 2009، ص4).

ومن خصائص التمويل الإسلامي ما يلي:

- استبعاد التعامل بالربا أخذا وعطاء.
- توجيه المال نحو الاستثمار الحقيقي.
- توجيه المال نحو الإنفاق على المشروع : يجب أن يكون التمويل في مشاريع مباحة من وجهة نظر الشرع.
- التركيز على توجيه سلوك الفرد نحو الأخلاق الفاضلة و الصفات الحميدة.

ثانيا: أدوات التمويل الإسلامي: هنالك أشكال لتمويل الإسلامي نقدم أهمها :

1. التمويل بالمراجحة: بيع المراجحة للأمر بالشراء هو أن يقوم من يريد شراء سلعة معينة بالطلب من البنك

الإسلامي أن يشتريها له ويعدده بشرائها منه بربح محدد .وبذلك يكون بيع المراجحة للأمر بالشراء على ثلاثة مراحل (موسى مبارك خالد، 2013، ص130) ، مرحلة الوعي بالشراء من طرف الأمر بالشراء، ثم مرحلة الشراء من طرف البنك من البائع الأول، ثم مرحلة إبرام عقد البيع بين البنك والأمر بالشراء ، وغالبا ما يقترن بيع المراجحة للأمر بالشراء بالبيع لأجل أو بالتقسيط، فيصبح بذلك صيغة من صيغ التمويل فالبنك يمول الأمر بالشراء بقيمة الساعة حتى تاريخ استحقاق ثمن السلعة، سواء دفعة واحدة أو بالتقسيط على عدة دفعات .فإن كان الدفع حالا، فالعملية تصبح مجرد بيع ولا يأخذ صفة التمويل. إن ما يميز هذه الصيغة ملكية الأصول من قبل المؤسسة الممولة وهو ما يحملها كل المخاطر التي قد تتعرض لها إلى جانب أمر آخر متعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو الأمر بشراء والتي قد تتراجع عن وعدها باقتناء السلعة أو الأصل موضوع المراجحة، وإن كان الوعد ملزما من الناحية الأخلاقية والدينية فهو غير ملزم عمليا، إلا إذا ثبت حصول ضرر للمؤسسة الممولة بسببه (حسام الدين بن محمد، 2007، ص19).

2. التمويل بالمشاركة: تقوم على أساس تقديم التمويل اللازم للمشاريع مشاركة مع أصحابها مع الاتفاق منذ

البداية على نصيب كل من صاحب المشروع والذي يتولى إدارته رفقة المؤسسة الممولة، كل حسب مساهمته في المشروع (وفاء أحمد محمد، 2012، ص840). هي شراكة فيها يتم وضع جزء من مال المشروع من قبل المصرف، والجزء الآخر يدفعه العميل المشارك ، حيث يشترك الطرفان في الربح حسب النسب المتفق عليها، أما الخسارة فيشتركان فيها بنفس نسبة المشاركة.

ويحقق التمويل بالمشاركة مزايا عديدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذنكرها فيما يلي: (ابراهيم خليل عليان، 2008، ص15)

- مساهمة التمويل بالمشاركة مباشرة في التنمية الاقتصادية وزيادة القيمة المضافة للدخل الوطني.
- إمكانية استفادة تلك المؤسسات وخاصة الإنتاجية من استخدام المصرف عند تسويق منتجاتها.
- مساهمة صاحب المؤسسة في حصة من التمويل يجعله حريصا على نجاحها.

- مرونة أسلوب المشاركة في إمكانية تمويل أي مؤسسة سواء كانت صغيرة أو متوسطة ولا سيما المنتهية بالتملك.

و التمويل بالمشاركة له أنواع تتمثل في:

- ✓ **التمويل بالمشاركة الثابتة** : وفقا لصيغة المشاركة الثابتة يدخل البنك فيها كشريك مع المتعامل في رأس مال عملية تجارية صناعية محددة، تقترحها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على البنك، فيصبح الطرفان شريكان في تسييرها والرقابة عليها، وتحل التزاماتها وخسائرها واقتسام أرباحها والمقصود بكونها ثابتة هو أن كل طرف يحتفظ بحصته ثابتة في رأس مال المشروع حتى يتم إنجازه وتصفي المؤسسة. وعادة ما تول تى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مباشرة العمل التنفيذي للنشاط الاقتصادي الممول.
 - ✓ **المشاركة الثابتة المستمرة (الدائمة)**: وفيها يشترك البنك مع مؤسسة صغيرة أو متوسطة أو أكثر دون تحديد مدة للشراكة، ويكون البنك شريكا في المؤسسة طالما أنه موجود يعمل.
 - ✓ **المشاركة الثابتة المنتهية (المؤقتة)**: وفيها يشترك البنك مع طرف آخر أو أكثر لفترة معينة ويتم في النهاية تصفية المؤسسة وحصول كل طرف على حقوقه.
 - ✓ **المشاركة المنتهية بالتملك (المتناقصة)**: في هذا النوع من المشاركة يساهم البنك الإسلامي في رأس مال مؤسسة صغيرة أو متوسطة تجارية أو عقارية أو زراعية مع شريك أو أكثر، وعندئذ يستحق كل من الشركاء نصيبه في الأرباح بموجب الاتفاق الوارد بالعقد مع وعد من البنك الإسلامي أن يتنازل عن حقوقه عن طريق بيع أسهمه إلى شركائه، والشركاء يعدون بشراء أسهم البنك.
3. **التمويل بالمضاربة**: تعرف على أنها عقد ثنائي بين الطرفين يقدم فيها الطرف الأول (واحد أو أكثر) المال، ويقوم الطرف الثاني (واحد أو أكثر) بالعمل فيه على نحو ما يتفق عليه في شروط العمل واقتسام الربح.
- و بهذا المفهوم فإن البنك الإسلامي يقوم بتوفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث يقوم صاحب المؤسسة الذي لا يملك رأس مال، ولكن يملك الحرفة بالإدارة والتنظيم المتعلقة بالنشاط المتفق عليه، بينما يؤمن المصرف الموارد اللازمة لإقامة المؤسسة، وتكون الأرباح موزعة بين المصرف وطالب التمويل بنسب متفق عليها، وفي حالة حدوث خسارة يتحملها المصرف إذا ثبت عدم تقصيره وإخلاله بشروط المضاربة ويكفيه أنه خسر جهده، وبذلك يساوي الإسلام بين المال والعمل يربحان معا ويخسران معا، مما يدفع بصاحب المؤسسة أن يكون حريصا على تحقيق الربح لينال عائد مقابل جهده والمحافظة على سمعته ذلك يساوي الإسلام بين المال والعمل يربحان معا ويخسران معا، مما يدفع بصاحب.
- كما يأخذ التمويل بالمضاربة أشكال: (محمد محمود العجلوني، 2008، ص218)

- **المضاربة الثنائية:** هي عقد يتم بين اثنين فقط هما رب العمل و المضارب بالعمل، وقد يكون رب المال شخصا طبيعيا أو اعتباريا كبنك أو مؤسسة أو شركة.
 - **المضاربة الجماعية:** هي عقد بين مجموعة من أصحاب الأموال من جهة و مجموعة من أصحاب العمل من جهة أخرى، ولعل أفضل مثال على هذا النوع هي ودائع المضاربة في البنوك الإسلامية.
 - **المضاربة المطلقة:** هي مضاربة مفتوحة لا يرد في عقدها أي شرط يحد من سلطة المضارب في العمل سواء من حيث نوعيته أو مكانته أو مع من يتعامل.
 - **المضاربة الخاصة:** هي مغلقة تتضمن شروطا وقيودا تحد من حرية المضارب في التصرف في نوع النشاط أو السلعة أو المكان أو زمان أو مع من يتعامل.
4. **القرض الحسن:** وهو كل قرض يمنح من هيئة أو شخص لطرف آخر بشكل مجاني أي دون تقاضي منافع مالية مقابل منح هذا القرض، ويعد القرض الحسن من أهم الصيغ التمويلية التي تنفرد بها البنوك الإسلامية من خلال تقديم التمويل اللازم لعملائها الذين يقدمون ضمانات مختلفة وكافية تؤكد على جدية المقترضين و نواياهم السليمة في تسديد القروض حسب ما اتفق عليه بين طرفي التعاقد وفقا لجدول تسديد محدد وخالي تماما من أي فوائد أو أي مبالغ تقابل التمويل الممنوح، أي دون اشتراط الزيادة على مبالغ القروض، أو كما يعرف فقها على أنه "تمليك مال يرد بدله دون زيادة (أحمد حسن، 2007، ص550).
5. **التمويل ببيع السلم:** بيع السلم هو عملية بيع سلعة يتعهد فيها البائع بتوريد بعض السلع المعينة في تاريخ مستقبلي مقابل مبلغ محدد مقدما يدفع بالكامل في الحال، وهنا يتم دفع المبلغ نقدا ولكن يتم تأجيل توريد السلعة المشتراة.

خلاصة الفصل الأول:

مما سبق ذكره في هذا الفصل استخلصنا أن المؤسسة تلجأ إلى عملية التمويل لتغطية احتياجاتها المالية الذي يعتبر بمثابة الحجر الأساسي للمؤسسة ، حيث يلعب التمويل دور أساسي في مختلف المراحل التي تمر بها المؤسسة و هي دائما تبحث عن التمويل الأقل تكلفة نظرا لمتغيرات المحيط الداخلي و الخارجي للمؤسسة.

كما رأينا أن للتمويل العديد من المصادر، منها المصادر الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي الذي يتمثل في إمكانية المؤسسة تمويل نفسها بنفسها و التمويل عن طريق رأس المال العامل الذي يفرض تمويل المؤسسات استثماراتها من مصادر محدد من الخصوم، مصادر خارجية لخصنها في مصادر تمويلية قصيرة الأجل و أخرى متوسطة الأجل و مصادر تمويلية طويلة الأجل أي من أسواق رؤوس الأموال، إضافة إلى كل هذا تعرضنا إلى مختلف البدائل التمويلية المستحدثة لتمويل المؤسسات الاقتصادية ، حيث تطرقنا إلى التمويل التأجيلي والدور الذي يلعبه في تمويل المؤسسات وكذا التمويل عن طريق مؤسسات رأسمال المخاطر، و التمويل بواسطة عقد تحويل الفاتورة، وفي الأخير تعرضنا لمختلف الصيغ الإسلامية المتاحة للمؤسسات في تمويل نشاطاتها المختلفة.

الفصل الثاني

الأسواق المالية وعلاقة المؤسسة

بها

تمهيد للفصل الثاني:

يشهد الاقتصاد العالمي تغيرات ديناميكية متسارعة الذي يركز على الأسواق المالية و ذلك في ظل المتغيرات العالمية و الاقتصادية وبذلك أصبحت الأسواق المالية من الموضوعات الهامة التي يحظى باهتمام كبير من الدول و المؤسسات المالية نظرا لتزايد الدور و الوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية و الخارجية.

ونتيجة للتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية في العالم استجابة للتقدم التكنولوجي الهائل وثورة الاتصالات والمعلومات، حيث أصبحت هذه الأسواق تمثل الوسيلة الرئيسية في توفير التمويل اللازم وذلك من خلال المؤسسات المالية المختلفة المتواجدة في هذه الأسواق وما تملكه من أدوات مالية متنوعة. من أسهم و سندات و مشتقات مالية و أوراق هجينة بهدف استثمارها و الحصول على عوائد مالية من وراءها وهذا كله يتوقف على صحة و دقة المعلومات التي يتحصل عليها المستثمر في السوق المالي حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة.

نظرا لأهمية سوق الأوراق المالية ومن أجل التعرف أكثر عليها تم تقسيم هذا الفصل الى مباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية.
- المبحث الثالث: أنواع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية.
- المبحث الرابع: محفظة الأوراق المالية.
- المبحث الخامس: الاستثمار في الأوراق المالية.
- المبحث السادس: تنظيم و نمط تشغيل السوق المالي.
- المبحث السابع: كفاءة سوق الأوراق المالية و مؤشرات أداءها

المبحث الأول: ماهية أسواق المالية

تهدف الأنظمة الاقتصادية الحديثة إلى توجيه مؤسساتها قطاعا عاما كانت أو قطاعا خاصا لتجميع الأرصدة النقدية اللازمة لتمويل الأعباء المتزايدة لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهو ما يعكس مدى تشعب الأسواق المالية وتشابكها مع مختلف الأنشطة داخل النظام الاقتصادي.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

تعود تسمية الأسواق المالية لمفهوم السوق بشكل عام، و تحتل الأسواق المالية في الوقت الحاضر أهمية كبرى كما أن تطورها يرجع إلى تطور السلع والخدمات، إضافة إلى أن تطور ونمو التجارة جعل من الضروري تنظيم الأسواق المالية بما يتماشى والقوانين التجارية الجديدة، و مرت السوق المالية في نشأتها بمراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي.

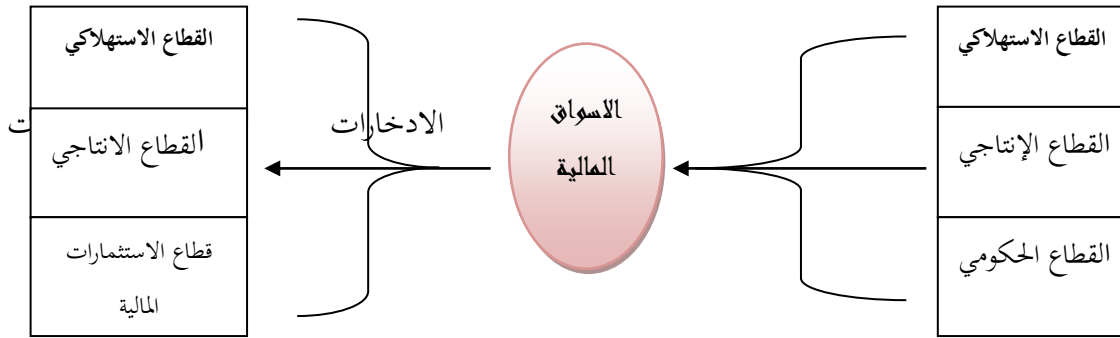
أولا: تعريف الأسواق المالية: للأسواق المالية العديد من التعاريف نوردتها في مايلي:

- تعرف الأسواق المالية بأنها: "مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل والطلبين لها وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي" (D.Yacquillat B.Solnit، 1990، ص8).
- تعرف بأنها: "المكان التي يتم فيها تداول الأصول المالية، أي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي لديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية افية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوفر لديها الأموال الكافية لاستثمار وتوظيف هذه الفرص (عصام فهد العرييد، 2002، يدون صفحة)".
- وعلى العموم يمكن تعريف السوق المالية على أنها: "الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق" (محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العيد، 2002، ص23).

نستنتج أن الأسواق المالية هي المكان الذي يتم فيه التقاء بين الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم قدرات تمويلية يبحثون عن حسن توظيفها وتحقيق العائد من وراءها و ذلك مع أعوان اقتصاديين آخرين الذين يحتاجون هذه الأموال لتمويل توسعها أو عجزهم.

ومن مفهوم السوق المالي، نجد أن هناك آلية تعمل بها هذه السوق ، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم 09: آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة



المصدر: محمد مطر، 2004، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة البتراء، الأردن، الطبعة الثالثة، الأردن، ص185.

- **وحدات العجز المالي:** تمثل تيار الطلب على الأموال وتأخذ الأشكال) منشآت الأعمال، أف ارد (ويتركز طلبها في عمليات استثمار جديدة أو توسعات، وتعد منشآت الأعمال الأوسع طلباً للأموال بسبب طبيعتها الاستثمارية.
 - **وحدات الفائض المالي:** تمثل تيار عرض الأموال، وتأخذ الأشكال(أفراد، حكومة، منشآت أعمال) وهي وحدات ادخارية تحاول تعظيم عائد التضحية الذي مارسه من خلال تخليها عن الاستهلاك الحاضر وادخار جزء من دخلها، ويعد الأفراد الأكثر عرضاً لأموال.
- ثانياً: خصائص الأسواق المالية:** تتمتع الأسواق المالية بخصائص تجعلها تتميز عن باقي الأسواق المالية الأخرى و من أهم هذه الخصائص نجد: (هوشيار معروف، 2003، ص184، ص185)
- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.
 - ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
 - اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها. ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية.
 - تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلكية واللاسلكية.
 - إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.

- أداة لقياس قيمة الأصول، وللمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية.
- مصدر تمويل للاقتصاد الوطني.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة) جويدان جمل، 2002، ص56).
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.
- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى.
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك نظراً لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا أن مخاطرها كبيرة .

ثالثاً: شروط إنشاء الأسواق المالية: لا يمكن إنشاء سوق الأوراق المالية بمجرد الرغبة في ذلك، ولا بإصدار قرارات وتشريعات من السلطات المختصة ولكن يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الأساسية من بينها: (حسن وفاء، محمد عبد الباسط، 1996، ص105)

- وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد لرأس المال دوره وزيادة القدرة على تجميع المدخرات لاسيما الخاصة منها وتوظيفها توظيفاً مربحاً.
- 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 مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغييرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.
- توفر مناخ صالح وجيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة على المستوى المحلي أو الدولي في إطار الشراكة.
- وجود مؤسسات مالية تؤدي خدمات مصرفية تشمل على كافة الاختصاصات، لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية.

- تنوع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان توسع السوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة.
- وضع روابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في السوق والتي تهدد الاقتصادي المالي للبلاد، وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عامل من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة.

المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية و عوامل نجاحها

تتميز أهمية الأسواق المالية من اقتصاد لآخر وذلك نتيجة لتوفر عوامل مختلفة حيث لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ولكن لابد من نجاح هذه السوق وزيادة نشاطها، ويقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي و أخرى شكلية.

أولا : أهمية الأسواق المالية: تعود أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل تتمثل فيما يلي:

- يمثل سوق المالي حلقة وصل فعالة بين معظم الفعاليات المؤثرة في الاقتصاد القومي مثل: البنوك الشركات، المشروعات، المدخرين... الخ، وهو ما يجعلها مؤشر للأحوال الاقتصادية ومرآة عاكسة لما يحدث في الاقتصاد الوطني ككل، الأمر الذي يعطي للإدارة الاقتصادية في البلد فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية والمالية بهدف معالجة أي خلل يؤثر على استقرار النشاط الاقتصادي (عبد النافع الزري، غازي فرح، 2001، ص23).
- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت في شكل أسهم وسندات، يسهل من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل (رسمية قرياقص، 1999، ص47).
- تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.
- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

- تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء (حسين بن هاني، 2002، ص12).
- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.
- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالية، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرات واضحة عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
- تقديم المعلومات المالية للمتعاملين والتي تتعلق بالأوراق المالية المختلفة المتوفرة بسوق رأس المال، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجيد والوقت والمخاطر.
- تقدّم السوق مؤشراً مالياً إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية.
- تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعتها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:
 - توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
 - القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
 - رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي.

ثانيا: عوامل نجاح السوق المالي: هناك عدة عوامل لنجاح السوق المالية و من بينها: (مونية سلطان، 2015، ص18، ص19)

1. العوامل الموضوعية: و التي نجد فيها العناصر التالية:

- تنظيم الأسواق المالية: حيث يكون هذا التنظيم من قبل الحكومات الخاصة وذلك بقيامها بما يلي:
 - ✓ عدم إنشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استمرارية الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
 - ✓ تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
 - ✓ تنظيم الأوجه المختلفة في المؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين.
- إنشاء بورصة للأوراق المالية داخل الدولة: تمهيدا لتوفير سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.
- الحصول على عائد معقول للمستثمر: بحيث يتمكن المستثمر من الحصول على عائد السندات المطروحة بلا إعفاء العائد من الضريبة.
- جعل الادخار اختياريا و ليس إجباريا.

2. العوامل الشكلية: لا يقتصر نجاح السوق المالي على العوامل الموضوعية فقط بل لابد من توفر العوامل الشكلية أيضا وهي كالتالي:

- توفير المرافق العامة (المواصلات السلوكية واللاسلكية، المساكن...الخ).
- الوضع الجغرافي في للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى واعتدال جوه.
- وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.
- النمو الواعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد
- عدم وجود قيود رقابة على الصرف.
- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالي في أسعاره ومعادلاته.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية

وبصورة عامة فإنه من أهم وظائف أسواق المال و رأس المال ، هو توجيه تدفقات الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات المدخرات الفائضة إلى الوحدات الاقتصادية ذات الحاجة للأموال وترتبط وظائف الأسواق المالية بتنشيط ونمو الاستثمار، طبيعة الوظائف مرتبطة بنمو الاستثمارات، ومن شأنها تهيئة المناخ الاستثماري، والوفاء بمتطلبات العملية الاستثمارية، من حيث توفير التمويل اللازم لإنشاء المشروعات الجديدة، أو التوسع في المشروعات القائمة في الوقت المناسب، بأساليب وأدوات متعددة، وتيسير حرية الاختيار والتنوع بين مختلف الأنشطة الاستثمارية، بما يتناسب ودرجات المخاطرة، والمنافسة القائمة على آلية السوق .

1. **تعبئة المدخرات:** تقوم سوق المالية بتعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثلاً الأسهم والسندات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمستثمر وللمدخر الذي يعمل على زيادة المدخرات وينعكس ذلك على ارتفاع النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة.
2. **تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق:** ليس هناك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشتريين أو البائعين ، فالأسواق توفر الوقت على المتعاملين بالسوق ، فهي تعلن دائماً عن الإكتنابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية موفرة على المتعاملين عناء وتكلفة البحث لتقرير البيع أو الشراء.
- إضافة إلى ذلك توفر الأسواق المالية الثقة والأمان للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة ، مما يجعل المتعامل يثق بالأسعار دون الحاجة إلى جمع المعلومات عن التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة واللازمة لتقييم وضع الشركة.
3. **الاحتفاظ بالثروة:** تعمل سوق المالية من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة أو مخزن للثروة، وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة، وتتسم الأدوات المالية التي توفرها سوق رأس المال مثل السندات والأسهم بأنها لا تتعرض للإهلاك، كما إنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها، وزيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعينان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.
4. **توفير السيولة:** من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رغبة مالكيها بالسعر السائد في السوق، ومن ثم حرية الانتقال من استثمار قد يكون غير مجز من وجهة نظر مالك الأصل المالي إلى استثمار آخر عن طريق البيع وفقاً لنظم وقواعد السوق.

5. تحويل الخطر: إن الإستثمارات في شكلها المادي تخضع للعديد من المخاطر منها ما هو متعلق بعدم التأكد من حجم الطلب على السلع والخدمات المنتجة، إضافة إلى وجود العديد من المخاطر الأخرى، و نتيجة لهذا فقد برزت وظيفة سوق الأوراق المالية في تحويل الخطر من خلال إقتسامه بين عدة شركاء، وقد إرتفعت الإصدارات الممولة لهذه المشاريع بشكل كبير في الوقت الحاضر نتيجة، أن إحتتمالات الخسائر تقف في أقصاها على حجم الإستثمار ولا تتعداه إلى باقي ملكية المساهم و عدم قدرة الأفراد وشركات الأشخاص على تمويل مشاريع عملاقة وكبيرة مثل شركات الحديد والصلب وشركات الطيران وغيرها، كما أن البنوك ملتزمة بالحفاظ على نسب سيولة معينة وبالتالي فإنها لا تستطيع توفير الأموال كاملة للمشاريع الكبرى بل تساهم بجزء فقط من تكاليف الإستثمار لأن الموارد محدودة لديها (صلاح سيد جودة، 2000، ص37).

