



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

# محاضرات في مقياس المؤسسة والأسواق المالية

مخصصة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية

إعداد الدكتور/نعمان محصول

السنة الجامعية 2017 – 2018

# الفهرس

## المحتوى

أ	مقدمة.....
	الفصل الاول: المؤسسة الإقتصادية
1	تمهيد.....
1	1- مفهوم المؤسسة الإقتصادية .....
3	2- أهداف المؤسسة الإقتصادية.....
3	1-2- الأهداف الإقتصادية.....
3	2-2- الأهداف الإجتماعية.....
4	2-3- الأهداف الثقافية والرياضية .....
5	2-4- الأهداف التكنولوجية.....
5	3- تصنيفات المؤسسة الإقتصادية .....
5	1-3- المعيار الإقتصادي.....
5	3-1-1- المؤسسات الصناعية.....
6	3-1-2- المؤسسات الفلاحية.....
6	3-1-3- المؤسسات التجارية.....
6	3-1-4- المؤسسات المالية.....
6	3-1-5- مؤسسات الخدمات.....
6	3-2- معيار الملكية.....
6	3-2-1- المؤسسات العمومية .....
6	3-2-2- المؤسسات الخاصة.....
6	3-2-3- المؤسسات المختلطة.....
7	3-3- المعيار القانوني.....
7	3-3-1- مؤسسات فردية.....
7	3-3-2- الشركات.....

## الفهرس

12	4-3- معيار الحجم.....
13	3-4-1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
15	3-4-2- المؤسسات الكبيرة.....
16	4- وظائف المؤسسة الاقتصادية.....
16	4-1- الوظيفة المالية.....
17	4-2- وظيفة التمويل.....
18	4-3- وظيفة الإنتاج.....
19	4-4- وظيفة الموارد البشرية.....
20	4-5- وظيفة التسويق.....
21	5- المؤسسة الاقتصادية والمحيط.....
22	5-1- المحيط الخارجي.....
23	5-2- المحيط الداخلي.....
24	6- الإحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية.....
25	6-1- الإحتياجات المالية في طور التأسيس أو الإنشاء.....
25	6-1-1- رأس مال الأولي (التأسيسي).....
25	6-1-2- تمويل الإنطلاق الفعلي للمشروع.....
26	6-1-3- الإحتياجات المالية في طور النمو.....
26	6-2- الإحتياجات المالية في مرحلة النمو الثانية للمنشأة.....
26	6-3- الإحتياجات المالية في مرحلة التوسع.....
27	6-4- الإحتياجات المالية في مرحلة النضج.....
27	6-5- الإحتياجات المالية في مرحلة الإنحدار.....
27	7- علاقة المؤسسة بالأسواق المالية.....
29	7-1- مجال التمويل.....
29	7-2- مجال الاستثمار.....

29	..... خلاصة
	<b>الفصل الثاني : الأسواق المالية</b>
30	..... تمهيد
30	<b>1- الوساطة المالية.....</b>
30	1-1- العلاقة المالية المباشرة.....
31	1-2- مفهوم الوساطة المالية.....
32	1-3- التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.....
33	1-3-1- التمويل المباشر.....
33	1-3-2- التمويل غير المباشر.....
34	<b>2- مفهوم الأسواق المالية.....</b>
35	<b>3- وظائف الأسواق المالية.....</b>
35	3-1- تعبئة المدخرات المالية.....
36	3-2- توفير التمويل.....
36	3-3- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة.....
36	3-4- أداة للحد من معدلات التضخم في الإقتصاد.....
36	3-5- أداة غير رسمية للرقابة على كفاءة المؤسسات.....
36	3-6- أداة ومؤشر للحالة الإقتصادية.....
37	<b>4- أنواع الأسواق المالية.....</b>
38	4-1- سوق النقد.....
38	4-1-1- مفهوم سوق النقد.....
39	4-1-2- خصائص سوق النقد.....
40	4-1-3- أهمية سوق النقد.....
40	4-1-4- مكونات السوق النقدي.....
41	4-2- سوق رأس المال.....

## الفهرس

41	..... 4-2-1- مفهوم سوق رأس المال
42	..... 4-2-2- أهمية سوق رأس المال
43	..... 4-2-3- خصائص سوق رأس المال
44	..... 4-2-4- تقسيمات سوق رأس المال
49	..... 5- تنظيم وسير الأسواق المالية
49	..... 5-1- تنظيم سوق الأوراق المالية
49	..... 5-1-1- لجنة تنظيم سوق الأوراق المالية
50	..... 5-1-2- شركة تسيير القيم المنقولة
50	..... 5-2- المتدخلون في سوق الأوراق المالية
50	..... 5-2-1- الوسطاء الماليون
51	..... 5-2-2- الجمهور
51	..... 5-2-3- المستثمرون المؤسسيون
51	..... 5-2-4- المؤسسات الصناعية والتجارية
51	..... 5-2-5- الدولة
51	..... 5-3- أوامر سوق الأوراق المالية
52	..... 5-3-1- أوامر السوق
52	..... 5-3-2- أوامر محددة للسعر
52	..... 5-3-3- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ
52	..... 5-3-4- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ
53	..... 5-3-5- أوامر حسب مقتضى الأحوال
53	..... 5-4- التسعير في سوق الأوراق المالية
53	..... 5-4-1- التسعير بالمناداة
54	..... 5-4-2- التسعير بالأدراج
54	..... 5-4-3- التسعير بالصندوق

54	.....التسعير بالمقابلة.4-4-5
55	.....Fixing.5-4-5
55	.....كفاءة الأسواق المالية.6
55	.....مفهوم كفاءة الأسواق المالية.1-6
56	.....متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية.2-6
57	.....مستويات كفاءة الأسواق المالية.3-6
58	.....خلاصة.

### الفصل الثالث : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

59	.....تمهيد
59	.....1- الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.
59	.....1-1- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.
59	.....2-1- أذن الخزينة.
60	.....3-1- الأوراق التجارية.
60	.....4-1- الكمبيالات المصرفية.
61	.....5-1- اتفاقيات إعادة الشراء.
61	.....6-1- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي.
62	.....7-1- قرض الدولار الأوروبي.
62	.....2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.
62	.....1-2- الأسهم العادية.
63	.....1-1-2- حقوق المساهمين العاديين.
65	.....2-1-2- أنواع جديدة للأسهم العادية.
65	.....2-2- الأسهم الممتازة.
65	.....1-2-2- الاختلاف بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

## الفهرس

66	..... 2-2-2- أنواع الأسهم الممتازة
68	..... 3-2- السندات
68	..... 1-3-2- خصائص السندات
69	..... 2-3-2- أنواع السندات
72	..... 4-2- المشتقات المالية
72	..... 1-4-2- مفهوم المشتقات المالية
73	..... 2-4-2- أهمية المشتقات المالية
73	..... 3-4-2- أنواع أسواق المشتقات المالية
74	..... 4-4-2- المتعاملون بالمشتقات المالية
75	..... 5-4-2- مخاطر المشتقات المالية
76	..... 6-4-2- أنواع المشتقات المالية
83	..... خلاصة

### الفصل الرابع: الإستثمار محفظة الأوراق المالية

84	..... تمهيد
84	..... 1- الإستثمار في الأوراق المالية
84	..... 1-1- مفهوم الإستثمار
85	..... 2-1- عائد الإستثمار في الأوراق المالية
85	..... 1-1-1- تعرف العائد وأنواعه
86	..... 2-2-1- العائد الفعلي
92	..... 3-2-1- العائد المتوقع
93	..... 4-2-1- العائد المطلوب
94	..... 3-1- مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية
94	..... 1-3-1- مفهوم المخاطرة
94	..... 2-3-1- أنواع المخاطر
95	..... 3-3-1- مصادر المخاطر الكلية

## الفهرس

97	1-3-4- قياس مخاطر الاستثمارات الفردية.....
99	2- مفهوم محفظة الأوراق المالية/المحفظة المثلى.....
99	3- تسيير محفظة الأوراق المالية.....
100	3-1- مكونات محفظة الأوراق المالية.....
100	3-2- أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية.....
100	3-3- خطوات تسيير محفظة الأوراق المالية.....
101	3-3-1- تحديد أهداف تكوين وتسيير محفظة الأوراق المالية.....
101	3-3-2- التحليل والتنبؤ بظروف البيئة الخارجية.....
103	3-3-3- وضع سياسات تسيير محفظة الأوراق المالية.....
105	3-4- التنفيذ، المتابعة والتقييم.....
105	3-4- عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.....
105	3-4-1- العائد المتحقق للمحفظة.....
106	3-4-2- العائد المتوقع من محفظة الأوراق المالية.....
106	3-5- مخاطر الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وكيفية قياسها.....
107	3-5-1- الانحراف المعياري لعائد المحفظة.....
109	3-5-2- بيتا للمحفظة.....
110	4- إستراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية.....
110	4-1- التنويع بناء على جهة الإصدار.....
110	4-1-1- التنويع الساذج.....
111	4-1-2- تنويع ماركويتز.....
112	4-2- تنويع تواريخ الاستحقاق.....
112	4-2-1- الأسلوب الهجومي.....
113	4-2-2- تدرج تواريخ الاستحقاق.....
113	4-2-3- توزيع الاستثمارات بين الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل.....
114	خلاصة.....
115	خاتمة.....



# الفهرس

---

قائمة المراجع المعتمدة

## مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية الهيكل القائم والمحرك الأساسي لكل نشاط اقتصاد باعتبارها النواة الأساسية فيه، حيث تمارس نشاطها وسط محيط تختلف مميزاته من مجتمع إلى آخر ومن وقت إلى آخر، ولضمان استمرارية هذه الأخيرة ونموها وتحقيق استراتيجيتها لا بد من توفير مصادر التمويل التي تعتبر عصب الحياة الاقتصادية لها، فتعمل المؤسسة جاهدة على تغطية احتياجاتها المالية عن طريق مواردها الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي، فعدم كفاية هذه الموارد يحتم عليها اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية سواء كانت حقوق ملكية أو استدانة، هذه الأخيرة تتطلب شروط عديدة لتحقيقها ودراسة مسبقة لتحديد المزيج التمويلي الأمثل.

وتعد الأسواق المالية من القطاعات الهامة التي تؤدي دورا تمويليا هاما في النشاط الاقتصادي من خلال توفير كل الإحتياجات المالية والتمويلية لمختلف المؤسسات الاقتصادية، حيث تلجأ المؤسسات إلى الأسواق المالية من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع، كما تتدخل المؤسسات في الأسواق المالية عن طريق توظيف إمكانياتها المالية.

وتهدف هذه المطبوعة حول المؤسسة والأسواق المالية الموجهة لطلبة الإدارة المالية، إلى تعريف الطالب بالمؤسسة الاقتصادية وعلاقة هذه الأخيرة بالأسواق المالية، حيث جاءت في أربعة فصول.

الفصل الأول خصص لدراسة المفاهيم المتعلقة بالمؤسسة من حيث: المفهوم، الوظائف تصنيفات المؤسسة الاقتصادية، المؤسسة الاقتصادية والمحيط، مع عرض الإحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية وعلاقة المؤسسة بالأسواق المالية. أما الفصل الثاني فخصص لدراسة الأسواق المالية حيث تضمن: مفهوم، وظائف، أنواع الأسواق المالية، تنظيم وسير الأسواق المالية وكفاءة الأسواق المالية. كما تطرق الفصل الثالث إلى الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، لكل من سوق النقد وسوق رأس المال. في حين تناول الفصل الرابع الإستثمار في محفظة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى الإستثمار في الأوراق المالية، مفهوم المحفظة/المحفظة المثلى، تسيير محفظة الأوراق المالية واستراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية.

وحرصا من المؤلف أن يكون هذا العمل في متناول جميع الطلبة، جاء عرض محتويات هذه المطبوعة بأسلوب بسيط خالي من التعقيد، حيث يتمكن الطالب بالإلمام بمختلف الجوانب المتعلقة بالمؤسسة والأسواق المالية.

# الفصل الأول

## المؤسسة الإقتصادية

## تمهيد

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية في اقتصاد أي دولة، حيث تمثل الأداة الرئيسية لإحداث التنمية في أي بلد كان، ولهذا كانت محور المفكرين والباحثين الاقتصاديين، ولضمان استمرارية هذه الأخيرة ونموها وتحقيق استراتيجيتها لا بد من توفير مصادر التمويل التي تعتبر عصب الحياة الاقتصادية، فتعمل المؤسسة جاهدة لتغطية حاجاتها المالية عن طريق مواردها الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي، وعدم كفاية هذه الموارد يحتم عليها اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية سواء كانت حقوق ملكية أو استدانة.

و تعد القروض البنكية واللجوء إلى الأسواق المالية من أهم مصادر التمويل الخارجية للمؤسسة، فالأسواق المالية هي محور دراستنا في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، حيث يمكن بداية وقبل التعرض بالتفصيل لهذه الأسواق تناول في هذا الفصل كل من: مفهوم المؤسسة الاقتصادية، أهداف المؤسسة الاقتصادية، تصنيفات المؤسسة الاقتصادية، وظائف المؤسسة الاقتصادية، المؤسسة الاقتصادية والمحيط، الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية وأخيرا علاقة المؤسسة بالأسواق المالية.

## 1- مفهوم المؤسسة الاقتصادية

إن عملية إعطاء ووضع تعريف موحد وواضح للمؤسسة الاقتصادية يعتبر أمر بالغ الصعوبة، فقد تعددت وتباينت آراء الاقتصاديين حول مفهوم المؤسسة الاقتصادية، وهناك جملة من الأسباب التي أدت إلى عدم الوقوف على تعريف موحد للمؤسسة الاقتصادية أهمها<sup>1</sup>:

- التطور المستمر الذي شهدته 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 أمكنة مختلفة مثل المؤسسات المتعددة الجنسيات والاحتكارات.
- اختلاف الاتجاهات الاقتصادية والإيديولوجية، حيث أدى اختلاف نظرة الاقتصاديين في النظام الاشتراكي إلى المؤسسة عن نظرة الرأسماليين إلى إعطاء تعريفات تختلف بينهما.

<sup>1</sup> - د. ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الطبعة الثانية، 1998، صص (8،9).

ومن هنا جاءت تعاريف شاملة تشمل مختلف أنواع المؤسسات، سواء من ناحية الأنظمة الاقتصادية أو نوعية النشاط والأهداف، نذكر منها:

- المؤسسة وحدة منظمة تتضافر فيها جميع الإمكانيات المالية والمادية والبشرية من أجل استخراج ، تحويل ، نقل وتوزيع الثروات، السلع والخدمات من أجل بلوغ الأهداف المسطرة<sup>1</sup>.
- 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، وتبعا لحجم ونوع نشاطه<sup>2</sup>.
- المؤسسة الاقتصادية هيكل اجتماعي وعمل اقتصادي تتمتع بخائص إقتصادية، ويمكن وصفها كنظام مفتوح لأنها:

- مكونة من أقسام مستقلة مجمعة حسب هيكل خاص بها.
- تملك حدود تمكنها من تحديدها، وتفصلها عن البيئة الخارجية.
- هي نظام مفتوح لأنها تتكيف بوعي مع تغيرات البيئة بفعل القرارات المتخذة من طرف مسيريهها وبواسطة نشاطات أعضائها<sup>3</sup>.

وتتميز المؤسسة بعدة خصائص نذكر منها ما يلي<sup>4</sup>:

- 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 أهدافا معينة تسعى إلى تحقيقها.

<sup>1</sup> - Bouyacoub Farouk, l'entreprise et le financement bancaire, casabah édition , Alger, 2000, p37.

<sup>2</sup> - د. ناصر داداي عدون، مرجع سبق ذكره، ص10.

<sup>3</sup> - Lui. Michel, Approche socio-technique de l'organisation, paris, organization, 1983, p61.

<sup>4</sup> - د. عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2006، صص (25، 26).

- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الإعتمادات أو عن طريق الإيرادات الكلية أو عن طريق القروض أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف.
- لا بد ان تستجيب المؤسسة للتغيرات البيئية وتتماشى مع هذه التغيرات وتتكيف معها.

## 2- أهداف المؤسسة الاقتصادية

يسعى مؤسسو المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق عدة أهداف، تختلف وتتعدد حسب اختلاف أصحاب المؤسسة وطبيعة وميدان نشاط المؤسسة، ونستطيع تلخيص هذه الأهداف فيما يلي<sup>1</sup>:

**2-1- الأهداف الاقتصادية:** يمكن تحديد عدد من الأهداف التي تدخل ضمن مجال الأهداف الاقتصادية فيما يلي:

**أ- تحقيق الربح:** إن استمرار المؤسسة في الوجود لا يمكن أن يتم إلا إذا استطاعت أن تحقق مستوى أدنى من الربح، 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.

**ب- تحقيق متطلبات المجتمع:** إن تحقيق المؤسسة لنتائجها يمر عبر عملية تصريف أو بيع إنتاجها المادي والمعنوي لتغطية تكاليفها ، وعند القيام بعملية البيع فهي تغطي طلبات المجتمع الموجودة به سواء على المستوى المحلي أو الدولي، لذلك يمكن القول أن المؤسسة الاقتصادية تحقق هدفين في نفس الوقت، تغطية متطلبات المجتمع وتحقيق الربح.

**ج- عقلنة الإنتاج:** يتم ذلك بالاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجيتها بواسطة التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع، بالإضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ هذه الخطط أو البرامج، وبذلك تسعى المؤسسة إلى تفادي الوقوع في مشاكل اقتصادية ومالية لأصحابها من جهة والمجتمع من جهة أخرى.

**2-2- الأهداف الاجتماعية:** إضافة إلى الأهداف الاقتصادية تسعى المؤسسة إلى تحقيق أهداف أخرى ذات طابع اجتماعي، والتي تتمثل فيما يلي:

<sup>1</sup> - د. ناصر داداي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص(17-20).

أ- ضمان مستوى مقبول من الأجور: يعتبر العمال في المؤسسة من المستفيدين الأوائل من نشاطها حيث يتقاضون أجرا مقابل عملهم ، ويعتبر هذا المقابل حقا مضمونا قانونيا وشرعيا، إذ يعتبر العمال العنصر الحيوي في المؤسسة، إلا أن هذه الأجور تتراوح بين الإنخفاض و الإرتفاع حسب طبيعة المؤسسة وطبيعة النظام الاقتصادي السائد، وغالبا ما تحدد قوانين من طرف الدولة تضمن للعامل مستوى من الأجر يسمح له بتلبية الحاجات والحفاظ على بقائه، وهذا ما يسمى بالأجر الأدنى المضمون.

ب- إقامة أنماط استهلاكية معينة: تقوم المؤسسة الاقتصادية عادة بالتصرف في العادات الاستهلاكية 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 صالحه أحيانا، إلا أنه غالبا ما تكون في صالح المؤسسات.

ج- الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال: تتوفر داخل المؤسسة علاقات مهنية واجتماعية بين أشخاص، قد تختلف مستوياتهم العلمية وانتماءاتهم الإجتماعية و السياسية، إلا أن دعوتهم إلى التفاهم والتماسك هو الوسيلة الوحيدة لضمان الحركة المستمرة للمؤسسة وتحقيق أهدافها.

د- توفير تأمينات ومرافق للعمال: تعمل المؤسسات على توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي، والتأمين ضد حوادث العمل وكذلك التقاعد، كما ،أنها تخصص مساكن وظيفية لعمالها، بالإضافة إلى المرافق العامة مثل تعاونيات الاستهلاك والمطاعم...الخ.

2-3- الأهداف الثقافية والرياضية: في إطار ما تقدمه المؤسسة للعمال، نجد الجانب التكويني والترفيهي، حيث يشمل:

أ- توفير وسائل ترفيهية وثقافية: تعمل المؤسسات على استفاد عمالها من وسائل الترفيه والثقافة، نظرا لما لهذا الجانب من تأثير على مستوى العامل الفكري والرضا الوظيفي.

ب- تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى: مع التطور السريع الذي تشهده وسائل الإنتاج وزيادة تعقيدها، فإن المؤسسة تجد نفسها مجبرة على تدريب عمالها الجدد و رسكلة القدامى على الآلات الجديدة، والطرق الحديثة للإنتاج.

ج- تخصيص أوقات للرياضة: تعمل المؤسسات على اتباع طريقة في العمل تسمح للعمل بمزاولة نشاط رياضي في زمن محدد، هذا بالإضافة إلى إقامات مهرجانات للرياضة العمالية، مما يجعل العامل يحتفظ بصحة جيدة ويتخلص من الملل، حيث يعتبر ذلك مفيد في الاستعداد للعمل والتحفيز ودفع الإنتاج والإنتاجية في المؤسسة.

## 2-4- الأهداف التكنولوجية: تؤدي المؤسسة دورا هاما في الميدان التكنولوجي يتمثل في:

أ- البحث والتنمية: مع التطور الحاصل في المؤسسات عمدت هذه الأخيرة على توفير إدارة أو مصلحة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ تزداد أهمية لتصل إلى نسبة عالية من الأرباح، ويمثل هذا النوع من البحث نسبة عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة، حيث تتنافس المؤسسات فيما بينها للوصول إلى أحسن طريقة إنتاجية و أحسن وسيلة، مما يؤدي إلى التأثير على الإنتاج ورفع المردودية الإنتاجية فيها.

ب- مساندة سياسات الدولة: تؤدي المؤسسة دورا مساند للسياسة القائمة في البلاد في مجال البحث والتطوير التكنولوجي، نظرا لما تمثله المؤسسات من وزن في مجموعها وخاصة الضخمة منها.

## 3- تصنيفات المؤسسة الاقتصادية

تصنف المؤسسات حسب عدة معايير ومن أهمها:

3-1-المعيار الاقتصادي: يمكن تصنيف المؤسسات حسب المعيار الاقتصادي أي تبعا للنشاط الاقتصادي التي تمارسه إلى:

3-1-1- المؤسسات الصناعية: 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 و طاقة وغيرها وهي ما يدعى بالصناعات الإستخراجية، كذلك مؤسسات صناعة التجهيزات ووسائل الإنتاج المختلفة المستعملة في مجمل القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى مؤسسات الصناعات الاستهلاكية بشكل عام<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - د.ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص71.



**3-1-2-المؤسسات الفلاحية:** وهي المؤسسات التي تهتم بزيادة إنتاجية الأرض أو استصلاحها، وتقوم هذه

المؤسسات بتقديم ثلاثة أنواع من الإنتاج وهو الإنتاج النباتي والإنتاج الحيواني والإنتاج السمكي<sup>1</sup>.

**3-1-3-المؤسسات التجارية:** وهي المؤسسات التي تهتم بالنشاط التجاري، حيث تعمل على شراء البضائع

وإعادة بيعها على حالها دون إدخال أي تغيير عليها.

**3-1-4-المؤسسات المالية:** وهي المؤسسات التي تقوم بالنشاط المالي الذي ينحصر أساسا في تمويل

المؤسسات الاقتصادية كالبنوك التجارية وبنوك الأعمال وشركات التأمين.

**3-1-5-مؤسسات الخدمات:** وهي المؤسسات التي تقدم خدمات معينة، كمؤسسات النقل، البريد

والمواصلات... الخ

**3-2- معيار الملكية:** يمكن تصنيف المؤسسات حسب معيار الملكية إلى ما يلي:

**3-2-1-المؤسسات العمومية(العامة):** وهي مؤسسات رأسمالها ملك للدولة، يكون التسيير فيها بواسطة

شخص أو أشخاص تختارهم الجهة الوصية، ويجب التمييز بين نموذجين من هذه المؤسسات<sup>2</sup>:

أ- **مؤسسات تابعة للوزارات:** وتدعى بالمؤسسات الوطنية، وتأخذ أحجاما معتبرة، وهي تخضع للمركز مباشرة أي

لإحدى الوزارات وهي صاحبة إنشائها، والتي تقوم بمراقبة تسييرها بواسطة عناصر تعينها، تقدم إليها تقارير دورية

عن نشاطها ونتائجها.

ب- **مؤسسات تابعة للجماعات المحلية:** تنشئ هذه المؤسسات في البلدية أو الولاية، وتكون ذات أحجام صغيرة

أو متوسطة، ويشرف عليها منشئها عن طريق إدارتها، وتحبذ عادة مجال النقل والبناء أو الخدمات العامة.

**3-2-2-المؤسسات الخاصة:** وهي جميع المؤسسات التي تعود ملكيتها للفرد أو مجموعة أفراد(شركات

أشخاص أو شركات أموال)<sup>3</sup>.

**3-2-3-المؤسسات المختلطة:** وهي تلك المؤسسات التي تشترك الدولة أو إحدى هيئتها مع الأفراد أو

المؤسسات الأخرى في ملكيتها، مع العلم أن تنظيم هذا النوع من المؤسسات يخضع كذلك لعدة ضوابط تحدده

تشريعات وأحكام خاصة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - د. عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص 30.

<sup>2</sup> - د. ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص (51، 50).

<sup>3</sup> - د. إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص 13.

**3-3-3 المعيار القانوني:** طبقا لهذا المعيار يمكن تصنيف المؤسسات حسب الشكل التالي:

**3-3-1- مؤسسات فردية:** وهي المؤسسات التي يمتلكها شخص واحد أو عائلته، ولهذا النوع من المؤسسات مزايا أهمها<sup>2</sup>:

- السهولة 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 واتخاذ 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.

**3-3-2- 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"، وهذا النص مستمد من القانون المدني الفرنسي.

وتقسم الشركات من حيث طبيعة العمل الذي تقوم به إلى شركات مدنية وشركات تجارية، وتقسم الشركات التجارية بدورها ومن حيث قيامها على الاعتبار الشخصي أو المالي إلى شركات أشخاص وشركات أموال، وشركات ذات طبيعة مختلطة.

**أ- شركات الأشخاص:** وهي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي، أي على الثقة المتبادلة بين الشركاء، وتتكون أساسا من عدد قليل من الأشخاص يعرف بعضهم بعضا ويثق كل منهم بالآخر، وتجمعهم في الغالب

<sup>1</sup> - أحمد طرطار، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص17.