6. توفير تمويل للإستثمار: تعمل الأسواق المالية بتوفير التمويل اللازم للإستثمار من خلال إمكانية طرح المنشآت للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للإستثمار أو للتوسع، ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل، كما أن المنشأة غير ملتزمة قانونيا باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر.

7. توفير أدوات مالية متعددة: إن الأدوات المالية التي توفرها الأسواق المالية متعددة ومتباينة في مستوى مخاطرها بما يجعلها تتجاوب مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة ؛ فهناك البعض من أفراد المجتمع والذين يتسمون بالمغامرة تجدهم يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى لو تطلب ذلك تحمل مخاطر كبيرة ، ولهذا فهم يفضلون الأسهم على السندات والعكس بالنسبة للبعض الآخر (المحافظين).

المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية

نظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية فإننا نجد هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها أي طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها، معيار ثان للتقسيم يعتمد على آجال العمليات أو غرض التمويل ، المعيار الثالث للتقسيم يركز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق ، أما المعيار الرابع فيعتمد على المجال الجغرافي المغطى من طرف هذه السوق وستناول هذه التقسيمات بنوع من التفصيل كما يلي:

المطلب الأول: تقسيم الأسواق المالية حسب طبيعة المعاملات أو الأوراق المالية المتداولة

وفقا لهذا المعيار نجد التقسيمات التالية:

أولا: السوق الأولية : يقصد بالسوق الأول Primary Market السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقا مالية للاكتتاب، ويتم التعامل في هذه السوق بالإصدارات الجديدة (عطية فياض، 1998، ص44) حساب منشأة أعمال أو جهة حكومية . فعندما تصدر شركة ما أسهما جديدة وتطرحها للجمهور فإنها غالبا ما تعتمد على ما يطلق عليه اسم بنك الاستثمار والذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة . والوظيفة الرئيسية لبنك الاستثمار تتمثل أساسا في كونه وسيطا بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة و بين الجهة التي قررت إصدارها . أي أنه يقوم بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة ثم يبيعها للمستثمرين مع تحقيق فرق بين السعرين مقابل الخدمة التي يقوم بها.

إذن السوق الأولية هو العلاقة بين مقدمي الأموال المكتتبين و بين تلك المشروعات (عبد الغفار حنفي، 1997، ص445، ص446).

وبصورة عامة فإن بنك الاستثمار يقوم بالخدمات التالية:

- ضمان الأوراق المالية المصدرة ضد تقلبات الأسعار التي يمكن أن تحدث عند توزيع أسهم جديدة حيث يقوم بشرائها ثم يقوم ببيعها بحيث لا يحدث هبوط في القيمة التي تباع بها.
- تسويق الأوراق المالية ، فنظرا لتخصص بنك الاستثمار فإنه يقوم بتسويق الأوراق المالية بكفاءة كبيرة نسبيا ، وهو يقوم بتسويق هذه الأوراق المالية عن طريق وكلاء السماسرة.
- تقديم النصيحة والمشورة للشركات عن صفات وشروط الأوراق المالية باعتباره خبيرا في أسواق المال.

و لا يعتبر بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقان آخران هما : الأسلوب التفاوض المباشر والمزاد.

1. إما عن طريق التفاوض المباشر: ففي ظل التفاوض المباشر لا يتوقع أن يكون عدد البنوك التي يجرى معها التفاوض كبيراً، و ذلك أن التفاوض عادة ما يكون مع البنوك ذات الخبرة السابقة من الشركة أي التي سبق التعامل معها كما أن البنوك الاستثمار في حد ذاتها متخصصة فبعضها يتخصص في تصريف أوراق المالية لأنواع معينة من الشركات.

2. إما عن طريق المزاد: فبمقتضاه تتنافس عدد من البنوك الاستثمار لكي يرسوا عليهم عطاء الإصدار كما أن العطاء يرسو على البنك الذي يضمن أكبر تصريف بالنسبة للأسهم أما السندات فيكون على أساس البنك الذي يطلب أقل معدل كوبون، كما أن البنك الاستثمار يمكن أن يتحمل تصريف الإصدارات لوحده أو توزيعه على مجموعة من البنوك الاستثمارية لأجل تمويل و شراء إصدار و تحمل مخاطر فشل التوزيع.

ثانياً: السوق الثانوي: يقصد بالسوق الثانوي Secondary Market السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار.

و يقصد بها كذلك: "هي تلك المكان الذي يتم التداول بالأسهم والسندات المالية على اختلاف أنواعها، يباع السهم إلى المزايد الأعلى و يتم شراؤه بأفضل سعر معروض. أما أسعار الأسهم فتخضع لقوانين العرض والطلب، ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة يطلق على هذا السوق بالبورصة (خليل الهندي، انطوان الناشف، 2000، ص17).

و تعرف البورصة بأنها: حيث أن البورصة هي عبارة عن المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية أو البضائع بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من العمل (ضياء مجيد، 2008، ص8).

في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة (عن طريق شراء السندات من السوق الأولية) أن يبيع دينه أو جزءاً منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها.

وفوق ذلك فالسوق الثانوية سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليها كثير من المتعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية؛ بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها؛ بل لبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق؛ ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها (مبارك بن سيمان ال فواز، 2010، ص8) ، يمكن تصنيف السوق الثانوية إلى نوعين:

1. **السوق المنظم:** و يقصد به ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة المصدرة لتلك الورقة. كما أنها تدار بواسطة مجلس

منتخب من أعضاء السوق، ويدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء العاملون به وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط لموافقة على إدراج الشركات في البورصة وباختصار يمكن تقديم خمس مزايا لبورصة الأوراق المالية:

- إن وجود مكان محدد يجعل من السهل تنفيذ عمليات الشراء والبيع بكفاءة وتكلفة أقل . وبالتالي فإن السيولة التي تتحقق نتيجة تلك العمليات تجعل المستثمرين راغبين في قبول عائد قليل نسبيا على الأوراق المالية ، وهذا معناه انخفاض تكلفة الأموال.
- إن عمليات البيع والشراء التي تتم يوميا هي بمثابة اختبار لقيم الأوراق المالية وهو ما يسهل عمليات التمويل والتوسع.
- يعتبر وجود بورصة أوراق مالية نشطة وكفئة عاملا أساسيا في تطور سوق الرأسمال الأولى ؛ حيث تجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق مما يخفض من خطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار.
- تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة . فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالي من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية ، وترتفع أسعار أسهمها في السوق أما الشركات التي تكون نتائج أعمالها غير مرضية ، فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.
- تساهم البورصة في تشجيع عملية الإضجار والاستثمار في المجتمع ، وذلك بتجميع الإدخارات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لاستغلال فرصها الاستثمارية المنتجة.

2. السوق غير المنظم: يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم أي خارج البورصات ، كما تعرف بالسوق خارج المقصورة أو السوق الموازية أو فوق المنضدة (ابن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدلان، 2019، ص29) ، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، حيث يقوم بالتعامل هم الشركات المالية أو البنوك أو الوسطاء وفقا للأسعار المعلنة ويلعب الوسيط دورا أساسيا في هذا السوق التي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري لعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين. (حسام الدين محمد السيد، 2005، ص 16) ويحتوي السوق غير المنظمة على سوقين:

✓ **السوق الثالث:** تمثل قطاع من السوق غير المنظمة، تتكون من بيوت السمسرة غير الاعضاء في السوق المنظمة (البورصة)، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق وهي أسواق سمامرة على استعداد دائم لشراء أو بيع الوراق المالية بأي كمية مهما كبرت أو صغرت وهي تمارس دورا منافسا للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة ، أما جمهور العملاء في هذه السوق هم: (ابن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدلان، 2019، ص30)

✓ المؤسسات الاستثمارية الكبيرة؛

✓ شركات إدارة أموال التقاعد.

✓ صناديق التقاعد.

✓ الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

✓ شركات رأس المال الخاطر.

✓ بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في البورصة.

و يعتبر السوق الثالث منافس قوي للسوق المنظم و يرجع ذلك الى انخفاض العمولة بهذه السوق لكون هذه البيوت أي بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق كما هو الحال في البورصة هذا لا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.

✓ **السوق الرابع:** يقصد به المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فينا بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية بطليات كبيرة و ذلك كإستراتيجية إضافية للحد من عمولة التي تدفع من قبل السماسرة، و في ظل السوق الرابع تبرم صفقات بسرعة كبيرة و بتكلفة أقل، وهو يشبه السوق الثالث في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه.

وجدير بالذكر أن حركة تداول الأصول المالية في السوق الثانوي من بيع وشراء، لا تعود بطريقة مباشرة على الجهة المصدرة بزيادة في الأرصدة النقدية أو حصولها على أرصدة نقدية جديدة، حيث أنها علاقة بين البائع (مقتني الأصل المالي) والمشتري، ينجم عنها قيام البائع بمبادلة الأصل المالي بالمقابل الذي يدفعه المشتري المتمثل في سعر هذا الأصل في السوق، في حين أن زيادة الأرصدة النقدية للجهة المصدرة للأصل المالي يرتبط ارتباطا مباشرا بالإصدار والبيع في السوق الأولي، وهذا لا يعني عدم وجود دور للسوق الثانوي في زيادة الأرصدة النقدية لمصدر الأصل المالي، ولكن هذا الدور يكون بطريق غير مباشر من خلال اكتساب الأصول المتداولة صفة السيولة ومساعدة الجهة المصدرة عند تحديد أسعار الأصول المالية المزعم طرحها في السوق الأولي ومن ثم وفقا لما تكفله نظم هذه السوق من تسهيل حركة تداولها من بيع وشراء، مما يزيد من قوتها في السوق تحديد التمويل الذي

يمكن توفيره من خلال السوق المالي. إذن فكلًا من السوقيين يؤثر كل من هما في الآخر (السيد الطيبي، 1989، ص9).

المطلب الثاني: تقسيم الأسواق المالية حسب غرض التمويل و المنتجات المتداولة

في هذا المطلب يستخدم معيار غرض التمويل أو معيار أجال العمليات بالإضافة إلى تقسيم الأسواق المالية حسب معيار المنتجات المتداولة .

أولاً: تقسيم الأسواق المالية حسب غرض التمويل: حسب غرض التمويل أو حسب أجال العمليات نجد:

1. **السوق النقدية:** وهي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول (مبارك بن سليمان آل فواز، 2010، ص7) .

و هذه السوق تعتبر الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته - فوائضه - عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما (عبد المنعم مبارك، محمود يونس، 1996، ص100).

■ عناصر السوق النقدية: ينقسم السوق النقدي إلى :

✓ **السوق ما بين البنوك:** البنوك التجارية هي تلك البنوك التي رخص لها بتعاطي الأعمال المصرفية والتي تشمل تقديم الخدمات المصرفية لا سيما قبول الودائع بأنواعها المختلفة (تحت الطلب , الادخار ... الخ) واستعمالها مع الموارد الأخرى للبنك في الاستثمار كلياً أو جزئياً أو بأية طريقة أخرى يسمح بها القانون (خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم طرد، 2006، ص39) ، و نجد فيها. إن البنوك التجارية ويطلق عليها أحياناً بنوك الودائع هي تلك التي تتعامل بالائتمان (المباشر والغير مباشر) وأهم ما يميزها قبولها للودائع تحت الطلب والحسابات الجارية. وينتج عن ذلك ما يسمى بخلق النقود.

✓ **السوق المفتوحة:** وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة لكي يقدمونها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدونات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية.

✓ **أسواق الخصم:** وتعتمد أساسا على الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات والكفالات وشهادات الإيداع حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظرا لإعادة خصمه للكمبيالات والأوراق المالية التجارية (ناظم محمد فوزي و آخرون، 1999، ص180-181)

■ **مميزات السوق النقدي:** يتمتع سوق النقد ببعض المزايا من أهمها:

- يتميز السوق النقدي بالسيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه فهي لا تتجاوز سنة مالية واحدة.

- المرونة العالية: يتميز السوق النقدي بالمرونة العالية قياسا بغيره من الأسواق بسبب فترة الاستثمار القصيرة وما يتمتع به من انخفاض لدرجة المخاطرة، مما أعطاه صفة المرونة وسرعة الاستجابة للتغيرات الاقتصادية مما يقلل من الخسائر بعظم العوائد.

- تدني درجة المخاطر النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه لأن آلية التعامل بهذه السوق تكون لآجال قصيرة الأجل لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مثل الشهادات الإيداع و القبولات المصرفية مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها.

- تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه فنظرا لأن الأوراق المالية المتداولة فيه (خصوصا في قطاعه الثانوي) تكون صادرة من مؤسسات ذات م اركز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، البنك المركزي، المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالمدين منخفضة جدا.

2. **الأسواق رؤوس الأموال:** يمكن تعريف سوق رأس المال بأنها "تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات والقروض العقارية، وازدادت أهمية هذه السوق في السنوات الأخيرة لما تساهم به في عملية التنمية (أنطوان الناشف، خليل الهندي، 2000، ص31).

كما يمكن تعريف أيضا سوق رأس المال " هو سوق لتمويل الاستثمارات لآجال متوسطة وطويلة حيث أن طبيعة استخدام هذا التمويل يتطلب أن يكون لفترة طويلة الأجل وهي فترة إنشاء المشروع حتى يبدأ الإنتاج وتتدفق الموارد النقدية اللازمة لسد القرض.

■ **أنواع سوق رؤوس الأموال:** و تقسم هذه السوق إلى نوعين هما:

✓ **الأسواق الحاضرة (الفورية):** ويقصد بها تلك الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية طويلة الأجل، على أن يتم تبادل الأصل المالي بقيمته السوقية بصورة فورية ترتبط بوقت إتمام الصفقة.

✓ **الأسواق المستقبلية:** يرتبط التعامل في الأسواق المستقبلية بتوقيت الحاجة إلى محل التعاقد والتكلفة المرتبطة بتوفيرها، ويمكن القول بأن محور الأسواق المستقبلية يدور حول تفادي التقلبات في أسعار السلع محل التعاقد، حتى يحدد موعد التسليم، ويرتبط العمل بنوعين رئيسيين من العقود: (ابن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدلان، 2019، ص25)

- **سوق عقود الخيارات:** ويتم فيها بيع وشراء عقود الخيار، وهذه العقود تعطي لصاحبها الحق في البيع أو الشراء لأصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من طرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط ،والعلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل الزامية العقد ،وعقود الخيار في الأساس غير ملزمة لحاملها.

- **أسواق العقود الآجلة:** هي سوق تتعلق عقودها بشراء أو بيع كمية كبيرة معينة من سلعة أو من أداة مالية عند سعر معين في وقت محدد، وهي عقود ملزمة لا تنطوي على حق الخيار في التنفيذ من عدمه.

- **سوق عقود المبادلات (عمليات SWAP):** وهي سوق يتم فيها نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة والآخر للعملة ، ويتم من خلالها الاتفاق بين طرفين عن طريق وسيط على تبادل التزامات وحقوق خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية ، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ.

ثانيا: التقسيم حسب المنتجات المتداولة: تقسم الأسواق المالية من منظور طبيعة المنتجات المتداولة والتي قد تكون سلعا ، قروضا أو أوراقا مالية إلى عدة أسواق فرعية نذكر منها ما يلي:

1. **بورصة السلع:** تعرف هذه البورصة على أنها جمعية من الأفراد أو الشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع

وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة ، كالحبوب ، اللحوم ، المعادن ، القهوة الخشب.

و تعرف كذلك على أنها ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة والمشترون للسلع المختلفة ، خاصة تلك التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم اندثارها بسرعة كالفواكه وإمكانية قياسها وغيرها من الشروط.

نجد أن التعامل في بورصات البضائع يحصل بمقتضى عينة نموذجية .أو صنفا محدد معروفا بمواصفاته الخاصة، و أن الصفقات لا تعقد في بورصات السلع إلا على أنواع معينة منها فقط، و تخضع بورصات البضائع أو السلع لنظام وقواعد وأساليب محددة يجب على جميع المتعاملين فيها الالتزام بها، لذلك سميت بالسوق المنظمة.

كما أن المعاملات في بورصة السلع تأثر بدرجة كبيرة على الأسعار لأن الصفقات التي تعقد فيها تكون كبيرة ومركزة ومتكررة، و العلاقة بين البائع و المشتري تكون غير مباشرة في بورصات البضائع حيث تتم الصفقات عن طريق الوسطاء والسماسة.

■ **عمليات بورصة السلع:** ويمكن تقسيم العمليات التي تتم في بورصة السلع إلى قسمين ؛

✓ **بورصات السلع الحاضرة :** حيث يتم بيع وشراء البضائع الموجودة فعلا أثناء التعاقد سواء بتوفر الكمية المتعاقد عليها في المخزن أو عينة ممثلة لها . وعادة ما تتم هذه العمليات بصورة مباشرة بين البائع والمشتري ، ولهذا تعرف في بعض الكتب بالسوق الحرة.

✓ **بورصة السلع الآجلة :** العمليات التي تتم في بورصة السلع فيتمثل في العقود المبرمة بين المتعاملين التي يكون التسليم فيها في وقت لاحق ، بمعنى آخر تلك العمليات والصفقات التي تعقد في أسواق السلع الآجلة . وغالبا ما يكون التعامل هنا منصبا على السلع والمنتجات التي يكون إنتاجها موسميا أما الطلب عليها فيكون على مدار السنة . ويتم التعامل وفقا لعقود ممثلة لتلك السلع ، حيث يلتزم المشتري والبائع على تبادل سلعة معينة في فترة لاحقة مقابل ثمن يحدد في تاريخ التعاقد . ومن هنا يلتزم البائع بتقديم السلعة للمشتري في الوقت المتفق عليه ووفقا للمواصفات المحددة ، كما يلتزم المشتري بتسليم هذه السلعة سواء دفعة واحدة أو على دفعات طبقا لما هو متفق عليه.

■ **أهداف بورصة السلع :** تهدف بورصة البضائع إجمالا إلى:

- ✓ إيجاد بيئة مناسبة لكل المتعاملين بالسلع.
- ✓ تسهيل التقاء أطراف العملية التجارية مما يساعد على فتح قنوات تصدير إضافية.
- ✓ توفير السلع اللازمة والتميزة وذلك طبقا لاحتياجات السوق.
- ✓ توفير قدر كبير من البيانات التي تبين احتياجات الأسواق من السلع سواء محليا أو عالميا. تعمل بورصة البضائع على تمكين المتعاملين فيها من القيام بإجراء التعاقدات المستقبلية إضافة إلى الصفقات الآنية وذلك على المستوى المحلي أو العالمي؛
- ✓ جعل أسعار السلع أكثر استقرارا.

2. **أسواق القروض:** تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل التقاء بين الجهات المحتاجة للتمويل الخارجي آجاله وبين الجهات صاحبة الفوائض المالية . ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل بمختلف وقروض متوسطة وطويلة فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل وسوق القروض قصيرة الأجل.

3. أسواق الأوراق المالية: ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات أي موضوع التعامل يكون بالأسهم أو السندات، هو السوق الذي يعنى بشؤون الاستثمار الأوراق المالية، إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، تحتل عملياتها العوائد والمخاطر، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها شراء، بيع وتبادل للموجودات المالية (قيصر عبد الكريم الهيتي، 2006، ص 202).

يمكن تقسيم عملياته سواء بالبيع أو الشراء إلى:

- **العمليات الحاضرة أو الآجلة:** (الأسواق الحاضرة): هي المعاملات التي تنتقل فيها ملكية الورقة للمشتري فور إتمام الصفقة و ذلك بعد دفعه لقيمتها ، فهي تختص بالصفقات المنفذة في نفس يوم انعقادها أو في أجل زمني قصير جدا.
- **العمليات الآجلة (الأسواق الآجلة):** يطلق عليها بأسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل أيضا بالأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق أي بمعنى أن المشتري يدفع قيمة الورقة و تسلمها في تاريخ لاحق.

المطلب الثالث: تقسيم الأسواق المالية حسب المجال المغطى

من خلال هذا المطلب سوف نتعرف على تقسيمات الأسواق المالية حسب المجال المغطى نجد فيها :

أولاً: السوق المالية الدولية: تعرف سوق المال الدولية بأنها تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات في دول أخرى، و يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراءً وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات المحلية (ابن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدلان، 2019، ص33)

ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار و تداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية و السندات الدولية.

يتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما يتمخض عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم ومن الأمثلة على تلك البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا.

وكما هو الشأن بالنسبة للأسواق المالية المحلية فإن أسواق رؤوس المال الدولية تنقسم هي الأخرى إلى عدة أنواع :

1. سوق النقد الدولي: نقصد بسوق النقد الدولي قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو الأورو لدى بنوك تجارية في الخارج ، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق الأورو دولار ، ولا يقتصر إيداع بالدولار على البنوك التجارية ، وإنما تقوم البنوك المركزية أيضا بإيداع ما بحوزتها من دولارات أو أورو في حسابات بالدولارات أو بالأورو أو كليهما في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية معاملات مع البنوك الأجنبية (محمد أحمد الأفندي، 2009، ص115).

ويكون التعامل في هذه السوق في تلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة تتراوح من يوم إلى سنة، وتتأثر هذه السوق بالتقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف، وهذا يعود إلى أن التعامل يجري بالعملة الأجنبية ، وتقوم الشركات ذات النشاط الدولي بإيداع فوائدها المالية والاقتراض قصير الأجل من البنوك المتعاملة في هذه السوق لتمويل تجارتها الدولية وكان من أهم العوامل المساعدة على ظهور الأسواق المالية الدولية تراكم الفوائض البترولية للدول المصدرة للنفط في عشرينات السبعينيات من القرن المنصرم والتي تم إيداعها في بنوك دولية واستغلالها في أجال الإقراض و الاقتراض للدول والشركات و الحكومات.

2. سوق رأس المال الدولية: يتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما يتمخض عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية أو بما يعرف بالبورصات، ومن الأمثلة على تلك البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا... الخ.

ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية والسندات الدولية ، أشهرها أوروبية و الأجنبية، ومن أهم العوامل الاعتيادية باستثناء الأزمات المالية والاقتصادية الطارئة المؤثرة في سوق رأس المال الدولية هي التغيرات في أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية خاصة منها العملات القيادية (ابن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدلان، 2019، ص40)

■ سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية: ينظر إلى سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية على أنها تلك السوق التي تتولى منح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي ، والتي عادة ما تكون بمبالغ معتبرة . هذا وقد عرفت هذه القروض على أنها تلك القروض التي تمنح من طرف البنوك باستعمال عملة أجنبية ، أي خارج الدولة التي أصدرتها.

بالإضافة إلى ذلك فإن البنوك العالمية المتخصصة في منح مثل هذه القروض لا تخضع في معظم الأحيان لتشريعات وحماية دولة معينة ، وأن الخطر الذي يميز تلك القروض عادة ما يكون عاليا نسبيا

■ **سوق السندات الدولية :** تعتبر سوق السندات فرعا من فروع سوق رؤوس الأموال الدولية . حيث يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل دينا على المصدر لها ، وهي تصدر بعملة غير عملة أو عملات الدول التي تتداول فيها . وتعتبر السندات المصدرة بالدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية ومن ناحية أخرى تعد السندات الدولية وسيلة من وسائل جلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات إذ تتراوح مدد استحقاقها من 10 إلى 15 سنة وبالتالي فهي تعتبر وسيلة تمويل طويل الأجل . وعلى هذا الأساس تم إنشاء هيئة دولية لإصدار وتسويق تلك السندات عبر كل دول العالم تعرف باسم Syndicat والتي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر لها السيولة اللازمة.