<sup>2</sup> - د. عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص26.

صلة القرابة أو الصداقة أو امتهان نفس الأعمال التجارية، وينجم عن هذه الأهمية للاعتبار الشخصي للشركاء بعض النتائج منه عدم جواز تنازل الشريك عن حصته للغير إلا بإجماع الشركاء لأن المتنازل له قد لا يحظى بثقة باقي الشركاء، كما تؤدي وفاة أحد الشركاء أو الحجر عليه أو إفلاسه أو خروجه من الشركة إلى حل الشركة، وتعد شركة التضامن النموذج الأمثل لهذا النوع من الشركات.

وتشمل شركات الأشخاص شركة التضامن وشركة التوصية البسيطة وشركة المحاصة، حيث حدد القانون التجاري الجزائري الأشكال القانونية لهذه الشركات كما يلي:

- **شركة التضامن**<sup>1</sup>: تنشئ شركة التضامن من طرف شخصين أو أكثر بقصد مزاولة نشاط ذي طبيعة تجارية. وللشركاء بالتضامن صفة التاجر وهم مسؤولون من غير تحديد وبالتضامن عن ديون الشركة، يتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء أو من اسم أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة " وشركائهم"، وتعود إدارة الشركة لكافة الشركاء مالم يشترط في القانون الأساسي على خلاف ذلك، ويجوز أن يعين في القانون الأساسي للشركة مدير أو أكثر من الشركاء أو غير الشركاء، أو ينص على هذا التعيين بموجب عقد لاحق.

وفي شركة التضامن لا يجوز أن تكون حصص الشركاء ممثلة في سندات قابلة للتداول ولا يمكن إحالتها إلا برضا جميع الشركاء، ويعتبر كل شرط مخالف لذلك، كأنه لم يكن، وتنتهي الشركة بوفاة أحد الشركاء مالم يكن هناك شرط مخالف في القانون الأساسي، كما أنه في حالة إفلاس أحد الشركاء أو منعه من ممارسة مهنته التجارية أو فقدان أهليته، تنحل الشركة ما لم ينص القانون الأساسي على استمرارها أو يقرر باقي الشركاء ذلك بإجماع الأراء.

- **شركات التوصية البسيطة**<sup>2</sup>: تطبق الأحكام المتعلقة بشركات التضامن على شركات التوصية البسيطة مع مراعاة خصوصية هذه الأخيرة، حيث يسري على الشركاء المتضامنين، القانون الأساسي للشركاء بالتضامن، ويلتزم الشركاء الموصون بديون الشركة فقط في حدود قيمة حصصهم التي لا يمكن أن تكون على شكل تقديم عمل.

<sup>1</sup> - القانون التجاري، الكتاب الخامس: في الشركات التجارية، 2007، المواد (551-563).

<sup>2</sup> - المرجع السابق، المواد (563 مكرر-563 مكرر (10)).

يتألف عنوان الشركة من أسماء كل الشركاء المتضامنين أو من اسم أحدهم أو أكثر متبوع في كل الحالات بعبارة "وشركاؤهم"، وإذا كان عنوان الشركة يتألف من اسم شريك موصل، فيلتزم هذا الأخير من غير تحديد وبالتضامن بديون الشركة.

تستمر الشركة، رغم وفاة شريك موصل، وإذا اشترط أنه رغم وفاة أحد الشركاء المتضامنين، فإن الشركة تستمر مع ورثته، فإن هؤلاء يصبحون شركاء موصين إذا كانوا قصرا غير راشدين، إذا كان المتوفى هو الشريك المتضامن الوحيد وكان ورثته كلهم قصرا غير راشدين، يجب تعويضه بشريك متضامن جديد أو تحويل الشركة في أجل سنة ابتداء من تاريخ الوفاة، وإلا حلت الشركة بقوة القانون عند انقضاء هذا الأجل. كما تحل الشركة في حالة الإفلاس أو التسوية القضائية لأحد الشركاء المتضامنين أو المنع من ممارسة مهنة تجارية أو عدم قدرة أحد الشركاء المتضامنين، غير أنه عند وجود شريك متضامن أو أكثر، يمكن للشركاء أن يقرروا في هذه الحالة بالإجماع استمرار الشركة فيما بينهم.

- **شركة المحاصة:** يتم تأسيس شركات المحاصة بين شخصين طبيعيين أو أكثر، تتولى إنجاز عمليات تجارية، ولا تكون شركة المحاصة إلا في العلاقات الموجودة بين الشركاء ولا تكتشف للغير، فهي لا تتمتع بالشخصية المعنوية ولا تخضع للإشهار ويمكن إثباتها بكل الوسائل، يتفق الشركاء بكل حرية على موضوع الفائدة أو شكلها أو نسبتها وعلى شروط شركة المحاصة، كما لا يمكن تمثيل حقوق الشركاء بسندات قابلة للتداول<sup>1</sup>.

ب- **شركات الأموال (المساهمة):** وهي الشركات التي تقوم أساسا على 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<sup>2</sup>:

شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصصهم، ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة (7)، لكن فيما يخص شرط عدد الشركاء السبعة، فهو لا

<sup>1</sup> - المرجع السابق، المواد، (795 مكرر 1- 795 مكرر 5).

<sup>2</sup> - المرجع السابق، المواد (592-715 مكرر 19).

يطبق على الشركات ذات رؤوس أموال عمومية. يطلق على شركة المساهمة تسمية الشركة، ويجب أن تكون مسبوقة أو متبوعة بذكر شكل الشركة ومبلغ رأسمالها، ويجوز إدراج اسم شريك واحد أو أكثر في تسمية الشركة. يجب أن يكون مقدار رأس مال شركة المساهمة خمسة (5) 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 على الأقل ومن اثني عشر عضواً على الأكثر، تنتخب الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العامة العادية القائمين بالإدارة، وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن يتجاوز ذلك ست (6) سنوات، وينتخب مجلس الإدارة من بين أعضائه رئيساً شريطة أن يكون شخصاً طبيعياً و يحدد مجلس الإدارة أجره، يتولى رئيس مجلس الإدارة تحت مسؤوليته الإدارة العامة للشركة ويمثل الشركة في علاقاتها مع الغير.

تتخذ الجمعية العامة غير العادية قرار حل شركة المساهمة الذي يتم قبل حلول الأجل، كما يجوز للمحكمة أن تتخذ قرار حل الشركة، بناء على طلب كل معني إذا كان عدد المساهمين قد خفض إلى أقل من الحد الأدنى القانوني منذ أكثر من عام.

**ج- الشركات المختلطة:** وهي الشركات التي تقوم على الاعتبار المالي و الاعتبار الشخصي في نفس الوقت، وبالتالي فهي تجمع بين خصائص شركات الأموال وشركات الأشخاص، وتشمل الشركات المختلطة ، الشركة ذات المسؤولية المحدودة و شركة التوصية بالأسهم. حيث حدد القانون التجاري الجزائري الأشكال القانونية لهذه الشركات كما يلي:

- **الشركات ذات المسؤولية المحدودة<sup>1</sup>:** تؤسس الشركة ذات المسؤولية المحدودة من شخص واحد أو عدة أشخاص لا يتحملون الخسائر إلا في حدود ما قدموا من حصص، وإذا كانت الشركة ذات المسؤولية المحدودة لا تضم إلا شخصاً واحداً " كشريك واحد" تسمى هذه الشركة " مؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة ".

<sup>1</sup> - المرجع السابق، المواد (564-591).

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 منها أي " ش د م " وبيان 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، 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.

ونضرا 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، وإذا أصبحت الشركة مشتملة على أكثر من عشرين شريكا وجب تحويلها إلى شركة مساهمة في أجل سنة واحدة، وعند عدم ذلك تتحل 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 بالأسهم**<sup>1</sup>: تؤسس شركة التوصية بالأسهم التي يكون رأسمالها مقسما إلى أسهم بين شريك متضامن أو أكثر له صفة تاجر ومسؤول 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(3) ولا يذكر أسمهم في اسم الشركة، تطبق القواعد المتعلقة بشركات التوصية البسيطة وشركات المساهمة (باستثناء الجزء الخاص بإدارة شركة المساهمة وتسييرها) على شركات التوصية بالأسهم.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، المواد (715 ثالثا - 715 ثالثا10).

يقتضي تعديل القانون الأساسي في حالة شركة التوصية بالأسهم موافقة كل الشركاء المتضامنين و لأغلبية ثلثي رأس مال الشركاء الموصين، كما يمكن بموافقة أغلبية الشركاء المتضامنين أن تقرر الجمعية غير العادية تحويل شركة التوصية بالأسهم، إلى شركة مساهمة أو شركة ذات مسؤولية محدودة.

### 3-4- معيار الحجم

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

أ- **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. ويمكن تقسيم هذه المعايير إلى:

- عدد العمال: يشير إلى عدد الأفراد المستخدمين في المؤسسة، ويعتبر من أكثر المعايير انتشارا واستخداما على المستوى العالمي.

- حجم الإنتاج: وفي هذه الحالة يعتمد على الإنتاج السنوي للتمييز بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة.

- القيمة المضافة: يقصد بالقيمة المضافة صافي إنتاج المؤسسة بعد استبعاد قيمة المستلزمات الوسيطة المشتركة من الغير، وهذا يصلح في مجال النشاط الصافي أي يمكن حساب قيمة الإنتاج، الخامات الداخلة في الإنتاج.

- رأس المال المستثمر: ويعتبر من أحد المعايير الشائعة في تحديد حجم المؤسسة لأنه يمثل عنصر هام في تحديد الطاقة الإنتاجية للمؤسسة.

- رقم الأعمال: يعتبر رقم الأعمال من المعايير الحديثة والمهمة لمعرفة قيمة وأهمية المؤسسات وتصنيفها من حيث الحجم، ويستخدم لقياس مستوى نشاط المؤسسة وقدراتها التنافسية.

ب- **معايير نوعية:** إن عدم قدرة المعايير الكمية لوحدها على تحديد حجم المؤسسات، جعل الباحثين الإقتصاديين يدرجون معايير أخرى، من شأنها الأخذ بعين الاعتبار عدة أمور أكثر تعقيدا ومتناسبة فيما بينها، نذكر منها ما يلي:

- الحصة السوقية: يعتبر السوق المآل النهائي لإنتاج المؤسسة وعليه فإن حصة المؤسسة من السوق قد تعطي صورة عن قوتها ومدى تحكمها فيه، حيث تعتبر المؤسسة التي تمتلك حصة كبيرة في السوق ر 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 بضيقها، ولا تستطيع أن تفرض أي نوع من الإحتكار في السوق عكس المؤسسات الكبرى التي يمكن أن تفرض حالة من الإحتكار لضخامة رأس مالها وكبر حجم إنتاجها وحصتها السوقية.

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

- طبيعة النشاط: طبيعة النشاط الممارس هو الذي يحدد حجم المؤسسة، فبعض أنواع الصناعات الخفيفة لا تتطلب حجم كبير من رؤوس الأموال ولا عددا كبيرا من اليد العاملة، كالصناعات الحرفية والتقليدية التي يكفي سير عملها ورشة صغيرة، كما توجد صناعات تتطلب رؤوس أموال ضخمة وآلات ومعدات استثمارية ضخمة، كما هو الحال في صناعة السيارات والصناعات البترولية.

**3-4-1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** يختلف تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بلد إلى آخر حسب المعايير المستخدمة لتعريفها ولتباين المؤشرات الاقتصادية، لذا فإنه من الضروري تكييف هذه المعايير مع خصوصيات النظام الاقتصادي السائد في ذلك البلد. فالتعريف يكون إما معتمدا بنص قانوني مثل الجزائر، أو تعريفا إداريا مثل ألمانيا الغربية، ومن التعاريف ما هو متفق عليه من طرف منظمات دولية.

ويعرف الاتحاد الأوروبي ممثلا في اللجنة الأوروبية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها " مؤسسات مستقلة تأخذ أي شكل قانوني، تمارس نشاطا اقتصاديا، تشغل على الأكثر 250 شخصا، لا يتجاوز رقم أعمالها 50 مليون



يورو أو مجموع ميزانيتها 47 مليون يورو<sup>1</sup>، وقد جاء في تقرير للمجلس الوطني والاجتماعي CNES، أن تعريف المشرع الجزائري مأخوذ من تعريف الاتحاد الأوروبي لسنة 1996<sup>2</sup>.

وعليه عرف المشرع الجزائري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما يلي<sup>3</sup>:

" تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات:

- تشغل من 1 إلى 250 شخصا.

- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري (2) دينار أو لا يتجاوز مجموع ميزانيتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار.

- تستوفي معايير الاستقلالية.

من خلال التعريف أعلاه نجد أن المشرع الجزائري يعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استنادا إلى ثلاثة معايير:

- **مقياس العمالة:** من خلال الفقرة الأولى من المادة الرابعة أعلاه نجد أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي التي تشغل أقل من 250 شخصا.

- **المقياس المالي:** يشمل هذا المقياس على مؤشرين هما رقم الاعمال ومجموع الميزانية، وحسب الفقرة الثانية من المادة الرابعة، فالحدود المعتبرة لتحديد رقم الاعمال أو مجموع الميزانية هي تلك المتعلقة بآخر نشاط مقفل مدة اثنتي عشر (12) شهرا.

- **مقياس الاستقلالية:** وفقا للفقرة الثالثة من المادة الرابعة، فالمؤسسة المستقلة هي كل مؤسسة لا يمتلك رأسمالها بمقدار 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وبالرغم من أن مقياس الحجم على أساسه تم تمييز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن المؤسسات الكبرى، إلا أنه يعتبر أيضا معيارا للتمييز بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن بعضها البعض، فالمشرع الجزائري ميز

<sup>1</sup> - Journal officiel del'UE, cocernant la definition des micros, petites et moyennes entreprises, lois N°124 du 25/05/2003, p39.

<sup>2</sup> - CNSE, Pour une politique de développement de PME en algerie, 2002, p14. site www.cnes.dz.

<sup>3</sup> - المادة (4)، قانون رقم 01-18 مؤرخ في 12 ديسمبر سنة 2001 يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77، الصادر بتاريخ 15 ديسمبر سنة 2001.

بين هذه المؤسسات من خلال تقسيمه إلى: مؤسسات متوسطة، مؤسسات صغيرة مؤسسات مصغرة. وذلك كما يلي<sup>1</sup>:

أ- **المؤسسات المتوسطة**: تعرف المؤسسة المتوسطة بأنها تشغل ما بين 50 إلى 250 شخصا، ويكون رقم أعمالها ما بين مائتي (200) مليون وملياري (2) دينار أو يكون مجموع ميزانيتها السنوية ما بين مائة (100) وخمسمائة (500) مليون دينار.

ب- **المؤسسات الصغيرة**: تعرف المؤسسة الصغيرة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 شخصا، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي مائتي (200) مليون دينار أو لا يتجاوز مجموع ميزانيتها السنوية مائة (100) مليون دينار.

ج- **المؤسسات المصغرة**: تعرف المؤسسة المصغرة بأنها مؤسسة تشغل من عامل (1) إلى تسعة (9) عمال وتحقق رقم أعمال أقل من عشرين (20) مليون دينار أو لا يتجاوز مجموع ميزانيتها السنوية عشرة (10) ملايين دينار.

ويمكن التصنيف أعلاه وفق الجدول رقم (1-1)

**الجدول رقم (1-1): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق التشريع الجزائري**

الصف	عدد العمال	رقم الأعمال	مجموع الميزانية السنوي
مؤسسات متوسطة	250 - 50	من 200 مليون دج إلى مليار دج	من 100 مليون دج إلى 500 مليون دج
مؤسسات صغيرة	49 - 10	أقل من 200 مليون دج	أقل من 100 مليون دج
مؤسسات مصغرة	9 - 1	أقل من 20 مليون دج	أقل من 10 مليون دج

**المصدر:** من إعداد الباحث بالإعتماد على القانون رقم 10-18 يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 3-4-2- المؤسسات الكبيرة

وهي مؤسسات توظف عدد كبير من العمال يتجاوز عدد الآلاف وحتى مآت الآلاف في بعض الأحيان، كما يتطلب تمويل هذه المؤسسات رؤوس أموال ضخمة ومعدات استثمارية ضخمة، كما هو الحال في صناعة السيارات والصناعات البترولية، وينقسم هذا النوع من المؤسسات إلى:

<sup>1</sup> - المواد (5-7) ، المرجع السابق.

- المؤسسات الكبرى دولية النشاط.

- المؤسسات الكبرى محلية النشاط.

وبالرجوع إلى المعايير المعتمدة من طرف المشرع الجزائري الذي يعتمد في تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على كل من عدد العمال ورقم الأعمال ومجموع الميزانية السنوي، نجد أن المؤسسات التي يتجاوز عدد عمالها 250 عامل، رقم أعمال يفوق 200 مليون دينار جزائري و مجموع ميزانية أكبر من 500 مليون دينار جزائري تخرج عن مجال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتدخل ضمن نطاق المؤسسات الكبيرة.

#### 4- وظائف المؤسسة الاقتصادية

للمؤسسة الاقتصادية عدة وظائف تمكنها من أداء مهامها، ومن بين هذه الوظائف نذكر ما يلي:

**4-1- الوظيفة المالية:** الوظيفة المالية هي مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال من مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة، وفي إطار محيطها المالي، بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال، من خلال برامجها وخططها الاستثمارية وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية<sup>1</sup>. وتشمل الأهداف الخاصة بهذه الوظيفة ما يلي<sup>2</sup>:

- دراسة الحاجة المالية المرتبطة بنشاط المؤسسة، طبقا لخططها الاستراتيجية والعملية، وذلك بتحديد الوسائل المالية الضرورية لتغطية هذا النشاط، والوقت المناسب للحصول عليها، مع مراعاة مختلف الأنشطة التي سوف تتفق عليها وزمن تنفيذها.

- دراسة الإمكانيات المتوفرة أمام المؤسسة للحصول على الأموال المطلوبة، بحيث تعمل على المقارنة بين مختلف الاختيارات الممكنة، واقتراح أحسنها مردودية، أي أقلها تكلفة للمؤسسة، وهنا تراعي فيه مختلف طرق التمويل والعوامل المؤثرة فيها من خلال ما توفره الأسواق المالية، وما تحققه المؤسسة من مردودية في ظروفها الحالية والمستقبلية، ووضعيتها المالية... الخ.

- اختيار أحسن طرق التمويل، حيث تكون عادة في شكل مزيج بين مختلف المصادر، وتحقق أحسن مردودية مالية.

<sup>1</sup> - دناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 263.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص (265، 266).

- في إطار دراسة الوسائل اللازمة لتنفيذ برامج وخطط المؤسسة، عادة ما تقترح عدة مشاريع يتم المفاضلة بينها واختيار أحسنها وفقا لعدة معايير مالية، اجتماعية، سياسية وبيئية... الخ.
- تسيير خزانة المؤسسة وسيولتها المالية في إطار نشاطها اليومي، وذلك في إطار المواءمة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

- متابعة الأموال في الاستعمال، من خلال متابعة تنفيذ الحركات المالية والمادية في مختلف أرجاء ووظائف المؤسسة، وتسجيلها حسب الزمن، بالإضافة إلى متابعة تكاليف المنتجات والبضائع منفصلة، وأعباء الأقسام والمصالح وربطها مع المسؤولين عليها، والتي على أساسها يتم رصد كفاءة العمليات الإنتاجية وفعاليتها، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح ما هو غير مقبول من طرف المسؤولين عليها، فيما يعني بالمراقبة المالية.

#### 4-2- وظيفة التمويل

تعني وظيفة التمويل إمداد المؤسسة بالبضائع والمواد الأولية والمنتجات الضرورية بالنوعية، والكمية، والوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة<sup>1</sup>. وتنقسم وظيفة التمويل إلى قسمين:

أ- **وظيفة الشراء:** تحتاج عملية الشراء لدراسة مسبقة، من أجل تحديد الكميات المطلوبة، وعيه إذا كانت المؤسسة تقوم بعملية مناولة المشتريات قبل وقت الحاجة، معناه تجميد الأموال، وارتفاع تكاليف التخزين، وعملية المناولة المتأخرة معناه تعطيل عملية الإنتاج، وطلب كميات كبيرة له انحرافات تسبب مناولة قبل وقت الحاجة، وطلب كميات صغيرة تسبب ارتفاع المصاريف الإدارية من جراء الطلب في فترات قصيرة، كما يستوجب أن تكون عناصر المشتريات المحصل عليها بنوعيات مطابقة لبرامج وخطط المؤسسة.

ب- **وظيفة التخزين:** وهو المكان التي تقوم فيه مختلف العمليات والتي يتم فيها حفظ المواد والمستلزمات الضرورية في المخازن، حتى يتم صرفها بغرض البيع أو استعمالها في الإنتاج، والمخزونات تلعب دورا هاما وحساسا كمقياس النجاح أو الفشل في المؤسسة، وقد تكون المخزونات على الأشكال التالية: بضائع، مواد أولية، مواد استهلاكية، مواد نصف مصنعة، المنتجات التامة الصنع، مواد الصيانة وقطع الغيار، الغلافات، تجهيزات المكتب.

<sup>1</sup> - د. محمد سويلم، الإدارة، دار الهاني، مصر، 1994، ص 105.

#### 4-3- وظيفة الإنتاج

وظيفة الإنتاج باعتبارها إحدى الوظائف الرئيسية في المؤسسة هي تلك العملية التي يتم بمقتضاها خلق منتجات لها قيمة نفعية بأقل تكلفة<sup>1</sup>، فهي العمليات التي تعمل على تحويل المواد الأولية والمواد المساعدة باستعمال مدخلات أخرى (اليد العاملة، عمل، الآلات والطاقة... الخ)، إلى منتجات نهائية من سلع وخدمات تكون مطلوبة من طرف زبائن المؤسسة وقادرة على إشباع رغباتهم.

وتهدف وظيفة الإنتاج إلى التكيف مع محيط المؤسسة من أجل المحافظة على المكانة السوقية للمؤسسة وتطويرها عن طريق اكتساب الميزة التنافسية، التي لن تتأتى إلا من خلال توفير منتجات و/أو خدمات بالكمية المطلوبة وبالسعر المناسب وبالجودة المناسبة وفي الوقت المناسب. و يمكن توضيح أهداف وظيفة الإنتاج فيما يلي:

أ- **هدف الكمية:** أصبحت المؤسسات تخطط للمبيعات قبل الشروع في عمليات الإنتاج ، حيث يتم إنتاج ما يتوقع بيعه، كما أن المؤسسات أصبحت تنفادى المخزون الزائد الذي يعتبر من أهم المظاهر الرئيسية في رفع مستوى سعر التكلفة النهائية للمنتج التي تؤثر بدورها على القدرة التنافسية للمؤسسة.

ب- **هدف التكلفة:** إن التحكم في التكاليف يمثل بعدا تنافسيا يكون السعي إلى تحقيقه هو اهتمام مستمر لكل مسؤول مؤسسة، من أجل اكتساب الميزة التنافسية خصوصا في القطاعات التي تتميز بالمنافسة الشديدة، أين تكون المؤسسة مرغمة على بيع منتجاتها بالأسعار السائدة في السوق، والتي لن تتأتى إلا من خلال الإنتاج بتكاليف منخفضة<sup>2</sup>.

ج- **هدف آجال التسليم:** يعتبر آجال التسليم في الوقت المحدد من بين الأهداف الأساسية التي تسعى إلى تحقيقها وظيفة الإنتاج، كما يمكنه أن يكون محددا لمستوى أداء وظيفة الإنتاج والمؤسسة ككل، وقد أصبح لآجال التسليم دور كبير في كسب الزبائن والمحافظة على وفائهم لمنتجات المؤسسة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - جمال طاهر أبو الفتوح حجازي، إدارة الإنتاج والعمليات، مدخل إدارة الجودة الشاملة، مكتب القاهرة للطباعة والتصوير، القاهرة، 2002، ص 09.

<sup>2</sup> - A- Courtois ,C-Martin- Bounnefous , M-Pillet, Gestion du production.3em édition ,édition d'organisation , paris , 1995, p27.

<sup>3</sup> - ثابت عبد الرحمن إدريس، مقدمة في إدارة الاعمال اللوجستية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003، ص 49

**د- الجودة:** يقصد بها قدرة وكفاءة الوظيفة الإنتاجية على إرضاء والاستجابة لرغبات الزبائن، وكل عجز في جانب الجودة يؤدي إلى فقدان المؤسسة لأحد الزبائن، حيث تعتبر الجودة أهم أداة لإرضاء الزبون وتحقيق الميزة التنافسية.

#### 4-4- وظيفة الموارد البشرية

تعتبر وظيفة الموارد البشرية إحدى وظائف المؤسسة، وهي وظيفة حديثة النشأة مقارنة بالوظائف الأخرى للمؤسسة. وتشمل أساساً تسيير الموارد البشرية من خلال مجموعة إجراءات (سياسات، طرق، عمل،...)، وأنشطة (تعيين، اختيار، ترقية...) يكون فيها المورد البشري عنصراً مهماً لتعظيم فعالية أداء كل من الفرد والمؤسسة على حد سواء.

ومن أهم أنشطة وظيفة الموارد البشرية ما يلي<sup>1</sup>:

- تحليل العمل لتحديد المتطلبات الخاصة بالأعمال الفردية للمؤسسة.
- التنبؤ بحاجات المؤسسة للأفراد اللازمين لتحقيق أهدافها.
- تنمية وتنفيذ خطة لمقابلة هذه الحاجات.
- اختيار وتعيين أفراد لشغل وظائف معينة داخل المؤسسة.
- تقديم الفرد للعمل وتدريبه.
- تصميم وتنفيذ البرامج الإدارية وبرامج التطوير التنظيمي.
- تصميم أنظمة تقييم الأداء.
- مساعدة الأفراد في تنمية خطط التطوير.
- تصميم وتطبيق أنظمة التعويض لكل العاملين.
- تصميم أنظمة الرقابة والانضباط والتظلمات.