■ **سوق الأسهم الدولية :** تشبه الأسهم الدولية ، كمنتوج مالي ، الأسهم العادية الأخرى في كونها تمثل حق ملكية المستثمر أو حاملها لجزء من رأس مال الشركة المصدرة لها ، وذلك على عكس السندات الدولية . حيث تتم عملية إصدار هذه الأسهم من قبل شركة مساهمة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها ، أما عملية التوزيع فتقوم بها هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة.

أما فيما يخص المتعاملين في هذه السوق فهم المؤسسات المالية المتخصصة ، البنوك وكذا الأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم بغرض تحقيق أرباح أكبر في الأمد القصير أو بقصد تنويع محافظاتهم المالية والتقليل من المخاطر في مدة أطول.

ثانيا: أسواق المال الإقليمية: يقصد بأسواق المال الإقليمية تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية ، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها ؛ كدول الخليج ، أو الدول المغاربية ، أو غيرها من الاتحادات القائمة.

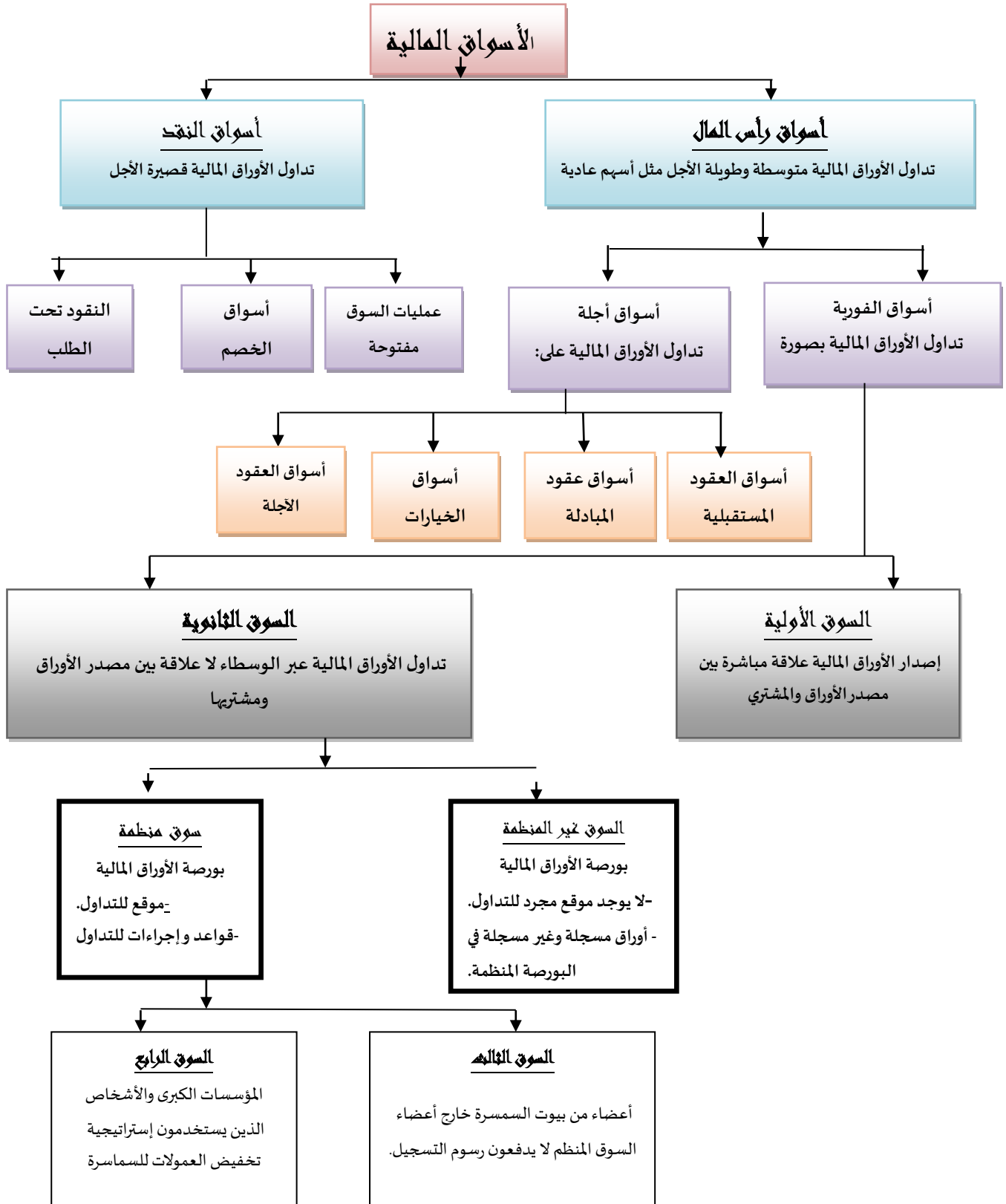
ثالثا: أسواق المال المحلية: أسواق المال المحلية هي الأسواق الاستثمارية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية على المستوى الوطني المحلي لدولة ما، وهي بذلك عكس أسواق المال العالمية، حيث تستهدف الأخيرة الأوراق المالية العالمية، أما الأولى فهي تختص بالأوراق المالية المحلية التابعة لمدينة ما ، يشهد هذا السوق المالي المحلي اشتراك مجموعة لا بأس بها من الشركات المحلية في المجال الاستثماري، حيث تقوم كافة الشركات الراغبة بطرح أسهمها للاكتتاب بالاشتراك في هذا السوق، ويقوم المستثمرون، والمتداولين حينها بالتداول على تلك الأوراق المالية المطروحة أمامهم بالبيع، والشراء، وهذا من أجل تحقيق الأرباح.

يتنوع السوق المالي المحلي بتنوع الاستثمارات فيه، فهو يمكن أن يضم بداخله أنماط مختلفة من الاستثمارات المالية، منها سوق الأسهم، أو عقود الفروقات، أو السندات، أو سوق الفوركس، أو سوق العملات المشفرة، أو سوق

السلع، وغيرها الكثير من الأسواق الاستثمارية، والتي في الغالب باختلافها هذا تجذب أنماط مختلفة من المستثمرين. كما تتنوع أسواق المال المحلية بتنوع الأجل الاستحقاق لها، فهناك منها ما هو قصير الأجل، وهناك منها ما هو طويل الأجل، ومنها ما هو مزيج بين الاثنين (أسواق المال المحلية، 10-02-2021، theqa.ai/tag)

الجدير بالذكر، أن السوق المالي المحلي هو مرآة حقيقية للوضع المالي للدولة، والطبيعة الاستثمارية لاقتصادها، فكلما ضم هذا السوق عدد أكبر من الشركات الراغبة في الدخول إليه يزيد هذا من رأسه ماله، مما يشير إلى مدى الثقة التي يتمتع بها، وهذا يدل على الكفاءة الاستثمارية التي يقدمها للمتداولين فيه. فبشكل عام تعد الأسواق المالية مساهم رئيسي في تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية الهامة التي يطمح إليها المجتمع، ومن أهم تلك الأهداف، والتي تعمل الأسواق المالية الناجحة على تحقيقها هو الحد من معدلات نمو التضخم الذي يمكن أن يصيب هيكل الاقتصاد الوطني المحلي للمدينة التي تدار فيها سوق المال المحلي، حيث يعمل السوق المالي المحلي على جذب المستثمرين إلى التداول فيه، والاستثمار، وبهذا يتم امتصاص فائض السيولة النقدية، بدلاً من قيام المستثمرين باستهلاك السيولة لديهم سيعملون على استثمارها، مما يحد من التضخم، ويعمل على دعم نمو الاقتصاد العام للدولة محل الاستثمار.

الشكل رقم 10: تقسيمات السوق المالي



المصدر: محمود محمد الداغر، 2005، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، ص 45 .

المبحث الثالث: أنواع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة لسوق المال، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة في تلك الأسواق، فالسوق النقدي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل، مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة، أما سوق رأس المال فهو سوق تتداول فيه أدوات طويلة الأجل مدة استحقاقها أكثر من سنة.

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال

الأوراق المالية قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق المنشأة المصدرة أو مشاركة في الملكية، وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من نوعين رئيسين، بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما، فهناك من الأوراق ما يمثل ملكية جزء من المؤسسة وبالتالي لحاملها الحق في جزء من أصولها، وهناك ما يمثل حق الحصول على عائد متفق عليه بين المستثمر والجهة المصدرة نتيجة دين استدانة من المستثمر.

أولاً: الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية انتشاراً فهي لا ترتب على الشركة المصدرة لها أي نوع من الالتزامات كما هو الحال في السندات مثلاً، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا إذا تحققت أرباح وتقرر توزيعها.

يطلق الاقتصاديون مصطلح السهم مرة على الصك و مرة على النصيب و معنى المصطلحين واحد حيث أن الصك هو وثيقة تسلم لشخص يمتلك حصة من رأس المال لشركة تخوله الحقوق المعطاة لكل شريك، السهم يمثل الحصة السوقية التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة (الزبيدي حمزة محمود، 2001، ص174).

كما يعرف بأنه "صكوك متساوية القيمة و قابلة للتداول بالطرق التجارية والتي تتمثل فيها حتى المساهم في الشركة التي لديها أسهم في رأس مالها و تخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، و السهم يمثل جزء من رأس المال الشركة يزيد و ينقص تبعاً لرواجها (هوشيار معروف، 2002، ص15)، و تتمثل خصائص الأسهم في: (أرشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، 2004، ص30، ص31).

✓ **يمثل حق ملكية:** وهو حصة من رأس مال شركة المساهمة ولا يمكن أن يكون حق مديونية لأن

ذلك يتعارض مع مبدأ الاستمرارية.

✓ له تاريخ استحقاق : كونه يمثل حق ملكية حقيقية لمنشآت قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية، الملكية الحقيقية تتمثل في ملكية المساهم لأصول المنشأة حسب حجم الأسهم ونصيبه في الأرباح وتحمله التزامات المنشأة تجاه الغير.

✓ عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح أو خسارة وذلك تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالمنشأة رواج (عائد عالي الربح)، كساد(عائد سالب خسارة).

✓ ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطا ايجابيا، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم، انخفاض القوة الشرائية للعملة، وحالات الرواج، أي أنه استثمار جيد في حالات الرواج والتضخم.

✓ له حق الإدارة : التصويت في الجمعية العمومية لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

1. قيم الأسهم : يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم الواحد كما توضحه النقاط التالية:

■ القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما ينص عليها في العقد التأسيسي للشركة، و يحسب رأس المال الاسمي أو المصرح به وأيضا رأس المال المصدر وفقا للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم، وتصدر الأسهم بقيمتها الاسمية و لا يجوز إصدارها بقيمة أقل: (صلاح السيد جودة، 2000، ص157، ص158)

✓ سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها؛

✓ يمكن إصدار الأسهم بقيمة أكبر من القيمة الاسمية وهي ما تعرف بعلاوة الإصدار و تحدد بناء على تقرير مراقب الحسابات.

■ 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 (M- Salah, 2001, p19) وتتحدد القيمة السوقية للسهم بناء على القيمة الاسمية ومستويات العرض والطلب، وكذا الظروف الاقتصادية العامة والخاصة بالمؤسسة ومركزها المالي في نفس الوقت مع الإضافة إلى سياستها بشأن توزيع الأرباح (الزبيدي حمزة محمود، 2001، ص175).

قد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو مساوية لها أو تكون أقل منها وذلك حسب العرض والطلب عليه في سوق الأوراق المالية، فهي القيمة التي يباع السهم.

■ القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: القيمة الدفترية: تتمثل في حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة و لكنها تتضمن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة (

الهندي منير ابراهيم، 2003، ص7)، قد تتساوي القيمة الدفترية مع القيمة الاسمية عند بداية النشاط، و تكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات و تكون أقل في حالة تحقيق خسائر، و تحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي أصول الشركة على عدد الأسهم المصدرة (صلاح السيد جودة، 2000، ص158) ، و تحسب ب:

$$\frac{\text{الأرباح غير الموزعة} + \text{الاحتياطات} + \text{الأسمه العادية}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

■ **القيمة التصفوية:** تتمثل القيمة التصفوية للسهم في حصة السهم من القيمة التصفوية لكل موجودات الشركة، وهذا بعد تسديد الالتزامات ، و حقوق الدائنين (قروض، سندات)، و حملة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية.

2. **تصنيف الأسهم:** يمكن أن تصنف الأسهم على أساس عدة معايير إلى الأصناف الآتية:

■ **معيار طريقة التداول:** يمكن التمييز بين نوعين من الأسهم وهي:

✓ **الأسهم الاسمية:** ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

✓ **سهم لحامله:** عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبيها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية هذا السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض لها صاحب السهم كالسرقة، الضياع... لذا تمنع معظم قوانين الشركات إصدار مثل هذا النوع من الأسهم؛

✓ **أسهم ذاتية:** تصدر لإذن شخص معين أول مرة و يتم تداولها بالتظهير و يشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية قد دفعت بالكامل.

■ **معيار الحقوق:** على أساس معيار الحقوق المكفولة يمكن تصنيف الأسهم إلى:

✓ **الأسهم العادية:** الأصل أن تكون الأسهم عادية و يعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة و في نفس الوقت أكثر الأطراف تمحلا للضرر في حالة فشل الشركة.

✓ **الأسهم الممتازة** : وهي عبارة عن أسهم مزودة بمجموعة من الامتيازات في الأرباح والقيمة التصفوية، وهذا ما يجعلها تجمع بين صفات السهم العادي و صفات السند فيقال أنها هجين.

3. **اتجاهات حديثة في الأسهم العادية**: لقد لجأت بعض الشركات إلى تطوير مفاهيم جديدة للأسهم العادية وذلك بإضافة بعض الخصائص بهدف زيادة جاذبية الأسهم التي تصدرها أو للاستفادة من ميزات يضمنها قانون بعض الدول، وبذلك ظهرت خلال العقود الأخيرة من القرن الماضي الأنواع التالية: (بلجيلية سمية، 2010، ص14).

■ **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية** : من المعروف أن للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية يحصل حملتها على توزيعات كلما تحققت أرباح للشركة ككل و تقرر توزيعها، غير أن شركة "جنرال موتورز" خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، حيث أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها E class ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، و مجموعة أخرى عرفت ب H class ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج الطائرات ، و بذلك يكون أداء السهم العادي للقسم الإنتاجي مرتبط بالنشاط الإنتاجي للقسم و توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حامل السهم تحسب على أساس الأرباح التي يحققها القسم.

■ **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة** : إن العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية في شكل توزيعات لا يعتبر بالنسبة للشركة من بين المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل فرض الضريبة، وهي بذلك لا تعامل معاملة الفوائد المستحقة على السندات التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضرائب ، و بالتالي تُمكن الشركة من تحقيق و فورات ضريبية و لكن لتشجيع الشركات على تمليك حصص مناسبة للعاملين فيها لجأت بعض الحكومات لإصدار تشريع تمنح من خلاله الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة كما نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا للعاملين من أجل تمويل شراء هذه الأسهم من دفع الضريبة على نسبة من الفوائد التي تحصل عليها تصل إلى 50% .

■ **الأسهم العادية المضمونة** : من المعروف بأن حامل السهم العادي لا يحق له العودة إلى الشركة المصدرة للسهم لمطالبته باسترجاع قيمة السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، و لكن رغبة الشركات المصدرة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية و لتسهيل عملية تسويقها، جعلتها تصدر نوعا من الأسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين (مضمون من طرف الشركة)، و ذلك خلال مدة محدودة بعد الإصدار .لذلك فالأسهم

المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباحاً رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض، بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض، حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى المنشأة والحصول على التعويض و بذلك تضمن الشركة المصدرة التصريف الكامل لإصدارها بسبب تمتعه بميزة التعويض، كما يضمن المستثمر التحكم بحجم الخسائر المحتملة، (في حالة ما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض).

4. حقوق المساهمين العاديين: تعطي الأسهم العادية لمالكها العديد من الحقوق والإمتيازات أهمها: (جبار محفوظ، 2002، ص7، ص8)

- **الحق في الأرباح الموزعة:** يحق للمساهمين الحصول على الأرباح المحققة من طرف الشركة بما يعادل نصيبهم من رأس المال المدفوع، وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة من جهة كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح من جهة أخرى فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة، على عكس فوائد الديون وجزء من أرباح الأسهم الممتازة التي تلزم الشركة بدفعها بصورة منتظمة عادة ما تكون السنة، والأرباح الموزعة قد تكون في صورة نقدية أو في صورة أسهم.
- **حق الحضور والتصويت في الجمعية العامة:** حاملي الأسهم العادية باعتبارهم ملاك الشركة يحق لهم الحضور والتصويت في الجمعية العمومية، على أساس أن لكل سهم صوت، ويعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة في اختيار أعضاء مجلس الإدارة والعديد من الموضوعات الهامة الأخرى للشركة، كتعديل القانون الأساسي للشركة وكيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل.
- **حق الأولوية في الاكتتاب:** يعطي هذا الحق لمساهمي الشركة القدامى الأولوية في شراء أسهم عادية جديدة التي تصدرها الشركة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذا الحق يمكن المساهمين القدامى من استمرارية سيطرتهم على إدارة الشركة
- **حق بيع الأسهم:** يحق للمساهمين العاديين نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها بالبيع دون موافقة الشركة أو باقي المساهمين، ويتم هذا البيع في البورصة إذا كانت الشركة المعنية مسجلة في البورصة و إذا لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم مباشرة أي من المساهم القديم إلى المساهم الجديد.
- **حق الإطلاع على وثائق الشركة:** للمساهمين العاديين الحق في الإطلاع على وثائق الشركة وخاصة الوثائق التي تعطي صورة عن الوضعية المالية للشركة خلال فترة زمنية معينة، والوثائق

الخاصة بقائمة المساهمين، وللمساهمين العاديين الحق في الإطلاع متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا، وفي حالة رفض الإدارة ذلك يمكن للمساهم أو المساهمين طلب ذلك عن طريق المحكمة.

■ **حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية:** تصفى الشركة لعدة أسباب أهمها انقضاء المهلة القانونية للشركة أو إعلان الإفلاس، وفي هذه الحالات تقوم الشركة ببيع أصولها وتسديد ما عليها من ديون ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وبعد ذلك يحصل المساهمين على نصيبهم من القيمة المتبقية، لكن إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملة الأسهم لا يحصلون على شيء، ونضرا لمسؤوليتهم المحدودة بحصتهم في رأس المال فإنهم في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة.

ثانيا: الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي أهمها: انه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وكما أنه يحق لحملة الأسهم الممتازة في الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة، ومن ناحية أخرى تشبه السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية، وكذلك فإنه قد ينص على حق المؤسسة في استدعاء الأسهم الممتازة (منير ابراهيم الهندي، 2000، ص545، ص546).

وهو عبارة كذلك عن شهادات تصدرها المؤسسات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة مثلها مثل الأسهم العادية إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من المؤسسة ويتوقف ذلك الجزء على ما يجوزته من تلك الأسهم، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق (منير ابراهيم الهندي، 2003، 24).

و بالرغم من تشابهها مع الأسهم العادية حيث كلاهما يمثلان مصادر ملكية في شركة المساهمة، إلا أن هناك ثلاث اختلافات أساسية بينهما هي:

- حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية.
- عادة ما يكون هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.
- غالبا لا يكون هناك حق للتصويت بالنسبة لحملة الأسهم الممتازة.

1. خصائص الأسهم الممتازة: تتميز بالخصائص التالية: (صيودة ايناس، 2009، بدون صفحة)

- تمتاز هذه الأسهم بخاصية تجميع الأرباح أو التراكم، و يقضي هذا المبدأ بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح قبل توزيع الأرباح على

- المساهمين العاديين، و ذلك بتجميع العوائد لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم، و هذا الحق لا يتمتع به أصحاب الأسهم العادية .
- قابلية الاستدعاء، حيث أن بإمكان الشركة استرداد هذه الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك.
- تمتاز بالأولوية في الحصول على الأرباح و لكنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية في ذلك، إذ يجب على الشركة دفع فوائد الديون قبل تسديد حقوق حملة الأسهم الممتازة.
- تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

2. تقسيمات الأسهم الممتازة: يمكن تقسيم الأسهم الممتازة اعتمادا على عدة معايير إلى الأنواع الآتية: (بلجيلية سمية، 2010، ص16).

- أسهم مجمعة للأرباح وأسهم غير مجمعة للأرباح : تكون الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح إذا كانت عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم في الحصول على التوزيعات لهذه السنة، و ذلك لأنها تُرحل إلى السنة الموالية و تُجمع مع الأرباح المستحقة لهذه السنة وهو عكس الحال في الأسهم غير مجمعة للأرباح حيث عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات في سنة ما يسقط حق المساهمين في مطالبة الشركة بها في السنوات الموالية.
- الأسهم القابلة للتحويل و غير القابلة للتحويل :قد تكون الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إلى أوراق مالية أخرى كالأسهم العادية مثلا، و تكون طريقة وأساس التحويل موضح في نشرة الإصدار، وتكون غير قابلة للتحويل عندما لا يتم النص على هذا الشرط عند إصدارها، وبذلك تبقى الأسهم الممتازة على هذا الشكل.
- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح و غير مشاركة في الأرباح : بعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح على المعدل السنوي المقرر يحق لهم مشاركة أصحاب الأسهم العادية في بقية الأرباح لكن هذا النوع من الأسهم قليل الاستعمال و في المقابل أصحاب الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح لا يحصلون إلا على توزيعاتهم السنوية الثابتة بغض النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة.
- أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء و غير قابلة للاستدعاء :يعني أن تكون الأسهم الممتازة قابلة للاستدعاء أن تقوم الشركة المصدرة لها بوضع جدول زمني يوضح تواريخ استحقاق الأسهم بدقة في نشرة الإصدار، وتكون بذلك هذه الأسهم شبيهة بالقرض، وعند حلول تاريخ استحقاق هذه الأسهم تقوم الشركة باستدعاءها أو شراءها من حملتها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية، و يسمى الفرق

بين قيمة الاستدعاء و القيمة الاسمية بعلاوة الاستدعاء، كما تقوم بدفع الأرباح المستحقة عن السنوات التي لم تقرر فيها إجراء توزيعات فهذه الأسهم عادة ما تكون مجمعة للأرباح.

3. أنواع الأسهم الممتازة: إضافة لأنواع السابقة لأسهم الممتازة ظهرت اتجاهات عديدة في شأن هذه الأسهم وهي الأسهم التي لها حق التصويت والأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

■ **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** الشائع أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي لبعض الشركات قد يمنح حاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية خاصة حين يتعلق الأمر بالقرارات الخاصة بالتوزيعات.

■ **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة وتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الحكومة هي أدوات الخزينة، على أن يتم تعديل على نصيب السهم مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات 7.5% من القيمة الاسمية للسهم، وان كان شرط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 77% من تلك القيمة.