<sup>1</sup> - رواية محمد حسن، إدارة الموارد البشرية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 199/1998، ص23.

#### 4-5- وظيفة التسويق

النشاط التسويقي هو مجموعة من الطرق والوسائل التي توفرها المؤسسة من أجل تدفق السلع والخدمات منها على زبائننها. و التسويق هو نظام كلي لتكامل أنشطة الأعمال من تخطيط وتسعير وترويج وتوزيع السلع المشبعة لرغبات المستهلكين الحاليين<sup>1</sup>.

وعلى الرغم من تعدد أهداف التسويق، إلا أن أهداف معينة بذاتها يسعى التسويق إلى تخفيضها بصفة عامة في أي مؤسسة اقتصادية، ومن بين هذه الأهداف نذكر ما يلي<sup>2</sup>:

- تعظيم حصة المؤسسات الاقتصادية في السوق.
  - تحقيق رقم معين من الأرباح الناجمة عن عملية البيع، فرجل البيع يعتبر مهندساً مهمته الأساسية توليد المكاسب والأرباح من المبيعات.
  - التنبؤ برغبات وحاجات أفراد المجتمع والقيام بالأنشطة اللازمة لتحقيق أو إشباع هذه الحاجات سواء كانت مرتبطة بسلعة أو خدمة معينة.
  - تحقيق مستوى عال من رضا المستهلكين أو العملاء.
  - المحافظة على تنمية المركز التنافسي للمؤسسة.
- وتعتبر متغيرات المزيج التسويقي من بين المتغيرات الرئيسية للنشاط التسويقي، وتتمثل هذه المتغيرات في المنتج، السعر، التوزيع، الترويج.

**أ-المنتج:** المنتج هو أي شيء يمكن تقديمه للسوق للاستهلاك أو الاستخدام، ويرتبط بالمنتج عدد من السياسات والجوانب منها تحديد نوع وطبيعة المنتجات من حيث الخصائص والتصميم، و الاستخدامات و الجودة، وتحديد لمن سوف يتم تقديمها ومتى وأين وكيف، وكذلك تحديد المنتجات الجديدة أو ماهي المنتجات المطلوبة تطويرها، والتغليف والتعبئة، بالإضافة إلى العرض والخدمات المقدمة، ودورة حياة المنتج وتقديمه، وأخيراً الضمان والخدمة.

**ب- التسعير:** السعر هو التعبير النقدي لقيمة السلعة في وقت ومكان محدد، وهو العنصر الوحيد من المزيج التسويقي الذي يمثل إيرادات المنشأة<sup>3</sup>. ويعتبر التسعير بسياساته والقرارات المتصلة به من أكثر الأدوات أو

<sup>1</sup> - د. فريد الصحن، مبادئ التسويق، الدار الجامعية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002، ص49.

<sup>2</sup> - محمد عبد السلام، التسويق، المبادئ، المفاهيم الأساسية في إدارة النشاط التسويقي، دار الكتاب الحديث، مصر، 2008، ص24.

<sup>3</sup> - د. زاهر عبد الرحيم عاطف، مفاهيم تسويقية حديثة، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص131.

العناصر المكونة للمزيج التسويقي حساسية بالنسبة للإدارة لما له من دور في تحديد الطلب والموقف التنافسي، مما يعني أن السعر مسؤول عن حجم الإيرادات وصافي الربح الذي تحصل عليه المؤسسة<sup>1</sup>.

**ج-التوزيع:** التوزيع هو الوظيفة التي تمكن من وضع السلع والخدمات تحت تصرف المستهلك وذلك في الوقت والمكان والحجم المناسب، ويعتبر التوزيع من العناصر الأساسية في المزيج التسويقي لأي سلعة، حيث أنه يمد المستهلك بإشباعات مختلفة نتيجة لحصوله على السلعة في المكان والوقت المناسبين، وتستند أهمية التوزيع على منطق أن أي سلعة مبتكرة ومتميزة ومعلن عنها تباع بسعر جذاب لا تعني أي شيء للمستهلك، إلا إذا كانت متاحة له عندما يريد لها في المكان والوقت الذي يطلبه.

**د-الترويج:** الترويج هو أحد عناصر المزيج التسويقي، حيث يمثل أحد أشكال الاتصال التسويقي، من خلال إيصال المعلومات المناسبة إلى المستهلكين، والتي تدفعهم وتشجعهم على اختيار ما يناسبهم من سلع وخدمات. وتتلخص أهداف الترويج فيما يلي<sup>2</sup>:

- إثارة الاهتمام بالسلعة.
- إمداد المستهلك الحالي والمرقب بالمعلومات عن السلعة.
- التغلب عن مشكلة انخفاض المبيعات وتحفيز الطلب.
- جعل المستهلك يتخذ قرار الشراء والاستمرار بالشراء بكميات أكبر.
- تغيير الاتجاه وتعميق درجة ولاء المستهلك.

## 5- المؤسسة الاقتصادية و المحيط

المحيط هو مجموعة عناصر مؤثرة ولكن غير متحكم فيها من قبل المؤسسة، فهي تؤثر على هذه الأخيرة إما إيجابيا أي فرص النجاح أو سلبيا كتهديد مباشر<sup>3</sup>، فالمؤسسة الاقتصادية تقوم بنشاطها في علاقة تكاملية مع محيطها في نظام مفتوح تؤثر فيه وتتأثر نتيجة التحولات والتغيرات الحاصلة فيه، حيث يلعب المحيط دورا هاما في التأثير على عمل المؤسسة وبالتالي على استراتيجيتها العامة، ويعتبر الفشل في التكيف معه أحد الاسباب الأساسية لفشلها

<sup>1</sup> - د. علي موسى الددا، التسويق المعاصر، المفاهيم والسياسات، دار البداية، عمان، 2010، ص153.

<sup>2</sup> - د. عبد السلام أبو قحف، أساسيات التسويق، ج2، دار الكتاب الحديث، مصر، 2008، ص682.

<sup>3</sup> - د. عبد الرزاق بن حبيب، إقتصاد وتسيير المؤسسة، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2006، ص37.



ويمكن تقسيم مكونات محيط المؤسسة إلى قسمين: المحيط الخارجي والمحيط الداخلي.

### 5-1- المحيط الخارجي

يتكون المحيط الخارجي من جميع العناصر التي تحيط بالمؤسسة ولها تأثير على أداء وفعالية المؤسسة، ومنها:

أ- **المحيط الاقتصادي:** يظهر تأثير المحيط الاقتصادي على نشاط المؤسسة من خلال دراسة الدورة الاقتصادية وفي أية مرحلة هي، حيث تتميز المتغيرات التي تنتمي إلى هذا المحيط في كل مرحلة بخصائص معينة، فالدورة الاقتصادية تمر بأربعة مراحل هي الأزمة والركوض والنهوض والانتعاش. مع الأخذ بعين الاعتبار المؤشرات الاقتصادية الكلية، سعر الفائدة، معدل البطالة، معدل القدرة الشرائية، معدل التضخم، ومعدل الدخل القومي وتقلبات أسعار الصرف... الخ<sup>1</sup>.

ب- **المحيط السياسي والقانوني:** 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، والنفوذ 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 وبقيّة دول العالم.

كما أن الخط أو المشروع السياسي لحكومة ما في بلد 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... الخ<sup>2</sup>.

ج- **المحيط الاجتماعي والثقافي:** يقصد بالمحيط الاجتماعي والثقافي مجموعة المقومات التي تؤثر على المجتمع، الدين، الثقافة، الفن، اللغة، العادات، التقاليد<sup>3</sup>، فهو يضم العديد من المتغيرات التي يفترض على المؤسسة أن تأخذها بعين الاعتبار عند القيام بنشاطها، ويندرج ضمن متغيرات هذا المحيط معدلات النمو الديموغرافي و معدلات الوفيات والتركيبية السكانية والخدمات الصحية والتعليمية التي يحصل عليها أفراد

<sup>1</sup>-Bouyakoun Farouk, Op, cit , p40.

<sup>2</sup> - د. عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص39.

<sup>3</sup> - د. محمد السعيد عبد الفتاح ود. محمد فريد الصحن، إدارة التسويق، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص212.

المجتمع، ونضرة المجتمع للعمل والدور الفاعل للمرأة فيه، حيث أن كل متغير من المتغيرات السابق الذكر يكون له تأثير على الاستراتيجية التي تتبعها المؤسسة.

أما عن الدور الذي يمارسه المستوى الثقافي، فنلمسه من خلال الحصة السوقية للمنشأة حسب المستهلكين كثافتهم، توزيعهم، أعمارهم، نمط معيشتهم، عاداتهم وتقاليدهم، مستوى تعليمهم، تفضيلاتهم وأذواقهم.

**د- المحيط التكنولوجي:** تعرف التكنولوجيا بأنها مجموعة من المعارف والإمكانات والمهارات المنظمة من أجل رفع كفاءة الإنتاج<sup>1</sup>، تمتلكها المؤسسة من أجل تحقيق إنجازات معينة، وقد يكون إما في مراكز البحث والتطوير التابعة لها أو من خلال العمل على الحصول عليها من الغير وذلك لمسايرة التطورات التكنولوجية المتعلقة بنشاطها. فالتغيرات والأحداث التكنولوجية تمثل أحد الأبعاد الأساسية التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار عند تحديد الاستراتيجية، لأن الفشل في التوقع والاستجابة للتغيرات التكنولوجية يعد مكلف للغاية.

**هـ- المحيط البيئي:** هو مجموعة الظروف البيولوجية المناسبة والتي تعمل في ضلها المؤسسة، حيث يظهر تأثير البيئة في نشاط المؤسسة، من خلال تغيرات المناخ من حرارة وبرودة وأمطار وتلوج وتغيرات في التضاريس الجغرافية من جبال وسهول وهضاب وصحاري وبحار وأنهار... الخ، فالتطور الكبير الذي عرفته البشرية كان على حساب البيئة الذي تعيش فيها، مما أدى إلى ضرورة تبني سياسة التنمية المستدامة التي تدعو إلى ضرورة تحقيق الرفاهية للأجيال الحاضرة دون الإخلال بمصلحة الأجيال القادمة، واعتبرت ضرورة حماية البيئة من أهدافها الأساسية.

## 5-2- المحيط الداخلي

هو مجموعة العوامل والمتغيرات التي ترتبط بالعمليين داخل المؤسسة من نظام الأجور، نظام الحوافز، أنماط الإشراف، نظام الإدارة ومناخ العمل، وغيرها من العوامل التي تحكم إطار العمل وتؤثر في أداء الأفراد والمؤسسة معا، ودراسة المحيط الداخلي هو تحليل للأنشطة التي تقوم بها المؤسسة باستخدام ما هو متاح لها من موارد وكفاءات، ويتضمن كذلك المتغيرات التي تتعامل بشكل مباشر مع المؤسسة.

ويمكن توضيح أهم عناصر المحيط الداخلي فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - Christian Marmus, politique générale, Economica, Paris, 1992, p342.

<sup>2</sup> - د. ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 80.

أ- سوق السلع والخدمات: وهي نقطة الالتقاء بين المؤسسات المنتجة والمستهلكين والأطراف المختلفة في النظام الاقتصادي، والسوق في الواقع لا ترتبط بمكان محدد واقعيًا، بقدر ما هو مفهوم نظري تتم فيه المعاملات بين الطرف الذي يعرض السلع والطرف الذي يطلبها.

ب- سوق التموين: وهو نقطة التقاء بين المؤسسة ومورديها، وهو أيضا نظام فرعي من النظام الاقتصادي ككل.

ج- سوق العمل: وهو نقطة اللقاء بين المؤسسة كطالب للعمل، والأفراد المستعدين والقادرين عن العمل، وهو نظام جزئي مشترك مع الأنظمة الديموغرافية، الاقتصادية و الاجتماعية.

د- الأسواق المالية: وهي نقطة التقاء بين المستثمرين، أو مستعملي الأموال الذين يطلبونها من جهة، وعارضي الأموال أو المذخرين من جهة أخرى، وهو من الأنظمة الفرعية للنظام الاقتصادي.

من خلال دراسة مكونات المحيط يتضح بأن تشخيص محيط المؤسسة نقطة ذات أهمية بالغة تمكن المؤسسة من تحديد الإتجاهات العامة لنشاطها، فالمؤسسة الناجحة هي التي تقوم بهذا التشخيص، فتجاهل دراسة المحيط يؤدي إلى عدم القدرة على التكيف مع المتغيرات التي تحدث، فالتشخيص يتيح للمؤسسة تحديد الفرص المتاحة لها والتهديدات أو القيود التي يمكن أن تعيقها، وبالتالي تحديد نقاط القوة التي تكتسبها ويمكن استخدامها في اقتناص الفرص وتجنب التهديدات، ونقاط الضعف التي من الممكن أن تعيقها في الإستفادة من الفرص وتجنب التهديدات.

## 6- الإحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية

تحتاج المؤسسات الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات، والتي تختلف باختلاف إحتياجاتها المالية، هذه الإحتياجات التي تكون عادة مرتبطة بمرحلة التطور الذي تمر به أي مرحلة من عمرها الإنتاجي، بدءا من إنشائها فانطلاقها فتموها إلى نضجها، وهنا تكون الإحتياجات عبارة عن تلك الاموال اللازمة للتشغيل، أو لمواجهة الطوارئ أو لتمويل التوسعات أو الحصول على استثمارات جديدة، بذلك يمكن أن ندرج الإحتياجات التمويلية، التي يراها المستثمرون في هذه المؤسسات الاقتصادية ضرورية للبدء في المشروع والاستمرار فيه بنجاح، ضمن العناصر التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - أ.د. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، غنابة، 2008، صص (19-24).

## 6-1- الإحتياجات المالية في طور التأسيس او الإنشاء

تبدأ هذه المرحلة مند استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها إلى غاية تجسيدها في أرض الواقع بل تمتد إلى غاية نموها الأولي، حيث يحتاج أثناءها صاحب المشروع إلى ما يسمى برأس مال المخاطر، ويمكن ان ننتعمق أكثر في هذه المرحلة كي نميز بين ثلاثة انواع من الإحتياجات المالية:

### 6-1-1- رأس مال الأولي(التأسيسي)

خلال الفترة التأسيسية يحتاج المشروع لتمويل يسبق انطلاقه ويهدف إلى إثبات جدواه في ميدان الأعمال، حيث تسمى مرحلة إنشاء المؤسسة أو بداية نشاطها بمرحلة الصفر، وعادة ما تكون صعوبة في الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، ولذلك فغالبا ما يتخوف المستثمرون والممولون وكذا البنوك من هذا النوع من التمويل لأنه يعتبر الأكثر مخاطرة لكون المشروع في بدايته ولا يعرفون مدى كفاءة صاحب المشروع لمقاومة الطوارئ ولا كيف سيكون رد فعل المنافسة، وغير ذلك من الأمور المتعلقة بمستقبل المشروع.

### 6-1-2- تمويل الإنطلاق الفعلي للمشروع

وهو التمويل المتعلق بالسنوات الأولى من حياة المؤسسة، والتي تكون فيها المنشأة قد انتهت تصميم وتطوير منتج معين، ولكن تكون بحاجة إلى أموال للانطلاق في تصنيعه وبيعه، وبالتالي تتطلب هذه المرحلة كذلك توفر الأموال الخاصة التي ستمكن من مواجهة جزء من المصاريف الأولية مثل المصاريف الإعدادية، مصاريف حيازة المعدات، وكذا مصاريف التشغيل. أي الاموال الضرورية لبأ نشاط المنشأة وما يكفي لاستمراره إلى أن تتمكن العوائد المتأتية عن تصريف المنتجات من تغطية المصاريف الإدارية المتكررة .

كما لا يمكن في هذه المرحلة الإعتماد على الأموال الخاصة ولا على النتائج المتوقعة فقط من أجل تكوين مصدر تمويل داخلي بل تضطر إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية والتي عادة ما تكون في ظروف غير مواتية بسبب ضعف شهرتها ونتائجها السيئة وحالات عدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي، وهنا تكمن حساسية هذه المرحلة التي غالبا ما تؤدي إلى فشل المؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها.

### 6-1-3- الاحتياجات المالية في طور النمو

وهي المرحلة التي تصلها المؤسسات الاقتصادية بعد أن تكون قد تجاوزت مرحلة الإنشاء و الانطلاق وما يميزها من حالات عدم التأكد راجع إلى أن مرحلة النمو تتسم بنمو سريع لمستوى الإنتاج والمبيعات، وكذلك الأرباح نظرا لقبول منتجاتها من قبل المستهلكين، ومع زيادة المبيعات تبدأ معها التدفقات النقدية الموجبة.

ومن الناحية المالية سوف ينعكس هذا النمو الذي تشهده المؤسسة في ارتفاع وزيادة احتياجاتها المالية المرتبطة بالاستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة وكذا الاحتياجات في رأس مال العامل الناتج عن ضرورة تشكيل المخزونات والقروض للزبائن، ولذلك تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى ما يسمى برأس مال النمو الذي سوف يدعم الأموال الخاصة التي تملكها هذه المؤسسات لتمويل نموها وتوسعها أو لاجتياز مرحلة جديدة كتدعيم وتعزيز سياستها التجارية، الرفع من مستوى إنتاجها، بعث منتجات جديدة أو اللجوء إلى أسواق جديدة.

### 6-2- الاحتياجات المالية في مرحلة النمو الثانية للمنشأة

في هذه المرحلة تفكر المؤسسة في الحفاظ على حصة معينة من المبيعات مما يجعلها في احتياج مستمر للتمويل قصير الأجل من أجل تلبية احتياجات رأسمال العامل، الناتجة عن نمو وتطور المبيعات وخاصة عندما تكون المؤسسة مقيدة أو مجبرة على البيع بمنح آجال للدفع لزبائنها إذا أرادت كسب سوق معين، وقليل من التمويل طويل الاجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، إذا ما استدعى الأمر لمواجهة متطلبات المنافسة.

### 6-3- الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع

بالنسبة للمؤسسات التي لديها فرصة للتوسع، فإنها تبدأ في تقييم عملية تغيير أسلوبها في التسيير من حيث الاستعانة بالأساليب المالية المتطورة كالتخطيط، الرقابة المالية واعتماد التحليل المالي، هذه الأساليب التي تسمح لها بإنجاز أو تحقيق توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية للمؤسسة أو في شبكتها التجارية، حيث تحقق المؤسسة في هذه الحالة مردودية عالية أو تكون في طريق تحقيقها، ويحدث نمو متزايد في رقم أعمالها بسبب الرواج الذي تلقاه منتجاتها في السوق، بالإضافة إلى الإخلاص والوفاء الذي تلمسه من زبائنها وبالتالي تمتعها

بميزة تنافسية واضحة، ومنه تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى موارد مالية لتوسيع قدراتها الإنتاجية وقوتها البيعية بهدف تطوير وتمويل منتجات وحيازات جديدة.

#### 6-4- الإحتياجات المالية في مرحلة النضج

بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد ضمنت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية ممكنة، وبذلك تصل إلى مرحلة تتسم بالنضج من حيث استقرار ونمو المبيعات والأرباح وكذلك استقرار ونمو التدفقات النقدية، وفي هذه المرحلة تحاول المؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها الحفاظ على حصتها من المبيعات، وهذا ما يجعلها في احتياج مستمر ولكن بنسبة أقل للتمويل قصير الأجل وذلك من أجل تلبية احتياجات الدورة الاستغلالية وما تتطلبه من سياسات بيعية لأجل، وقليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة وتطوير المنتجات الحالية، إذا ما استدعى الأمر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة.

وبذلك سوف تعرف احتياجاتها التمويلية الإضافية انخفاضاً كبيراً لأن المنشأة ملزمة فقط بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت ورأس المال العامل وليست ملزمة بالرفع والزيادة فيهما، من جهة أخرى يسمح مستوى الإنتاج الذي بلغته المنشأة من تغطية التكاليف الثابتة، وبالتالي إمكانية توفير مصادر تمويل ذاتية، ونظرياً سوف تعرف المنشأة مشاكل أقل في الحصول على التمويل مقارنة بالمراحل السابقة.

#### 6-5- الإحتياجات المالية في مرحلة الانحدار

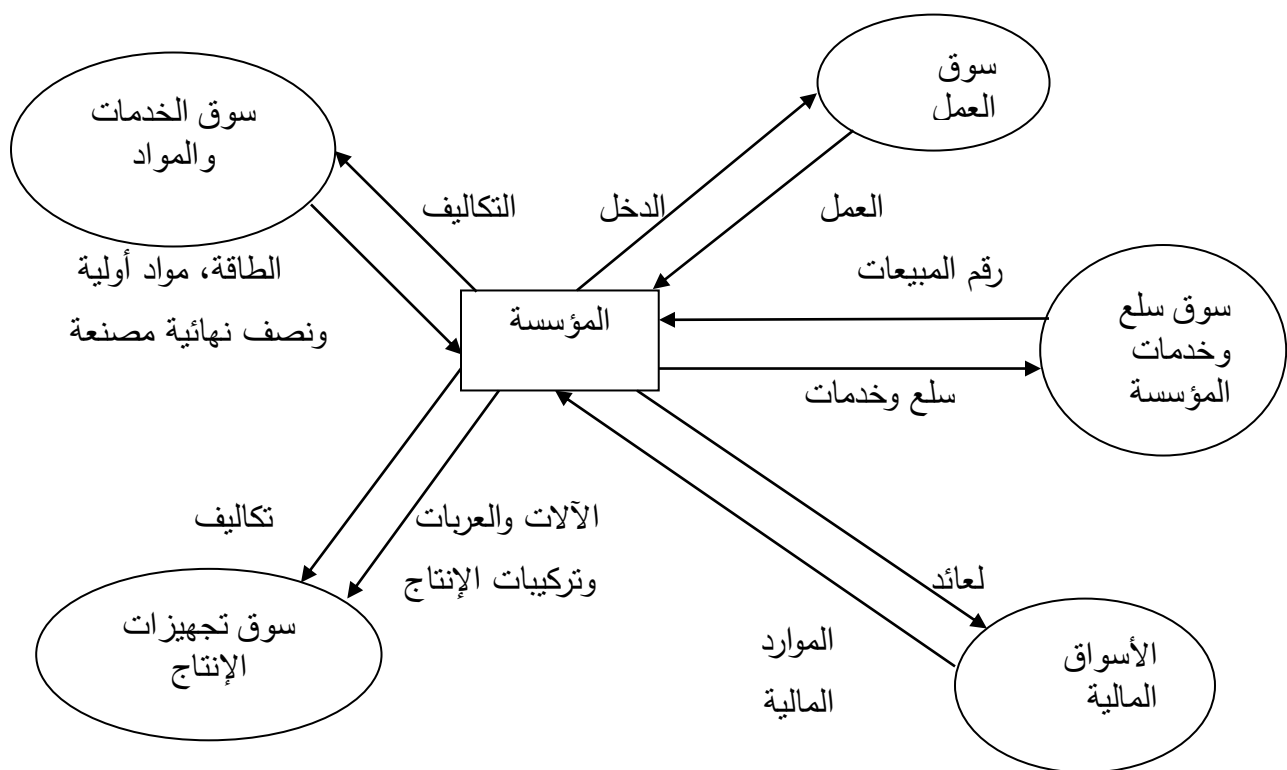
في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المؤسسة تعرف تراجعاً ملحوظاً، بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها لفقدانها تنافسيتها في السوق، مما يزيد من احتياجها إلى تمويل إضافي لا سيما عند محاولة طرح منتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، وهنا يبرز دور الأسواق المالية والمؤسسات المالية والبنوك في تمويل هذه المشروعات.

#### 7- علاقة المؤسسة بالأسواق المالية

كان مفهوم السوق قديماً هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات ومن ثمة تتحدد فيه أثمانها، أي أن مفهوم السوق كان مادياً يشير إلى مكان محدد، أما الآن فإن السوق يأخذ مفهوماً معنوياً إذ أنه يشير إلى مجموعة العلاقات التبادلية بين البائعين والمشتريين نظراً لتلاقي إرادتهم ورغباتهم لتبادل

سلع وخدمات معينة، حيث لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تتحدد وفقا للسلعة التي تتداول فيها<sup>1</sup>. أي أن السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي تواجد وسائل فعالة للاتصال بين البائع والمشتري. وللمؤسسة علاقة مباشرة بالسوق بمفهومه الواسع سواء كمصدر لمدخلاتها أو كمنفذ لمخرجاتها، و يمكن توضيح أهم أسواق المؤسسة من خلال الشكل رقم (1-1).

الشكل (1-1): أسواق المؤسسة



المصدر: د. عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص30.

يتضح من الشكل أعلاه أهم أسواق المؤسسة حيث تشمل ما يلي:

- سوق العمل.
- سوق تجهيزات الإنتاج.
- الأسواق المالية.
- سوق الخدمات والموارد.
- سوق سلع وخدمات المؤسسة.
- وتعتبر الأسواق المالية محور دراستنا في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، حيث يمكن بداية وقبل التعرض بالتفصيل لهذه الأسواق - في الفصل الثاني - التطرق إلى علاقة المؤسسة بالأسواق المالية، حيث تتجلى هذه العلاقة في مجالين أساسيين:

<sup>1</sup> - سعيد الخضري، مبادئ الاقتصاد، جامعة قناة السويس، مصر، 2003، ص247.

**7-1- مجال التمويل:** تلجأ المؤسسات إلى الأسواق المالية من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع، ويتم ذلك عن طريق إصدار الأدوات المالية في الأسواق المالية، هذه الأدوات المالية يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها.

**7-2- مجال الاستثمار:** لم يبق لجوء المؤسسات إلى الأسواق المالية مقتصرًا على إمكانية الحصول على التمويلات اللازمة، بل أصبحت تتدخل في الأسواق المالية عن طريق توظيف إمكانياتها المالية، حيث عمدت هذه المؤسسات إلى استثمار فوائضها المالية في الأسواق المالية عن طريق شراء وبيع الأدوات المالية قصد الحصول على عوائد في إطار المخاطر المحتملة.