ثالثا: السندات: يمكن تعريف السند بأنه حصة من قرض، أي أن المؤسسة تقترض من الجمهور عن طريق بيعها وثائق تسمى سندات بقيمة اسمية محددة تحمل فائدة محددة، يتم دفعها إما كل ستة أشهر وإما كل سنة وتستحق هذه السندات بعد فترة زمنية طويلة نسبيا قد تبلغ 10 إلى 15 سنة وقد تتجاوز ذلك، وفي نهاية هذه الفترة أي عند موعد الاستحقاق تقوم المؤسسة بدفع القيمة الاسمية لحامل السند وتسترد السند منه وهذا ما يطلق عليه إطفاء السندات أي سداد قيمتها (زياد سليم رمضان، 1997، ص134).

السند يمثل جزء من قرض، والمقترض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة، لذلك نميز بين السندات الحكومية وسندات الشركات المساهمة، ويعتبر حامل السند مقرضا، يستحق فائدة ثابتة سنوية مقابل استثمار أمواله في شكل سندات. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بالسيولة العالية لحامله بوجود سوق للأوراق المالية، فضلا عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول (الداغر محمود محمد، 2005، ص103)، و يحصل أصحاب السندات على فوائد سنوية من الشركة المصدرة بمعدلات محددة و مبينة على هذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق.

1. **خصائص السندات:** للسند عدة خصائص أهمها ما يلي: (سمير عبد المجيد رضوان، 1996، ص197)

- أن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر و المستثمر تحدد فيها العوائد الدورية و حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، و ذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية و مهما كانت ربحية الجهات المصدرة و ظروفها المالية.
- لها موعد استحقاق يجب سدادها بحلوله أو قبل ذلك إذا كانت قابلة للاستدعاء (زياد رمضان سليم، 1998، 138).
- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها، وذلك في رأينا تشجيعا للمكتسبين، ويعرف الفرق بين سعر البيع و القيمة الاسمية بعلاوة إصدار، كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد (جبار محفوظ، 2002، ص 49).
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات الأسعار الفائدة.
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية .وهما أدنى عند بيعها بخصم و بقيم أعلى عند بيعها.
- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا فأن المعدلات الأعلى خصما تقدم أعلى سندات.

2. أنواع السندات: للسندات أنواع عديدة تتمثل أهمها:

- **السندات التي لا تحمل معدل كوبون (فائدة):** هذا النوع من السندات يباع بخصم على القيمة الاسمية، حيث يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة التي دفعها عند شراء السند وبين القيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر، أما إذا رغب هذا الأخير التخلص من هذه السندات قبل تاريخ الاستحقاق فيمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وسعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر، وعلى الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تحقيقها أي عند تاريخ الاستحقاق أو عند البيع، فإن مصلحة الضرائب تحصل على مستحقاتها وذلك بناء على معدل سنوي الذي يتم حسابه على فكرة معدل العائد الداخلي (هندي منير ابراهيم، 2003، ص 7).
- **سندات الدخل:** لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحا، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها.

- **سندات مضمونة:** وهي سندات مضمونة برهن أصل ثابت كالأرض والعقار والآلات أو برهن أوراق مالية لشركة أخرى.
- **سندات المشاركة:** وتعطي الحق لحملتها في المشاركة الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، ومثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة
- **سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية:** يتم إصدار هذه السندات بشرط إعطاء خيار للمستثمر بين تحويله. للسند إلى سهم عادي أو تحصيله للقيمة الاسمية والفوائد، وذلك في حالات توقع المنشأة مرورها بظروف كساد أو حالات سيئة رغبة منها في عدم تحمل أعباء بته متمثلة بالفوائد.
- **السندات الرديئة:** وهي السندات الغير المصنفة، وهي عادة ما تجتذب المضاربين كونها خاضعة لاحتمالات فشل كما هي خاضعة لاحتمالات نجاح، تم إنشاء هذه السندات لغرض تمويل شراء جانب هام من الأسهم المتداولة في السوق مما يترتب زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى نسبة الأموال المملوكة.
- **السندات الحكومية:** وهي أوراق مالية طويلة الأجل تصدرها الحكومات لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدراس والمستشفيات لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية وتخفيض نسبة التضخم، وتصدر هذه السندات بأنواع مختلفة منها ما هو قابل للتداول ومنها ما هو غير قابل للتداول، ومنها ما يمكن استدعاؤه ومنه ما لا يمكن ذلك ، ومنها ما يتميز باسترداد المبلغ ومنها ما يتميز بعدم استرداده للأبد (جبار محفوظ، 2002، ص61، ص62).

المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد

يعتبر السوق النقدي جزء من الأسواق المالية مثلها مثل السوق المالي والمشتقات وعليه فإن السوق النقدي. تتعدد الأدوات المتداولة فيه وتنوع بين التقليدية منها والحديثة ولعل أبرزها كمايلي:

1. **أذونات الخزينة:** تمثل أذونات الخزينة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات تحرص الحكومات على إصدارها دوريا ، تقوم الخزينة المركزية بإصدار آذونات قابلة للتداول في الأسواق المالية ولفترات قصيرة تتراوح ما بين 3 أشهر و 120 يوما على أساس الخصم مقابل عدم دفع الفوائد على هذه الأذونات فيكون العائد التعويضي عن الفوائد عبارة عن الفرق بين سعر الشراء والسعر الاسمي للأذونات، ومنه فإن الفائدة مدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع (ماهر كنج شكري، مروان عوض، 2004، ص73).

وتتميز أدوات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية . فهي عادة ما تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية . وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على المستند ، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر .

2. **الأوراق التجارية:** الأوراق التجارية المقصودة هنا ليست الأوراق التجارية المتعارف عليها في السوق التجاري كأداة من أدوات الائتمان والتي غالبا ما تكون مسحوبة على أف ارد، و إنما يقصد بها الأوراق التجارية كأداة من أدوات الاستثمار 2 ، هي أدوات قصيرة الأجل تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم والمعروفة في المجتمع ، وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية ، تقوم بمقتضاه تلك البنوك التجارية بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق ونيابة عن الشركة ، وهو ما يعد تقوية لمركز تل.ك الأوراق

3. **شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة:** حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب أكبر عدد ممكن من الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية ، فإنها عادة ما تصدر أوراقا مالية يطلق عليها كمبيالات الخزانة تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات ، وذلك حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته . وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية . وكأي إصدار حكومي آخر ، عدا سندات الادخار ، يتوافر لتلك السندات سوق ثاني نشط من خلال بيوت سمرة متخصصة ، يسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت .

4. **القبولات المصرفية:** المقبولات المصرفية عبارة عن أوامر دفع آجلة مسحوبة على بنك معين بواسطة أحد المصدرين أو المستوردين فإذا قبل البنك دفع قيمة أمر الدفع فانه يحنتمه بعبارة مقبول ويعني ذلك أن البنك سوف يقوم بدفع هذه القيمة في تاريخ الاستحقاق بدون شروط وهي نشأت لتسهيل عمليات التجارة الخارجية بين الدول ذات العملات المختلفة (على سعد محمد داود، 2012، ص 17).

5. **اتفاقيات إعادة الشراء:** وهو عبارة عن قروض قصيرة الأجل يقل أجلها عن أسبوعين يستعملها المصارف لضمان أدوات خزانة تملكها بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقا يصبح المقرض مالكا لأذون الخزانة الضامنة للقرض (محمود يونس و آخرون، 2004، ص 85-91).

6. **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** تعتبر هذه الشهادات من أدوات الاستثمار الهامة في سوق النقد، وهي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية والتي يثبت فيها لحاملها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد ولمدة محددة لا تزيد عن سنة، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد أو معلوم، وتظهر هذه الشهادة شروط التعامل بها وطريقة احتساب الفائدة ودفعها ويمكن لحامل هذه الشهادة التصرف فيها

بالباع أو التنازل في السوق النقدي قبل تاريخ الاستحقاق (عبد النافع الزري، غازي فارح، 2001، ص73).

7. القروض المصرفية قصيرة الأجل: وهي القروض التي تمنحها المصارف والمؤسسات المالية المشابهة وتكون مدتها أقل من سنة، وتكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة، وتستخدم لأغراض تمويل رأس المال التشغيلي للمشاريع وهي أداة دين قصيرة الأجل تتراوح مدتها من 3 إلى 12 شهرا.

8. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: يشير مصطلح فائض الاحتياطي الإلزامي إلى ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي والتي تتجاوز نسبة الاحتياطي الإلزامي، ويمكن إقراض هذا الفائض لبنوك أخرى تعاني من عجز في الاحتياطي الإلزامي ولا تعتبر تلك القروض أوراق مالية بالمعنى المفهوم، ويكون الإقراض عادة لمدة يوم واحد، إلا أن الواقع أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول و حينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم.

9. الودائع المصرفية بالعملة الأجنبية: يتم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ويستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك في خارج الو.م.أ، حيث يتكون هذا السوق من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي تعتمد في تعاملاتها على الدولار الأمريكي، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من الودائع بغرض إعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، وقد يكون بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها (محمد عبده، محمد مصطفى، 1998، 210).

المطلب الثالث: الأوراق المالية المشتقة

تعد المشتقات المالية التي ظهرت في الأسواق المالية إحدى ثمرات ما يعرف باسم الهندسة المالية، أي تصميم وابتكار الأدوات المالية، وتطوير القائم منها، وقد استمدت المشتقات المالية هذا الاسم لكون قيمها مشتقة من شيء آخر، أي أنها ليست ذات قيمة سوقية في الأصل، ولكن عُمد إلى ما هو ذو قيمة سوقية، فاشتقت منه أشياء صير إلى بيعها وتداولها، فكان لها قيمة. والذي يميز المشتقات المالية هنا أنها ليست جزءاً مما اشتقت هي منه على نحو مشتقات المعادن أو الألبان، بل هي إن صح التعبير التزامات ينشئها المتعاقدان على أشياء لها قيمة سوقية كالسلع، يصار إلى الاتجار بها كما لو كانت سلعا بذاتها.

أولا تعريف المشتقات المالية: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر

الأصل أو المؤشر محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر المراجعة بين الأسواق والمضاربة (سمير عبد الحميد رضوان، 2005، ص60).

والمشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار العقود المالية محل التعاقد (طارق الله خان، حبيب أحمد، 2003، ص57)، وهي من أدوات خارج الميزانية ، لأنها وان كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا أنها لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي، أو أنها وهو الأغلب تسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي (محمد مطر، 1999، ص55).

كما يعرف صندوق النقد الدولي المشتقات بأنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الاسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري) سمير عبد الحميد رضوان، 2005، ص60).

ثانيا:أنواع المشتقات المالية : تعتبر المشتقات المالية ذات استخدام واسع على المستوى العالمي، وخاصة في السنوات الأخيرة وهو ما زدها أهمية في الأسواق المالية العالمية وكذا مختلف البنوك (عمليات تكون خارج ميزانياتها)، وأهم أنواع المشتقات المالية ما يلي:

1. عقود الخيار : وهي من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي نجدها في الأسواق المالية؛ وهي عقود تعطي لحاملها الحق في الاختيار بالبيع و الشراء أصول مالية محددة خلال فترة زمنية معينة، ويكون لمشتري هذا الاختيار الحق في عملية التنفيذ من عدم التنفيذ، حيث يقوم بالدفع لمن قدم له هذا الحق (محرر الاختيار) كمكافأة غير قابلة للرد (تعرف بثمان الخيار)تقدم عند التعاقد ولا تكون جزاء من قيمة العقد. وبصيغة أخرى فعقود الخيار تعطي لمالكها حق البيع والشراء لأصل معين بسعر يحدد مقدما مقابل علاوة العقد، حيث يعتبر هذا الحق ساريا حتى تاريخ الاستحقاق .وكما قلنا سابقا، فمشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه ما دام السعر في السوق لم يصل الى المستوى الذي يمكنه من تحقيق الأرباح (نجار فريد، بون سنة ،ص244).

■ **أركان عقد الخيار :** من أهم أركان عقد الخيار نجد: (محمد صالح الحناوي، 2000، ص332)

✓ **مشتري الخيار :** هو الذي له حق الخيار من محرر الإتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغا يتفق عليه بينهما كمكافأة أو تعويض لمحرر العقد، ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الخيار.

- ✓ **محور الخيار:** هو الذي يقوم ببيع الخيار لصالح المشتري مقابل الحصول على مكافأة من مشتري الحق وهو ملزم بتنفيذ عقد الخيار إذا رغب مشتري الحق في ذلك.
 - ✓ **سعر التنفيذ:** هو السعر المحدد لأفضل محل التعاقد وهو الذي سيتم به تنفيذ عقد الخيار.
 - ✓ **السعر السوقي:** هو سعر الأصل عند تنفيذ العقد بين الطرفين.
 - ✓ **تاريخ التنفيذ:** وهو التاريخ الذي يقوم به مشتري حق الخيار بتنفيذ العقد.
 - ✓ **المكافأة:** هي المبلغ المتفق على دفعه من طرف مشتري حق الخيار إلى محره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ.
- **أنواع عقد الخيار:** من أهم وأشهر عقود الخيارات ما يلي:

✓ **خيار البيع:** يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

كما لخيار البيع مسميات منها: "خيار الدفع أو خيار العرض"، وكلها بمعنى واحد، وهو عقد يعطي مشتريه أو مالكة الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر محدد خلال فترة محددة، ولا يجبر على البيع، إنما هو بالخيار لأن قابض ثمن الخيار هو الملزم على الشراء في هذه الحالة ، و بالسعر المتفق عليه خلال المحددة،مقابل علاوة غير مسترد ي حال، .
لنظر إلى مفردات التعريف تبين الملاحظات التالية :

- إن مشتري هذا الحق "حق البيع" هو صاحب الأوراق المالية التي عرضها للبيع بالخيار.
- إن هذا العقد يلزم حق الخيار "الذي قبض ثمن الخيار" لشراء، إذا ما قرر مالك الأوراق المالية "دافع ثمن خيار بيع أوراقه" بيعها.

- إن الدافع لشراء هذا الحق من قبل حامل الأوراق المالية هو: الخشية من هبوط أسعارها.

✓ **خيار الشراء:** وهو امتياز يعطي لحامله الحق في شراء سلعة ما أو أداة مالية بسعر محدد خلال فترة محددة مقابل ثمن محدد يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه أي أن مشتري هذا الحق بالخيار بين أن يشتري تلك السلعة أو الأداة المالية بالثمن المتفق عليه وبين أن لا يشتريها، وذلك خلال فترة محددة هي غالبا ثلاثة شهور (Hull, J.C. Options، 2009).

2. **العقود المستقبلية:** ويقصد بالعقود المستقبلية هي العقود الآجلة التي يتم التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة أي البورصة إذن فالعقود المستقبلية هي عبارة عن "اتفاق على شراء أو بيع كميات نمطية من أدوات مالية سواء أسهم أو سندات أو عملات... الخ لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه بين المتعاملين تداولها بوحدات نقدية موحدة أو مضاعفتها، وهي مجموعة من الالتزامات يجب أن

يلتزم بها كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه (حسين بن هاني، 1992، ص179) ، ويسمى بالهامش المبدئي قيمته من 5% إلى 18% من قيمة العقد.

وتتميز هذه العقود بأنها عقود نمطية يلتزم بمقتضاه الجانبين (البائع والمشتري) بإتمام تبادل الورقة المالية أو معدلات فائدة في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر يتم الاتفاق عليه وقت كتابة العقد، وما تجدر الإشارة إليه، هو أن هذه العقود غالبا ما تتم بواسطة مؤسسة تقاس ويكون للطرفين الحق في بيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة العقد، حيث يعطى كل من الطرفين هامش صيانة أو مستوى محدد من الهامش المبدئي لا يجب أن ينخفض عليه، ويكون لكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة.

■ أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

✓ **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:** هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة (زياد رمضان، 1998، ص100).

✓ **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثمانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد (عبد الباسط وفاء حسن، 1996، ص40).

✓ **عقود مستقبلية على سلع:** هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد (أحمد صالح عطية، 2003، ص235).

3. **عقود المبادلة:** وهي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محدودة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان (هوشيار معروف، 2003، ص167)، وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعمولات، ويتصف بالإلزامية عكس عقد الخيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية ولا يتم أيضا تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، وهي عقود تستعمل عادة لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة. من أشهر أنواع عقود المبادلات، ما يلي:

■ **مبادلات العملات:** مبادلة العملة هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في تاريخ استحقاق آخر، حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين :

✓ **العملية الأولى:** عملية شراء) أو بيع (عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بسعر الصرف الآني بين العملتين.

✓ **العملية الثانية:** عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين .

■ **مبادلات أسعار الفائدة:** يتم التعامل النوع من العقود في سوق الأوراق المالية بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلبات أسعار الفائدة من جهة أخرى. هذه المبادلات تعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة الثابت (طويل أو متوسط الأجل) على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك ضرورة بتبادل هذا المبلغ بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل فائدة متغير (قصير الأجل).

4. **العقود الآجلة:** هي إحدى الأدوات المالية المشتقة التي يتم من خلالها شراء أو بيع الأصول المختلفة في تاريخ مستقبلي، وهي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بأن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ (محمد مطر، 1999، ص274).

وتعتبر العقود الآجلة أبسط شكل من أشكال عقود المشتقات وتفترض وجود المشتري صاحب المركز الطويل ويوافق على شراء عدد من الأصول الأساسية في تاريخ مستقبلي للحصول على سعر معين، من الطرف الآخر في العقد وهو صاحب المركز القصير (البائع) ويوافق على بيع الأصول في نفس التاريخ وبنفس السعر، وغالبا ما تكون العقود الآجلة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداولها في البورصة عادة.

تتمتع العقود الآجلة بعدة خصائص تميزها عن غيرها من العقود، ويمكن تلخيص هذه العقود فيما يلي:

✓ عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما، وعند تاريخ الإستحقاق لا بد من تسويتها عن طريق تسليم الأصول محل العقد.

✓ تتداول هذه العقود في الأسواق غير المنظمة (أي خارج البورصات)، كونها عقود شخصية أي تكون مباشرة بين الطرفين ويتم تخصيصها وفقا لاحتياجات الطرفين، ولذلك فهي تتمتع ببعض المرونة، كما تتمتع أسواق العقود الآجلة بخصوصية عدم تداول تلك العقود، نقص في السيولة ومخاطر الطرف المقابل وهي من السلبيات الرئيسية للعقد الآجل.

- ✓ هي عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب وخسائر نتيجة التغيرات في قيمة المركز المالي المرتبط بتلك العقود، كما تعتبر هذه العقود عقود خطية أي أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق ربح لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماما.
- ✓ تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من المخاطر التالية: مخاطر الائتمان ومخاطر العجز عن السداد.
- ✓ تتحقق قيمة العقد الآجل عند انتهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات بداية التعاقد أو خلاله.

المبحث الرابع: محفظة الأوراق المالية

عند سماع كلمة محفظة يتبادر إلى الذهن الشيء الذي نحمله معنا باستمرار والذي نضع فيه النقود، والتي نحملها معنا وبطاقات الائتمان وإثبات الشخصية ورخصة القيادة وأي وثائق نرى أنه من الضروري حملها معنا باستمرار. بمعنى آخر فإن المحفظة تحتوي على خليط من الأشياء الثمينة التي نمتلكه ويمكن أن تحتوي على أوراق مالية مثل الأسهم والسندات. أي أن المحفظة الأوراق المالية تحتوي على خليط من الاستثمارات هذه الاستثمارات هي أوراق مالية فقط.

المطلب الأول: تعريف محفظة الأوراق المالية وأهدافها

إن أول من كتب في المحفظة الاستثمارية هو المحلل الأمريكي ماركويتز وكان ذلك في عام 1952 ، ثم جاء بعده عدد من المحللين أمثال كورن وشارب... الخ، حيث ظهرت هذه الدراسات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال الخمسينات والستينات.

أولاً: تعريف محفظة الأوراق المالية: هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع وغيرها، كما تضم أدوات حقيقية يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة (محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، 2006، ص21).

و تعرف بأنها مجموعة إختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجاً متجانساً من هذه الأوراق، يتم إختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدتها تتكون من عدد مناسب من الأوراق

المالية(أسهم، سندات، صكوك....) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة إستحقاقها (محسن أحمد الخضيرى،1999،ص65)

ثانيا: أهداف محفظة الأوراق المالية: إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هنا يتطلب عملية مفاضلة بين الخطر والعائد المتوقع ، القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم، مختلف مستويات الخطر.

وتختلف أهداف الإستثمار باختلاف المستثمر و الأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي: (محسن أحمد الخضيرى،1999،ص135-138)

1. تعظيم الربح: أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.
2. تحقيق أمان مستقبلي: وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة إحتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.
3. تحقيق النمو: أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع و زيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.
4. تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي: من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفء وفعال ، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.
5. التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين: لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.
6. مواجهة الالتزامات المستقبلية: أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية.

المطلب الثاني: تسيير محفظة الأوراق المالية

يعتمد قرار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على عدد من الخطوات يمكن إتباعها في تسيير محفظة الأوراق المالية وفق العائد والمخاطرة، وكذلك تنمية مقاييس العائد ومخاطر المحفظة بهدف تكوين محفظة مثلى تقوم على أسس التنوع لتخفيض مخاطرها وذات أداء مقبول يتلاءم وأهداف البنك.

ويتضح ممارسة نشاط الاستثمار المالي من خلال مكونات محفظة الأوراق المالية، تكوين هذه الأخيرة يتطلب عددا من الخطوات يمكن إتباعها في تسيير المحفظة.

أولا: مكونات محفظة الأوراق المالية: تتكون المحفظة المالية من مجموعة من الأوراق المالية كالأسهم السندات ، أذونات الخزينة وغيرها من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والبنوك والدولة وغيرها من الهيئات العامة، وفيما يلي عرض لمختلف الأوراق المالية التي تكون المحفظة المالية:

1. الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة: وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة (أنظر المطلب الأول من المبحث الثالث للفصل الثاني).

2. الأوراق المالية التي تمثل ديننا : وتتضمن كلا من السندات الخاصة بالشركات، السندات الخاصة بالخزينة، أذونات الخزينة (أنظر المطلب الأول من المبحث الثالث للفصل الثاني).

3. المشتقات المالية: تتمثل في عقود الاختيار، المستقبلية، العقود الآجلة و عقود المبادلة.

هذا، ويمكن تقسيم مكونات محفظة الأوراق المالية حسب تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي تحتويها إلى : أوراق مالية متداولة في أسواق النقد، وأوراق مالية متداولة في سوق رأس المال (أنظر المطلب الثالث من المبحث الثاني للفصل الثاني).

ثانيا: أسس إدارة المحفظة المالية: تتمثل الأسس في:

1. التخطيط :ويطلب تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة وتهيئة قائمة بالأوراق

المالية كبدائل متاحة تنسجم وأهداف المستثمر، وتتمثل الأهداف المراد تحقيقها في المحفظة فيمايلي:

(محمد عبد الحميد عطية، 2011، ص441)

- تحقيق أقصى عائد ممكن على الأموال المستثمرة في المحفظة.
- تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس.
- توفير السيولة.

2. التوقيت: على المستثمر دراسة السوق واحتمالات نشاطه، وهذا لمساعدته بتوقيت الدخول إلى السوق والخروج منه، وتجنب التقلبات غير المبررة (غير المتوقعة) في الأسعار.

3. التحفظ والتعقل: أن يكون سلوك المستثمر متزن عند بناء وإعداد المحفظة الاستثمارية طبقاً لمبدأ المنفعة.

4. الإشراف والمتابعة: تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الثبات النسبي لها يدعو مدير المحفظة إلى القيام بمراجعة دورية، إشراف مباشر لمكونات المحفظة.

ثالثاً: خطوات تسيير محفظة الأوراق المالية: لا يوجد نمط موحد للخطوات التي ينبغي على كل مستثمر اتباعها بنفس الترتيب، وهذا يعود إلى أن طبيعة هذه الخطوات متداخلة ومتشابكة مع بعضها البعض.

1. تحديد الهدف: الهدف الرئيسي لمحفظة الأوراق المالية هو تحقيق السيولة والدخل والتحكم في المخاطرة، بالإضافة إلى أهداف أخرى:

- حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
- تنمية المحفظة، أي تضخيم قيمتها السوقية.
- تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة.
- تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع.
- تقليل مخاطر التعرض للضرائب، حيث أن بعض الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب.

2. تحليل الظروف الاقتصادية الحالية والمستقبلية: تتأثر سياسات تسيير محفظة الأوراق المالية بشكل كبير بظروف البيئة الخارجية، وعمى الرغم من أنو لا يمكن إجراء تنبؤات دقيقة على البيئة الخارجية، لأن تلك التنبؤات تخضع لظروف عدم التأكد، إلا أنه يمكن استخدام هذه التنبؤات كمؤشرات تساعد على اتخاذ القرار الرشيد لتسيير المحفظة (طلعت أسعد عبد الحميد، 1998، ص10).

فالمستثمر حاجة إلى تحليل النشاط الاقتصادي داخل الدولة، وذلك بما يستخدمه من أساليب رقابية مختلفة تنعكس آثارها على كل قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة، وبالتالي على الاستثمارات، ويعد تحليل الاقتصاد أو فحص الحالة الاقتصادية العامة وتأثيرها على الاستثمارات مرحلة ضرورية لاختيار الأوراق المالية، وذلك لأن ربحية الشركة المصدرة للاستثمارات تعتمد على ظروف الاقتصاد الذي تعمل من خلاله، ولا بد أن يتضمن تحليل الاقتصاد بالإضافة إلى التعرف على البيئة الاقتصادية توقعات المستقبل وفحص كل قطاعات النشاط الاقتصادي، ويفيد تحليل الاقتصاد في تحديد توقعات واتجاهات سوق المال، فمثلاً في فترات الرواج الاقتصادي نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد، والعكس في حالة الكساد (عبد الغفار حنفي، 2004/2003، ص219).

3. وضع السياسات اللازمة لتسيير المحفظة: حتى يتمكن مدير المحفظة من حسن إدارة المحفظة، يحتاج إلى

تحديد مسبق للسياسات المعتمدة في إدارة محفظة الأوراق المالية ، والتي سنتطرق لها فيما يلي:

● **السياسة الهجومية (محفظة النمو):** يهدف مدير المحفظة في هذه السياسة إلى الحصول على أرباح رأسمالية مستفيدا من الفروقات بالأسعار السوقية لمكونات محفظته، ويطلق على هكذا محافظ تسمية محافظ الرأسمال أو النمو. ومن سمات هذه المحافظ هي المخاطر العالية، من أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80% -90% من قيمة المحفظة، ويلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بتحسين الأسعار وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم.

● **السياسة الدفاعية (محفظة الدخل):** يركز المحفظة من خلال هذه السياسة على الأمان والحد من المخاطر قدر الإمكان، يطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أدوات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم الممتازة والعقارات، بنسب تتراوح من 60% -80% من رأس مال المحفظة، ميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمر لمدة طويلة من الزمن كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر (محمد مطر، فايز تيم، 2005، ص183، ص184).

● **السياسة المتوازنة (المحفظة المختلطة):** تحقق هذه السياسة استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطر، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة هي أدوات استثمار قصيرة الأجل وعالية السيولة مثل أدوات الخزينة مضافا إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل والأسهم العادية، الأسهم الممتازة أو سندات طويلة الأجل... الخ، مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل، أما في حالة هبوط الأسعار فان احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى كسندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة (طاهر حيدر حردان، 1997، ص82).

4. التنفيذ، المتابعة والتقييم: التنفيذ هو القيام بعمليات الشراء والبيع الفعلي لمحتويات المحفظة على ضوء

أهداف وسياسات واستراتيجيات تسيير محفظة الأوراق المالية، وعلى مديري المحافظ المالية التأكد من

إعطاء المسؤولين عن تسيير المحفظة التفويض والمرونة الكافية، وذلك حتى يستطيعون اتخاذ القرارات الاستثمارية بالسرعة اللازمة في الوقت المناسب.
كما تقوم الإدارة العليا بعملية المتابعة وتقييم الأداء، وبما أن تكوين المحفظة عمى أساس المزج بين العائد والمخاطرة هو أيضا الجانب الرئيسي في التقييم.

المطلب الثالث: المحفظة الأوراق المالية المثلى

تعرف المحفظة المثلى بأنها " تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد المتوقع. فالمستثمر يقوم باختيار المحفظة المثلى التي تحقق لو أحد الشرطين:

- أعلى عائد متوقع عمى مستويات مختلفة من المخاطر.
- أدنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد.

يعتبر مفهوم المحفظة المالية المثلى مفهوما نسبيا وليس مطلقا وذلك لأنه لا يمكن إعطاء نموذج موحد يعتمد عليه جميع المستثمرين، وهذا نظرا لاختلاف وجهات نظرهم وشخصيتهم لو نظرنا من وجهة نظر المستثمر الرشيد نجد أنه يختار المحفظة التي تحتوي على توليفة متنوعة من حيث الأصول المالية (فلاح المومني، 2009، ص111) وبتشكيلة مثلى تسمح لها بتحقيق الأهداف المسطرة.

الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثلى ، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو تشيكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية(خطر /عائد) ممكنة (Lawrenle Gitman, Michael Joelink، 2005، ص162).

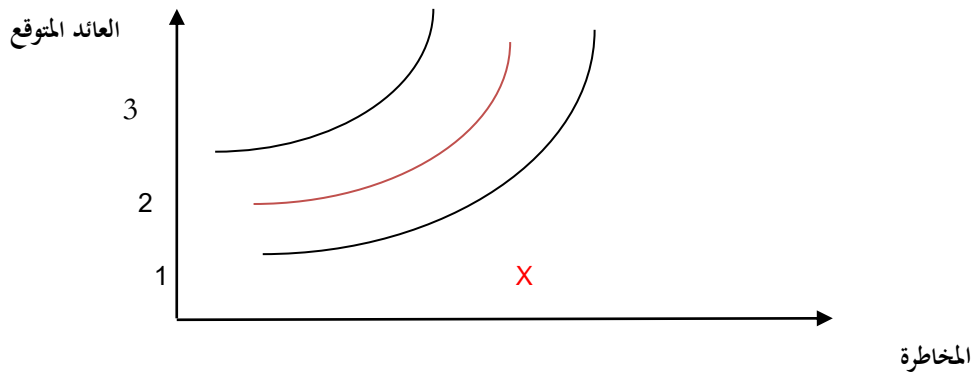
1. بناء المحفظة الاستثمارية المثلى: تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية

هي:(عبد الغفار حنفي، 2001، ص160)

- إذا ما خير هذا المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له العائد نفسه ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطر الأقل.
- إذا ما خير بين محفظتين بدرجة المخاطرة نفسها ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.
- أما إذا خير بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلاً أعلى عائداً وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

2. اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء: بعد معرفة مجموعة المحافظ الكفأة فإنه لكي تتحدد تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر (المحفظة المثالية)، لا بد من معرفة درجة قبوا المستثمر للخطر، أو بمعنى آخر المبادلة بين الخطر والعائد من وجهة نظر المستثمر وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء.

الشكل رقم 11: اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء



المصدر: عبد الغفار حنفي، 2001، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة، مصر، ص 160

3. هدف وقيود المحفظة المثلى: يقوم المستثمر بتحديد أهداف المحفظة الاستثمارية المثلى المتمثلة في تكوين محفظة مالية تجمع بين تعظيم العائد وتوفير السيولة اللازمة، والتقليل من المخاطر المحتملة، وذلك تحت مجموعة من الضوابط أو القيود وهي:

- قيد الزمن: المقصود به هنا الفترة الزمنية التي يرغب المستثمر في استثمار أمواله بها، وقد تكون هذه الفترة متوسطة، طويلة أو قصيرة، وكلما زاد التنوع من حيث الفترة الزمنية كانت المحفظة أكثر فعالية.
- قيد العائد: وهو العائد الذي يرغب به المستثمر من خلال استثمار أمواله في المحفظة الاستثمارية وينقسم إلى قسمين هما عائد مقابل الزمن والعائد، وعائد تعويض المخاطرة التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.
- قيد السيولة: يحدد الخيارات المتاحة للمستثمر.
- قيد الضريبة: بحيث قد تفرض بعض الضرائب على الاستثمارات، في حين تعطى تحفيزات نحو بعض الاتجاهات من الاستثمارات.

المطلب الرابع: إستراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية

هي استراتيجية استثمار تستخدم لتوزيع المخاطر عبر عدد من فئات الأصول و إعادة التوازن إلى محفظته ، وهي واحدة من العوامل الحاسمة الضرورية في تأمين الاستثمارات الناجحة على المدى الطويل.

يوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنويع، ومن أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تاريخ الاستحقاق، وسوف نتعرض إلى هذه الأسس بشيء من التفصيل فيما يلي: (منير ابراهيم هندي، 2003، ص 427)

أولاً: التنويع بناء على جهة الإصدار: يقصد بذلك عدم التركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وأما تنويع الاستثمارات على أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، ويوجد في هذا الصدد أسلوبان للتنويع وهما :

1. التنويع الساذج: يقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأوراق المالية لغرض تكوين المحفظة، ويقوم عمى فكرة أساسية هي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تحتويها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها، كما يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقرر المستثمر مثلاً ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5% من حقوق الملكية أو من مجموع مخصصات المحفظة.

2. تنويع ماركويتز: بالمقارنة مع التنويع الساذج، فإنّ تنويع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، فكلما كانت هذه العلاقة عكسية أو مستقلة، أي ليس هناك علاقة فإنّ المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات، ويتراوح معامل الارتباط (I) بين:

- $(+1)$ ارتباط موجب تام، أي يعني أنّ العلاقة بين العوائد على الورقتين علاقة خطية طردية تامة، وبالتالي فإنّ معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة يجعل من الممكن اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام، ونستنتج أن المخاطر تكون في أعلى مستوى لها.
- (-1) ارتباط سالب تام ، فإن العلاقة بين العوائد على الورقتين المالييتين علاقة عكسية خطية تامة، ولذلك فإنّ معرفة اتجاه حركة العائد عمى الورقة المالية الأولى يعني حركة العائد على الورقة المالية الثانية في الاتجاه المعاكس تماماً، و نستنتج أن المخاطر تكون في أدنى مستوى لها.
- (0) عدم وجود ارتباط، أي لا وجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد، و المخاطر تقع بين الحد الأقصى و الحد الأدنى.

ثانيا: تنويع تواريخ لاستحقاق: تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما ، فإنّ مدير المحفظة يواجه المعضمة التالية :

1. **الأسلوب الهجمي:** يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فان عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

إن نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات، فإذا تحققت توقعات المستثمر فانه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التبديل، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلا فان المستثمر قد يتعرض لخسائر كبيرة، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة والمعرفة بشؤون الاستثمار.

2. **تدرج تواريخ الاستحقاق:** يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة ويقتضي هذا الأسلوب قيام المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق التي يمكن قبولها، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساس تواريخ الموارد المالية المتاحة (محمد مطر فايز تيم، 2005، ص 181).
تتمثل مزايا هذا الأسلوب في توفير السيولة وتحقيق الربح للمستثمر في نفس الوقت، حيث أن استرداد قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، واستثمار الأموال في الأوراق طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد

3. **تنويع الاستثمارات بين أوراق مالية قصيرة و طويلة الأجل:** يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل (من سنة إلى ثلاثة سنوات)، والأوراق المالية طويلة الأجل (من 7 إلى 1 سنوات)، ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد وتوفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة.

المبحث الخامس: الاستثمار في الأوراق المالية

من الأشكال الحديثة للإستثمار التي ظهرت هي الإستثمار في الأوراق المالية، لهذا الإستثمار كغيره من الإستثمارات الأخرى ، يتحصل صاحب الإستثمار على عوائد التي يمكن تحقيقها بالمقابل يتعرض إلى مجموعة من المخاطر المرتبطة بالإستثمار في الأوراق المالية .

المطلب الأول: مفهوم الإستثمار في الأوراق المالية و أهدافه

يمثل الإستثمار الركيزة الأساسية لتحقيق التراكم الرأس مالي، الذي يعتبر الأساس لأي تقدم اقتصادي، و الإستثمار كغيره من الإستثمارات.

أولاً: تعريف الإستثمار في الأوراق المالية: يقصد بكلمة الإستثمار التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية(Christian Hurson & Constantin Zoundis,1997، p05) .

يعرف على أنه "حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة (أرشد فؤاد تميمي، أسامة عزمي سلام،2004،ص20).

يعرف بأنه " الإستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول (هوشيار معروف، 2003، ص132).

كما يعرف أيضا على أنه " شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكيها حق المطالبة بالأرباح أو ائدا أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالإستثمار في الأوراق المالية.

وعليه فالإستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الإستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الإستثمار.

للإستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الإستثمارات الأخرى ومن أهمها:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة و الرابعة.
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الإستثمار الأخرى فمعظم صفقات البيع والشراء للأوراق المالية تتم على الهاتف و شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات.

● تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل و احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.

ثانيا: طبيعة أدوات الاستثمار المالي: تصنف أدوات الاستثمار المالي طبقا لطبيعة الالتزام إلى نوعين؛ النوع الأول يمثل حقوق الملكية وتضم الأسهم العادية والأسهم الممتازة، والنوع الثاني يمثل حقوق مديونية وتضم السندات الطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة.

إن طبيعة الأوراق المالية تحتم على المستثمر المتابعة المستمرة لحركة أسعارها وحجم تداولها وتلعب الخبرة والإمكانات الفنية في قراءة السوق واتجاهاته دورا كبيرا عند الاستثمار بالأوراق المالية، وعليه يضع المستثمر في اعتباره تقلب أسعار الأوراق المالية ومدى استمرارها، ودراسة توقيت الشراء والبيع تجنباً للقرارات الخاطئة، عادة ترتبط هذه القرارات بسلوك المستثمر الذي له أثر كبير في تحديد مسارات واتجاهات الأسعار السوقية، فقد يؤدي هذا السلوك إلى انتعاش السوق واستمراره وانكماشه (صلاح السيد جودة، 2000، ص21، ص22).

رابعا: أهداف الاستثمار في الأوراق المالية: يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي:

● تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة و ميلهم لتأمين مستقبلهم.

- تحقيق أكبر دخل جاري.

- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول.

- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم.

● حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها.

المطلب الثاني: عائد الاستثمار في الأوراق المالية

الاستثمار في الأوراق المالية يعبر عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل، وكلها غير مؤكدة، ومن ثم فإن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في ضوء العائد والمخاطرة.

أولاً: تعريف العائد: يمكن تعريف العائد باختصار أنه المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته (زياد رمضان، 1998، ص289).

كما يمكن تعريفه على أنه، قدرة الدينار في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، ويهدف ذلك المقياس إلى تحديد كفاءة الإدارة، ويتم استخراجها عن طريق المعادلة التالية: (أمين سيد أحمد لطفي، بدون سنة، ص10)

$$\text{العائد على الاستثمار} = \text{طافي الربح} / \text{مجموع الأموال المستثمرة}$$

وعند تطرقنا لمفهوم الاستثمار رأينا أنه التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية، وبالتالي إمكانية زيادة الثروة من أجل استهلاك أكبر في المستقبل، وهذا يجعلنا نأخذ بالتعريف التالي للعائد: هو مقدار الإضافة أو الزيادة التي تطرأ على الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، وعليه يمكن حساب العائد كما يلي: (نعمان محصول، نور الدين محرز، 2018، ص53)

$$\text{العائد} = \text{الثروة في نهاية الفترة} - \text{الثروة في بداية الفترة}$$

من خلال إبراز الطريقتين لحساب العائد على الاستثمار، يتضح أن العائد يقاس في شكل مطلق، بينما معدل العائد يكون في شكل نسبة مئوية، حيث تنسب الزيادة في الثروة إلى الأموال المستثمرة.

ثانياً: أنواع عوائد الاستثمار في الأوراق المالية: لعوائد الأوراق المالية أشكال منها ثلاثة هي:

1. **توزيعات الأرباح:** إذا كانت هذه الأوراق تمثل حقوق في أموال ملكية مثل الأسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك هو من مالكيها وحقوقه هي من حقوق المساهمين.
2. **الفوائد:** إذا كانت الأوراق المالية تمثل أوراق اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقرضة، التي أصدرت هذه السندات. كل من "توزيعات الأرباح" و"الفوائد" يمكن أن يطلق عليها أرباح إيرادية لأنها متكررة ناتجة عن الاستثمار.
3. **الأرباح الرأسمالية:** وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع أن يبيع هذا السهم أو السند بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء يكون الفرق هو ربح رأسمالي (قد تكون رأسمالية).

كما يمكن التمييز بين الأنواع الآتية: العائد الفعلي، العائد المتوقع، العائد المطلوب، وسوف نتطرق إلى هذه العوائد بنوع من التفصيل: ((نعمان محمول، نور الدين محرز، 2018، ص54، ص53)

■ **العائد الفعلي:** وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من اقتنائه أو بيعه لأداة الاستثمار، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منها، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي ، ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من الاستثمار معرفة التغيير في السعر أي الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة.

ونتناول عوائد أذونات الخزينة، السندات، الأسهم بالترتيب كما يلي:

- **عائد أذونات الخزينة:** أذونات الخزينة هي عبارة عن سندات حكومية قصيرة الأجل تمثل أداة دين حكومية، وفي ما يمي المعادلة التي يحسب من خلالها عائد أذونات الخزينة.

$$\text{مائدات أذونات الخزينة} = \frac{\text{القيمة الاسمية - ثمن الشراء}}{\text{ثمن الشراء}} \times \frac{365}{\text{عدد أيام الاستحقاق}}$$

- **عائدات السندات:** بالرغم أن السندات ذات دخل ثابت إلا أن الاستثمار في سوق السندات يتطلب تحديد الأشكال المختلفة لعوائدها، والتي من أهمها ما يلي:

✓ **العائد الجاري:** يتم حساب العائد الجاري للسند كما يلي:

$$\text{العائد الجاري للسند} = \text{مبلغ الفائدة السنوي} / \text{سعر السند في السوق}$$

و يقصد بسعر السند في السوق القيمة السوقية للسند، أما مبلغ الفائدة السنوي، ويطلق عليه كذلك اسم "كوبون السند" وهو الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من كل سند، ويسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي أو على أساس نصف سنوي (محمد مطر، 2004، 236)

✓ **العائد لفترة الاقتناء:** عندما يقوم مالك السند ببيع السند قبل موعد استحقاقه، حينئذ يمكن

حساب العائد الذي حصل عليه خلال فترة اقتنائه بالطريقة التالية:

(سعر البيع - سعر الشراء) - الفوائد المقبوضة خلال فترة t

العائد لفترة الاقتناء =

سعر الشراء

ويلاحظ أن هذا المعدل مؤلف من الربح الرأسمالي (أو الخسارة الرأسمالية) الذي حققه حامل السند، والمتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء و الفوائد التي قبضها خلال اقتنائه لهذا السند.

✓ **العائد حتى تاريخ الاستحقاق:** العائد حتى تاريخ الاستحقاق هو العائد الذي يمكن للمستثمر أن يحققه إذا قام بشراء السند واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق.

✓ **العائد حتى تاريخ الاستدعاء:** عندما يقوم المستثمر بشراء أحد السندات الذي ينطوي على شرط الاستدعاء (وهو شرط تناولناه في دراستنا لأنواع السندات)، ثم تقوم الشركة المصدرة لمسند باستدعائه، لن يستطيع المستثمر في هذه الحالة الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، وبالتالي لن يحصل عمى العائد حتى الاستحقاق.

- **عوائد الأسهم:** وتتمثل العوائد الفعلية للأسهم في ذلك المعدل المستحق فعلا للأسهم العادية، وتقوم معظم مؤشرات العائد المستحق للمستثمرين على بيانات قائمة الدخل الحالية، وفي بعض الأحيان عمى بيانات الأسعار الفعلية لسوق الأوراق المالية، ويعتبر عائد الأسهم مقياسا مناسباً لترتيب الأسهم و المفاضلة بينهما، وفيما يلي توضيح أهم مقاييس هذه الفوائد:

➤ **نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:** ويطلق عليه البعض ربحية السهم الواحد (طارق عبد العال حماد، 2002، ص242) ، ويرمز لو بالرمز EPS ، ونظراً لأهميته بالنسبة للمستثمرين في أسواق المال، حيث يعتبر من أكثر المقاييس استخداماً لقياس عائد السهم، فقد ألزمت تعليمات الإفصاح عن المعلومات الصادرة عن البورصات العالمية، وكذلك معايير المحاسبة الصادرة عن المجاميع المينية المحاسبية، ومنيا معيار المحاسبة الدولي رقم 33 عمى ضرورة عرض القيمة المقارنة لهذا المؤشر EPS ، في صلب قائمة الدخل.