### خلاصة

تشمل الوظيفة المالية للمؤسسة الاقتصادية مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن مصادر التمويل للمؤسسة في إطار محيطها المالي، فالمؤسسة لها أنواع من التمويلات والتي تختلف باختلافات احتياجاتها المالية، هذه الاحتياجات التي تكون عادة مرتبطة بمرحلة التطور الذي تمر به أي مرحلة من عمرها، بدءًا من إنشائها فانطلاقها فتموها إلى نضجها، وهنا تكون الاحتياجات عبارة عن تلك الأموال اللازمة للتشغيل، أو لمواجهة الطوارئ أو لتمويل التوسعات أو الحصول على استثمارات جديدة، وهي الاحتياجات التمويلية التي يراها المستثمرون في هذه المؤسسات الاقتصادية ضرورية للبدء في المشروع والاستمرار فيه بنجاح.

ويكون ذلك من خلال اختيار أحسن مصادر التمويل، حيث تكون في شكل مزيج بين مختلف مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي، ومصادر تمويل خارجية سواء حقوق ملكية أو استدانة، و تعد القروض البنكية واللجوء إلى الأسواق المالية من أهم مصادر التمويل الخارجية للمؤسسة، فالأسواق المالية توفر للمؤسسة مصادر تمويل مهمة، ويتم ذلك عن طريق إصدار الأدوات المالية في الأسواق المالية، هذه الأدوات المالية يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها، كما لم يعد لجوء المؤسسات إلى الأسواق المالية مقتصرًا على إمكانية الحصول على التمويلات اللازمة، بل أصبحت تتدخل في الأسواق المالية من أجل استثمار فوائضها المالية عن طريق شراء وبيع الأدوات المالية قصد الحصول على عوائد في إطار المخاطر المحتملة. فالأسواق المالية هي محور دراستنا في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، حيث نتعرض بالتفصيل لهذه الأسواق في الفصل الموالي.



# الفصل الثاني

## الأسواق المالية

### تمهيد

يتسع مفهوم الأسواق المالية ليشمل جميع القنوات التي بنساب فيها المال بين مختلف القطاعات ومؤسسات وأفراد المجتمع، وتعرف الأسواق المالية بأنها الأماكن التي يتم فيها تداول الأدوات المالية، أي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من وحدات التي تقوم بالإدخار ولديها فائض مالي وليست لديها فرص استثمار كافية لإستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوفر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفرص، أي المكان الذي يضمن توظيف الفوائض المالية، وتحقيق العوائد بأقل المخاطر.

وفي هذا الفصل نحاول توضيح الجوانب الأساسية للأسواق المالية من خلال العنصر التالية: الوساطة المالية، مفهوم الأسواق المالية، وظائف الأسواق المالية، أنواع الأسواق المالية، تنظيم وسير الأسواق المالية و أخيرا كفاءة الأسواق المالية

### 1- الوساطة المالية

تحتل الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه، وما تقوم به أيضا من أدوار في تفعيل هذا النظام، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية وخاصة مع كبر حجم المبادلات، حيث تقوم هذه الفئة بالتوفيق بين رغبات أطراف التعامل أي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وبالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم، وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم إلى التمويل. ومن أجل توضيح أكثر للوساطة المالية كان لابد إلى التطرق إلى كل من العلاقة المالية المباشرة، مفهوم الوساطة المالية، التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

#### 1-1- العلاقة المالية المباشرة

تسمح الحركة المستمرة للنشاط الإقتصادي بوجود طرفين، الطرف الأول يمثل أصحاب الفائض المالي وهؤلاء هم أولئك الذين تفوق مداخلهم مجموع النفقات التي يقومون بها، فهم يمثلون الطرف الذي لديه القدرة على التمويل، أما الطرف الثاني فيمثل أصحاب العجز المالي، وهؤلاء على عكس الطرف الأول تفوق نفقاتهم مجموع المداخل التي يحصلون عليها، وبالتالي يجدون أنفسهم في حاجة مستمرة إلى أموال لتغطية عجزهم، ولذلك فهم يمثلون الطرف الذي له الحاجة إلى التمويل.

ووفق ما سبق يمكن إقامة علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي وهو أمر ممكن، ولكن وجود مثل هذه العلاقة التمويلية في الواقع العملي تصادفها مجموعة من الصعوبات، يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- صعوبة تعارف طرفي العلاقة في الواقع، كيف لي أن أعرف فلان له فائض مالي ما لم أكن أعرفه معرفة شخصية.

- صعوبة توافق الرغبات من حيث الزمان والمكان، حيث أنه حتى وإن تم التعرف بين هذين الطرفين، فمن الوارد أن يكون صاحب العجز يحتاج إلى هذه الأموال في وقت معين ولكن صاحب الفائض لا يستطيع تعبئتها في ذلك الوقت، كما أنه ليس من المستبعد أن يكون طرفا العلاقة غير متواجدين في نفس المكان، وهو ما يخلق مشكلة التلاقي بينهما نتيجة بعد المسافة.

- صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى مبلغ أكثر من الفائض المالي للطرف الآخر لهذه العلاقة المالية المباشرة، ويصبح من اللازم على صاحب العجز أن يبحث عن شخص آخر لاستكمال حاجته المالية، مع إمكانية ظهور نفس المشاكل السابقة على فرض أن هذه المشكلة قد حلت.

- صعوبة عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال، ويقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد.

- العلاقة المالية المباشرة تدفع إلى تجميد الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد، وهو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي خاصة.

### 1-2- مفهوم الوساطة المالية

إن الصعوبات السابقة الذكر لا تسمح بخلق الظروف الملائمة للاستثمارات المثلى لموارد التمويل المتاحة، وتدفع بكل تأكيد إلى التفكير في البحث عن سبل وطرق أخرى، من أجل توفير الجو الملائم والأدوات الضرورية لضمان نجاعة أكبر في استعمال الأموال، ومن الضروري الإشارة إلى أن تجنب هذه المصاعب يمر عبر عملية تضيق لهذه العلاقة كلما أمكن ذلك، وأكثر البدائل الممكنة من الناحية العملية هو إقامة علاقة تمويل تمثل الوساطة المالية حلقتها الأساسية.

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، صص (5،6).

وتعرف الوساطة المالية بأنها تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة مالية غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الاموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي<sup>1</sup>. كما تعرف أيضا بأنها عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الإقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسات المالية والأسواق المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة<sup>2</sup>.

وعليه فإن مساهمة الوساطة المالية مهمة من عدة أوجه، إذ بالإضافة إلى القضاء على الصعوبات التي رأيناها عندما تكون هناك علاقة تمويل مباشرة، فإن الوساطة المالية تعتبر صانعة للتمويل، ويعتبر ذلك من أهم النتائج التي تحققها، فهي تجمع ادخارات صغيرة ومتناثرة وتقوم بإعادة توزيعها على الذين هم في حاجة إليها. فوجود الوساطة المالية في اقتصاد اليوم يعد ضرورة حيوية ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم، ولكن لكونها سمحت بإيجاد حلول للعديد من المشكلات المرتبطة بالتمويل. كما يمكن تسجيل أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل من أطراف علاقة التمويل، أصحاب الفائض المالي، أصحاب العجز المالي، الوساطة المالية ذاتها والاقتصاد ككل.

وفي الواقع العملي تترجم هذه الوساطة المالية في شكل نظام يطلق عليه بالنظام المالي، حيث يتكون هذا الأخير من المؤسسات المالية والأسواق المالية، حيث يقدم النظام المالي العديد من الخدمات والتي لا يستطيع أي اقتصاد العمل بدونها.

### 1-3- التمويل المباشر والتمويل غير المباشر

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة، فهو مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والاستغلالية، وعلى هذا الأساس فإن تحديد مصادر تمويل المؤسسة يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي تتواجد فيها<sup>3</sup>.

فالغرض من الحصول على التمويل هو سد الاحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل والتي تخص دورة الاستغلال، أو احتياجات طويلة الأجل والتي تخص تمويل الإستثمارات، فعادة ما تلجأ المؤسسات إلى التمويل قصير الاجل لتمويل العجز في رأس مال العامل الناتج عن نمو النشاط الداخلي للمؤسسة، فأثناء دورة نشاطها عليها أن تغطي مخزونات ومدينوها، وتلجأ المؤسسة إلى التمويل طويل الأجل

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 7.

<sup>2</sup> - د. محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 203.

<sup>3</sup> - د. دريد كمال آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 99.

لتغطية النشاطات الاستثمارية التي تقوم بها لفترات طويلة، وهذا لغرض الحصول إما على وسائل الإنتاج والمعدات وإما على عقارات مثل الأراضي، المباني الصناعية والتجارية والإدارية.

وتتمثل أهمية التمويل للوحدات الاقتصادية ككل في الآتي:

- يعمل التمويل على توفير المبالغ النقدية للوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي.
- زيادة وتعظيم العائد الذي يحصل عليه المساهمين أصحاب الفائض، وذلك من خلال العمل على توجيه الموارد المالية نحو مجالات الاستخدام التي تزيد الأرباح.
- تحقيق النمو الإقتصادي والاجتماعي بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.
- ونستطيع التمييز ما بين نوعين من التمويل:

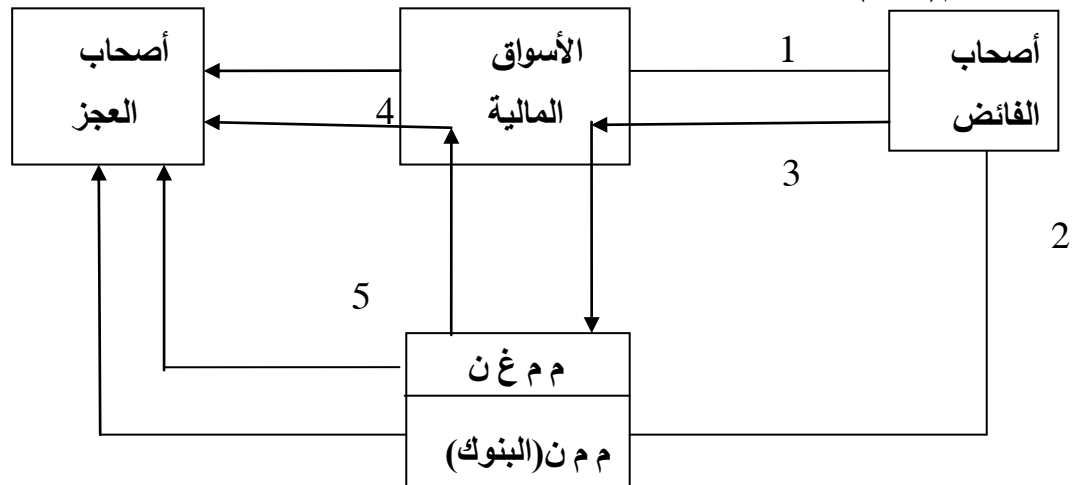
**1-3-1- التمويل المباشر:** وهو تمويل يرتبط من خلاله أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي بعلاقة مباشرة، ويتم ذلك من خلال الأسواق المالية.

**1-3-2- التمويل غير المباشر:** وهو تمويل يرتبط من خلاله أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي من خلال الوسطاء الماليين، ذلك أنه لا توجد علاقة مالية مباشرة ما بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.

وعليه فإن أمام أصحاب الفائض المالي، إذا لم يقوموا باستثمار فائضهم في استثمارات مباشرة (استثمار حقيقي) خياران: إما أن يوظفوا فائضهم في الأسواق المالية (شراء الأوراق المالية) أو يودعونه على مستوى البنوك (ودائع).

ويمكن توضيح طرق التمويل المباشر وغير مباشر من خلال الشكل رقم (1-2).

الشكل رقم (1-2): طرق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر



المصدر: د. رحيم حسين، الإقتصاد المصرفي، الطبعة الأولى، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2008، ص 21.

من خلال الشكل رقم (1-2) يمكن توضيح خمسة علاقات حالات التمويل:

- العلاقة الأولى: أصحاب الفائض قد يوظفوا فائضهم في شراء أوراق مالية يطرحها أصحاب العجز (سهم 1)، وهو التمويل المباشر.
- العلاقة الثانية: أصحاب الفائض يودعون فائضهم لدى البنوك، هذه الأخيرة تقوم بتمويل أصحاب العجز عن طريق القروض وهو تمويل غير مباشر (سهم 2).
- العلاقة الثالثة: أصحاب الفائض يوظفوا هذا الفائض أو جزء منه في شراء أوراق مالية تطرحها المؤسسات المالية غير النقدية (م م غ ن) وهو تمويل مباشر (سهم 3).
- العلاقة الرابعة: المؤسسات المالية توظف جزءا من الموارد المجمعة لديها في شراء أوراق مالية يطرحها أصحاب العجز وهو تمويل مباشر (سهم 4).
- العلاقة الخامسة: المؤسسات المالية غير النقدية تمول أصحاب العجز مباشرة وهو تمويل مباشر (سهم 5).

### 2- مفهوم الأسواق المالية

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق تمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا تتحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بين البائع والمشتري، والسوق المالي على الرغم من أنه حديث العهد مقارنة بالسوق المادية إلا أن مفهومه لا يختلف عن مفهوم الأسواق الأخرى.

ولم يجمع المختصين على تعريف واحد للأسواق المالية بل توجد العديد من التعاريف نذكر منها ما يلي:

- الأسواق المالية هي الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الإتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز<sup>1</sup>.

- الأسواق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة، بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - د. أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص 16.

<sup>2</sup> - د. محمد مطر ود. فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 181.

- الأسواق المالية هي الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الإستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو الطويلة الأجل من خلال تداول الأداة المالية المناسبة، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق<sup>1</sup>.

- الأسواق المالية هي المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذات الفائض النقدي، إلى الجهات ذات العجز النقدي<sup>2</sup>.

- الأسواق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل الأسواق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن نمو شبكات ووسائل الإتصال أدى إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة<sup>3</sup>.

وتحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الإقتصادية المعاصرة من خلال نشاطها الذي يركز على تجميع رؤوس الأموال المطلوبة لأغراض التنمية، وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط وهي تعد انعكاسا للنظم المالية و الإقتصادية في أي بلد، وتظهر أهميتها من خلال الوظائف التي تقوم بها.

### 3- وظائف الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتمويل المشروعات الإستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يتداول في هذه الاسواق من أدوات مالية، ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية كأداة لتحقيق الأهداف الإقتصادية العامة، من خلال ما تؤديه هذه الأسواق لعدد من الوظائف الرئيسية أهمها:

#### 3-1- تعبئة المدخرات المالية

تساهم سوق الاوراق المالية في تنمية العادات الإدخارية من خلال تشجيع صغار المدخرين وكبارهم ممن لديهم فائض مالي لا يستطيعون استخدامه في القيام بمشاريع استثمارية لديهم، ومن ثم فإنهم يفضلون

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص92.

<sup>2</sup> - Jeff Madura, financial institution and markets, seventh edition, Thomson, south-western,, 2006, p02.

<sup>3</sup> - د. محمد عثمان حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال، جامعة القاهرة، 1993، ص52.

شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، كما توفر لهم درجة كبيرة من السيولة من خلال بيع أوراقهم وبأقل تكلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية.

### 3-2- توفير التمويل

تلعب الأسواق المالية دورا هاما وحيويا في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات النامية، إذ ارتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات المنتجة.

### 3-3- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة

تتنوع هذه الفرص وتفاوت من خلال النشاط المرتبط بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة بها، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي تعتبر مرشدا له عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب الإستثمار فيها.

### 3-4- أداة للحد من معدلات التضخم في الإقتصاد

تعتبر الأسواق المالية أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الإقتصاد الوطني، حيث تساعد هذه الأسواق على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات، وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الإستثمار بذل الإستهلاك.

### 3-5- أداة غير رسمية للرقابة على كفاءة المؤسسات

تعتبر الأسواق المالية أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الإستثمارية، التمويلية، التشغيلية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفاء تحقق نتائج أعمال جيدة، وتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية لذلك فإن أسعارها تنخفض في السوق.

### 3-6- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية

تمثل السوق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل البنوك، الشركات، المشروعات، المدخرين... الخ، الأمر الذي يؤهلها أن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات



الإدخار والاستثمار، وهي مؤشرا كليا تعكس جزءا مهما من واقع الإقتصاد القومي، وتسهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الإقتصادية المثمرة.

وفي خطوة أكثر تقدما فإن الأسواق المالية وهي تسجل من خلال التعامل دورات النشاط الإقتصادي من انتعاش أو ركوض، تسهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الإستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأي أو المشورة إلى الجهات المختصة، مما يساعد على استقرار النشاط الإقتصادي.

كما تساعد الأسواق المالية في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ، إذ أنها تعتبر المركز المالي الذي يتم فيه تجميع وتسجيل الإتجاهات التي تحدث في النشاط الإقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشر لحجم الأموال السائلة المتداولة، كما تشير الأرقام القياسية للأسعار إلى مدى نجاح المشروعات من عدمه<sup>1</sup>. كما للأسواق المالية دور أساسي في الحياة الإقتصادية من خلال:

- إتاحة سوق مستمرة، الأمر الذي يمكن المتعاملين من بيع وشراء الأوراق المالية حسب رغباتهم.
- تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية المطروحة في الأسواق المالية من خلال قانون العرض والطلب.
- استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.
- تفعيل عملية الخصوصية من خلال وجود أسواق مالية تسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصوصتها.

- تمويل مخططات التنمية من خلال طرح أوراق مالية حكومية في الأسواق المالية.

#### 4- أنواع الأسواق المالية

نظرا للتنوع الذي تتميز به الأسواق المالية والتداخل فيما بينها في كثير من الاحيان، والذي يصعب معه إيجاد فاصل حدي بين نوع وآخر، فإننا نجد هناك تقسيمات مختلفة متعددة لهذه الأسواق<sup>2</sup>، حيث تتمثل هذه المعايير فيما يلي:

- معيار طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها: نجد السوق الأول، السوق الثاني، السوق الثالث، السوق الرابع.

<sup>1</sup> - د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، صص (84-85).

<sup>2</sup> - لمزيد من التفصيل حول هذه التقسيمات أنظر:

- د. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، صص (145-154).  
 - د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، صص (69-83).  
 - د. محمد مطر، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان، 1999، (163-167).

- معيار طبيعة المنتجات المتداولة في السوق: نجد أسواق الأوراق المالية، أسواق الأسهم، أسواق السندات و أسواق القروض.
- معيار المجال الجغرافي: وهو المجال الجغرافي المغطى من طرف السوق، فنجد: أسواق رأس مال الدولية، أسواق إقليمية، أسواق المال المحلية.
- معيار آجال العمليات: يقسم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسيين هما: سوق النقد وسوق رأس المال. والتقسيم الأخير يعد الأكثر شيوعاً وهو ما نتناوله بالتفصيل في العنصرين اللاحقين.

### 4-1- سوق النقد

السوق النقدي تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل، مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة وفيما يلي عرض لسوق النقد.

### 4-1-1- مفهوم سوق النقد

يعرف السوق النقدي بأنه سوق التعامل بالأدوات الائتمانية أو الأصول المالية قصيرة الأجل سواء عن طريق تجميع المدخرات بصورة ودائع، أو حوالات الخزينة أو الأوراق التجارية وغيرها من الأدوات الائتمانية قصيرة الأجل، وغالباً ما يكون هذا السوق مجالاً مناسباً لنشاط البنوك التجارية المهتمة بتمويل القطاعات التي تصدر هذه الأدوات من خلال شرائها لها<sup>1</sup>.

كما يعرف "السوق النقدي بأنه السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال جميع المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة وبنوك تجارية، وكذلك من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة"<sup>2</sup>.

ويعرف أيضاً بأنه "سوق التعامل بالأدوات الائتمانية أو الأصول المالية قصيرة الأجل سواء كان ذلك في السوق الأولي (سوق الإصدارات لهذه الأدوات)، أو في السوق الثانوي (سوق تداول هذه الأدوات)، وغالباً ما يكون هذا السوق مناسباً لنشاط البنوك التجارية المهتمة بالتمويل قصير الأجل، سواء تم ذلك عن طريق تداول حوالات الخزينة أو الأوراق التجارية، وبقيّة أنواع الأدوات الائتمانية قصيرة الأجل"<sup>1</sup>.

من خلال التعاريف السابقة الذكر نستطيع الوقوف على الدور الفعال للبنوك التجارية في السوق النقدي، حيث تعتبر من صناع السوق سواء عن طريق دور الوساطة أو السمسرة أو دور المستثمر المالي من خلال

<sup>1</sup> - د. جميل سالم الزيداني/ السعودي، أساسيات في الجهاز المالي "المنظور العلمي"، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى 1999، ص 239.

<sup>2</sup> - د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 86.

شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق، ويتضح ذلك من خلال مكونات محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية ، والسوق النقدي كأى سوق آخر لها خصائص جوهرية تميزها عن غيرها.

#### 4-1-2- خصائص سوق النقد

من خلال تعريفنا للسوق النقدي تتضح المعالم الرئيسية المشكلة لخصائص هذا السوق، وهي خصائص جوهرية تميزها عن غيرها، ويمكن إجمالها فيما يلي:

أ- موضوع المبادلة في هذا السوق يتعلق بنوع خاص من الأصول سماتها الأساسية هي سيولتها النسبية، والمقصود بالسيولة النسبية هنا هو القدرة على التحول إلى نقود قانونية في خلال مدة قصيرة و بأقل قدر ممكن من الخسارة أو الخطر وهي تتعدد في أشكالها وأحجامه و أهمها أذن الخزينة، الأوراق التجارية، والقروض المباشرة، وجميعها تمثل سندات تعبر عن مديونية قصيرة الأجل.

ويعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل فأجال استحقاق أدواته لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب بدءا من يوم مما يعطيها صفة السيولة العالية، ومعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي، وبإجراءات مبسطة جدا تخفض من تكاليف هذه الصفقات وتزيد من المرونة العالية للسوق النقدي<sup>1</sup>.

ب- درجة المخاطرة منخفضة إذا ما قيس بغيرها في أسواق رأس المال، وتدني درجة المخاطرة النقدية والتي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي، لأن هذه الأوراق من النوع القصير الأجل لذا تترك أسعار الفائدة السوقية آثار محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق مؤكدة، إضافة إلى كون الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، أو البنك المركزي أو المؤسسات الحكومية، لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جدا<sup>2</sup>.

ج - السوق النقدية هي المركز المالي الذي تتجمع فيه الأصول التي تبحث عن استثمارات مؤقتة تكون في متناول أولئك الذين يرغبون في الحصول على هذه الأصول قصيرة الأجل أي الإقراض والإقتراض النقدي قصير الأجل، لذلك تتواجد الأدوات المالية المناسبة ومن هذه الوسائل الكمبيالات، وسندات قصيرة الأجل وسندات القبول المصرفية إلى غير ذلك من الأدوات التي يطلق عليها شبه النقدية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - أ. د. محمد مطر ود. فايز تيم ، مرجع سبق ذكره، ص62.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص (62،63).

<sup>3</sup> - د. أسامة محمد الفولي ود. مجدي محمود شهاب مبادئ النقود والبنوك، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ص156.

د - ضرورة التداول عن طريق السمسارة الذين يملكون الخبرة والكفاءة والقدرة على استغلال الفرص كون حجم التداول كبير، وربما تكون خاصية الحجم الكبير للتداول هي سبب التداول عن طريق السمسارة كونهم أعرف بميكانيزمات السوق وآليات التعامل معه وفيه<sup>1</sup>.

و جدير بالإشارة عدم وجود موقع معين تتصرف إليه السوق النقدية حيث يتلاقى فيه المقرضون والمقترضون ذلك أن الاتصال يمكن أن يتم بينهم عن طريق البرق والمراسلات والهاتف، هذا وتعتبر سوق لندن النقدية وسوق نيويورك وسوق طوكيو من أكبر الأسواق النقدية تقدما.

### 4-1-3 أهمية سوق النقد

على ضوء الخصائص التي يتمتع بها سوق النقد، تتمثل أهميته على مستوى الاقتصاد القومي فيما يلي:

- السوق النقدي الفعال تتمثل أهميته في توفير سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي يزيد من سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها، فتكون محصلة ما سبق زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا، وكذلك من خلال السوق النقدي تجد البنوك التجارية مجالا لتوظيف الموارد النقدية المدخرة لديها وتحصل مقابل توظيفها لتلك المدخرات على عائد.

- السوق النقدي يلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطته يستطيع البنك المركزي أن يمارس وظيفته في الرقابة على الائتمان، والتأثير في سياسة البنوك التجارية - التي تلعب دورا قياديا في هذا السوق - من خلال سياسة سعر الخصم، الإحتياطي الإلزامي والسوق المفتوحة، بهدف التحكم الكلي في وسائل الدفع وتغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل بما يتناسب مع نمو النشاط الاقتصادي والسياسة النقدية المتبعة، كما أنه بالتحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي، يمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الجل أيضا.

- توفير الزيادات الطارئة من النفقات العامة للخزينة بإصدار أذن الخزينة.

### 4-1-4 مكونات السوق النقدي

ينكون السوق النقدي بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما:

<sup>1</sup> - أ.د. ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي وأحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى 1999، ص 177.

أ- سوق الخصم<sup>1</sup>: يتم في هذا السوق مبادلة الكمبيالات باعتبارها أهم مصادر تمويل القروض قصيرة الأجل سواء الكمبيالات التجارية منها أو الحكومية وتعرف هذه العملية بسوق الخصم، وتشمل بيوت الخصم، بيوت القبول، البنوك التجارية والبنك المركزي، كما يرتبط هذا الأخير بسوق الخصم من خلال العلاقة التي تربطه بأذن الخزينة باسم الحكومة أي نيابة عنها وباعتباره المقرض الأخير للبنوك التجارية فإنه يرتبط من خلال ذلك بسوق الخصم عن طريق إعادة خصم الأوراق المقدمة من هذه البنوك.

ب- سوق الأوراق المتداولة : يوجد في السوق النقدية مجموعتين رئيسيتين من الصكوك يتم التداول بها في سوق النقد وتصنف على أساس العائد أو تقسم على أساس الخصم.

ويمكن تقسيم ذلك على أساس العائد كمايلي:

- ودائع السوق النقدية.

- ودائع الشهادات الادخارية.

أما التقسيم على أساس الخصم، فإن السوق النقدية يكون فيها الاعتداد بعملية الخصم وطبيعة إنجازها لا غير، وعليه فهي تقسم إلى: أذن الخزينة، الكمبيالات والأوراق التجارية .

#### 4-2- سوق رأس المال

سوق المال تتداول في الأوراق المالية طويلة الأجل، وفيما يلي عرض لسوق رأس المال.

#### 4-2-1- مفهوم سوق رأس المال

سوق رأس المال هو سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، وهذا الجزء من سوق رأس المال هو الذي يمكن تسميته بسوق الأوراق المالية، وهي انعكاس لتطور اقتصاديات الدول، وقد ظهرت الأدوات المالية بهدف تلبية حاجات المتعاملين بهذه الأسواق من خلال تبادل هذه الأدوات ( أسهم وسندات ) وهذه الأدوات تباع وتشتري من قبل المتعاملين بها فهي تعتبر سلع نشأتها أي سلعة أخرى إلا أنها لها خصوصية باعتبارها أداة استثمارية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - د. محمود سحنون، دروس في الإقتصاد النقدي والمصرفي، مطبعة جامعة منتوري، قسنطينة، 2003/2004، ص130.

<sup>2</sup> - عبد النافع الزري و غازي فرح، الأسواق المالية، ط1، دار وائل، عمان، 2001، ص45.

يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه " السوق الذي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة البلاد"<sup>1</sup>.

وتعرف أيضا بأنها " ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق ، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع ، أو المكان الذي يتم فيه ، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه"<sup>2</sup>.

وعرفت بأنها ذلك السوق الذي يسمح بالتمويل طويل الأجل لتحقيق الدخل المتتابع للمستثمرين من خلال تداول الأدوات الاستثمارية والمتاجرة بالأوراق المالية المصدرة والتي تستحق بعد أجال متوسطة وطويلة وهذه الأوراق هي على الوجه الخصوص، الأسهم بشقيها العادية والممتازة كحقوق ملكية، والسندات كحقوق دائنية<sup>3</sup>.

### 4-2-2- أهمية سوق رأس المال

تأتي أهمية سوق رأس المال من خلال الدور الذي تلعبه ويمكن حصر أهمها فيما يلي:

- 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 لمخدراتهم نحو هذه الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل<sup>4</sup>، ويتحدد سعر التوازن للأوراق المالية من خلال تفاعل البائعين والمشتريين بالسوق ، وبهذا الدور تعتبر أسواق رأس المال مصدر تمويلي ائتماني محلي .

- توفير السيولة لمالكي الأوراق المالية، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها إذا اضطرته أو شجعته الظروف إلى عمل ذلك، كما قد تمر الشركات بظروف تشجعها إلى اللجوء إلى أسواق رأس المال التي توفر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول

<sup>1</sup> - د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 67.

<sup>2</sup> - د. محمد مطر ود. فايز تيم ، مرجع سبق ذكره، ص ص(60، 61).

<sup>3</sup> - أ. د. محمد ناظم نوري الشمري و د. طاهر فاضل البياتي و أحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 181.

<sup>4</sup> - د. رسمية قرياقص، أسواق المال(أسواق-رأس المال-المؤسسات)،الدار الجامعية،الإسكندرية، 1999 ، ص 47.

على سيولة، أما في الحالة العكسية وفي حالة غياب سوق رأس المال سينتظر حامل السهم إلى أن تحل أو تصفى الشركة ليتحول إلى سيولة<sup>1</sup>.

- 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 الجهد والوقت والمخاطر.

- توفر أسواق رأس المال الثقة والأمان للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس أسعار المعلومات المتوفرة لدى جميع المتعاملين<sup>2</sup>، ولهذه السوق دور في تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية وذلك من خلال التقاء العرض والطلب معا.

- توفر سوق رأس المال المناخ الاستثماري التنافسي مما يمكن المتعاملين في هذا السوق من تعظيم عوائدهم في نطاق مستوى المخاطر الدين يقبلون به لاستثمار أموالهم<sup>3</sup>، وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية، فهي 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 تجددهم يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى ولو تطلب ذلك تحمل مخاطر كبيرة، ولذلك فهم يفضلون الأسهم على السندات والعكس بالنسبة للبعض الآخر.

- يمثل سوق رأس المال حلقة اتصال فعالة بين معظم الفعاليات المؤثرة في الاقتصاد القومي مثل: البنوك، الشركات، المشروعات، المدخرين... الخ، وهو ما يجعلها مؤشراً 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<sup>4</sup>.

### 4-2-3- خصائص سوق رأس المال

ومن خلال دراستنا السابقة لسوق النقد والوقف على أهمية سوق رأس المال في النقاط أعلاه يمكن إجمال الخصائص المميزة لسوق رأس المال في النقاط التالية<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> - د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 83.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 84.

<sup>3</sup> - د. جميل سالم الزيداني/ السعودي، مرجع سبق ذكره، ص 219.

<sup>4</sup> - د. عبد النافع الزري، وغازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص 23.

<sup>5</sup> - أ. د. ناظم محمد نوري الشمري ود طاهر فاضل البياتي و أحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 219.

- الاستثمار في سوق رأس المال يمتاز بالوفرة من حيث العائد، وعليه بينما يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد، يكون لعنصر الدخل الأولوية في سوق رأس المال .
- من حيث التنظيم فهو أكثر انتظاما من السوق النقدي، كما يمتاز المتعاملون فيه بدرجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدتهم للصفقات المالية وتكييف سياستهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء عن التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة.
- تعتبر سوق رأس المال مناخ للاستثمار طويل الأجل بكونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الأجل الطويل مما يتيح فرصة لتمويل الكثير من المشروعات.
- العائد المرتفع يصاحبه ارتفاع في درجة المخاطرة نظرا لقلة السيولة عما كانت عليه في السوق النقدي، وهذا معروف كون السندات والأسهم يتغير سعرها السوقي من زمن إلى آخر مما يجعل مخاطرة الأسهم تحديا كبيرة.
- نجاح سوق رأس المال مربوط بتوافر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران، حتى يتمكن حامل الورقة المالية من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها بزمن.

### 4-2-4- تقسيمات سوق رأس المال

على الرغم من تركيزنا في بداية هذا الفصل على تقسيم الأسواق المالية إلى شقين أساسيين وهما: سوق النقد وسوق رأس المال، وهو تقسيم حسب معيار آجال العمليات، إلا أنه نظرا للتنوع التي تتميز به سوق المال والتداخل فيما بينها في كثير من الأحيان والذي يصعب معه إيجاد فاصل حدي بين نوع منه وآخر ، فإن نجد هناك تقسيمات مختلفة متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم ، فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها فنجد السوق الأول والثاني والثالث والرابع ، المعيار الثاني يركز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق ، بورصة السلع ، أسواق الأوراق المالية ، أسواق القروض ، أما المعيار الخير فيعتمد على المجال الجغرافي المعطى من طرف هذا السوق ، أسواق رأس المال الدولية ، أسواق إقليمية ، أسواق المال المحلية<sup>1</sup> .

أما في دراستنا هذه فسوف نركز على معيار التقسيم حسب آجال العمليات والتي تقسم سوق المال إلى قسمين رئيسيين وهما سوق النقد - وتطرقنا إليه بالتفصيل في العنصر السابق - وسوق رأس المال والذي

<sup>1</sup> - لمزيد من التفصيل حول هذه التقسيمات أنظر:

- د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال مرجع سبق ذكره، ص ص(69-83).

- د. جبار محفوظ ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص (54-145).



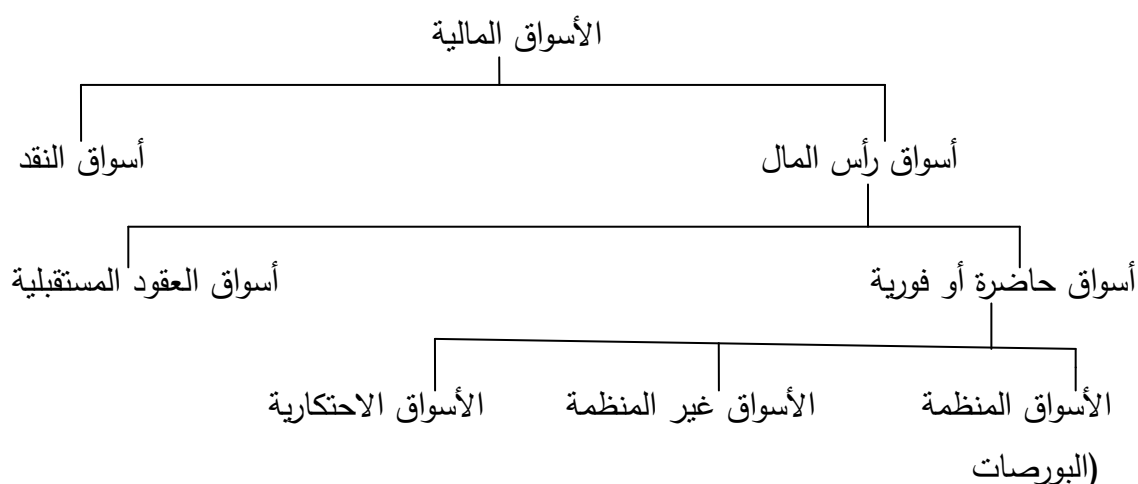
ينقسم بدوره إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية، والشكل رقم (3-2) يوضح تقسيمات سوق رأس المال حسب هذا المعيار.

وفيما يلي نعرض تقسيم سوق رأس المال على النحو التالي:

#### 4-2-4-1 - الأسواق الحاضرة

وهي أسواق مالية تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل ( أسهم وسندات ) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فور إتمام الصفقة. وسوق رأس المال يتكون على مرحلتين هما السوق الأول والثاني ثم يتكون من نوعين أسواق منظمة وغير منظمة<sup>1</sup>.

الشكل (2-2) : مكونات الأسواق المالية



المصدر: د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص6.

#### السوق الأولي:

يطلق مصطلح الأسواق المالية الأولية على تلك الأسواق التي تستهدف الإصدارات الأولية للأوراق المالية ولدا تعرف كذلك بسوق الإصدار، ويجرى التعامل في هذه السوق عن طريق ما يعرف بعمليات الاكتتاب، وقد يتعلق الاكتتاب ( سواء كان عاما أو خاصا ) بالأسهم الممثلة لرأس مال الشركة عند تأسيسها أو عند

<sup>1</sup> - د. عبد النافع الزري ود. غازي فرح ، مرجع سبق ذكره ، ص47

زيادة رأسمالها بعد التأسيس، كما يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو جهة حكومية ويتم إصدار وتصريف هذه الأوراق بطريقتين:

**الطريقة الأولى:** هي قيام الشركة المصدرة (للأسهم والسندات) بالاتصال بعدد من المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات لكي تباع لهم الأسهم والسندات التي أصدرتها، (ويتم ذلك بأسلوبين الأسلوب المباشر والمزاد)، وعادة ما تمتاز هذه الطريقة بارتفاع تكاليفها لأن البحث عن المشتري قد يطول، مما يرفع من تكاليف العملية.

**الطريقة الثانية:** قيام الشركات ببيع تلك الأسهم والسندات إلى وسيط معين، عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة - بنك استثمار كما هو الحال في الولايات المتحدة وأما في الدول التي تنقسم سوق أوراقها المالية بالصغر فقد تتولى بعض البنوك التجارية ذلك - ويقوم ذلك الوسيط ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق، وتمتاز هذه الطريقة بانخفاض تكاليفها مقارنة بالطريقة الأولى<sup>1</sup>، وهي الأكثر شيوعاً .

### السوق الثانوي:

هي السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولي، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار، وعليه فإن السوق الثانوية هي مكان لقاء المستثمرين في الأوراق المالية التي سبق بيعها في السوق الأولية، هؤلاء المستثمرين سواء كانوا بائعين أو مشتريين لهذه الأوراق، فالبائعون تحكمهم دوافع عديدة أهمها تحقيق سيولة وأرباح على مستثمراتهم، والمستثمرون مدفوعون بالرغبة في الاستثمار في تلك الأوراق بغرض بيعها وتحقيق الأرباح أيضاً أو بغرض الاحتفاظ بها في محفظة الأوراق المالية لوقت لاحق<sup>2</sup>.

وعلى الرغم من أن السوق الأول تعتبر الخطوة الأولى في حركة نشاط سوق رأس المال، إلا أنها لا تحقق للمستثمر الطمأنينة التي ينشدها من وراء تشكيل محفظة الأوراق المالية، والتي تتوفر في السيولة النقدية للأوراق المالية التي في حوزته عند عرضها للبيع، وهو ما يشجع على تخصيص نسبة عالية من الأموال أو المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل، ولا يتم ذلك إلا من خلال السوق الثانوية (أو سوق التداول)، فسوق التداول تتيح للمتعاملين إمكانية التصرف في هذه الأوراق المالية دون قيد أو صعوبة، الأمر الذي يوفر قدراً من السيولة لا تتمتع به أية أصول استثمارية أخرى كالعقارات والمباني، ومن هنا فإن ضعف السوق الثانوي للأوراق المالية يعني غياب فرصة إعادة البيع العاجل للأوراق المالية، غياباً يترتب

<sup>1</sup> - د. محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص (56-67).

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص (59-60).

عليه انخفاض الطلب على الأوراق المالية، هذا وهناك ارتباط وثيق بين السوقيين الأولية والثانوية يؤثر كل منهما في الآخر.

هذا وتنقسم السوق الثانوي إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

### أ- الأسواق المنظمة (البورصات)

يمكن تعريف السوق المنظم على أنه " مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لأوراق مالية مسجلة بتلك السوق، والسوق المنظم تدار من قبل مجلس منتخب من أعضاء السوق " <sup>1</sup>، وعندما نتكلم عن الأسواق المنظمة فإننا نقصد بها البورصات والتي تعتبر من أهم مكونات السوق الثانوي أو سوق التداول. وتتميز بوجود مكان يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء ويحكم التعامل قوانين وإجراءات رسمية تشرف عليها لجنة إدارة السوق تتم في مواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية، يدير التبادل في هذا السوق وسطاء ماليون (سماسرة)، تتداول فيها أدوات مالية للشركات المدرجة والمسجلة والمستوفية الشروط، تتحدد أسعارها عن طريق العرض والطلب.

فعلى الشركات الراغبة في إدراج أدوتها المالية في البورصة التقدم بطلب للجنة إدارة السوق وتقوم هذه الأخيرة بدراسة مدى موافقة أوضاع الشركة مع متطلبات الإدراج في البورصة وتتخذ القرار بناء على ذلك، وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط وغيرها فإنها تحصل على الموافقة على الإدراج بالبورصة والهدف الأساسي من وضع هذه الشروط حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول.

ب- الأسواق الغير منظمة<sup>2</sup>: ما دامت الأسواق المنظمة هي سوق المعاملات التي تتم داخل البورصات فمصطلح الأسواق الغير منظمة يطلق على المعاملات التي تجري خارج البورصات التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط هاتفية و أطراف الحاسب الآلي وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، وأساسا تتعامل الأسواق غير المنظمة في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة ( البورصات ) وعلى الأخص السندات، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة.

<sup>1</sup> - د. عبد النافع الزري و د. غازي فرح ، مرجع سبق ذكره، ص ص (48 ، 49).

<sup>2</sup> - د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص (106 - 108).

### السوق الثالث

على الرغم من أننا ذكرنا سابقاً أن الأسواق غير المنظمة تتعامل أساساً في الأوراق المالية للشركات الغير مسجلة في الأسواق المنظمة ( البورصة )، إلا أنه توجد استثناءات يتم خلالها تداول الأوراق المالية لشركات مسجلة في الأسواق المنظمة في هذه السوق، ويطلق عليه في هذه الحالة السوق الثالث، أي هو قطاع من الأسواق الغير منظمة و يتكون من بيوت سمسة لغير أعضاء السوق المنظمة تقدم خدمات البيع والشراء والاحتفاظ بسجل المعاملات الخاصة بزيائهم، ويتنافس هؤلاء السماسرة من غير أعضاء السوق المنظم مع أعضاء السوق المنظم فيما يتعلق بتكلفة التعامل، وكونهم يقدمون خدمات محدودة لزيائهم فإنهم يقبلون عمولات أقل\* كما أنهم لا يدفعون رسوم عضوية كما هو الحال في السوق المنظم .

### السوق الرابع

وهو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظم، غير أنه في هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه، ويتم هذا التعامل عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية وكبار المستثمرين أو عن طريق الاستعانة بوسيط يسوي العملية، ومما يسهل هذا الاتصال هو وجود شبكة قوية من الاتصالات سواء عن طريق الهاتف أو الكمبيوتر ووسائل الاتصال المتاحة، ويمكن القول أن أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة عمولة السماسرة<sup>1</sup>.

### 4-2-4-2- أسواق العقود المستقبلية

ويطلق عليها الأسواق الآجلة وهي تتعامل في الأدوات المالية ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق وهو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر، مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم<sup>2</sup>.

\* لأن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافة من مشورة وغيرها إلا في حدود ضعيفة جداً.

<sup>1</sup> - د. رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 56.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 12.

### 5- تنظيم وسير الأسواق المالية

يشترط في الأسواق المنظمة (البورصات) أن يتم فيها التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، وتتولى الهيئة المشرفة على السوق عملية التنظيم والإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

### 5-1- تنظيم سوق الأوراق المالية

يختلف تنظيم سوق الأوراق المالية فيما يخص السلطات والهيئات المكونة لها، كما تتغير هذه الهيئات بتغيير قوانين البلد. بهدف أخذ صورة عامة حول تنظيم سوق الأوراق المالية نتطرق إلى نموذج بورصة الجزائر، التي يعتمد أساسا في تنظيم السوق على كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسير القيم المنقولة (الأوراق المالية)

### 5-1-1- لجنة تنظيم سوق الأوراق المالية

أنشأت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق الأوراق المالية ومراقبتها بالسهر خصوصا على ما يأتي<sup>1</sup>:

أ- **حماية المستثمرين في الأوراق المالية**: تسهر 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 القبلية على الإعلام، مراقبة بعدية على 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.

ب- **حسن سير سوق الأوراق المالية وشفافيتها**: تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق الأوراق المالية، وتتصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات-حافضي

<sup>1</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 10، الجزائر، ص ص(8-10).

السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية. وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف.

- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.

- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.

**ج- سلطات اللجنة:** لتمكين اللجنة من القيام بمهامها زودها المشرع بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق وتأديب وتحكيم.

### 5-1-2- شركة تسيير القيم المنقولة

تتمثل المهام والأهداف الأساسية لشركة تسيير القيم المنقولة حسب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم

93-10 يتعلق ببورصة الأوراق المالية ، فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال الأوراق المالية إلى البورصة.

- التنظيم المادي لجلسات التداول.

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.

- تنظيم عملية مقاصة الصفقات على الأوراق المالية.

- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديد.

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.

- إصدار نشرة رسمية لجدول التسعيرة(تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة).

وتمارس الشركة نشاطها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

### 5-2- المتدخلون في سوق الأوراق المالية

يمكن تحديد المتدخلون في الأسواق المالية في الأطراف التالية<sup>1</sup>:

### 5-2-1-الوسطاء الماليون

يعتبر الوسطاء الماليون من بين المتدخلين في الأسواق المالية، فهم يكونون عمودها الفقري، إذ يقومون بتنشيطها بتقريب البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم، كما توسع نشاط الوسطاء ليشمل

<sup>1</sup> - د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الاموال، مرجع سبق ذكره، ص ص(94-97).

مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في الأسواق المالية سواء كانوا مستثمرين أو جمهور أو مؤسسات استثمارية أو مؤسسات تبحث عن التمويل.

### 5-2-2- الجمهور

يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في الأسواق المالية سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ، باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للإستثمار.

### 5-2-3- المستثمرون المؤسسيون

تتكون هذه الفئة من البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، وشركات الإستثمار، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في الأسواق المالية، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو الأسواق المالية ، حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي الأسواق المالية برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الإستقرار والثبات في قدرتها الإدخارية والإستثمارية.

### 5-2-4- المؤسسات الصناعية والتجارية

تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في الأسواق المالية، فهي تلجأ إلى الأسواق المالية من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الإستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع، ويتم ذلك عن طريق إصدار الأدوات المالية في الأسواق المالية ، كما لم يبق لجوء المؤسسات إلى الأسواق المالية مقتصرًا على إمكانية الحصول على التمويلات اللازمة، بل أصبحت تتدخل في الأسواق المالية عن طريق توظيف إمكانياتها المالية، حيث عمدت هذه المؤسسات إلى استثمار فوائدها المالية في الأسواق المالية عن طريق شراء وبيع الأدوات المالية قصد الحصول على عوائد في إطار المخاطر المحتملة.

### 5-2-5- الدولة

تعتبر الحكومات أيضا من المتدخلين في الأسواق المالية وخاصة في أسواق السندات، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى إصدار السندات الحكومية من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية، أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الإجتماعي، أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.

### 5-3- أوامر سوق الأوراق المالية

الأوامر عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء أوراق مالية لصالح المستثمر، فهي تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل

دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر<sup>1</sup>.  
وتقسم الأوامر إلى أربعة مجموعات أساسية:

### 5-3-1- أوامر السوق

يعد الأمر السوقي من أكثر الأوامر شيوعا وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، ففي حالة الشراء يكون أفضل سعر هو أقل سعر يمكن الحصول عليه، أما في حالة البيع يكون أعلى سعر هو أفضل سعر للبيع، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.  
وتكمن مزايا هذا النوع من الأوامر في سرعة وضمان تنفيذه، أما عيوبه فتكمن في عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به، ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية لا تكون لتلك العيوب وزن كبير، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

### 5-3-2- أوامر محددة للسعر

في هذا الأمر يتم تحديد السعر من طرف المستثمر عند إصدار الأمر للسمسار، الذي سيقوم بتنفيذ الأمر على أساسه، وهذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر الشراء والحد الأدنى في حالة أوامر البيع.

وتكمن مزاياه في أن المستثمر يعرف مسبقا وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء، أما عن عيوبه فتظهر في أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة.

### 5-3-3- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وقد تتراوح مدة الأمر بين يوم، أسبوع، أو شهر، وقد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ.

### 5-3-4- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

وهي الأوامر التي يحدد فيها سعرا معينا للتنفيذ كما يشترط أن تتم الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم، أسبوع، أو شهر، وهي تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

<sup>1</sup> - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 65.



### 5-3-5- أوامر حسب مقتضى الأحوال

يقصد بذلك أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية السمسار أو الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار نوع الورقة محل التعامل وكذا السعر الذي تتم به هذه الصفقة، وما إذا كانت هذه العملية هي عملية بيع أو شراء وكذلك توقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فنقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تتم من خلاله هذه الصفقة، من مزايا هذا النوع من الأوامر أنه يوفر المرونة اللازمة لاقتناص الفرص في الوقت المناسب دون الرجوع إلى الأمر بالتنفيذ. أما عيب هذه الأوامر هو أن السماسرة يرون أن ذلك عبئاً عليهم ويخشون من عدم إرضاء العملاء بالكامل، فضلاً عن صعوبة معرفة العملاء بمركزهم المالي دون الإتصال بالسمسار.

### 5-3- التسيير في سوق الأوراق المالية

لا تختلف هذه العملية كثيراً في الأسواق العادية عنها في البورصة، حيث يتلقى الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات 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 ونوعاً وهي كالتالي<sup>1</sup>:

### 5-3-1- التسيير بالمناداة

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعدادهم لبيع نوع معين من الأوراق وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة أي الأكثر تداول في البورصة، من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

<sup>1</sup> - د. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر، ط1، الجزائر، 2002، صص (114-117).

### 5-3-2- التسعير بالأدراج

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على 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 المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

### 5-3-3- التسعير بالصندوق

يكن جوهر هذه الطريقة في تركيز أوامر الشراء والبيع للورقة 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 وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

هي شبيهة إلى حد ما بطريقة التسعير بالأدراج، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي.

### 5-3-4- 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 واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه 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 تحل مركز وسط بين الطريقة الشفوية (التسعير بالمناداة) والطريقتين الكتابيتين السابق شرحهما.

### 5-3-5 - طريقة Fixing<sup>1</sup>

تحديد السعر في البورصة هو نتيجة تقابل العرض مع الطلب لورقة مالية معينة، هذا السعر يسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات أو المعاملات وتنفذ أوامر البيع و أوامر الشراء بنفس السعر الذي هو سعر التوازن، تسمى هذه الطريقة بطريقة Fixing والتي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر، وطبعا كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر سوق، بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع، كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب، وبالتالي يتم تحديد السعر عند تقاطع منحني العرض مع منحني الطلب.

وتجدر الإشارة أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى موكله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الإستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

### 6- كفاءة الأسواق المالية

تأتي المعلومات إلى الأسواق المالية في أي وقت ، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، وتم ملاحظة وجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية وما بين المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على الأسواق المالية وسميت هذه العلاقة بكفاءة الأسواق المالية.

### 6-1 - مفهوم كفاءة الأسواق المالية

السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، وذلك من خلال مختلف أجهزة الإعلام المتوفرة<sup>2</sup>.