ويمكن أن تكون عملية حساب ربحية السهم الواحد عملية معقدة، ولهذا يمكن أن نميز بين حالتين: (محمد مطر فايز تيم، 2005، ص134، ص135)

✓ **هيكل رأس مال بسيط:** ويكون في هذه الحالة هيكل رأس مال الشركة خالياً من الأدوات القابلة إلى التحويل إلى أسهم عادية ويتم احتسابه بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون المرجح لعدد الأسهم العادية}} = \text{EPS}$$

✓ هيكل رأس مال مركب: أما في هذه الحالة فيكون رأس مال الشركة مركبا باحتوائه عدد من الأدوات التي يحتمل تحويلها إلى أسهم عادية، الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى الأسهم العادية، أو عقود الخيار التي يقضي حاملها حق تحويلها إلى أسهم عادية، أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فحينئذ يتم احتساب ما يعرف بعائد السهم المنخفض DEPS فتصبح المعادلة كما يلي:

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل + توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل + صافي السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة}}{\text{المتوسط الموزون للأسهم العادية مضافا إليها الأسهم المحتملة تحويلها من الأدوات القابلة للتحويل}} = \text{DEPS}$$

➤ نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة: DPS وهو مقياس آخر من مقاييس السوق (أو خصائص الأسهم) يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من الأرباح الموزعة لقاء وجود هذا السهم في محفظته، ويمكن استخراجه كما يلي: (زياد رمضان ، 1998، ص331)

$$\text{DPS} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

➤ مضاعف سعر السهم العادي: PER ويسمى أيضا مضاعف السعر للأرباح، ويعبر عن عدد المرات التي يمكن خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم السنوية وفقا لآخر ميزانية معتمدة، ويحسب كما يلي: (طارق عبد العال حماد ، 2002، ص253، ص254)

$$\text{PER} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم العادي}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

➤ **مردود السهم العادي: YPS** يعتبر مقياسا مهما من وجهة نظر المستثمرين الذين يهتمون بالمستوى الفعلي للأرباح للنقدية التي توزعها شركة ما على أسهمها، حيث يبين هذا المردود للمستثمرين توزيعات الأرباح النقدية على سهم بناء على سعره السوقي، ويقاس كما يلي:

$$YPS = \text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} / \text{السعر السوقي للسهم}$$

➤ **عائد الاحتفاظ بالسهم:** عندما نتحدث عن العائد لفترة الاحتفاظ نأخذ بعين الاعتبار التوزيعات المترتبة عن امتلاك السهم، بالإضافة إلى قيمة أخرى ناتجة عن الأرباح الرأسمالية، وهي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، ويحسب العائد لفترة الاحتفاظ كما يلي:

$$\text{السعر بيع السهم في نهاية الفترة} - \text{سعر شراء السهم في بداية الفترة} + \text{التوزيعات المترتبة عن امتلاك السهم} = R_t$$

سعر بيع السهم في نهاية الفترة

- **العائد المتوقع:** يمكن بصورة عامة تعريف احتمال حدث ما، بأنه فرصة وقوع هذا الحدث، فإذا تحدثنا عن احتمال تحقق معدل العائد فإن المقصود هو فرصة تحقق هذا المعدل ، وفي عالم اليوم الذي يستحيل فيه التأكد من أي شيء، لا يستطيع المستثمرين معرفة معدل العائد الذي سيديره الاستثمار في ورقة معينة، ومع ذلك فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة.
- **العائد المطلوب:** وهو أدنى عائد يطلب، أو الواجب تحقيقه لتحفيز المستثمر لشراء أداة استثمار تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلا ، وهو كذلك العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه، وعادة ما يكون ملائما لمستوى المخاطر التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار ، ويتكون هذا العائد المطلوب من ج أ زين هما العائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى بذل المخاطرة.

ومما سبق يمكن حساب معدل العائد المطلوب كما يلي:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر} + \text{معدل التخفيف} + \text{مقابل الخطر}$$

المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى نوع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية، و ترتبط المخاطر بعدم التأكد من تحقيق العوائد النقدية المتوقعة، كما يمكن تصنيفها حسب مصادرها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

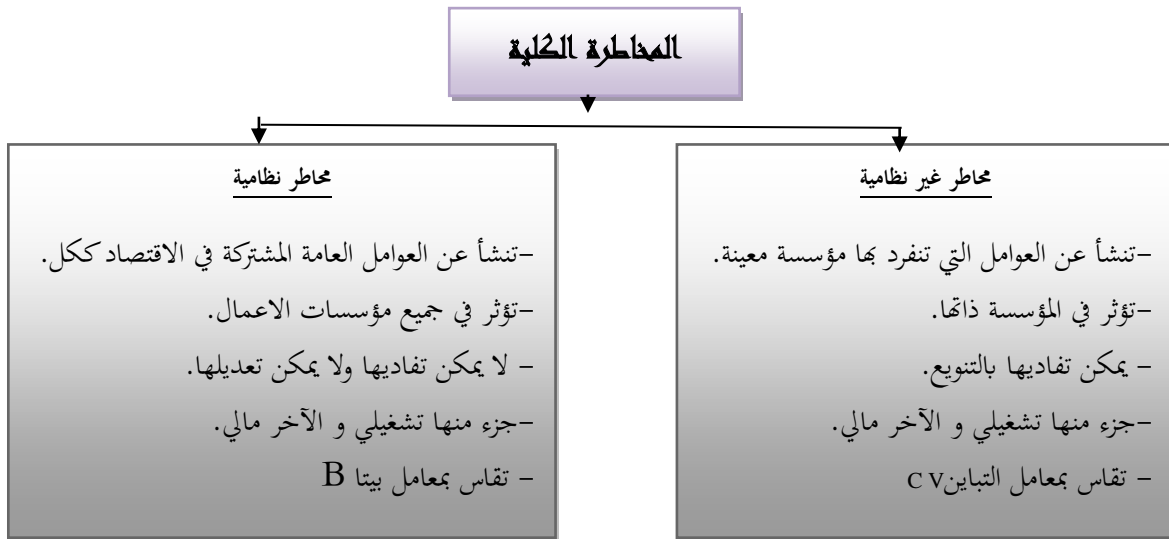
1. تعريف المخاطرة: عرفت على أنها درجة التقلب في العائد المتوقع، وبتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، وتعرف المخاطرة بأنها احتمالات تحقق الخسائر (غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، 2002، ص126).

لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوي فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جداً في الحالات الاقتصادية (الزبيدي حمزة محمود، 2001، ص62).

2. أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

بالنسبة لتصنيف المخاطرة الاستثمارية، فإنه من المناسب الأخذ بتصنيف الحديث الذي ينسجم أكثر مع نظرية المحفظة، الذي استمد أصوله من نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) على هذا الأساس يوجد ثلاثة أنواع رئيسية ألا وهي المخاطرة النظامية والمخاطرة غير النظامية ومجموعهما يساوي المخاطرة الكلية وقد عبر "بينتون" عن هذا التصنيف في شكل توضيحي كما هو مبين في الشكل أدناه.

الشكل رقم 12: أصناف المخاطر الاستثمارية



المصدر: محمد علي العامري، 2010، الإدارة المالية المتقدمة، دار إتراف للنشر والتوزيع، الأردن، ص37.

من خلال الشكل السابق، يمكن تفصيل الأنواع الثلاث للمخاطر الإستثمارية كما يأتي:

■ **المخاطر الإستثمارية النظامية:** وهي تمثل حالة التقلب في العوائد الناجمة عن العوامل المؤثرة في النظام الإقتصادي التي تطرأ على السوق ككل (John .F. Marshall,2000, p172) ، و هي غير قابلة للتنوع.

وهي المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي (أمين السيد أحمد لطفي، بدون سنة، ص 17) ، ومن أهم خصائصها:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتنوع.

و تتمثل مصادر المخاطر النظامية في:

✓ **انخفاض القوة الشرائية للنقود:** إن أول خطر يمكن أن يتعرض له المستثمر في الأوراق المالية وخاصة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، هو الخطر الناتج عن انخفاض القيمة الشرائية للنقود أي تدهور قيمة النقود من حيث ما يمكن الحصول عليه من سلع و خدمات.

✓ **تغيرات معدل الفائدة:** وتتعلق مخاطر الفائدة بعمليات الإقراض والاقتراض، بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية أو تفويت فرص لتخفيضها، أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة، تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة، وتؤثر مخاطرة سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية.

✓ **مخاطر سعر الصرف:** تنشأ مخاطر أسعار الصرف عن وجود مركز مفتوح بالعملات عملة على حدة أو بالنسبة لإجمالي مركز العملات، تنشأ عن التحركات غير الموازية في أسعار الصرف، والعمليات الآجلة الأجنبية سواء بالنسبة لكل بأشكالها المختلفة.

✓ **مخاطر السوق:** تتمثل في المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، وتعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق وما يترتب عليها من تقلب في الأسعار (طارق عبد العال حماد، 2003، ص373).

■ **المخاطرة الإستثمارية غير النظامية:** هي مخاطرة يتفرد بها المصرف دون غيره، فالتقلب في عوائده يعود إلى أسباب تتعلق به وهي مستقلة عن محفظة السوق، أي أن معامل ارتباطها مع المحفظة يساوي الصفر؛ كما أنها تعبر عن درجة التقلبات في قيمة الأصول المالية غير المتزامنة مع تلك التقلبات التي تطرأ على السوق ككل، وهي قابلة للتنوع ويمكن تفاديها أو تخفيفها بواسطة التنوع الذي يستمد أصوله من نظرية المحفظة ماركويتز وهي تضم مخاطر التشغيل وتنتج عن الفشل في النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة، كالاختيال المالي، الاختلاس، التزوير، تزيف العملات السرقة والسطو، الجرائم الإلكترونية وغيرها فضلا عن مخاطر الأعمال التي تنتج عن تقلبات التخطيط الاستراتيجي لأعمال المؤسسة، وكذا تقلبات الأسعار، مثل مخاطر أسعار السلع (نعجة عبد الرحمان و آخرون، 2017، ص100).

و تتمثل مصادر هذه المخاطر في:

✓ **المخاطر الإدارية:** يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات اختلال بين مع العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات، فهذا النوع من الأخطاء قد يتسبب في انخفاض معدل العائد الفعلي.

✓ **المخاطر التشغيلية:** وتعود هذه المخاطر إلى تراجع نظام المعلومات أو الرقابة الداخلية والتي تترجم في تذبذب عوائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار.

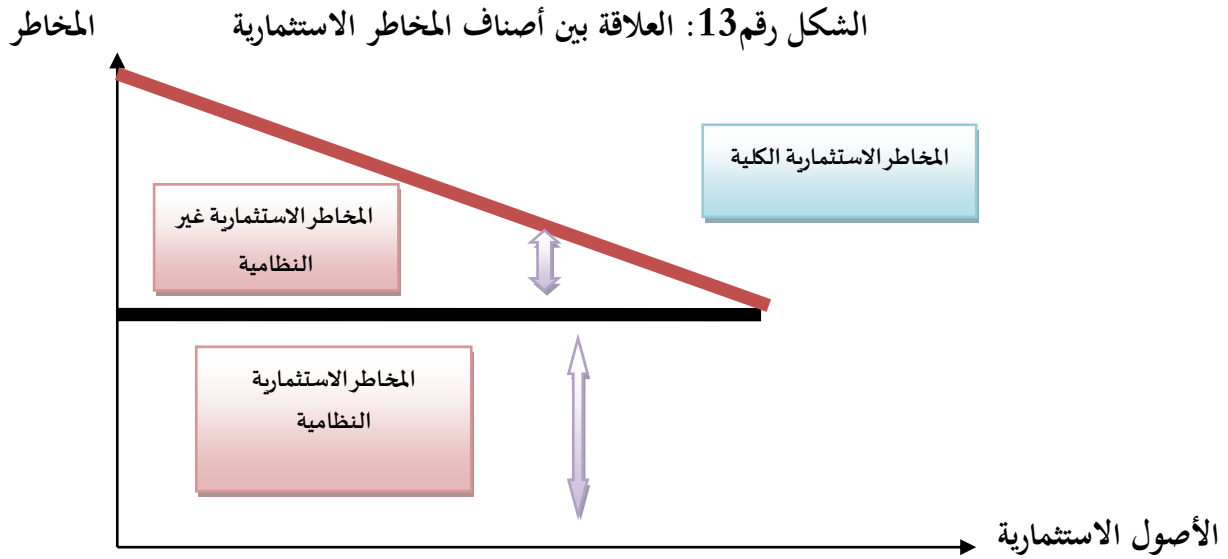
✓ **المخاطر القانونية:** ترتبط المخاطر القانونية للمؤسسة ما بالتغيرات التنظيمية وتغير النظام القانوني فيؤدي تغير التشريعات إلى عرقلة النشاط الجاري للمؤسسة وبالتالي التأثير على أداءها.

✓ **مخاطر الرفع المالي:** مخاطر الرفع المالي تحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية (طارق عبد العال حماد، 2003، ص37).

■ **المخاطر الإستثمارية الكلية:** تشير المخاطر الإستثمارية الكلية إلى مجموع التباين الكلي في معدل العائد، وهي تساوي حاصل جمع المخاطرة الإستثمارية النظامية وغير النظامية .

3. تحليل طبيعة العلاقة بين مكونات المخاطر الإستثمارية: تتمثل طبيعة العلاقة الموجودة بين المكونات الثلاث للمخاطر الاستثمارية المذكورة آنفا، في كون المخاطرة الإستثمارية الكلية تنحدر بسرعة كلما ازداد

حجم الأصول الإستثمارية وتنوعها، والسبب في ذلك راجع إلى تلاشي حدة المخاطرة غير النظامية جراء عملية التنوع في مكونات المحفظة إلى أن تستبعد أو تتلاشى نهائيا عند حد معين من الإستثمارات المتنوعة، لتصبح المخاطرة الكلية عند ذاك مساوية للمخاطرة النظامية التي لا يمكن استبعاد أثرها بالتنوع؛ فالتنوع الجيد للأصول الإستثمارية يجنب المستثمر مخاطر التقلب في العوائد المصاحبة للتدفقات النقدية المرتقبة للمشاريع الاستثمارية؛ وطبيعة العلاقة بين الأنواع الثلاثة للمخاطرة الإستثمارية موضحة في الشكل التالي:



المصدر: نعجة عبد الرحمان و آخرون، 2017، قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك

المستثمرين "حالة مؤشرات داو جونز الإسلامية، مجلة اقتصاديات المال و الاعمال، المجلد 4، 20 ديسمبر، جامعة ميلة الجزائر. ص101.

4. أساليب التقليل من المخاطر

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية إلى مجموعة من المخاطر والتي يمكن أن تقلل من العائد المتوقع من الاستثمار، ولتفادي هذه المخاطر هناك مجموعة من الوسائل والتي يمكن من خلالها تقليل حجم المخاطر أو الحد منها. وسيتم التعرف إلى هذه الوسائل من خلال :

- **التنوع:** الميزة الأساسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنوع، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنوع (انظر المطلب الرابع الخاص باستراتيجية تنوع المحفظة المالية، المبحث الثالث للفصل الثاني) .
- **إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار:** تمثل حقوق الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص، تغير أسعار

الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شراؤها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر.

■ **التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء:** التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين؛ حيث يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم المستثمر شراءها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق إل ا زم الطرف الثاني في العقد تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد على السعر المتفق عليه.

■ **التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع:** يتبع حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني (محرر العقد) تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل العقد عن سعر التنفيذ، وتقوم إستراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم واتخاذ موقف قصير لحق الاختيار) بمعنى بيع حق اختيار بيع(، ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن، وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأوراق إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك.

■ **إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة:** تعد عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداما، والهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة لأوراق مالية سبق وأن أصدرت أو ا رق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى، وذلك دون المساس بالت ا زم أي منهما الأصلي على الورقة المالية والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كل منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقا لظروفها و توقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، رأت المؤسسة الثانية العكس، وبأن مصلحتها وطبقا لظروفها وتوقعاتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المبادلة (محمد مطر فايز تيم، 2005، ص291).

المبحث السادس: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: تنظيم و سير سوق الأوراق المالية

تختلف التنظيمات المسيرة لسوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى عبر العالم، لذا سنحاول ضمن هذا المطلب التركيز على أهم المبادئ والنظم الموجودة في أغلب الأسواق المالية عبر العالم.

1. الهيئة المنظمة للسوق الأوراق المالية: تتولى هذه الهيئة مهمة التنظيم ووضع قواعدها العامة، والتي تُحدد

من خلالها متطلبات وشروط إدراج الشركات في السوق المنظم (البورصة) وتضع القواعد المنظمة لعمل الوسطاء داخلها وشروط العضوية وكذا إجراءات معاقبة المخالفين لهذه القواعد، فضلا عن رقابة أنشطتهم ومراقبة إجراءات التعامل في البورصة، وتشرف هذه الهيئة على الأسواق المنظمة والأسواق الغير منظمة، ومن مهام هذه الهيئة الإشراف على العروض العامة (سامي مباركي، 2004، ص4).

في الجزائر أنشأت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعمق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية و الإستقلال المالي، وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق الأوراق المالية ومراقبتها بالسير خصوصا على ما يأتي:

- **حماية المستثمرين في الأوراق المالية:** تسير لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الإدخار بمناسبة إصدار أوراق مالية أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عروض عمومي. وتمارس اللجنة زيادة على المراقبة قبلية على الإعلام، مراقبة بعدية عمى الشركات المقبولة في التسعير، وتتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات: الكشوف المالية والتقارير السنوية. وتعني تأشيرة اللجنة أن المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالإكتتاب أو باقتناء أوراق مالية عن سابق علم ودراية.
- **حسن سير سوق الأوراق المالية وشفافيتها:** تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق الأوراق المالية، وتنصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات-حافظي

السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية.

■ **سلطات اللجنة:** لتمكين اللجنة من القيام بمهامها زودها المشرع بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد و مراقبة وتحقيق وتأديب وتحكيم.

2. الهيئة المسيرة لبورصة: وتدعى كذلك بلجنة عمليات البورصة وتتكفل هذه اللجنة بحماية المدخرين وضمان حسن سير عمليات التداول و إصدار نشرات و بيانات و معلومات عن التداولات و على عكس الهيئة المنظمة للبورصة فإن هذه اللجنة تهتم فقط بإدارة بورصة واحدة (الأسواق المنظمة)، ومن حق هذه اللجنة الاعتراض على إدراج أوراق مالية أو أدوات مالية داخلها، كما تمتلك هذه اللجنة الحق في توقيف الأعضاء في حال تجاوز القواعد كما يقوم مجلس إدارة البورصة بوضع النظام الخاص بالبورصة (النظام الداخلي للسوق)، ولا يحق لأي شخص أو مجموعة من الأشخاص فتح بورصة، إلا أنه يحق ذلك للإتحادات المهنية والنقابات (غرف التجارة والصناعة وإتحاد المنتجين) (هيثم عجم ،2008، ص85).
تهدف هذه الهيئة لخلق بيئة عمل مناسبة تتميز بالشفافية وتقليل أخطار تقلبات الأسعار وتشكل لجنة البورصة من أعضاء يختارون من بين سماسرة ومن قبل الدولة، و تشكل الهيئة المسيرة للبورصة (ضياء مجيد، 2008، ص19):

■ **الجمعية العامة:** حيث تتكون من أعضاء البورصة ويرأس الجمعية العامة رئيس لجنة البورصة أو نائبه وتنظر هذه الجمعية في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللوائح الداخلية للبورصة، وتصدر قرارات هذه الجمعية بأغلبية الأصوات.

■ **هيئة التحكيم:** تقوم هذه الهيئة بالفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة وتكون و قراراتها ملزمة.

■ **مجلس التأديب:** يقوم هذا المجلس بالنظر في المخالفات التي يرتكبها السماسرة وفقا للقوانين والأنظمة السائدة.

■ **مندوب الحكومة:** تشرف الحكومة على جميع البورصات و يكلف مندوب الحكومة بالإشراف على تطبيق القوانين واللوائح، ولا تعقد إجتماعات الجمعية العامة أو لجنة البورصة أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم دون حضوره، وإلا كانت قراراتهم باطلة، وله حق الاعتراض على أي قرار صادر مخالف لقوانين المنظمة لعمل البورصات أو لوائحها أو الصالح العام.

المطلب الثاني: المتدخلون و الوطاء في السوق المالي

لاشك أنه يوجد متعاملون في الأسواق المالية فبدون المتعاملون سواء أشخاص أو مؤسسات فلا معنى للسوق المالي، فهؤلاء المتعاملون يؤدون دورا أساسيا في السوق ومنه يمكن النظر إلى أهم المشاركين في السوق.

أولا: المشاركون في السوق النقدي: هم أولئك الأشخاص الذين يعرضون أو يطلبون العملة سواء كانوا من الأفراد أم من المؤسسات ، وتشمل التسمية أيضا الجهاز المالي وخزينة الدولة ، والمتعاملين معها.

1. البنك المركزي: إن أهم وظائف البنوك المركزية هي إصدار النقد اللازم للأسواق النقدية، والتدخل في هذا السوق النقدي سواء كان بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو عن طريق ما يسمى بالسياسة النقدية، ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال:

- ✓ توجيه السياسة النقدية.
- ✓ مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- ✓ مراقبة عملية بيع وشراء العملات الأجنبية.
- ✓ ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء بالسندات وأذونات الخزينة.
- ✓ إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

2. البنوك التجارية: إن بروز دور البنوك التجارية كأحد المشاركين في الأسواق المالية والنقدية يظهر من خلال التركيز والنظر في الميزانية العمومية للبنك التجاري وبالأخص التركيز على بنود الموجودات والمطلوبات للبنوك، فتقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم: (زياد رمضان، مروان شمور، 2008، ص49)

- ✓ توفر بيوت الخصم من خلال الاقتراض المباشر الأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات.
- ✓ تقوم البنوك بشراء كمبيالات والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

وأصبحت البنوك بذلك تعمل على تنمية الإدخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات ، فأخذت تعمل في السوق المالية والنقدية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض و إصدار شهادات إيداع و القبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية إضافة لشراء وبيع العملات الأجنبية والعربية على حد سواء.

3. الخزينة العامة والمتعاملون معها: تعتبر الخزينة العامة ذلك المرفق الذي يؤمن إدارة أموال الدولة ، وهي تلعب دورا مهما ومتشعبا في مسار أسواق الأموال القصيرة الأجل . حيث تمارس هذه الخزينة العامة تأثيرا له وزن بسبب أهمية العمليات وكذا بسبب الشروط الإمتيازية التي تعمل من خلالها.

4. المؤسسات و الشركات العالمية: وهي مؤسسات تعمل داخل السوق النقدي لأنها تقوم بالمحاولة للوصول إلى درجة عالية من السيولة، وذلك لتأمين نفسها لتسديد التزاماتها مع مراعاة الحصول على أعلى مردود ممكن لمجموع استثماراتها وهذه المؤسسات هي التي تقوم بالوساطة المالية وتقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية ولهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وكذلك رأس المال المدفوع والاحتياطات و العمولات.

5. الجمهور: تعتبر الحسابات الجارية للأفراد هي من أكبر الأمثلة على تعامل الأفراد داخل السوق النقدي وبعض الحسابات الأخرى مثل حساب تحت الطلب والودائع الآجلة وبعض أدوات الاستثمار قصيرة الأجل داخل السوق النقدية.

ثانيا: المتدخلون و الوطاء في السوق رأس المال: أما بالنسبة للمتدخلين في عمليات البورصة فهناك من ينظر إليهم على أنهم يمثلون ثلاثة أطراف رئيسية هي ؛ المصدرين ، المستثمرين والوطاء أو السماسرة . وفي المقابل هناك من يعتبر الوطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير البورصة أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين ، وذلك على اعتبار أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبيا . وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في البورصة في الأطراف التالية:

1. الوطاء: يعتبر الوطاء من بين المتدخلين في البورصة ، فهم يكونون عمودها الفقري ، إذ يقومون بتنشيطها بملاقة البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم في بيع أو شراء الأوراق المالية و يمنع هؤلاء الوطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة . فالوطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة . كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوي، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل . ومن هنا يجب على الوطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباتها، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازنها من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال، وتتكون هذه الفئة في الغالب من:

- **السماسرة:** يتولون عمليات شراء وبيع الأوراق المالية لصالح عملائهم مقابل عمولة، فالمستثمرين غير قادرين على القيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية مباشرة من البورصة، حيث تتم هذه

العمليات من خلال سمسرة أعضاء في البورصة و يحظر على هؤلاء القيام بعمليات الشراء أو البيع لحسابهم الخاص (صلاح السيد جودة، 2000، ص32)، و يعمل مع السمسرة.

- ✓ **المنسوب الرئيس:** مساعد السمسار حيث يعمل بإسمه مقابل أجر.
- ✓ **الوسيط:** مساعد للسمسار يتكفل بمهمة ربط الإتصال بين السمسار والعميل لديه، ويحصل على حصة من العمولة، وهو المسئول عن العمليات التي تتم بواسطته أمام السمسار.