كما يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره مؤسسة 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

<sup>1</sup> - د. أحمد بورس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص117.

<sup>2</sup> - د. صلاح الدين السيبي، دراسات نظرية وتطبيقية، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2003، ص90.

تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الإقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الإستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر، تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه<sup>1</sup>.

ووفقا لمفهوم كفاءة الأسواق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء، منها ما يلي:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية 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 قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد الفعلي يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في السهم محل الصفقة.

### 6-2- متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية

من أجل تحقيق كفاءة الأسواق المالية لابد من تحقق كل من:

- أ- **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** تتحقق عندما تتوفر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية في سبيل الحصول عليها، مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة، وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة واحدة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح.

<sup>1</sup> - د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص38.

ب- **كفاءة التشغيل:** (الكفاءة الداخلية) يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار المتخصصين في السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

### 3-6- مستويات كفاءة الأسواق المالية

تشمل المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية ما يلي<sup>1</sup>:

#### أ- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

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

#### ب- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق

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

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

#### ج - الصيغة القوية لكفاءة السوق

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحاله أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

<sup>1</sup> - د. عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث ، ص 155.

### خلاصة

تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الإقتصادية المعاصرة خوصا في تجميع رؤوس الاموال لتمويل المؤسسات الإقتصادية، وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة بالنظر لما تؤديه من وظائف، وهي تعد انعكاسا للنظم المالية و الإقتصادية في أي بلد. وهناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم، ومن بين هذه المعايير التقسيم حسب آجال العمليات، والتي تقسم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسيين، سوق النقد وسوق رأس المال، هذه الأخيرة بدورها تقسم إلى أسواق حاضرة(أسواق منظمة وأسواق غير منظمة) وأسواق العقود المستقبلية، و يشترط في الأسواق المنظمة أن يتم التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها.

كما تتولى الهيئة المشرفة على السوق عملية التنظيم والإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لأي ورقة مالية من الأوراق المالية المسجلة فيها، بالإضافة إلى تولي هذه الهيئة توفير المعلومات الضرورية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، نظرا لوجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية وما بين المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، وسميت هذه العلاقة بكفاءة الأسواق المالية، حيث لهذه الأخيرة تأثير كبير على السير الحسن للأسواق المالية.

الفصل الثالث  
الأدوات المالية المتداولة في  
الأسواق المالية

### تمهيد

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.

### 1 - الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد

تتعامل السوق النقدية في الأوراق المالية قصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق صكوك مديونية مدون عليها ما يؤيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن اقضه لطرف آخر، وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للتداول، وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة، هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبعد أدنى من الخسائر أو بربح، ونظرا لانخفاض مخاطر هذه الأدوات فيتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض وربما لا يتجاوز معدل التضخم<sup>1</sup>، ومن أهم أنواع هذه الأوراق نجد:

#### 1-1- 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 بالبيع أو التنازل في السوق النقدي قبل تاريخ الاستحقاق<sup>2</sup>.

#### 1-2- أذن الخزينة

أذن الخزينة عبارة عن أداة دين حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة، ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات تحرص الحكومة (تقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق البنك المركزي) على إصدارها دوريا، وتتميز أذونات 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.

هذا ويتم إصدار أذونات الخزينة في كثير من الدول بشروط محفزة ومغرية كإعفاء من ضريبة الدخل مثلا (على العائد المحقق من الاستثمار)، لكن تمنح الحكومة سعر فائدة منخفض نسبيا إذا ما قورن بسعر

<sup>1</sup>- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص52.

<sup>2</sup>- د. عبد النافع الزري ود. غازي فارح، مرجع سبق ذكره، ص37.



الفائدة السائد أنداك في السوق على القروض البنكية وذلك بسبب السيولة الشديدة لهذه السندات وسرعة خصمها قبل موعد استحقاقها لدى البنوك التجارية أو البنك المركزي<sup>1</sup>.

وكان أول من اقترح استخدامها كأداة لتمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة هو الاقتصادي المشهور Begehot عام 1887.

### 1-3 الأوراق التجارية

الأوراق التجارية المقصودة هنا ليست الأوراق التجارية المتعارف عليها في السوق التجاري كأداة من أدوات الائتمان والتي غالبا ما تكون مسحوبة على أفراد، و إنما يقصد بها الأوراق التجارية كأداة من أدوات الاستثمار<sup>2</sup>، هي أدوت 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 ونياية عن الشركة ، وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق .

ونظرا لتمييز تلك الأوراق نبرز أربع سمات أساسية لها:

- لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة حيث أن الضامن الأساسي للمتعاملين هو سمعة الشركة ومكانتها التي بفضلها تقبل البنوك سداد قيمة هذه الأوراق المالية في تاريخ الاستحقاق.
  - التزام البنوك التجارية بدفع قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدودة.
  - الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق تساهم في خلق سوق ثانوي لها.
- وأخيرا ولأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة فإنه ورغبة في حماية المستثمرين تتشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندراندبور Standard and poor في الولايات المتحدة دليلا خاصا بأسماء تلك المنشآت التي تصدر مثل هذه الأدوات.

### 1-4- الكمبيالات المصرفية

الكمبيالات المصرفية عبارة عن تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لطرف آخر، وفي كل مرة يحصل المشتري على خصم يمثل في حقيقة الأمر معدل الفائدة على الاستثمار في الكمبيالة ، وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره أي المقترض الأصلي ، وإذا ما فشل في

<sup>1</sup> - د جميل سالم الزيداني/ السعودي، مرجع سبق ذكره، ص240.

<sup>2</sup> - أ. د. محمد مطر ود. فايز تيم ، مرجع سبق ذكره ، ص68.

ذلك حينئذ يمكنه الرجوع على البنك الذي قبل التعهد من البداية ، ولهذه الكمبيالات سوق ثانوي يتمثل في البنوك التجارية وبعض بيوت السمسرة .

#### 1-5- اتفاقيات إعادة الشراء

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض الذي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، ويكون الاقتراض ليلة واحدة أو لبضع أيام قليلة، وبموجب هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في مثل هذه الاتفاقيات ليعقد له اتفاق مع أحد المستثمرين الذي لديه فائض من الأموال ويبحث عن فرص لإقراض مثل هذه الأموال، ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر أوراق مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق من نفس المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له به هذه الأوراق، على أن تنتفد صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر، وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر وعودة الأموال للمستثمر، ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وعقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقرضة، ويمكن إبرام عقد البيع والشراء بذات القيمة على أن يحصل المستثمر على فائدة تحدد مسبقا.

وبهذا تعتبر اتفاقية إعادة الشراء قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق، مع ملاحظة أن عقد البيع يمكن أن لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية للمستثمر، بل تبقى في حوزة التاجر، على أن تكون هذه الأوراق بموجب الاتفاق مرهونة لصالح المستثمر، وفي بعض الاتفاقيات قد يشترط أن يكون المخزون من الأوراق المالية لدى التاجر ( وليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق ) مرهونة لضمان سداد القرض.

وتعد البنوك التجارية هي السوق الثانوي النشط لشراء وبيع تلك الاتفاقيات.

#### 1-6- 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.

وتتم إدارة هذه العملية من قبل البنك المركزي الذي يلعب دور الوسيط، ويلتزم البنك المقترض بسداد قيمة القرض إضافة إلى العوائد التي تتحدد وفق العرض والطلب، ويمكن أن يكون الاتصال مباشر بين البنوك أو بواسطة سمسار في هذا النوع من القروض.

### 1-7- قرض الدولار الأوروبي

مصطلح اليورو دولار يعني ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط، وتتميز القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر مدة الاستحقاق.

### 2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

الأوراق المالية قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية)، أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق المنشأة المصدرة أو مشاركة في الملكية، وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من نوعين رئيسيين، 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، فيعرف النوع الأول "بالأسهم" ويعرف الثاني بـ "السندات".

هذا ونشير إلا أنه ونظرا للتطور الذي تشهده الساحة المالية دعت هذه الضرورة إلى إنشاء أدوات مالية جديدة أطلق عليها تعبير « المشتقات المالية ».

### 2-1- الأسهم العادية

وهي أكثر الأوراق المالية شيوعا و"السهم العادي يعطي مالكة حقا ( حصة ) في ملكية الشركة، وهذه الحصة تتحدد بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها إلى عدد السهم المصدرة، والسهم ليس له مدة استحقاق ولا يعد بتوزيع نسبة ثابتة مقارنة بالسند"<sup>1</sup>، وقد يكون السهم لحامله فيصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من بحوزته ذلك السهم في أي لحظة ولذلك فتداوله يتم بانتقاله من مشتري لآخر دون المرور بالشركة المعنية ، كما قد يكون السهم اسميا أي يصدر هذا النوع من السهم باسم المالك مثبتا في الشهادة ويسجل باسمه في سجلات الشركة ، وعليه فإن تداوله يتطلب إعلام هذه الأخيرة

<sup>1</sup> - د. عبد النافع الزري ود. غازي فارح ، مرجع سبق ذكره ، ص 155 .

بالصفقة لتسجيل العمليات في دفاترها والتي تمت على أسهمها ومعرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم<sup>1</sup>.

وللسهم العادي قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وكذلك قيمة تصفوية،:

- القيمة الاسمية في القيمة المكتوبة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي\*، هذا وتحدد معظم دول العالم حد أدنى للقيمة الاسمية.

- القيمة الدفترية فهي تعادل قيمة حقوق الملكية ( الأسهم العادية ، الإحتياطات ، الأرباح المحتجزة ) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

- القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية ، والقيمة السوقية هي التقييم الحقيقي للسهم العادي وهي تتوقف على العائد المتوقع نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر بالإضافة لأي عوامل أخرى\*.

- القيمة التصفوية للسهم في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة .

وتحظى الأسهم العادية بمجموعة من المزايا أو الحقوق سواء بالنسبة للشركة المصدرة حيث يعتبر السهم العادي وسيلة من وسائل التمويل الدائم للشركة وتكوين رأس المال من جهة، وبالنسبة للمستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة مالية، وفي العنصر اللاحق نحاول التركيز على مزايا أو حقوق حامل السهم العادي.

**2-1-1- حقوق المساهمين العاديين:** تعطي الأسهم العادية لمالكها العديد من الحقوق والإمتيازات أهمها<sup>2</sup>:

**أ-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

<sup>1</sup> - د. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص ص (7، 8).

\* وعلى الرغم من أن العقد التأسيسي يحدد القيمة الاسمية للسهم العادي إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم.  
\* - تتأثر هذه القيمة بكثير من العوامل أهمها: القيمة الدفترية، توزيعات الأرباح، المركز المالي للشركة ومدى قوته، الطلب والعرض في سوق رأس المال على الأسهم و توقعات المستثمرين والمحليلين الماليين حول مستقبل الشركة.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص (16-22).

عكس فوائد الديون وجزء من أرباح الأسهم الممتازة التي تلتزم الشركة بدفعها بصورة منتظمة عادة ما تكون السنة، والأرباح الموزعة قد تكون في صورة نقدية أو في صورة أسهم<sup>1</sup>.

**ب- حق الحضور والتصويت في الجمعية العامة:** حاملو 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.

**ج- 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.

**د- 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 وإذا لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم مباشرة أي من المساهم القديم إلى المساهم الجديد.

**هـ- 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 ضرورياً، وفي حالة رفض الإدارة ذلك يمكن للمساهم أو المساهمين طلب ذلك عن طريق المحكمة.

**هـ- 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، ونضراً لمسؤوليتهم المحدودة بحصتهم في رأس المال فإنهم في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة.

وعلى رغم الحقوق والمزايا التي تمنحها الأسهم العادية لحاملها، فهذا لا يمنع من توفرها على بعض العيوب من وجهة نظر المستثمر، فمن أبرزها أن حاملها لا يجوز له الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد

<sup>1</sup> - لمزيد من التفصيل حول الأرباح الموزعة سواء كانت في صورة نقدية أو في صورة أسهم أنظر: د. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية المعاصرة، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص (289، 299).

قيمتها و إذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال ، كم أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بالتوزيعات ما لم تحقق المنشأة أرباحاً وحتى في حالة ما إذا حققت أرباح ولم تقرر الإدارة توزيعها ، وزيادة على ذلك ليس هناك ما يضمن استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم ، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق .

## 2-1-2- أنواع جديدة للأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق التطرق إليها أعلاه ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً عديدة من الأسهم العادية والتي أهمها: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة، الأسهم العادية المضمونة<sup>1</sup>.

## 2-2- الأسهم الممتازة

كان أول ظهور لها النوع من الأسهم في القرن التاسع عشر لتشجيع المستثمرين من أجل الاستثمار في السكك الحديدية الأمريكية<sup>2</sup>، ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على الأسهم المصدرة ، أي ليس للأسهم الممتازة نصيب من الإحتياطات والأرباح المحتجزة التي قد تظهر في ميزانية المنشأة ، والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص عقد الإصدار على استدعائه في وقت لاحق<sup>3</sup>.

ولإلقاء الضوء أكثر على هذا النوع من الأسهم نحاول إبراز الفروقات أو الاختلافات بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

## 2-2-1- الاختلاف بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية

تحمل الأسهم الممتازة بعض صفات الأسهم العادية وبعض صفات السندات، حيث للسهم الممتاز نصيب من الأرباح محدد بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم وبذلك هو يشبه السندات، وأنه يمثل حصة من ملكية تحقق لحاملها المشاركة في الأرباح المحققة فهو بذلك يشبه السهم العادي، لكن الفروقات الأساسية بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة تتمثل فيما يلي:

<sup>1</sup> - لمزيد من التفصيل حول هذه الأسهم أنظر: منير إبراهيم هندي ، الأسواق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (19-11).

<sup>2</sup> - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص15.

<sup>3</sup> - د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص23.

- الأسهم الممتازة لها حق الأولوية في الحصول على الأرباح السنوية المقررة للتوزيع قبل الأسهم العادية، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية أو تحققت أرباح ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة، ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة.

- تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح بنسبة سنوية ثابتة من قيمتها الاسمية، بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة، لدى فإن الأسهم الممتازة تشبه السندات، على عكس الأسهم العادية فنصيبها من الأرباح مرتبط بنتيجة أعمال الشركة ونسبة هذه الأسهم في رأسمالها.

- الأسهم الممتازة تعطي الأولوية في السداد عند التصفية، حيث يكون حملة الأسهم الممتازة في مركز أسبق من حملة الأسهم العادية في تحصيل حقوقهم في حالة الإفلاس أو في حالة حل الشركة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

- الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة للمستثمر، لأن أسعار هذه الأخيرة متغيرة بصورة مستمرة تقريبا إذا ما قورنت بالثبات شبه النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.

- الأسهم الممتازة لا تشارك في الإدارة على عكس من ذلك الأسهم العادية، حيث تحرم الأسهم الممتازة من حق التصويت إلا في حالات خاصة كوجود الشركة في ظروف عويصة ( فشل الشركة في دفع المستحق لهم، الأسهم الممتازة التي تصدر لتعويض الأسهم العادية ) .

## 2-2-2- أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بأنواع مختلفة حسب المزايا التي يحققها كل نوع منها سواء للمستثمر أو الشركة المصدرة، وعليه يمكن تقسيم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية<sup>1</sup>:

أ- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح**: وهو نوع من الأسهم تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيب من الأرباح عن سنوات حققت فيها الشركة أرباحا ولم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، فيحتفظ حامل السهم مجمع الأرباح في الحصول على نصيبه من هذه لأرباح وذلك في السنوات الموالية إذا ما أعلنت الشركة عن توزيع أرباح على المساهمين، أي تسدد الشركة أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، خلاف السهم الممتاز غير مجمع الأرباح، فإن الأرباح التي لا تدفع في سنة ما لا يمكن نقلها إلى سنوات لاحقة وبالتالي يسقط حق المساهم فيها ويخسرهما.

١- أد. محمد مطر ود. فايز تيم، مرجع سبق ذكره ، ص81.

ب- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها ذلك النوع من الأسهم الممتازة التي تعطي الحق لحاملها مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا حقوقهم من عملية التوزيع الأولي.

ج- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** يوفر هذا النوع من الأسهم الممتازة لحملها خلال فترة زمنية محددة فرصة تحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي، فيحقق مكاسب رأسمالية (أرباح)، وذلك مع مراعاة أنه يجب على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار لدى اتخاذ القرار السابق الظروف المحيطة مثل التقلب في السعر السوقي للسهم الممتاز.

د- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يعطي قابلية السهم الممتاز للاستدعاء الحق للشركة المصدرة في إلزام المساهم الذي يحصل على هذا النوع من الأسهم بردها بسعر محدد وفترة زمنية محدودة من تاريخ الإصدار، وهذا يوفر ميزة للشركة المصدرة في استرداد تلك الأسهم إذا توفرت هذه الأخيرة على سيولة فائضة من الأموال من تضيق نطاق المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، أو الحصول على مصادر أخرى للتمويل بتكلفة أقل.

وعلى اعتبار شرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة، فغالبا ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترنا بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية.

إضافة للأنواع السابقة للأسهم الممتازة ظهرت اتجاهات عديدة في شأن هذه الأسهم وهي الأسهم التي لها حق التصويت والأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

هـ- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** في تناولنا للأسهم العادية تطرقنا إلى نوع من هذه الأسهم يطلق عليه الأسهم العادية المضمونة والتي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، وقد تكون إحدى صورة التعويض أسهم ممتازة تسمى "أسهم ممتازة لها حق التصويت" لأن لحاملها الحق في التصويت في الجمعية العمومية.

و- **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 أدنات 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، وإن كان شرط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 15% من تلك القيمة.

### 2-3-السندات

تمثل السندات حقوق دائنية كونها قروضا تقترضها الجهات الحكومية أو الخاصة لتمويل عملياتها، والسند هو " ورقة متداولة تمثل ديناً طويلاً الأجل على الشركة المصدرة أو أي هيئة أخرى وهو جزء من الدين الكلي لها "، وبذلك فالسندات هي نوع من الأوراق المالية تصدرها الحكومات أو المشروعات بهدف الحصول على التمويل اللازم، مقابل حصول صاحب السندات على فائدة نقدية محددة سلفاً وتستمر باستمرار الفترة الزمنية المحددة للسند، وتحملها الجهة التي أصدرت السند وطرحته لأغراض التداول، وفي نهاية تاريخ الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة باسترجاع هذه الأوراق من حاملها وتدفع لهم بالمقابل قيمتها الاسمية.

وقد يكون السند لحامله وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول، أو يكون السند مسجل باسم المستثمر (اسمي)، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف أو ما شبه ذلك إلا أنه غير قابل للتداول

### 2-3-1-خصائص السندات

السندات تتميز بمجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة) ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- أداة دين: يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

- ثابت الدخل: السندات من الأوراق المالية ثابتة الدخل كون حاملها يحصل على فائدة ثابتة - سواء حققت الشركة ربحاً أو خسارة - تحسب على أساس القيمة الاسمية، وتحدد الشركة معدل فائدة السندات على ضوء مجموعة من المتغيرات من بينها المخاطر التي يتعرض لها حامل السند، العمر الزمني للسند، المركز المالي للمنشأة والظروف الاقتصادية السائدة وعلى الأخص مستوى أسعار الفائدة في السوق، وهذه المتغيرات بدورها يمكن أن تقرر قيمة سوقية للسند تقل أو تفوق قيمته الاسمية.

قابلة للتداول: يمكن تداول السندات ( السند لحامله ) بيعاً وشراءً في السوق المالي مما يمكن من إعادة تقييمها، فخاصية التداول إضافة إلى تمتع السندات بصفة التسديد عند الاستحقاق تشكل المزايا التي تمنحها

هذه الأوراق المالية للمستثمر، كونها مضمونة السداد من جهة الإصدار، فضلا عن إمكانية تحويلها إلى نقد حاضرة بمجرد بيعها فهي تتمتع بقدر من السيولة.

- **حق الاستدعاء:** السندات تتفاوت من حيث تواريخ الاستحقاق، فنجد سندات قصيرة الأجل ( سنة - 5 سنوات)، وأقل من 10 سنوات، وطويلة الأجل والتي يبلغ عمرها عادة عشر سنوات فما فوق، ورغم ذلك فقد ينص عقد الإصدار على حق الشركة في استدعاء\* السند قبل تاريخ الاستحقاق، وتستفيد المنشأة من هذا الشرط إذا ما حدثت ظروف اقتصادية، ترتب عليها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات، عندئذ تقوم الشركة باستدعائها وإصدار سندات أخرى بمعدل فائدة أقل يتماشى مع مستويات أسعار الفائدة في السوق.

## 2-3-2- أنواع السندات

للسندات أنواع عديدة تتمثل أهمها في الآتي:

أ- **السندات التي لا تحمل معدل 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<sup>1</sup>.

ب- **السندات بمعدل فائدة متحرك:** استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات فائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق. وغالبا ما يرتبط هذا التعديل بسعر الفائدة على السندات الحكومية التي تمتاز بنوع من الاستقرار نظرا لانخفاض مستوى المخاطر فيها ووجود طلب دائم عليها من قبل الجمهور.

وقد وجد هذا النوع من السندات من أجل المحافظة على مصالح كل من المنشآت المصدرة لها وكذا جمهور المستثمرين فيها، حيث أنه و إذا ما أخذنا السندات ذات المعدل الثابت ففي حالة انخفاض معدل

\* - يتم تناول الاستدعاء في أحد أنواع السندات وهو السندات القابلة للاستدعاء.

<sup>1</sup> - د. منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص33.

الفائدة في السوق فإن ذلك سوف يلحق أضرار بالمنشأة المصدرة بينما يستفيد حامل هذا النوع من السندات من هذه الوضعية، وبالعكس إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة في السوق نجد أن المستفيد هو المنشأة المصدرة لهذه السندات على حساب حملة سندات<sup>1</sup>.

**ج-السندات ذات الدخل:** يتماشى هذا النوع من السندات مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها المنشأة أرباحاً، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما نص على ضرورة قيام المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عند حلول تاريخ استحقاقها، إضافة إلى نص ثالث محتمل وهو أن يكون لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية<sup>2</sup>.

**د- السندات المضمونة:** تصدر الشركات هذا النوع من السندات بضمان يتمثل بأصل معين في حالة إفلاس الشركة، وعادة ما يكون الأصل عقارات، وفي حالة تخلف الشركة عن دفع الفائدة أو قيمة استحقاق السندات أو في حالة التصفية للشركة يتم تسديد قيمة السندات من تصفية العقار المرهون، ويمكن للشركة أن تستعمل عقار واحد لضمان إصدارين، وفي حالة تخلف الشركة عن الدفع أو تصفيتها فإن قيمة العقار تستعمل لتسديد حقوق حملة سندات الإصدار الأول، وما يزيد عنهم يحول لحساب حملة الإصدار الثاني.

**هـ-السندات غير المضمونة:** على عكس السندات المضمونة، فهذا النوع من السندات غير مضمونة بأي أصل من الأصول وإنما القوة الإيرادية للشركة هي الضمانة الأساسية لها، وعليه فإن عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل يضر حملة هذا النوع من السندات كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى، أو عدم الاستدانة أكثر، مما يجعل المستثمرين يقبلون على شرائها.

غير إن الاستثمار في السندات غير المضمونة يجعل المستثمر يتحمل درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، وهذا يجعل معدلات الفائدة عليها أعلى نسبياً من معدلات الفائدة على السندات المضمونة.

**و- السندات القابلة للاستدعاء:** الأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء، وإذا أرادت الشركة أن تسترجع هذه السندات قبل موعد استحقاقها فإن عليها أن تشتريها من السوق بالأسعار التي تكون سائدة عندئذ، أو قد تجد الشركة نفسها مضطرة لأن تدفع أسعار أعلى لتغري حملة سندات بيع هذه السندات له<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>2</sup> - د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 34.

<sup>3</sup> - أ. د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 1998، ص 65.

لكن في بعض الحالات قد ينص عقد الإصدار على قابلية استدعاء السندات ، ولتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستدعاء عادة ما ينص على قيمة الاستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند ، ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الاستدعاء، وتجدر الإشارة هنا إلى أن شرط الاستدعاء يلعب دور كبير في تحديد معدل فائدة السند ، فالسندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات الفائدة أعلى من تلك غير القابلة للاستدعاء .

**د-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** كما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك، فالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تصدر بنص صريح في عقد الإصدار تعطي لحاملها الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد، وبذلك يصبح من ملاكها أي من بين المساهمين العاديين، وتوفر له التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي وأمان السند مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر، فمن جهة توفر له الفرصة لتحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم العادي عن سعر التحويل، كما أنها من جهة أخرى تحميه من تحقيق خسائر رأسمالية كبيرة في حالة انخفاض السعر السوقي للسهم العادي للشركة المصدرة، فإن حامل السند القابل للتحويل إلى أسهم يضمن على الأقل الحصول على سعر السند والمتمثل بسعره السوقي كسند عادي بدون شرط القابلية للتحويل<sup>1</sup>.

**هـ-السندات الحكومية:** وهي أوراق مالية طويلة الأجل تصدرها الحكومات لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدارس والمستشفيات لتغطية العجز في ميزانياتها 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<sup>2</sup>، وتعد هذه السندات أكثر جاذبية للمستثمرين ، فهي أكثر أماناً بالنسبة لهم ، فالاستثمار فيها يكون أقل مخاطرة لأنها غالباً ما تكون مضمونة بسلطة الحكومة ومؤسساتها ، وبالتالي تكون ذات سيولة عالية ، كم أن هذه السندات تصدر في اغلب الأحيان مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لعوائدها ضريبة

<sup>1</sup>- أ. د. محمد مطر و د. فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص (106،107).