ومن الضروري أن يتوفر في السمسار جملة من الشروط أهمها: (فريد النجار، 2004، ص138)

- ✓ أن يتحلى بالأمانة المهنية والصدق والعدالة.
- ✓ الإلتزام بالحصول على العمولة القانونية المرخص بها فقط.
- ✓ عدم إستغلال العملاء والعمل على تعظيم أرباح عملائهم بأقل تكلفة وأقل خطر.
- ✓ أن يكون شخص ذو كفاءة وله خبرة في الهندسة المالية والأدوات الجديدة.

وتتلخص مهام سمسار الأوراق المالية في: (سيد سالم عرفة، 2009، ص202)

- تقديم خدمات السمسرة في سوق الأوراق المالية.
- توفير المعلومات للعملاء وتحليلها وفق إمكانيات وخبرة السمسار أو شركة السمسرة.
- عدم الحصول على أرباح أو فوائد سرية من وراء الصفقات التي يعقدها لصالح العملاء.
- **سمسرة الوكلاء:** وقد يطلق عليه سمسرة الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء مقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدأ من الاجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لا نخاد القرار المناسب.
- **سمسرة الصالة:** وهم السمسرة المستقلون الذين لا يمثلون شركات سمسرة داخل البورصة ويتمثل عملهم في تقديم يد العون لغيرهم من السمسرة الوكلاء وذلك في الأوقات التي يصعب على ممثلي سمسرة الوكلاء تنفيذ كل الأوامر المرسله اليهم وذلك نظير المشاركة في العمولة التي تحصل عليها شركة السمسرة من العملاء.
- **صانع السوق (الوسيط التاجر):** يأخذ الوسيط التاجر عدة مواقف متباينة (بيع وشراء) فهو يعمل لصالحه ولصالح الأشخاص ويستفيد من الفروق الموجودة بين أسعار الشراء وأسعار البيع.

كما يقوم بعدة عمليات) بيع وشراء (الأوراق المالية حتى تصبح أوامر العملاء قابلة للتنفيذ لذلك يدعى بصانع السوق، فهم يقومون بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية ويتحملون مخاطرها و يختلفون عن السماسرة الذي يقوم بعمليات لصالح الغير فقط دون أن يتحملوا أي مخاطر) محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، 2006، ص62).

■ **التجار:** هم أعضاء سوق الأوراق المالية الذين ليس لهم حق (طبقاً لقواعد العمل داخل السوق) في تنفيذ أوراق الغير من الأشخاص المتعاملين مع السوق بل يقتصر عملهم على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

■ **المتخصصون:** هم أعضاء في البورصة يعملون على إيجاد أسواق عادلة ومنظمة وبالتالي فمهمتهم الأساسية هي الحفاظ على استقرار البورصة، إن المتخصص ما هو إلا سمسار إختار وقف تداولته على عدد محدود من الأسهم ويتلقى كذلك طلبات السماسرة الآخرين، ويشبه (الوسيط التاجر) كونه قادر على العمل لحسابه الخاص بيعا وشراء ويتطلب تحول السمسار إلى متخصص موافقة لجنة عمليات البورصة، غير أن هذه الأخيرة عادة ما تضع شروط مشددة لذلك، نتيجة الدو والخطير والمهم الذي يلعبه المتخصص في تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال الطلب والعرض، ففي حالة زيادة معروض ورقة معينة على الطلب عليها يقوم المتخصص بتخفيض هامش الربح حتى يشجع المشتريين الجدد، أما في حال زيادة المطلوب على المعروض فإنه يلجئ إلى استخدام مخزونه الخاص أو الرفع من هامش ربحه حتى يتحقق التوازن في السوق، غير أن المتخصص ملزم بالحفاظ على وجود تغيرات طفيفة في حركة الاسعار بهدف ضبط حركة البورصة وليس تحقيق أرباح كبيرة .

2. **المستثمرون التأسيسيون:** تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها ، شركات التأمين ، صناديق التقاعد ، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار . ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة ، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة . حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية.

يلعب المستثمرون التأسيسيون دورا فعالا في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد ، مما جعلهم يمتصون مدخرات ضخمة يقومون بضخها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى . ومن هنا فإنه يمكن القول أن للمستثمرين التأسيسيين ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة التي تتجه من وضعية اقتصاد السوق إلى وضعية اقتصاد السوق المالي.

المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة ، والأسواق المالية بصورة عامة . فهي تلجأ لتلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع . ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل ، هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها . وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل اللازم من البورصة يجب أن تكون مدرجة أو مسجلة في البورصة ، وإذا لم تكن كذلك فيجب أن تدخل للبورصة وهناك شروط يجب أن تتوفر في المؤسسة المرشحة للتسجيل في البورصة و تختلف هذه الشروط باختلاف البورصات إلا أن أغلبها تنص على:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20 % و 25 %، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات؛
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين مل الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن المل يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية؛
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.
- بالإضافة إلى شروط أخرى كمكانتها في الاقتصاد الوطني، السمعة،....

و تلتزم الشركة بعد التسجيل نشر حساباتها السنوية و كذا تقارير ربع السنوية عن أرباحها.

3. الجمهور: يتمل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار، ويمثلون كبار المستثمرين الذين يقومون بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات أولاً بأول ورصد تحركات السوق، ويتم ذلك عن طريق مصادر مختلفة، لذلك تكون قراراتهم الاستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة، بينما لا تتوفر مثل هذه

الإمكانيات للمستثمرين الصغار مما يجعلهم يتوجهون إلى وضع أموالهم لدى مؤسسات أخرى تنوب عنهم في السوق المالية.

4. الحكومة: تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات، من خلال طرح السندات الحكومية، فإن هذه الإصدارات تعتبر من أفضل الإصدارات من حيث المخاطر. إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى مثل هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية، أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي، أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.

المطلب الثالث: عمليات بورصة الأوراق المالية، وأوامرها و تسعيرتها

عندما يقرر أحد العملاء شراء أو بيع الأوراق المالية يقوم بالاتصال بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب في التعامل معه و الاستفسار عن سعر الورقة المالية و بعدها يسعى السمسار للحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب و عادة ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، أعلى، أدنى سعر خلال اليوم و سعر آخر صفقة أبرمت و كل من سعر الشراء و البيع ثم يتم إبلاغها للعميل و التي على أساسها يتخذ قرار الشراء أو البيع و إذا ما كانت الأسعار مشجعة لذلك فإن العميل يعطي أمر الشراء أو البيع للسمسار و هذا الأخير يعطي بدوره أمرا للسمسار الصالة أو المتخصص لأجل تنفيذ العملية و هذا وفق نوع العملية المرغوب فيها و الأوامر المحددة من قبل العميل.

أولا: عمليات سوق الأوراق المالية: تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

1. العمليات الحاضرة أو العاجلة: (الأسواق الحاضرة): هي المعاملات التي تنتقل فيها ملكية الورقة

للمشتري فور إتمام الصفقة و ذلك بعد دفعه لقيمتها، فهي تختص بالصفقات المنفذة في نفس يوم انعقادها أو في أجل زمني قصير جدا قدره 48 ساعة على الأكثر، و من خلال هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر نوع الصفقة، طبيعة الورقة المالية، موضوع الصفقة والكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية، دون أن ننسى السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره.

في هذه العملية العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السمسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية و يعتمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية الى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما وهذين السببين هما: (شمعون شمعون، 1993، ص51)

■ الاحتفاظ بها: يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة.

■ المضاربة على ارتفاع أسعارها: فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة.

2. العمليات الآجلة (الأسواق الآجلة): يطلق عليها بأسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل أيضا بالأسهم

و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق أي بمعنى أن المشتري يدفع قيمة الورقة و تسلمها في تاريخ لاحق. ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها و تعويضها وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوي الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية.

بحيث يشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة أن تكون موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة وأهم العمليات التي تجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية: (بن عمر بن حسين، 2013، ص41، ص42)

■ **العمليات البائنة والقطيعة أو عمليات بسيطة:** يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية الا للمتعاملين في العمليات البائنة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

■ **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي العملية التي يلتزم بها كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقا كتعويض ، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة . وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

✓ **العمليات الشرطية للمشتري:** بحيث يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك

وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزما بالقرار النهائي للمشتري ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر وهي، السعر، مقدار التعويض، أجل التصفية.

✓ **العمليات الشرطية للبائع:** في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب

الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازع عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقا.

ثانيا: أوامر بورصة الأوراق المالية: يجري التعامل في البورصة بيعا و شراء وفق أوامر العملاء الصادرة للسمسار ، و أوامر البورصة هو أمر مكتوب أو شفهي أو بأي وسيلة من وسائل الإتصال الحديثة يعطي للسمسار الأمر بعقد صفقة) بيع أو شراء (على نوع معين من الأوراق المالية أسهم أو سندات أو معا، و يتبع فيما بعد بخطابات منفصلة تأكد هذا الأمر، إن الضامن الأساسي لحسن تنفيذ هذا الأمر يقف على مدى وضوحه من خلال تحديد نوع الورقة بدقة، الجهة المصدرة لها و سعر و كمية المطلوبة بدقة (أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، 2004، ص 172، ص 173).

1. أنواع الأوامر: تختلف الأوامر بحسب رغبات المتعاملين، فهي عدة أنواع نذكر منها: (بلجيلية سمية، 2010، ص 31، ص 32)

■ الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: في هذه الحالة يكون أساس إتمام الصفقات هو السعر الذي يحدده العميل وتميز هنا بين نوعين:

✓ أوامر السوق: وهي أكثر الأوامر شيوعا يطلب فيه العميل من السمسار إتمام الصفقة بأفضل سعر في السوق وبذلك لا يتضمن الأمر سعرا معيناً على عكس النوع الثاني.

✓ الأوامر محددة: يحدد العميل سعرا لا يمكن للسمسار إتمام الصفقة إلا بهذا السعر (أو بأقل منه في أمر الشراء أو أعلى منه في سعر البيع).

■ الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها. وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

■ الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: حيث يقوم العميل بتحديد سعر لإتمام الصفقة خلال فترة معينة من الزمن، لا يمكن للسمسار أن يتم الصفقة بأقل أو أعلى من السعر المحدد أو خارج الإطار الزمني الذي حدده العميل.

■ الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: في هذا النوع لا يتم تحديد مدة لإتمام الصفقة ولكن يشترط العميل تنفيذ الأمر عندما يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يحدده المستثمر.

■ الأوامر الخاصة ومن أهم أنواعها:

✓ أوامر الإيقاف: لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ السعر مستوى معين أو تعدها في أوامر البيع يتم تنفيذ الأمر إذا وصل السعر السوق إلى مستوى محدد أو انخفض عنه أما في حالة الشراء ينفذ الأمر إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها.

✓ أوامر الإيقاف المحددة: وهي شبيهة بالنوع السابق إلا أنها تختلف عنها في كون العميل يحدد مستوى أدنى لسعر البيع ومستوى أعلى لسعر الشراء.

✓ الأوامر حسب ما تتطلب الأحوال: ويترك فيه العميل الحرية للسمسار في اختيار الورقة المالية وسعر الاتمام الصفقة.

ثالثا: التسعيرة في سوق الأوراق المالية: تتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما و ونوعا كالتالي: (جبار محفوظ، 2002، ص114-117)

1. التسعير بالمناداة: تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي يجوزهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عمليا، للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء ، وبذلك يخلق عرض و طلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنيا الذي تباع به. عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة أي الأكثر تداول في البورصة، من أهم مزايا الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

2. التسعير بالإدراج: تختلف هذه الطريقة عن سابقتها كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة عمى بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض وطلبات هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، بذلك يصبح كل وسيط متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، و في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعمقة بالورقة المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف ليا الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

3. التسعير بالصندوق: يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز أوامر الشراء والبيع لمورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص - كما هو الحال في التقنية السابقة-، بعد ذلك تفحص وتخصى تلك الأوامر ويحدد عمى أساسيا سعر التوازن.

هي شبيهة إلى حد ما بطريقة التسعير بالأدراج، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الإستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض ليا، أو عندما يتعمق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي.

4. التسعير بالمقابلة: يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص بالإضافة إلى لقاء المتعاملين و إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض يبيعه ومقدار ما يطلب شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها سعر التوازن، كما تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة، ومن هنا يمكن القول أن هذه الطريقة تحتل مركز وسط بين الطريقة الشفوية(التسعير بالمناداة)والطريقتين الكتابيتين السابق شرحهما.

5. تسعيرة Fixing: في أي سوق يتم تحديد السعر بناء على العرض و الطلب، هذا السعر الذي يسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات أو المعاملات . وتنفذ أوامر البيع وأوامر الشراء بنفس السعر الذي هو سعر التوازن . وتسمى هذه الطريقة بطريقة Fixing التي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر ، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر . وطبعا تكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق ، بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع . كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب ، وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحني العرض مع منحني الطلب (أحمد بوراس، 2003/2002، ص 117).

المبحث السابع: كفاءة سوق الأوراق المالية و مؤشرات أداءها

يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة ، و تعد المؤشرات البورصية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة للشراء والبيع وكذلك تحسين وضعية الاقتصاد وإمكانية التنبؤ به.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وشروط تحقيقها

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها

أولا: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية: تعرف على أنها: السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو

تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه (منير ابراهيم الهندي، 1999، ص38).

و تعرف كذلك: " أن سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة (محمد صالح الحناوي و آخرون، 2002، ص154)

و بالتالي فإن كفاءة السوق المالية 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 إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية.

1. خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة : وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص

مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:(مفتاح صالح، معارفي فريدة، 2010، ص182)

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم .
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة .
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

✓ 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.

ثانيا: أهمية السوق المالي الكفاء: إن وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية واستمرارية أهمها: (عبد العفار حنفي، 2001، ص189)

- السوق الكفاء دالة على أن الأسعار المعروفة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجية الاستثمار والتخصص الكفاء للموارد.
- ينتفع جميع المتعاملين في السوق من المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل.
- يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل والمقبول للبائع والمش تري دون غبن أو تضليل.
- السوق الكفاء دالة على حالة التوازن لأن جميع المتعاملين يحصلون على معلومات متماثلة وتكون بالتالي توقعاتهم متماثلة في المستقبل.
- تندفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.
- يحقق السوق الكفاء تماثل للمعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات.
- في ظل السوق الكفاء يتدفق رؤوس الأموال بكل حرية وانسيابية عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد.

ثالثا: الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية: وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تتمثل أساسا فيما يلي: (مفتاح صالح ، معارفي فريدة، 2010، ص185).

✓ يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق في ظل المناخ التنافسي للسماسة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة إنفراد أي من المستثمرين بميزة سبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

- ✓ فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللاشارة أنه لا وجود لفواصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.
- ✓ وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

عندما نتحدث عن كفاءة السوق المالي يجب أن نميز بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة

أولاً: الكفاءة الكاملة: السوق الكفاء هي تلك التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا الطبع يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، هذا المفهوم يطلق عليه الكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية:

- ✓ عدم وجود قيود على التعامل، مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية، مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبياً.
- ✓ توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، بدون تكاليف ما يسمح ان تكون توقعات المتعاملين متماثلة؛
- ✓ وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛
- ✓ تمتع المتعاملين في السوق الرشيد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر

من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل، وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل : (مفتاح صالح ، معارفي فريدة، 2010، ص186، ص187).

1. **كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية "** يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

2. **كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخلية "** ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتيح للتجار والمتخصصين (صناع السوق)، فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأ المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات وراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت مفاجئة وغير م بررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف ب"حركة الأسعار اليومية " التي تصدر عن البورصة.

- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف ب"هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات في بورصات الأوراق المالية في البداية بغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات قياس أداء السوق حيث أهملت توزيعات الأرباح للأسهم التي تحتوي عليها (عبد اللطيف أحمد سعد، 1998، ص222) ، و المؤشر هو أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ خلال استخدام المؤشرات (عبد الغفار حنفي، 2004، ص7)

مما سبق نقول أن مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية إذ يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمته بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

أولاً: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالي : ومن بين الاستخدامات نجد:

1. متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية : تبني المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق، و بهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر .
أما إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر (عبد اللطيف أحمد السعد، 1998، ص233) ، وأخيراً يمكن القول بأن المؤشر سواء كان سوقي أو خاص بصناعة محددة هو معيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وأساس لقياس المخاطر في السوق.
2. الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق لذلك فالمنتظر من المحافظ الاستثمارية التي يقوم بإدارتها مديرون محترفون أن يفوق معدل العائد عليها العائد الذي يقدمه المؤشر وهو بذلك مقياس لأداء المستثمر المحترف .
3. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات: يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية أو المتوسطات المتحركة بالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليلاً لعلاقة بين التغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار و الارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار (عبد اللطيف أحمد السعد، 1998، ص234) .
4. تقدير مخاطر المحفظة و معامل المخاطر المنتظمة: تتمكن بعض المؤشرات المبنية على أساس عينة متنوعة تنوعاً جيداً من حساب معامل المخاطرة المنتظمة، " بيتا β " .
5. التنبؤ بالحالة الاقتصادية: يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الاقتصاديين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأصيل، يمكن من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

ثانيا: بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل الأسواق المالية: لقياس أداء سوق الأوراق المالية هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه، من أهمها نذكر:

1. المؤشر العام لأسعار الأسهم: مع وجود عدد من الأسهم في كل سوق للأوراق المالية، ولصعوبة قياس الاتجاه العام لنشاط السوق كان لابد من التوصل إلى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالي، والذي يمثل متوسط أسعار الأسهم (للشركات المدرجة في السوق) يوميا، إذ يتم الاستناد إليه في عمليات التداول اليومية، ولذا يلاحظ أن لكل سوق مؤشر الخاص به . وعليه فإن المؤشر العام لأسعار الأسهم هو عبارة عن مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياسا للحركة العامة للسوق (يوسف كاظم الموسوي، 2009، ص58).

2. حجم السوق: يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

■ **مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):** يقصد برسملة السوق مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، ويعد هذا المؤشر مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق (عماد العاني، 2002، ص60).

■ **مؤشر عدد الشركات:** يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية (السوق المنظمة) إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد قيمته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات الصغيرة (أميرة حسب الله محمد، 2005، ص65).

3. سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران لقياسها، هما:

■ **مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، يقاس هذا المعدل من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك بهدف الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية (يونس كاظم الموسوس، 2009، ص56).

حجم التداول = عدد الأسهم المتداول / الناتج المحلي الإجمالي

- **مؤشر معدل الدوران**: يشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال العام أو خلال أي مدة زمنية.

$$\text{معدل دوران السهم} = \text{إجمالي الأسهم المتداول} / (\text{حجم التداول} / \text{القيمة السوقية}) \times 100$$

4. **مؤشر درج التركيز**: يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركز في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول، أي تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

المطلب الرابع: بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

في عملية تكوين وبناء المؤشرات عادة تأخذ مجموعة من الأمور في عين الاعتبار وهي:

أولاً: **ملائمة العينة**: تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:

1. **الحجم**: القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.
2. **الاتساع**: يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز.
3. **المصدر**: فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

ثانياً: **الأوزان النسبية لمكونات ملائمة العينة**: وهي القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي:

1. **مدخل الوزن على أساس السعر**: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها.

2. مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيم متساوية لكل الأوراق المالية المكونة للمؤشر، ففي حالة محفظة الأوراق المالية لمستثمر ما فإن تطبيق هذا المدخل يعني تساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من أنواع الأوراق المالية.

3. مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى ووزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدره. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

4. مدخل السعر التناسبي: في هذه الحالة يتم حساب المؤشر يوميا من خلال ضرب قيمة المؤشر السابق في الوسط الهندسي للأسعار التناسبية اليومية للأوراق المالية التي يحتويها المؤشر ويعطى السعر التناسبي عن طريق قسمة سعر اليوم على سعر الأمس.

ثانيا: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية: يوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب:

1. المؤشرات المبينة على أساس القيمة: حسب هذه الطريقة يتم إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى ووزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدره.

2. المؤشرات المبينة على أساس السعر: وتنطلق هذه الطريقة من المبدأ أنه يوجد سهم لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي تقوم عليها المؤشر.

ويؤخذ على هذه الطريقة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها، يضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في المؤشر في حالة الاشتقاق، مما يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة بانخفاض في سعره وللتغلب على ذلك ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم معين.

3. المؤشرات المبينة على أساس الأوزان المتساوية: تعطي طريقة الأوزان المتساوية قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا يمثل فيها المنشأة بسهم واحد.

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزانا متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها.

ثالثا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية: تختلف هذه المؤشرات من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بنائها.

1. مؤشرات سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية: يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية عدة مؤشرات بورصية لعل أكثرها أهمية و شيوعا تتمثل في في مؤشر داوجونز Dow Jones، ومؤشر ستاندراندبور 500 Standart and poorts، ومؤشر نازداك Nasdaq.

● **تعريف المؤشر داو جونز:** يعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ يعكس تطور 30 سهما لشركات بالغة الأهمية في الاقتصاد الأمريكي، تم حساب هذا المؤشر لأول مرة سنة 1884 م من طرف ناشرين في مجلة وول ستريت، حيث كان هذا المؤشر في بدايته يقوم على 09 أسهم ل 09 شركات صناعية، ثم ارتفع هذا العدد إلى 12 سهم في عام 1898 م ثم إلى 20 سهم في 1916 م ليستقر عند 30 سهم منذ عام 1928 (بوكساني رشيد، 2006، ص 118).

يعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك، يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه على نصف ساعة وتضم مجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية المثلة ل 65 شركة .

ووجهت لهذا المؤشر انتقادات لأنه مؤشر داوجونز يحتوي على 30 سهم فقط، حيث أن عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا خاصة أن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندر أند بور، هناك تمييز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها المؤشر داوجونز للشركات الصناعية يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

● **مؤشر ستاندر أندبور:** بدأ تكوين مؤشر ستاندر أندبور في 04 مارس 1957 يعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي: ✓ 425 سهم من الشركات الصناعية؛

✓ 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء و الماء...الخ.

✓ 50 سهم من شركة الخدمات العامة.

وتمثل % 90 من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، و من الانتقادات الموجهة للمؤشر ستاندر أند بور 500 هي تأثيره الشديد بالتغير في أسعار أسهم مرتفعة السعر والتي تمثل نسبة كبيرة من عينة المؤشر، أي قيمة المؤشر لا يتأثر بالتغير في أسعار الأسهم منخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل % 5 من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.

• **تعريف مؤشر نسداك:** يتكون من ستة (06) مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى والشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر المركب من تلك المؤشرات الستة (ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت) بوكساني رشيد، 2006، ص 121).

2. **مؤشرات سوق الأوراق المالية في اليابان:** يوجد في البورصات اليابانية خاصة بورصتي طوكيو وأوساكا العديد

من المؤشرات الهامة والتي يحاول كل منها أن يعكس وضعية تلك البورصات و اتجاهاتها من أهمها:

✓ **مؤشر نيكاي NIKKEI:** تم انشائه عام 1950 م، والذي يتكون من 225 شركة يابانية كبيرة، وبالرغم من شهرة هذه المؤسسة إلا أنّ طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصات اليابانية فهو يحسب بجمع أسعار ال 225 : شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة المكونة له .ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

✓ **مؤشر توبكس TOPIX:** تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطى له قيمة 100 بنفس

التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل

كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة

للمؤشر، ومن هذا فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

3. **مؤشر كاس case30 لسوق الأوراق المالية في مصر:** تم حسابه لبورصتي القاهرة والاسكندرية منذ أول

جانفي 1998 م، وقد كانت قيمة المؤشر أول يوم حسابه 1000 نقطة .وهو يشمل أعلى 30 شركة من

حيث السيولة والنشاط، ويقوم بقياس العائد على الاستثمار الناتج عن التغير في القيمة السوقية للأوراق المالية

الناتجة من ربح أو خسارة رأسمالية فقط، ويتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لحساب الأسهم الحرة

التداول.

4. مؤشر سوق الأردن (عمان) المالي: ويقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق تمت زيادتها الى 60 شركة في 1994 م ثم إلى 70 شركة في سنة 2001 ، ولاختيار هذه العينة فقد تم الاعتماد على خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، حيث تمثل هذه المعايير القيمة السوقية للشركة، عدد أيام التداول، معدل دوران الأسهم، حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم الأخذ بعين الاعتبار التمثيل القطاعي عند اختيار العينة.

الخلاصة الفصل الثاني:

النظام المالي الفعال يتطلب توفر مجموعة متنوعة من المؤسسات والأسواق المالية التي تسهل عملية تجميع المدخرات و توجيهها إلى قنوات استثمارية متنوعة ، و تقدم الأسواق المالية للمقرضين الأموال التي يحتاجونها، في حين تقدم للمقرضين تشكيلة متنوعة من الأصول المالية مع درجات مختلفة من الأمان، السيولة والعائد.

كما تتنوع الأصول المالية التي تعتبر السلعة الرئيسة للسوق المالي الذي ينقسم بدوره إلى سوقين السوق النقدي و فيه أوراق مالية قصيرة الأجل و سوق رأس المال و فيه أوراق مالية تمثل الملكية و أخرى تمثل الدين على المؤسسة بالإضافة إلى المشتقات المالية.

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة.

تعتبر مؤشرات الأسواق المالية مرآة تعكس الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، كما أنها تعتبر أداة هامة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية . حيث أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة م المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال كما يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظه الأوراق المالية، كما أنها تكون فكرة سريعة عن التغيير في عائد محفظة الأوراق المالية إيجابا أو سلبا.



خاتمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية البنية الأساسية في النشاط الاقتصادي للمجتمع، نظرا لدورها الإستراتيجي و أثره المتباينة فيه لقد تناولنا في هذا المطبوعة مفهوم المؤسسة الاقتصادية بصفة عامة و الأهداف والوظائف التي تقوم بها بالإضافة إلى مختلف تصنيفات التي تتخذها المؤسسة الاقتصادية ، كما تطرح أمام المؤسسة وسائل متنوعة للتمويل مما يسمح لها بالمفاصلة بين البدائل التمويلية المتاحة وبالتالي اتخاذ القرار الذي يتناسب والأهداف المسطرة، فعملية اختيار المصدر التمويلي ليست بالسهلة على الإطلاق .وهي تتحدد تبعا لعدة عوامل أهمها تكلفة المال والمصدر الذي تم اللجوء إليه و من مصادرها نجد التمويل الخارج و التمويل الداخلي ، و لتلبية الحاجة التمويلية لا بد من توفر الأسواق المالية المختلفة و بتنظيماتها المختلفة .

و لهذه السوق أهمية كبيرة في تعبئة المدخرات، توفير السيولة، جذب رؤوس الأموال الأجنبية، لأنها المكان الذي يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات، مشتقات مالية و أوراق هجينة بواسطة وسطاء ماليين، تسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وتصنف سوق الأوراق المالية إلى سوق نقدية يتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال يتداول فيه المتوسطة وطويلة الأجل.

وتسهم سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال الدور الهام و الحيوي في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة و بعض الدول النامية، و كلما زادت أهمية الأوراق المالية كلما أدى ذلك إلى زيادة أهمية المحفظة المكونة من تشكيلة متنوعة من الأصول والأدوات الاستثمارية لأنها أيضا أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، إذ يجب أن تكون هذه الأهداف واضحة .

ويعتبر مؤشر الأسواق المالية الأساس في إدارة المحفظة الاستثمارية، فعندما يكون المؤشر مرتفعا تكون الأسعار في زيادة حيث يدلنا المؤشر على أداء المحفظة أو أداء مدراء المحافظ الاستثمارية، كذلك يمكن أن يدلنا المؤشر على حالة السوق في المستقبل وما ستكون عليه الأسعار في المستقبل.



قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

الكتب:

- ابراهيم الكراسنة، (2010)، ارشادات عملية في تقييم الاسهم و السندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي.
- ابراهيم خليل عليان،(2008)، التمويل الإسلامي، مؤتمر بيت القدس الخامس، جامعة القدس، فلسطين.
- ابن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدلان،(2019)، الاسواق المالية الدولية، تقييم الاسهم و السندات، دار علي بن زيد للطباعة، بسكرة، الجزائر
- أحمد بوارس،(2008)، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، الجزائر.
- أحمد بوارس،(2003،2002)، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر.
- أحمد شاكر العسكري،(2000)، التسويق (مدخل إستراتيجي)، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن.
- أحمد صالح عطية،(2003)، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية ، مصر.
- أحمد طرطار،(1999)، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- أحمد طرطار، (1993)، الترشيد الاقتصادي للطاقات الإنتاجية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام ، (2004)، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر ، عمان.
- اسماعيل عرباجي،(1996)، اقتصاد المؤسسة، أهمية التنظيم ديناميكية الهياكل ،، ديوان المطبوعات الجامعية، ر الطبعة الثانية،الجزائر .
- إسماعيل محمد السيد،(2000)، الإدارة الإستراتيجية: مفاهيم - حالات تطبيقية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- أميرة حسب لله محمد،(2005)، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر ، الدار الجامعية، مصر.
- أمين السيد أحمد لطفي،(بدون سنة)، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، ، مصر.
- أمين عبد العزيز حسن،(2001)، إستراتيجيات التسويق، في القرن الحادي والعشرون، دار القباء للنشر والتوزيع، مصر.
- أنطوان الناشف ، خليل الهندي، (2000)، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان.
- توفيق عبد الحكيم وآخرون، (2002)، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان.
- جبار محفوظ،(2002)، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة ، الطبعة الأولى، الجزائر.

- جبار محفوظ، (2002)، تنظيم و ادارة البورصة، دار هومة للنشر، الجزائر.
- جمال الدين محمد المرسي، (2003)، الإدارة الإستراتيجية للموارد البشرية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- جميل احمد توفيق، (1993)، أساسيات الإدارة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت.
- جويدان الجمل، (2002)، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- حسام الدين محمد السيد، (2005)، البورصة والأسهم، شركة ألف، مصر.
- حسن وفاء محمد عبد الباسط، (1996)، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر.
- حسين بن هاني، (1992)، الأسواق الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مطبعة عمار قرني، باتنة، الجزائر.
- حسين بن هاني، (2002)، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدائها المشتقة، دار الكندي للنشر، عمان.
- حسين علي خريوش وآخرون، (1999)، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ، دار زهران للنشر والتوزيع، مصر.
- خالد امين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطرد، (2006)، ادارة العمليات المصرفية المحلية و الدولية، دار وائل للنشر، الاردن.
- خضر مصباح إسماعيل الطيطي، (2013)، الإدارة الإستراتيجية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن.
- خليل الهندي انطوان الناشف، (2000)، العمليات المصرفية و السوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان .
- الداغر، محمود محمد، (2005)، الأسواق المالية :مؤسسات، أوراق ، بورصات، دار الشروق ، عمان، الاردن.
- الداوي الشيخ، (1998)، اقتصاد المؤسسة، مركز الطباعة لجامعة الجزائر.
- دريد آمل آل شبيب ، (2007)، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، عمان ، الأردن.
- رسمية قرياقص ، (1999)، أسواق المال (أسواق ، رأس المال ، المؤسسات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- رضوان وليد العمار، (1997)، أساسيات في الإدارة المالية :مدخل الى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الزبيدي حمزة ، (2004)، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن.
- الزبيدي حمزة محمود، (2001)، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن.
- زياد رمضان، (1998)، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان.
- زياد رمضان، مروان شمو، (2008)، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر.
- زياد سليم رمضان، (1997)، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة الرابعة، عمان، الأردن.
- سعاد نائف برنوطي، (2005)، إدارة الأعمال الصغيرة، دار وائل لنشر، عمان، الأردن.

- سمير عبد الحميد رضوان حسن،(2004)،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر.
- سمير عبد المجيد رضوان ، (1996)، الأسواق المالية ، دار النهار، بدون بلد النشر .
- سمير محمد عبد العزيز،(2002)، اقتصاديات إدارة النقود البنوك في إطار عالمية القرن الحادي والعشرين، مكتب عربي ، مصر.
- سمير محمد عبد العزيز،(2000)، التأجير التمويلي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر.
- سمير محمد عبد العزيز،(1997)، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية،مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، بدون بلد النشر،
- شاكر القزوينين،(2000)، محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- شعون شعون،(1993)، بورصة الجزائر، جامعة الجزائر للنشر، الجزائر.
- صالح عبد الرضا رشيد، إحسان دهش جلاب، (2007)،الإدارة الإستراتيجية، مدخل تكاملي ، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن.
- صفوت عبد السلام عوض الله،(1993)، اقتصاديات الصناعات الصغيرة، دار النهضة العربية القاهرة، مصر.
- صلاح السيد جودة ، (2000)،بورصة الأوراق المالية :علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع ، الإسكندرية،مصر،
- ضياء مجيد،(2008)، البورصات " أسواق المال و أدواتها الأسهم و السندات"،مؤسسة الجامعية،مصر.
- طارق الحاج،(2002)، مبادئ التمويل، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- طارق الله خان، حبيب أحمد، (2003)،إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية .
- طارق عبد العال حماد، (2003)، إدارة المخاطرة :أفراد، إدارات، شركات، بنوك، الدار الجامعية، مصر.
- طارق عبد العال حماد،(2002)، دليل المستثمر الى بورصة الاوراق المالية،دار الجامعية، مصر.
- طاهر حيدر حردان،(1997)،مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الطاهر لطرش،(2007)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر .
- الطاهر لطرش،(2005)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون،الطبعة الخامسة، الجزائر.
- طلعت أسعد عبد الحميد،(1998)، الادارة الفعالة لخدمات البنوك الشاملة، منشأة المعارف، مصر.
- عبد الباسط وفا حسن، (1996)، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، مصر.
- عبد الباسط وفا،(2001)، مؤسسات رأس مال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية ، مصر.
- عبد الحلیم كراجه وآخرون(2000)، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- عبد الحميد رضوان سمير، (2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر لمجامعات، مصر.
- عبد الرحمن أحمد توفيق، (2004)، اتخاذ القرارات المالية للإدارة العليا، مركز الخبرات المهنية للإدارة العليا، مصر.
- عبد الرزاق بن حبيب، (2006)، اقتصاد و تسير المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان الوطني للخدمات الجامعية، الجزائر.
- عبد السلام أبو قحف، (2005)، أساسيات الإدارة الإستراتيجية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر.
- عبد السلام محمود أبو قحف، (2003)، مقدمة في الأعمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر.
- عبد الغفار حنفي، (2001)، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، دار الجامعة، مصر.
- عبد الغفار حنفي، (2002)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.
- عبد الغفار حنفي، (1991)، الإدارة المعاصرة، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، (1997)، الأسواق والمؤسسات المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر.
- عبد الغفار حنفي، (2002/2003)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر.
- عبد الغفور عبد السلام وآخرون، (2001)، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء لنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- عبد اللطيف، أحمد سعد، (1998)، بورصة الأوراق المالية، مركز القاهرة للتعليم المفتوح، مصر.
- عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، (1999)، إدارة الائتمان، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن.
- عبد المنعم محمد مبارك، محمود يونس، (1996)، اقتصاديات النقود والصرافة والتجارة الدولية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر.
- عبد النافع الزري، غازي فرح، (2001)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن.
- عبید علي احمد حجازي، (2001)، مصادر التمويل، شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة العربية، بيروت.
- عدنان هاشم رحيم السمراي، (1997)، أساسيات في الإدارة المالية، الجامعة المفتوحة، الطبعة الثانية، طرابلس.
- عصام فهد العرييد، (2002)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، دمشق.
- عطية فياض، (1998)، سوق الأوراق المالية في الميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر.
- علي الشرقاوي، (1996)، المشتريات وإدارة المخازن، دار الجامعة، بيروت.
- علي سعد محمد داود، (2012)، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر.
- عماد العاني، (2002) اندماج الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق.
- عمر صخري، (2006)، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر.
- عمر صخري، (1993)، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي،(2002)، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول ، دار وائل، عمان.
- فلاح المومني،(2009)، ادارت المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن.
- فيصل جميل السعيدة ،نضال عبد الله فريد ،(2004)، الملخص الوجيز في الإدارة و التحليل المالي ، طبعة أولى ، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع ، عمان.
- قيصر عبد الكريم الهيبي،(2006)، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، الطبعة الأولى، دار رسلان، سوريا.
- ماهر كنج شكري، مروان عوض،(2004)، المالية الدولية العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظري و التطبيق، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن.
- مبارك بن سليمان ال فواز،(2010)، الاسواق المالية من المنظور الاسلامي، مركز النشر العلمي، الرياض.
- محسن أحمد الخضيري،(1999)، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر.
- محمد أحمد الأفندي،(2009)، النقود والبنوك، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن.
- محمد ايمن عزت الميداني،(2006)، الادارة التمويلية في الشركات ، مكتبة العبيكان ، الرياض.
- محمد شفيق، و أخرون،(بدون سنة)، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، بدون بلد نشر.
- محمد صالح الحناوي ،و أخرون،(2002)، تحليل وتقييم الأوراق المالية، دار الجامعة، الطبعة الثالثة، مصر.
- محمد صالح الحناوي ، وأخرون ،(2001)، أساسيات الإدارة المالية ، الدار الجامعة ، مصر.
- محمد صالح الحناوي ،جلال إبراهيم العيد،(2002)، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعة ، مصر.
- محمد صالح الحناوي،(2004)، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر.
- محمد صالح الحناوي،(2010)، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعة للنشر والتوزيع، مصر.
- محمد عبد الحميد عطية،(2011)، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للنشر و التوزيع، مصر.
- محمد عبده، محمد مصطفى،(1998)، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعة ،مصر.
- محمد علي العامري،(2010)، الإدارة المالية المتقدمة، دار إترء للنشر والتوزيع، الأردن.
- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات،(2006)، الاستثمار في البورصة، أسهم ، سندات، أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
- محمد كمال خليل الحمزاوي،(2000)، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر.
- محمد محمود العجلوني،(2008)، البنوك الاسلامية - أحكامها، مبادئها، تطبيقاتها المصرفية، الطبعة الثالثة، دار الميسرة، الأردن.

- محمد مطر،(1999)، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان.
- محمد مطر فايز تيم، (2005)، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الاردن.
- محمد مطر،(2004)، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة البتراء، الأردن، الطبعة الثالثة، الأردن.
- محمد مفلح عقل،(2006)، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة الجمع العربي، دار أجنادين للنشر والتوزيع.
- محمود محمد الداغر،(2005)، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن.
- محمود يونس وآخرون،(2004)، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- مصطفى كمال طه،(2000)، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- منير إبراهيم هندی، (1999)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- منير ابراهيم هندي،(2000)، الادارة المالية،مدخل تحليلي معاصر،المكتب العربي الحديث،القاهرة.
- مهدي عطية موحى الجبوري،(2002)، مؤشرات الأداء المالي الاستراتيجي، جامعة حسيبة بن بوعللي، الشلف، الجزائر.
- مؤيد سعيد السالم،(2005)، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- ناصر دادي عدون،(1998)، إقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الطبعة الثانية، الجزائر.
- ناظم محمد فوزي وآخرون،(1999)، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر،الأردن.
- نبيل جواد،(2006)، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسط، الطبعة الأولى، الجزائرية للكتاب، الجزائر.
- نجار فريد،(2004)، البورصات و الهندسة المالية،مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر.
- الهندي منير إبراهيم،(2003)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشآت المعارف، الإسكندرية، مصر.
- هوارى معراج، عمر حاج سعيد،(2013)، التمويل التاجيري المفاهيم والأسس"، دار كنوز المعرفة العلمية، عمان، الأردن.
- هوشيار معروف،(2002)، الاستثمار في الأسهم و السندات، دار الفاروق، بدون بلد النشر.
- هوشيار معروف،(2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- هيثم عجام،(2008)، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن .
- هيثم محمد الزغي،(2000)، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، مصر .
- يوسف قريشي، الياس بن ساسي،(2006)، التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان.

المجلات العلمية:

- عمار زيتوني،(2006)، مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة للتمويل البنكي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 09، مارس.

- عبد العزيز محمد عبد الرحمن وآخرون، (2007)، أنواع رأس المال، المفاهيم وطرق و التقويم، بنك السودان المركزي، مجلة المصرفي، العدد45، سبتمبر، السودان.
- مفتاح صالح، معارفي فريدة، (2010)، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
- السعيد بريش، (2007)، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة، **sofinance**، مجلة الباحث، العدد05، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- وفاء أحمد محمد، (2012)، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي، للاستثمار والتنمية، مجلة الأستاذ، العدد 201 .
- أحمد حسن، (2007)، القرض الحسن حقيقته وأحكامه، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد الأول، سوريا.
- نعمان محمول، نور الدين محرز، (2018)، تقييم الاستثمار في الاوراق المالية في ظل نظرية الحفظ، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد15، العدد02، جامعة الاغواط، جوان.
- نجدة عبد الرحمان و آخرون، (2017)، قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين "حالة مؤشرات داو جونز الإسلامية، مجلة اقتصاديات المال و الاعمال، المجلد 4، 12/20، جامعة ميلة الجزائر.

المذكرات الأطروحات

- إبراهيم محمد نايت، (2012)، آليات تمويل المنشآت الرياضية والمتابعة المالية لها (دراسة وصفية لمجموعة من المنشآت الرياضية الجزائرية)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في نظرية ومنهجية التربية البدنية والرياضية غير منشورة جامعة الجزائر3.
- بريس نورة، (2006/2005)، المشروعات الصغيرة والمتوسطة وإشكالية تمويلها، دراسة ميدانية حالة مؤسسة FERTIAL عنابة، رسالة ماجستير غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص، مالية المؤسسة، جامعة عنابة، الجزائر.
- بلجيلية سمية، (2010)، أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لمجموعة من الاسهم لشركات مسعرة في بورصة عمان لفترة1996-2006، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع تسيير المنظمات، جامعة قسنطينة، الجزائر .
- بن عمر بن حسين، (2013/2012)، فعالية الاسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و بنوك و مالية، جامعة تلمسان، الجزائر .

- بوكساني رشيد،(2006/2005)، "معوقات أسواق الأوراق العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- زاوي فضيلة،(2009/2008)، تمويل المؤسسات الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، دراسة حالة مؤسسة سونلغاز،مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر.
- سامي مباركي،(2004)، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة : الجزائر، المغرب، تونس، مذكرة مقدم ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر..
- صبودة اناس،(2009)، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة حالة القرض السندي بمؤسسة سونطراك، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة بومرداس، الجزائر.
- ليلي لولاشي،(2005)،التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، الجزائر.
- محمد بوشوشة،(2008)، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة الكوابل بسكرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص، إقتصاد وتسيير المؤسسة ، جامعة بسكرة، الجزائر.
- موسى مبارك خالد،(2013/2012)،صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة سكيكده، الجزائر.
- مونية سلطان،(2015)، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا، مذكرة دكتوراه lmd في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، جامعة بسكرة، الجزائر.
- يوسف قريشي،(2005/2004)، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، تخصص علوم التسيير، جامعة الجزائر.
- يونس كاظم الموسوي،(2009)،أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية – الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2007، "، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق.

الملتقيات و المؤتمرات

- ✓ بلوج بولعيد،(2002)، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني الأول حول " المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية"، جامعة الأغواط 8-9 أفريل.
- ✓ حسام الدين بن محمد صالح فرفور،(2007)،التمويل واستثمار الأموال في الشريعة الإسلامية،مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الثاني للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تحت شعار الصيرفة الإسلامية صيرفة استثمارية.

- ✓ رايح خوني، حساني رقية،(2003)، آفاق تمويل و ترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، "الدورة التدريبية الدولية حول :تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"، جامعة سطيف، 28/25 ماي.
- ✓ السيد الطيبي، (1989)، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية، من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع القاهرة.
- ✓ عاشور كتوش، عبد الغني حريري،(2006)، التمويل بالإئتمان الإيجاري، الإكتتاب في عقود و تقييمه-دراسة حالة الجزائر-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر والدول النامية بسكرة 21-22 نوفمبر.
- ✓ عاشور مزريق، محمد غربي،(2006)، الائتمان الإيجاري كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الملتقى الدولي حول " متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، جامعة الشلف 17-18 أبريل.
- ✓ قدي عبد المجيد، عصام بوزيد، (2009)، التمويل الإسلامي في الاقتصاد، المفهوم والمبادئ، مداخلة في الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية للنظام المصرفي الإسلامي أمودجا المركز الجامعي خميس مليانة 5-6 ماس.

القوانين

- القانون التجاري ، الكتاب الخامس، في الشركات التجارية، 2007، المواد 564-591.
- القانون التجاري الجزائري، المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 .

مواقع الانترنت

- أسواق المال المحلية، مقال متوفر على الموقع بتاريخ 2021/02/10، <https://theqa.ai/tag>

ثانيا المراجع باللغة الأجنبية:

- William J.Stanton(1989):**Fundamentals of Marketing** , N.y.McGraw-Hill book Inc .
- S.Borcieu,(2004), **Une stratégie d'action des PME sur l'environnement institutionnelle**:L'ascendance institutionnelle, 7eme congrés international Francophone en entrepreneuriat et PME 27,28et 29 Octobre.
- Ammas benhalim,(1997), **pratique des techniques**, édition dahleb.
- Sylvie coussergus,(1984), **Autofinancement**, Paris, premier édition.
- Jacques Masson(1974) **la gestion financière des entreprises** ,presses universitaires de France,prise,..
- Christian Marmuse ,(1988), **Gestion De Trésorerie** , Librairie Vuibert , Paris.

- Ammour Benhalima,(1997), **pratique de technique bancaire**, édition dahleb, Alger,
- Cris lainen,(1993), **legmandet hurbert martini ménagement des opérations de commerce international**, dunod.
- D.Yacquillat B.Solnit.(1990), **Marchés financière gestion de portefeuille et des risques**. France Dunod 2ème édi t ion.
- M- Salah,(2001), **les valeurs mobiliers (emises par les sociétés par actions)**, edik, Alger.
- Hull, J.C.(2009), Options, *Futures, and other Derivatives*,7th ed., Pearson Prentice Hall,
- Lawrenle Gitman, Michael Joelink,(2005), **Investissement et marchés financiers**, person éducation, 9ème édition, paris.
- Christian Hurson & Constantin Zoundis,(1997), **Gestion de portefeuille et analyse multicritère**, Economica, paris.