<sup>2</sup>- د. جبار محفوظ الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص (61، 62).

الدخل. وتمثل البنوك التجارية والتي تدفع ضرائب دخل مرتفعة من أهم المستثمرين لهذه السندات حيث تبلغ مشترياتها أكثر من نصف قيمة هذه السندات<sup>1</sup>.

## 2-4- المشتقات المالية

تبذل فئة متخصصة يطلق عليها المهندسون الماليون، جهودا كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة عن طريق ابتكار عقود وأدوات استثمار مالي جديدة تلبي هذه الرغبات المتطورة واللامتناهية، وقد أوصلتهم جهودهم إلى ابتكار ما يسمى بالمشتقات المالية بأنواعها المختلفة.

### 2-4-1- مفهوم المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات أو كمية من السلع، كما قد تتعلق بمؤشر من المؤشرات، العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منها إمكانية تنفيذ العقد أو عدمه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد<sup>2</sup>.

والمشتقات المالية من أدوات خارج الميزانية، لأنها وإن 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<sup>3</sup>.

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 لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"<sup>4</sup>.

وعليه فالمشتقات المالية هي عبارة عن عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أسهم، سندات، عملات، سلع،... الخ)، لتتشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك ما اصطلح عليه بالهندسة المالية، والأصل في التعامل بالمشتقات المالية هو نقل المخاطر من طرف إلى طرف آخر بقبول الطرفين.

<sup>1</sup> - د. إسماعيل أحمد الشناوي ود. عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص140.

<sup>2</sup> - Gérard Marie Henry Les marchés financiers, Armand colin, paris, 1999, pp(64,65).

<sup>3</sup> - د. محمد مطر، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص296.

<sup>4</sup> - د. عبد الحميد رضوان سمير، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، صص(59،60).

#### 2-4-2- أهمية المشتقات المالية

تؤدي المشتقات المالية دورا مهما في الأسواق المالية ويبرز ذلك من خلال ما يلي:

أ- **تسيير المخاطر:** عن طريق المشتقات المالية يمكن ابتكار طرق جديدة لإدارة المخاطر، فمن خلالها يمكن تجزئة المخاطر الموجودة بالأدوات المالية التقليدية، كمخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار الصرف، تسيير كل نوع من هذه المخاطر عن طريق عملية التحوط.

ب- **زيادة الإستثمار:** تمكن المشتقات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الإستثمارية وتنويع المحافظ الإستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلا عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين، الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين من الجهات التي تقدم هذه الخدمات.

ج- **تخفيض التكلفة:** تقلل المشتقات المالية من تكاليف المعاملات التقليدية في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدل من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية، الأمر الذي يسهم في زيادة الكفاءة التشغيلية للأسواق المالية.

د- **السيولة:** تتمتع المشتقات المالية بسيولة عالية، مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز أو إلغائها تبعا لحاجياته ورغباته.

هـ- **إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين:** يدخل المضارب طرفا في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الإستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يكفي أن يدفع المضارب في عقود المستقبلات المالية سواء كان مشتريا أو بائعا، قيمة الهامش المطلوب، وفي عقود الخيارات أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار.

#### 2-4-3- أنواع أسواق المشتقات المالية

يتم تداول المشتقات المالية في أسواق تسمى أسواق المشتقات المالية، هذه الأسواق إما ان تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة.

أ- **الأسواق المنظمة:** وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة، وتتسم بتوحيد التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة

لكل أصل<sup>1</sup>. إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة<sup>2</sup>.

ب- **الأسواق غير المنظمة:** على عكس الأسواق المنظمة، الأسواق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا والخيارات والمبادلات...الخ.

والعمليات في هذه الأسواق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالإتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكله حسب إرادة الطرفين المعنيين، ويعتبر ذلك إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق.

#### 2-4-4- المتعاملون بالمشتقات المالية

يمكن تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى ثلاث فئات هم:

أ- **المتحفظون:** تهتم بالتعامل في الأصول المالية باستخدام المشتقات المالية من أجل التقليل بقدر الإمكان من الخسائر عن طريق اتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق حتى يحموا أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق من حركته.

ب- **المضاربون:** يدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جدا، ثلاثة بالمئة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جدا، إذا ما حققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل، فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن أسعار عقود المشتقات المالية على أصل ما بتاريخ تسليم ما، ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ عقد المشتق المالي، فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود المشتقة في تاريخ التسليم، سوف تكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في ذات التاريخ، فسوف يأخذون مركزا قصيرا أي يبيعون عقودا مشتقة.

ج- **المراجحون:** وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية عندما يجدون أن هناك فرق بين سعرين لأصل معين بين سوقين أو أكثر. إذ تشتري من السوق منخفض السعر ثم يبيعون في نفس الوقت

<sup>1</sup> - سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001، ص466.

<sup>2</sup> - Jean francois Faye, comment gérer les risques financiers, lavoisier, Paris, 1993, p73.

في سوق مرتفع الأسعار وبالتالي يحققون ربح عديم الخطر<sup>1</sup>. ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

#### 2-4-5- مخاطر المشتقات المالية

ينطوي التعامل في المشتقات على مجموعة من المخاطر تتمثل أهمها فيما يلي:

أ- **مخاطر الائتمان:** هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن تخلف أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية.

ب- **مخاطر السيولة:** تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق المالية محل التعاقد في موعدها مما قد يضطره إلى الإقتراض أو تسييل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير، وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المالية المتعاقد عليها في موعدها. في هذه الحالة أيضا قد يضطر إلى اقتراض الأوراق المالية محل التعاقد أو الدخول في عقد جديد.

ج- **مخاطر الإحلال:** هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الإلتزام مطلقا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزامات اتجاه الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة الحاضرة.

د- **المخاطر التشغيلية:** تنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات المقاصة والتسوية بكفاءة عالية الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في البورصة لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخر في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

هـ- **المخاطر القانونية:** ترجع هذه المخاطر إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونا، خاصة في عقود الخيارات، لأن ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الإلتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

و- **المخاطر السوقية:** كل تغير في حركة الأسعار في البورصة الحاضرة يقترن بتغير مماثل في بورصات عقود المشتقات المالية باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية البورصة، وهذا يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات.

<sup>1</sup> - د. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص59.



## 2-4-6- أنواع المشتقات المالية

من أشهر المشتقات المالية وأكثرها تداولاً في الأسواق المالية، نجد: عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات.

### 2-4-6-1- عقود الخيارات

عقود الخيارات من أهم المشتقات المالية، وهي وسيلة تحوطية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، والمضاربين لتعظيم عوائدهم.

أ- **تعريف عقود الخيارات:** تعرف عقود الخيار بأنها حق وليس التزام لشراء أو بيع أصل معين، مثل أوراق مالية متداولة في الأسواق المالية، وفقاً لشروط محددة<sup>1</sup>.

وعرفت بأنها حقوق أو عقود اختيار نظراً لأنها تعطي مشتري العقد الحق وليس التزام كما هو الحال في العقود المستقبلية في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافئة<sup>2</sup>.

كما تعرف أيضاً بأنها العقود التي تعطي للمشتري الخيار أو الحق، لشراء أو بيع الأصل المالي بسعر محدد، ويسمى بسعر الممارسة، في غضون فترة محددة من الزمن، ويلتزم البائع (كما يسمى المحرر) بالخيار لشراء أو بيع أداة مالية للمشتري إذا كان مالك الخيار يمارس حقه في البيع أو الشراء<sup>3</sup>.

ب- **أركان عقد الخيار:** من أهم أركان عقد الخيار نجد<sup>4</sup>:

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

<sup>1</sup> - Rainer Brosch, Portfolios of real option, Springer edition, Berline, 2008, p8.

<sup>2</sup> - د. إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002/2001، ص347.

<sup>3</sup> - Frederic Mishkin, The economics of money, Banking and financial markets, Adison Wesley, 7<sup>th</sup> edition, Boston, 2007, p311.

<sup>4</sup> - د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص332.

- **المكافأة:** هي المبلغ المتفق على دفعه من طرف مشتري حق الخيار إلى محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ.

**ج- خصائص عقود الخيار:** تتميز عقود الخيار بعدة خصائص أهمها:

- إن مبلغ التعويض أو المكافأة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.

- إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالبا بعد مرور ثلاثة أشهر من تاريخ الإتفاق.

- إن عقود الخيار قابلة للتداول كأى عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد.

- لا يتطلب الإستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة.

- إن لعقود الخيار شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى.

**د- أنواع عقود الخيار:** لعقود الخيار أنواع تختلف باختلاف معيار التصنيف، نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

- **من حيث طبيعة العقد:** يوجد نوعان هما:

- **حق خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الإختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو المكافأة أو سعر الخيار، وينفذ المشتري العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

- **حق خيار البيع:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الإختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد، ويحصل في مقابل ذلك على المكافأة من مشتري الحق، وينفذ مشتري الحق العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

<sup>1</sup> - د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، صص (43،44).

- من حيث موعد التنفيذ: هناك نوعان أيضا:

- **عقد الخيار الأمريكي:** وهو عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدود من الأوراق المالية أو أي أصل آخر بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه<sup>1</sup>.

- **عقد الخيار الأوروبي:** هو تماما مثل الخيار الأمريكي، ما عدا أن التنفيذ غير مسموح به، ولا يتم إلا في تاريخ انتهائه.

## 2-4-6-2 العقود المستقبلية

العقود المستقبلية تتشابه مع العقود الآجلة في كونها اتفاق بين طرفين على أن تتم التسوية مستقبلا، إلا أنها تختلف عنها كونها تتداول في الأسواق المنظمة مما يجعلها معيارية.

أ- **تعريف العقود المستقبلية:** العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين: الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل مالي (مثل الاسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراقا مالية حكومية، أذن الخزنة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي، والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين. كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه<sup>2</sup>.

وتعرف بأنها عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها في الأسواق المنظمة، وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر.

كما تعرف أيضا أنها التزام نمطي إما لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي يتم التنفيذ في المستقبل، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الإتفاق عليهما عند توقيع العقد، بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل<sup>3</sup>.

1 - د. محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص320.

2 - د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص92.

3 - د. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الاسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص97.

ب- خصائص العقود المستقبلية: تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لآخر، ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته أو جودته.
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض.
- هي عقود تبرم من خلال غرفة المقاصة في الأسواق المنظمة، إذ لا توجد علاقة مباشرة بين البائع والمشتري، وكل منهما يشتري عقدا نمطيا من سلطة السوق يتضمن تسليم كمية من السلعة في موعد لاحق محدد.

- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة.

- التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي، والذي هو أموال يتم إيداعها في حساب خاص لدى غرفة المقاصة بالسوق المالية كضمان لتنفيذ العقد، ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة منها: ودیعة حقيقية أو اعتماد مصرفي، أو أذن الخزينة...الخ، وهو يمثل غالبا نسبة قليلة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلية والذي لا يتجاوز عادة 5%.
- أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار، حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق.
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.
- معرفة جميع أطراف السوق بهذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

#### 2-4-6-3 العقود الآجلة

العقود الآجلة هي إحدى الأدوات المالية المشتقة التي يتم من خلالها شراء أو بيع الأصول المختلفة في تاريخ مستقبلي.

أ- تعريف العقود الآجلة: العقود الآجلة هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بأن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ<sup>1</sup>.

ويعرف صندوق النقد الدولي العقود الآجلة على أنها اتفاق بين طرفين على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أو ماليا، بكميات معينة وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - د. محمد مطر، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص274.

<sup>2</sup> - Robert. M.Heith, the statistical measurements of financial derivatives IMF working paper march 1998,p11.

وتعتبر العقود الآجلة أبسط شكل من أشكال عقود المشتقات وتقتض 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.

**ب- خصائص العقود الآجلة:** 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 لإحتياجات 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.

**ج- الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:** يمكن التفريق بين العقود الآجلة والعقود لمستقبلية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-3): المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتاً خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد.	تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.
ضمانات تنفيذ الإلتزامات الواردة في العقد	<ul style="list-style-type: none"> <li>- نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها.</li> <li>- عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها.</li> <li>- لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهما.</li> </ul>	غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، وكل بائع تكون هي المشتري منه.
تسليم الأصل	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة.	لا ينتهي العقد بالتسليم الفعلي فأغلب حاملي العقد يغلقون مراكزهم قبل الإستحقاق.
التسوية المكاسب	تتم التسوية النهائية للعقد الآجل في تاريخ التنفيذ	تتم بتسوية يومية، إذ تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم، ويحدد الفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ إما أن يكون مكسباً فيضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب
سوق العقد	يتم تداول العقود الآجلة في الأسواق غير المنظمة	يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة

<p><b>المزايا</b></p>	<p>- مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد. - سهولة الاستخدام.</p>	<p>- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة بالمقارنة مع العقود الآجلة. - تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة لأي طرف إذا رغب في تصفية موقفه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول.</p>
<p><b>العيوب</b></p>	<p>- يتعرض أطراف العقد الآجل إلى مخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته. - أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.</p>	<p>لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة.</p>

المصدر: د. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، (مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001، صص (112-114).

#### 2-4-6-4 عقود المبادلات

تعتبر عقود المبادلة واحدة من أم انواع المشتقات المالية ، وهي إحدى أدوات تغطية المخاطر ، وتعرف كذلك بعقود المقايضة.

أ- تعريف عقود المبادلات: تعرف عقود المبادلة على أنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية، بطريقة يستفيد منها جميع الأطراف<sup>1</sup>.

وتعرف أيضا بأنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلا فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثل يوافق الطرف (أ) على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين - فرضا مليون دولار - كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائ (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض و الطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار، وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات<sup>2</sup>.

وعقد المبادلة هو عقد ملزم للطرفين على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، ويضاف إلى ذلك أن عقود المبادلة

<sup>1</sup> - د. محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، تطبيقات عملية، ط1، الأردن، 1998، ص117.

<sup>2</sup> - د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص213.

لا تتم تسويتها دفعة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة، بل تتم على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية).

ب- **خصائص عقود المبادلات:** تتصف عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي العقود، وتتمثل أهم هذه الخصائص فيما يلي<sup>1</sup>:

- عقود ملزمة للطرفين.
- عقود غير نمطية، تفصل حسب رغبة الطرفين.
- يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين الطرفين.
- تركز على تبادل التدفقات النقدية.
- توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- لا تتضمن دفع الهوامش والعلاوات.

### 3-4-5-3- أنواع عقود المبادلة

ترتبط التدفقات النقدية التي تدخل فيها أطراف العقد بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان من عقود المبادلة:

أ- **مبادلة أسعار الفائدة:** هي اتفاق بين طرفين على تبادل مدفوعات الفائدة وفقاً لصيغ معينة، أو هي عملية تبادل التدفقات النقدية لسعر الفائدة الثابت من أحد الطرفين مقابل التدفقات النقدية لسعر الفائدة العائم (المتغير) للطرف الآخر على أساس جدول زمني محدد عند إبرام العقد<sup>2</sup>.

ب- **مبادلة العملات:** تنطوي هي الأخرى على تبادل مجموعة من المدفوعات بعملة واحدة لمجموعة من المدفوعات بعملة أخرى.

### خلاصة

تعتبر الأدوات المالية عصب الحياة للأسواق المالية وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة في تلك الأسواق، فالأدوات المالية قصيرة الأجل مدة استحقاقها لا تزيد عن السنة يتم تداولها في سوق النقد، وأهم أنواع هذه الأدوات، نجد شهادات الإيداع القابلة للتداول، أذن الخزينة، الأوراق التجارية والكمبيالات البنكية، اتفاقيات إعادة الشراء، قرض فائض الإحتياطي الإلزامي وقرض الدولار الأوربي.

أما الأدوات المالية طويلة الأجل مدة استحقاقها أكثر من سنة يتم تداولها في سوق رأس المال تشمل، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، بالإضافة إلى المشتقات المالية حيث تتضمن كل من عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلات.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص91

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص87.



## الفصل الرابع

# الإستثمار في محفظة الأوراق المالية

### تمهيد

يمكن التمييز بين نوعين من الاستثمار، استثمار مادي واستثمار مالي ممثل بالاستثمار في الأوراق المالية الذي يعتبر شكلاً حديثاً من أشكال الاستثمار، إلا أن هذا النوع من الاستثمار رغم حداثة إلا أن قرار الاستثمار فيه كأى قرار استثماري آخر يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطرة، إذ لا يخلو أي استثمار من المخاطر رغم ذلك نجد أن من المستثمرين من يتطلع إلى الاستثمارات التي تعطيه أعلى العوائد بأقل درجة من المخاطر، وبالمقابل نجد أن من المستثمرين من لا يمانع في تحمل المزيد من المخاطر على أمل تحقيق عوائد أعلى.

وقصد تجنب المخاطر يلجأ المستثمرون إلى الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية كوحدة واحدة يطلق عليها محفظة الأوراق المالية.

### 1- الاستثمار في الأوراق المالية

من الأشكال الحديثة للاستثمار نميز الاستثمار في الأوراق المالية، وهذا النوع من الاستثمار كغيره من الاستثمارات له وجهان، وجه يمثل العوائد التي يمكن تحقيقها والوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله بهذا الاستثمار، ولإحاطة بمختلف جوانب الاستثمار في الأوراق المالية، سوف نقوم بالتفصيل في كل من: مفهوم الاستثمار، عائد الاستثمار في الأوراق المالية ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

#### 1-1- مفهوم الاستثمار

يقصد بكلمة الاستثمار التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية<sup>1</sup>، واتخذ مفهوم الاستثمار عدة اتجاهات اختلفت بإخلاف وجهات النظر حول ماهية الاستثمار وباختلاف الطريقة التي ينظر من خلالها الفرد أو المؤسسة إلى رأس ماله وتعتيمه، إلا أن كل وجهات النظر اتفقت حول العناصر التي تشكل البنية الأساسية لمفهوم الاستثمار، وهذه العناصر هي الانخفاض في قيمة النقد بسبب التضخم، المخاطرة التي يتحملها بسبب تنازل أو تخليه عن أمواله لفترة من الزمن، القيمة الحالية للأموال التي تخلق عنها صاحبها لغرض الحصول على أصل معين أو فرصة تعطيه عوائد مستقبلية.

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف الاستثمار بأنه: " التعامل بالأموال واستخدامها من أجل الحصول على الأرباح من خلال التخلي على الأموال الآن وتحمل المخاطر لغرض الحصول على عوائد في المستقبل"<sup>2</sup>.

كما يمكن تعريف الاستثمار على النحو التالي:

<sup>1</sup> - أ. د. محمد صالح الحناوي و أ. د. نهال فريد مصطفى ود. جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003/2002، ص 2.

<sup>2</sup> - د. جميل الزيداني/السعودي، مرجع سبق ذكره، ص 259.

الاستثمار هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد أو المؤسسة في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن، بقصد الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك من توفر عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات<sup>1</sup>.

والاستثمار بمعناه العام نوعان، الاستثمار الحقيقي وسمي أيضا الاستثمار العيني ويعني الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة، والتي يترتب عليها إنتاج إضافي وفرص عمل إضافية وزياد المخزون من المواد الأولية<sup>2</sup>.

أما النوع الثاني فهو الاستثمار المالي، حيث يتم من خلال بيع وشراء ورقة مالية أو عدة أوراق مالية استنادا إلى تحليل مناسب للعائد المقبول منها الذي يتماشى ودرجة المخاطرة الموافقة له من خلال مدة زمنية طويلة<sup>3</sup>.

وتكمن أهمية الاستثمارات بجانبها المادي والمالي (الاستثمار في الأوراق المالية) في اقتصاد أي بلد، فالاستثمارات المادية وما يترتب عليها من إضافة صافية في التكوين الرأس مالي تشكل ركيزة أساسية لتحقيق مستويات مناسبة من النمو في الناتج والدخل القومي واستخدام الأيدي العاملة، إلى جانب ذلك، فإن الاستثمارات المالية تشكل المصدر التمويلي الأساسي اللازم لتسيير النشاط الاقتصادي من خلال قيام المؤسسات المالية الوسيطة على اختلاف أنواعها في نقل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي.

### 1-2- 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.

#### 1-1-1- تعرف العائد وأنواعه

هناك عدة تعاريف للعائد:

يمكن تعريفه باختصار على أنه: "المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته"<sup>4</sup>.

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:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - د. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص 9.

<sup>2</sup> - أ. د. ناظم محمد نوري الشمري و أ. د. طاهر فاضل البياني وأحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 26.

<sup>3</sup> - د. فلاح حسن الحسيني ود. مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك، مدخل إستراتيجي معاصر، ط1، دار وائل، عمان، 2000 مرجع سبق ذكره، ص 159.

<sup>4</sup> - أ. د. زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 289.

<sup>5</sup> - أ. د. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 ص 10.

صافي الربح

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}} \quad (4-1)$$

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:<sup>1</sup>

$$\text{العائد} = \text{الثروة في نهاية الفترة} - \text{الثروة في بداية الفترة} \quad (4-2)$$

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.

وتأخذ عوائد الأوراق المالية ثلاثة أشكال مهمة هي:<sup>2</sup>

- **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.

- **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.

- **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 خسائر رأسمالية).

كما يمكن التمييز بين الأنواع الآتية: العائد الفعلي، العائد المتوقع، العائد المطلوب، وسوف نتطرق إلى هذه العوائد بنوع من التفصيل.

### 1-2-2- العائد الفعلي

وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً من اقتنائه أو بيعه لأداة الاستثمار، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً منها<sup>3</sup>، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي<sup>4</sup> 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، فلو أخذنا على سبيل المثال الأسهم العادية فيجب معرفة التغيير في السعر بين لحظتين زمنيتين، وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة.

<sup>1</sup> - د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، بدون تاريخ، ص 29.

<sup>2</sup> - أ. د. زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 293.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 294.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003، ص 105.

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

### 1-2-2-1- عائد أدونات الخزينة

لقد سبق القول أن أدونات الخزينة هي عبارة عن سندات حكومية قصيرة الأجل تمثل أداة دين حكومية، وفي ما يلي المعادلة التي يحسب من خلالها عائد أدونات الخزينة:

$$\text{عائد أدونات الخزينة} = \frac{\text{القيمة الاسمية - ثمن الشراء}}{\text{ثمن الشراء}} \times \frac{365}{\text{عدد أيام الاستحقاق}} \quad (4-3)$$

### 1-2-2-2- عوائد السندات

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

أ- **العائد الجاري**: يتم حساب العائد الجاري للسند كما يلي<sup>1</sup>:

$$\text{العائد الجاري للسند} = \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوي}}{\text{سعر السند في السوق}} \quad (4-4)$$

- سعر السند في السوق يقصد به القيمة السوقية للسند.

- 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<sup>2</sup>، وهذا معناه إذا كانت قيمته الاسمية 1000 دج بمعدل فائدة سنوي 10% فهذا يعني أن الكوبون السنوي للسند يساوي 100 دج.

ويلاحظ أن العائد الجاري لا يأخذ بعين الاعتبار الربح الرأسمالي، ولا إعادة استثمار الفوائد المقبوضة.

ب- **العائد لفترة الاقتناء**: عندما يقوم مالك السند ببيع السند قبل موعد استحقاقه، حينئذ يمكن حساب العائد الذي حصل عليه خلال فترة اقتنائه بالطريقة التالية<sup>3</sup>:

$$RT = \frac{(p_v - P_A) + I_t}{P_A} \quad (4-5)$$

حيث أن:

$P_v$ : سعر البيع.

$P_A$ : سعر الشراء.

<sup>1</sup> أ. د. زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص ص (298، 299).

<sup>2</sup> د. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية مرجع سبق ذكره، ص ص 236.

<sup>3</sup> أ. د. زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص ص (300، 299).

$I_t$ : الفوائد المقبوضة خلال الفترة (t)

وبلاحظ أن هذا المعدل مؤلف من عنصرين، وهما:

- الربح الرأسمالي (أو الخسارة الرأسمالية) الذي حققه حامل السند، والمتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

- الفوائد التي قبضها خلال اقتنائه لهذا السند.

هذه المعادلة جيدة للأسهم ولكن يتم استعمال التوزيعات بدلا من الفوائد.

ج- العائد حتى تاريخ الاستحقاق: العائد حتى تاريخ الاستحقاق هو العائد الذي يمكن للمستثمر أن يحققه إذا قام بشراء السند واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، ويمكن حسابه كالآتي<sup>1</sup>:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{I_i}{(1+R)^i} + \frac{VN}{(1+R)^n} \quad (4-6)$$

وذلك حيث:

$P_0$ : القيمة السوقية (وتمثل سعر الشراء بالنسبة للمستثمر).

$I_i$ : الفائدة السنوية (كوبون السند).

$VN$ : القيمة الاسمية للسند.

$n$ : مدة استحقاق السند.

$i=1.2.3.....n$  ترتيب أرقام السنوات حيث

$R$ : العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

المجموع الأول في طرف المعادلة يعبر عن مجموع القيم الحالية للدفعات السنوية التي يحصل عليها المستثمر لحين الاستحقاق، ولكن مع افتراض بأن الفائدة السنوية المحصل عليها من السند سيعاد استثمارها بعائد يعادل تماما العائد في تاريخ الاستحقاق.

ويمكن حل المعادلة بإيجاد العائد حتى تاريخ الاستحقاق ( $R$ ) الذي يترتب عليه تساوي طرفي المعادلة، كما يمكن أيضا البحث في جدول القيمة الحالية (طريقة التجربة والخطأ)، وحتى يتم التوصل إلى معاملات القيمة الحالية التي تؤدي إلى تساوي قيم المعادلة.

كما أن هناك طريقة أخرى يمكن بها حساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق وفق الآتي<sup>2</sup>:

$$R = \frac{1 + \frac{VN - P_0}{n}}{\frac{VN + P_0}{2}} \quad (7-4)$$

<sup>1</sup> - أ. د. محمد صالح الحناوي وأد. نهال فريد مصطفى ود. جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 235.  
<sup>2</sup> - د. أرشد فؤاد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 100.

**ملاحظة:** العائد حتى تاريخ الاستحقاق لا يقرر سعر السند في السوق بل إن سعر السند في السوق هو الذي يقرر العائد حتى تاريخ الاستحقاق، أي أننا ننطلق من القيمة السوقية للسند لتقدير عائده حتى تاريخ الاستحقاق.

**د- 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 للسند باستدعائه، لن يستطيع المستثمر في هذه الحالة الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، وبالتالي لن يحصل على العائد حتى الاستحقاق، ويمكن حساب العائد حتى الاستدعاء باستخدام المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$R = \sum_{i=1}^n \frac{I_i}{(1+R)^i} + \frac{P_C}{(1+R)^n} \quad (4-8)$$

وهي نفس المعادلة لحساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق ما عدا الأخذ بعين الاعتبار ما يلي:

$P_i$ : سعر الاستدعاء، وهو المبلغ الذي سيتم استدعاء السند بموجبه، ويساوي القيمة الاسمية للسند مضافا إليها علاوة الاستدعاء.

$n$ : عدد السنوات حتى تاريخ الاستدعاء.

ويمكن حساب العائد حتى تاريخ الاستدعاء ( $R$ ) بالطريقة التالية كما يلي:<sup>2</sup>

$$R = \frac{1 + \frac{P_C - V_N}{n}}{\frac{P_C + V_N}{2}} \quad (4-9)$$

### 1-2-3 عوائد الأسهم

المقصود بالسهم هنا هو السهم العادي، 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 على بيانات الأسعار الفعلية لسوق الأوراق المالية، ويعتبر عائد الأسهم مقياسا مناسباً لترتيب الأسهم والمفاضلة بينهما، وفيما يلي توضيح أهم مقاييس هذه الفوائد:

#### أ- نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة

ويرمز له بالرمز EPS من الكلمات Earning per share ، ويطلق عليه البعض ربحية السهم الواحد<sup>3</sup>، ونظرا لأهميته بالنسبة للمستثمرين في أسواق المال، حيث يعتبر من أكثر المقاييس استخداما لقياس عائد السهم، فقد ألزمت تعليمات الإفصاح عن المعلومات الصادرة عن البورصات العالمية، وكذلك معايير المحاسبة الصادرة عن المجاميع المهنية المحاسبية، ومنها معيار المحاسبة الدولي رقم 33 على 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:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - أ. د. محمد صالح الحناوي وأ. د. نهال فريد مصطفى و د. جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 236.

<sup>2</sup> - أ. د. زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 306.

<sup>3</sup> - د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص 242.

<sup>4</sup> - د. محمد مطر و د. فايز تيم، مرجع سبق ذكره ، ص ص (134، 135).

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

$$\text{EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون المرجح لعدد الأسهم العادية}} \quad (4-10)$$

ويطلق عليه في هذه الحالة (EPS) وبإلا حظ ما يلي:

- يتضمن بسط الأرباح القابلة للتوزيع على حملة الأسهم العادية.
  - يظهر في مقام النسبة المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام، والغرض من ذلك هو إيجاد توازن زمني بين البسط والمقام.
- 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 لحاملها 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:

$$\text{DEPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل} + \text{توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل} + \text{صافي السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة}}{\quad} \quad (4-11)$$

- المتوسط الموزون للأسهم العادية مضافا إليها الأسهم المحتمل تحويلها من الأدوات القابلة للتحويل
- ب- 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:<sup>1</sup>

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \quad (4-12)$$

وهذا يساوي أيضا: القيمة الاسمية للسهم في نسبة التوزيع المعلن عنها.

نسبة التوزيع المعلن عنها: وتعكس هذه النسبة سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، وزيادة هذه النسبة تؤدي إلى ارتفاع نصيب السهم الواحد من التوزيعات، وهو ما ينعكس على زيادة أسعار الأسهم في السوق،

<sup>1</sup> - ا. د. زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 311.



ولكنه قد يؤدي من ناحية أخرى إلى تخفيض الجزء المتاح لإعادة الإستثمار في المنشأة (الشركة)، وبالتالي انخفاض احتمالات النمو والتوسع، وعموما تتأثر سياسة توزيعات الأرباح لشركة ما بعوامل متعددة ومتشابكة مثل: السيولة المتوفرة لدى الشركة، الحاجة إلى التوسع، الحاجة إلى تدعيم الاحتياطات، هيكل الملكية والغرض من الإستثمار...إلخ.

ج- **مردود السهم العادي: (YPS)** يعتبر مقياسا مهما من وجهة نظر المستثمرين الذين يهتمون بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها شركة ما على أسهمها، حيث يبين هذا المردود للمستثمرين توزيعات الأرباح النقدية على سهم بناء على سعره السوقي، ويقاس كما يلي:<sup>1</sup>

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة

$$YPS = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{(4-13)}$$

السعر السوقي للسهم

وبعكس كذلك هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم، أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى.

د- **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:<sup>2</sup>

السعر السوقي للسهم العادي

$$\text{مضاعف السعر للأرباح} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم العادي}}{(4-14)}$$

ربحية السهم الواحد

وواضح أنه كلما انخفض عدد المرات أو السنوات اللازمة لاسترداد القيمة السوقية للسهم كان ذلك بصفة عامة أفضل.<sup>3</sup>

هـ- **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:

$$R_t = \frac{(p_v - p_a) + D_T}{p_v} \quad (4-15)$$

حيث:

R: تمثل معدل العائد لفترة الاحتفاظ.

P<sub>v</sub>: سعر بيع السهم في نهاية الفترة.

<sup>1</sup> - د. محمد مطر و د. فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 132.

<sup>2</sup> - د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص (253، 254).

<sup>3</sup> - لمزيد من التفصيل حول دور المضاعف في توجيه القرار الاستثماري، أنظر: المرجع السابق، ص 254.

$p_a$ : سعر شراء السهم في بداية الفترة.

$D_T$ : التوزيعات المترتبة عن امتلاك السهم.

هذا العائد محسوب بغض النظر عن قيمة الضرائب المفروضة على العائد، أما اختيار فترة الاحتفاظ تكون متغيرة، أسبوع، شهر، سنة، عدة سنوات، ويعتبر أكثر مقاييس العائد واقعية ودقة.

### 1-2-3- العائد المتوقع

ينمكن 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<sup>1</sup>، 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.

أي يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظله، ولا تتجاوز القيمة الكلية للتوزيع الاحتمالي عن الواحد الصحيح، ويتوقف تقدير هذه التوزيعات الاحتمالية على خبرة ودراية المحلل أو متخذ القرار، وذلك إما الاعتماد على التوزيع الاحتمالي الموضوعي عن طريق قياس البيانات التاريخية الموضوعية أو غير الموضوعية، فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شخصية ثم تخصيص الاحتمالات لها.

وبالطبع فإن ما يحدث في الماضي يؤثر على المشاعر الحسية بشأن المستقبل ولكن إذا لم يكن توزيع الاحتمالات ثابتاً نوع ما بمرور الوقت فإن توزيع الاحتمالات التاريخية لمعدلات العائد لا يكون ذو فائدة كبيرة في المساعدة على التنبؤ بتوزيع الاحتمالات المستقبلية، والذي تبنى عليه القرارات الاستثمارية، ولحسن الحظ فإن احتمالات معدلات الفوائد لمعظم المنشآت والإحصائيات التي تصفها لا تتغير كثيراً بمرور الوقت، وذلك فإن التوزيعات الموضوعية تؤثر كثيراً على تطور التوزيعات الذاتية، وفي حالات كثيرة تكون تقديرات جيدة لما يخفيه المستقبل.

ويمكن حساب معدل العائد المتوقع من خلال استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي وفق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$E(R) = \sum_{i=1}^n p_i E(R_i) \\ = P_1 E(R_1) + P_2 E(R_2) + \dots + P_n E(R_n) \quad (4-16)$$

حيث:

$E(R)$ : القيمة المتوقعة للعائد.

$n$ : تمثل عدد الاحتمالات.

<sup>1</sup> - BERTRAND JAQUILATE et BRUNO SOLNIK, Marche Financiers, Gestion de portefeuille et risques , Dunod , Paris ,3<sup>eme</sup> édition, 1997,p 82.

<sup>2</sup> - د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص238.

$p_i$ : تمثل وزن الاحتمال  $i$ .

$E(R_i)$ : العائد المتوقع في ظل الاحتمال  $i$ .

#### 1-2-4- العائد المطلوب

وهو أدنى عائد يطلب، أو الواجب تحقيقه لتحفيز المستثمر لشراء أداة استثمار تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلاً<sup>1</sup>، وهو كذلك العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه، وعادة ما يكون ملائماً لمستوى المخاطر التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار<sup>2</sup>، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى بذل المخاطرة<sup>3</sup>.

ومن خلال التعاريف يتضح أن معدل العائد المطلوب يتحدد بناء على عاملين أساسيين:

- **معدل العائد الخالي من الخطر:** وهو يمثل التعويض المناسب لعملية تأجيل الاستهلاك، فمع بقاء الظروف الأخرى على ما هي عليه، فإن الأفراد يميلون إلى تفضيل الاستهلاك في الوقت الحاضر على الاستهلاك في فترة مستقبلية، ولكي يتم التشجيع على الاستثمار لا بد أن تتيح الفرصة الاستثمارية المرتقبة عائداً موجباً، الذي يعتبر في حقيقته تعويضاً للمستثمر عن عنصر الزمن، وتقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائياً، أي مجالات خالية من الخطر (مثلاً شراء أدونات الخزينة)، ولا يتوقف تأثير معدل العائد الخالي من الخطر بعنصر الزمن فقط، بل أنه يتأثر أيضاً بالتغيرات في أسعار السلع والخدمات المتاحة في المجتمع، وهو ما يسمى بمعدل التضخم.

- **بذل المخاطرة:** وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الأسهم أو السندات.

ومما سبق يمكن حساب معدل العائد المطلوب كما يلي<sup>4</sup>:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد خالي الخطر} + \text{معدل التضخم} + \text{مقابل الخطر} \quad (17-4)$$

أي أن معدل العائد خالي الخطر، والتضخم لهما تأثير على معدل العائد المطلوب لكافة الاستثمارات المرتقبة، بينما معامل أو مقابل الخطر مرتبط بكل استثمار على حدى، والمخاطر التي ينطوي عليها، مما يعني أن مقابل الخطر يتفاوت من ورقة مالية إلى أخرى.

ويمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من خلال معادلة خط سوق الأوراق المالية، والتي تظهر كما يلي<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> - د. أرشد فؤاد التميمي، ود. أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 48.

<sup>2</sup> - د. رمضان، مرجع سبق ذكره ص 316.

<sup>3</sup> - د. أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>4</sup> - د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>5</sup> - أ. د. محمد صالح الحناوي و أ. د. نهال فريد مصطفى و د. جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 185.

معدل العائد المطلوب = معدل العائد خالي من المخاطر + معامل بيتا (بدل المخاطرة) (18-4)  
وأخيراً، نذكر كقاعدة عامة أن المستثمر سوف يقبل على استثمار معين إذا كان معدل الفائدة المطلوب أقل أو يساوي معدل العائد المتوقع من الاستثمار، والعكس سوف يرفض هذا الاستثمار إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل العائد المتوقع.

### 1-3- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تعتبر العلاقة بين المخاطر الواجب قبولها والعائد المتوقع جوهرية بالنسبة لكافة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية والمفاضلة بين البدائل، وعلى هذا الأساس فالمستثمر يبحث دائماً عن الاستثمارات التي تحقق له أعلى العوائد بأقل قدر ممكن من المخاطر، وبما أننا تطرقنا في العنصر السابق إلى العائد، فسوف نحاول في هذا العنصر التعرض إلى المخاطرة من خلال مفهومها، أنواعها، ومصادرها، وأخيراً كيفية الوصول إلى قياس كمي لهذه المخاطرة.

#### 1-3-1 مفهوم المخاطرة

توجد تعريفات متعددة تعكس وجهات نظر الباحثين حول هذا المفهوم، فقد تم تعريف المخاطرة بأنها احتمالات تحقق الخسائر<sup>1</sup>.

كما يمكن تعريفها بأنها "تعني احتمال أو إمكانية عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع الخسائر الرأسمالية، وعن المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة"<sup>2</sup>.

وبما أن معدل العائد هو العنصر الأساسي في الاستثمار فإن بديل المخاطرة المالية الكمي الذي سيتم استخدامه وقياسه واشتقاقه ينتج من التوزيع الاحتمالي لمعدلات عائد الاستثمار<sup>3</sup>، ومن هنا يمكن أن نميز بين مفهوم المخاطرة وعدم التأكد بالطريقة التي يتم بمقتضاه التوزيع الاحتمالي، ففي حالة المخاطرة يتم وضع التقديرات على أساس البيانات التاريخية، ويسمى التوزيع الاحتمالي الموضوعي، أما في حالة عدم التأكد فيتم وضع التقديرات على أساس البيانات للحكم الشخصي لمتخذ القرار، ويسمى التوزيع الاحتمالي والذاتي أو غير الموضوعي<sup>4</sup>.

#### 1-3-2 أنواع المخاطر

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى نوعين من المخاطر هي:

##### 1-3-2-1 المخاطر المنتظمة

يطلق على المخاطر المنتظمة تسميات متعددة منها: مخاطر السوق، والمخاطر غير القابلة للتنويع، والمخاطر التي لا يمكن تجنبها والمخاطر العامة، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية

<sup>1</sup> - أ. أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>2</sup> - د. طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997، ص 95.

<sup>3</sup> - د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 261.

<sup>4</sup> - د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 252.

والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالة الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الانقلابات السياسية، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد وأرباح الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال، هذا التأثير يكون بنفس الاتجاه و لكن بدرجات متفاوتة، وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية، حتى هناك من يطلق عليها "الأزمة النظامية" حيث أن عامل مفاجئ وغير متوقع يؤدي إلى ارتياح في سيرورة السوق المالي، ويؤثر على أهدافه المحددة مما ينعكس على الاقتصاد الوطني ككل<sup>1</sup>.

و لا توجد وسيلة لحماية المخاطر الناجمة من الظروف السابقة، ولكن يجب على المستثمر أن يعرف مدى تأثير الأوراق المالية التي يملكها بهذا النوع من المخاطر، وتستخدم بيتا (Beta) في قياس هذه المخاطر، وسوف نتعرض في ذلك في عنصر لاحق.

### 1-2-3-2- المخاطر غير المنتظمة

مثل المخاطر المنتظمة يطلق على المخاطر غير المنتظمة تسميات متعددة، منها المخاطر التي يمكن تجنبها، والمخاطر القابلة للتنويع، والمخاطر الخاصة، وهي تلك المخاطر التي تختص بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطر التي تتفرد بها منشأة أو صناعة ما، فالتغيرات مثل إضرابات العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين تسبب قابلية عوائد منشأة ما للتباين، ويكون هذا التباين غير المنتظم مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات ونظام السوق الكلي للأوراق المالية<sup>2</sup>، ونظرا لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فإنه يمكن للمستثمر التخلص من هذه المخاطر بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به، وهو ما نتناوله في هذا الفصل من خلال عنصر لاحق خاص بإستراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية.

### 1-3-3-1- مصادر المخاطر الكلية

هناك العديد من مصادر المخاطر الكلية التي يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية، وتقسم هذه المخاطر بحسب نوع المخاطر التي تسببها، فهناك مصادر للمخاطر المنتظمة، ومصادر للمخاطر غير المنتظمة.

### 1-3-3-1- مصادر المخاطر المنتظمة

من هذه المصادر تقلب في أسعار أو معدلات الفائدة، والتغير في القوة الشرائية لوحدة النقد ومخاطر السوق.

أ- مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة: وهي المخاطر الناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب حدوث تغير في سعر الفائدة السوقي خلال مدة الاستثمار<sup>3</sup>، أو هي التقلبات الناجمة في عوائد الأوراق المالية نتيجة التغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة<sup>4</sup>، وكقاعدة

<sup>1</sup> - JAQUES DARMAN. Stratégies bancaires et gestion de bilan, Economica , Paris 2000, p121.

<sup>2</sup> - د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص266.

<sup>3</sup> - د. حسين بن هاني، الأوراق المالية، "طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة" دار الكندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص194.

<sup>4</sup> - د. فلاح حسن الحسيني، ود. مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص169.

عامة فإن مع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المتداولة والعكس صحيح، ومن المتوقع بالطبع أن يكون لارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

**ب- مخاطر انخفاض القوة الشرائية:** تعرف مخاطر القوة الشرائية بأنها: احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم<sup>1</sup>، أي عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، وبعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر.

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل الاستثمار في السندات والأسهم الممتازة، لدرجة أطلق عليها اسم الاستثمارات العاجزة عن مقاومة التضخم، فارتفاع معدل هذا الأخير يرتفع معه معدل الخصم، فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض القيمة الحالية، ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية، فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك يحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها.

**ج- مخاطر السوق:** إن أسعار الأوراق المالية في السوق دائماً في صعود وهبوط، ولا تستقر على مستوى محدد، حيث تتأثر بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية للدولة أو دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة، كما تتأثر أيضاً بالعوامل النفسية للمستثمرين في السوق، مثل الولاء لأسهم معينة أو حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، وهذا التذبذب في الأسعار يحمل في طياته مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي سوف تؤول إليه الأسعار في المستقبل<sup>2</sup>. وتؤثر مخاطر السوق بشكل أساسي في الأسهم العادية، أما السندات والأوراق المالية الممتازة الأخرى، فهي أقل عرضة لمثل هذه التقلبات، لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر من قيمة الأسهم.

### 1-3-2- مصادر المخاطر غير المنتظمة

من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة، مخاطر الإدارة، مخاطر الصناعة، والتي سنتناولها بنوع من التفصيل فيما يلي:

**أ- مخاطر الإدارة:** وهي عبارة عن المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات محددة، مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء إدارية تتجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها<sup>3</sup>. وتحدث هذه الأخطاء انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي، مما يؤدي إلى تذبذب مكاسب المساهمين نتيجة الانعكاسات السلبية على أسعار أوراقها المالية في سوق رأس المال.

<sup>1</sup> - د. حسني علي خربوش ود. عبد المعطي رضا أرشد ومحفوظ جودة، الاستثمار والتمويل "بين النظرية والتطبيق"، دار زهران، عمان، 1999، ص46.

<sup>2</sup> - د. حسني علي خربوش ود. عبد المعطي رضا أرشد ومحفوظ جودة، مرجع سبق ذكره، ص (45-46).

<sup>3</sup> - د. فلاح حسن الحسيني ود. مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص170.

وعليه فإن كفاءة الإدارة واستعدادها الدائم لمواجهة كافة الاحتمالات والتدخل في الوقت المناسب ولمواجهة المشاكل قبل أن تستفحل يعد من الأمور الهامة، لذلك يجب أن يقيم الفريق الإداري في كل منشأة لتحديد مدى كفاءة كل فرد في هذا الفريق، ورغم أن هذه المهمة صعبة إلا أن هذا التقييم مهم وبصفة خاصة لحملة الأسهم العادية لأن عوائد استثماراتهم حساسة جدا اتجاه تصرفات الإدارة.

**ب- مخاطر الصناعة:** مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل ملموس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، وقد تتجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ظهور قوانين تمس صناعة معينة مثل: قوانين حماية البيئة من التلوث، تغيير أذواق المستهلكين أو التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات حديثة<sup>1</sup>، أو تأثيرات المنافسة الأجنبية.

ومثل هذه التأثيرات للصناعة يمكن أن تكون صغيرة ومؤقتة أو كبيرة ومستمرة لفترة طويلة نسبيا، ويكون لها ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع، مما ينجز عنه تأثير على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المكونة للصناعة.

#### 1-3-4- قياس مخاطر الاستثمارات الفردية

توجد عدة مقاييس لقياس المخاطر، ومن أهم هذه المقاييس: الانحراف المعياري ومعامل بيتا.

#### 1-4-3-1- الانحراف المعياري

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي يقيس انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، وتوضح المعادلة رقم (8) كيفية قياس المخاطر باستخدام هذا المقياس:<sup>2</sup>

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_l)^2} \quad (4-19)$$

حيث أن:

$\sigma$ : تمثل الانحراف المعياري (المخاطرة).

$R_i$ : تمثل العائد خلال فترة معينة.

$\bar{R}_l$ : متوسط العائد.

$n$ : عدد الفترات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد.

$\sum_{i=1}^n$  تمثل علامة مجموع تغطي الفترات من  $n=1$  إلى  $n$ .

- **قياس المخاطر المستقبلية أو المتوقعة:** لقد بينا في المثال السابق كيفية قياس المخاطر اعتمادا على معدلات العوائد عن سنوات سابقة، حيث أن هذه المعلومات مؤكدة وتاريخية.

<sup>1</sup> أ. د. محمد مطر ود. فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 48، 49.

<sup>2</sup> - BERTRAND JAQUILLAT et BRUNO SOLINK, marchés financiers gestion de portefeuille et risques, Op, Cit, p118.

ولكن يختلف الوضع قليلا لو كانت الحالات مستقبلية متوقعة، ولكنها وغير معروفة بالضبط، ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تجربة البنك في الماضي والتغيرات التي يمكن حدوثها في المستقبل<sup>1</sup>، وبذلك فإن وقياس المخاطر يكون بتطبيق المعادلة الآتية:<sup>2</sup>

$$\sigma = \sqrt{\sum_i^n p_i [E(R_i) - E(\bar{R}_i)]^2} \quad (4-20)$$

حيث:

$\sigma$ : الانحراف المعياري (المخاطر المتوقعة).

$p_i$ : احتمال وتحقق العائد.

$E(R_i)$ : العائد المتوقع مقابل احتمال وقوع حالة معينة.

$(\bar{R}_i)$ : العائد المتوقع على الاستثمار.

### 1-3-4-2- معامل بيتا

يقيس الانحراف المعياري المخاطر الكلية بينما يعد معامل بيتا (B) من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر المنتظمة لقياسه حساسية عائد الورقة المالية (السهم) نتيجة لتغير محفظة سوق الأوراق المالية.<sup>3</sup>

ولهذا تمتلك الأسهم التي لها معاملات بيتا مساوية لـ(1) نفس مخاطرة السوق، وأن المحفظة التي تتكون من هذه الأسهم، والتي جرى تنويعها بشكل كامل سيكون لها انحراف معياري مساو للانحراف المعياري الخاص بمؤشر السوق، وبموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الأسهم إلى أسهم ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد (1) الصحيح، أي مخاطرتها ستكون أقل من مخاطر السوق.<sup>4</sup> ويمكن إيجاد معامل بيتا إذا توفرت لدينا معلومات عن معدلات العائد لأسهم شركة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة، وكذلك معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها. ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة الآتية:<sup>5</sup>

$$B_i = \frac{cov(R_{m,R_i})}{\sigma_m^2} \quad (4-21)$$

حيث:

$B_i$ : تمثل معامل بيتا للسهم.

$R_m$ : معدل عائد محفظة السوق.

<sup>1</sup> - أ. د. زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص343.

<sup>2</sup> - د. حسني علي خربوش ود. عبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة، مرجع وسبق ذكره، بتصرف، ص70.

<sup>3</sup> - JAUQUES HAMON, Bourse et portefeuille, Economica, paris, 2000, p125.

<sup>4</sup> - ibid, p126.

<sup>5</sup> - JAUQUES TELILE et PATRICK TOPSACALIAN, Finance, Vuibert, paris, 3<sup>ème</sup> édition, 2000, p69.



$R_i$ : معدل عائد السهم.

$cov(R_m, R_i)$ : التغاير (covariance)، أو هو حاصل ضرب معامل الارتباط بين  $m$  و  $i$  في

الانحراف المعياري  $R_m$  والانحراف المعياري  $R_i$  0.

$\sigma_2^m$ : تباين معدل عائد محفظة السوق.

ويستفيد مدراء محافظ الأوراق من قياس مخاطر الاستثمارات الفردية، وخاصة معامل بيتا، وذلك في إدارة والتحكم بمخاطرة تلك المحافظ، لكن بقياس ومخاطر الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة لا يكفي وحده في إدارة المخاطر، بل لابد أن يدعم بقياس مخاطر المحفظة.

## 2- مفهوم محفظة الأوراق المالية/المحفظة المثلى

تلعب المحفظة دورا هاما في عالم الاستثمار، فهي تشغل حيزا كبيرا في حقل المعرفة المالية، وأهمية هذا الدور ينبع من المنافع التي تحققها المحفظة للمستثمر، معبرا عنها بتعظيم العوائد وتخفيض المخاطر التي يتعرض لها عند حيازة الأوراق المالية.

وتعرف محفظة الأوراق المالية على أنها أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأدوات المالية، التي يستثمر بها المستثمر أمواله كوحدة واحدة، شريطة أن يكون هدف المستثمر من تكوينها هو تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها، وزيادة العائد من جراء احتفاظه بتلك الأصول المالية. و هناك بدائل أمام المستثمر ليستثمر أمواله، وبناء على أولويات المستثمر واحتياجاته وأهدافه تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار التي تشكل محفظة ذلك المستثمر، وعادة فإن المستثمر يقوم باختيار المحفظة المثلى من مجموعة المحافظ الكفاء، وتعرف المحفظة الكفاء 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<sup>1</sup>. فالمستثمر يقوم باختيار المحفظة المثلى التي تحقق له أحد الشرطين:

- أعلى عائد متوقع على مستويات مختلفة من المخاطر.

- أدنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد.

## 3- 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 التنويع 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.

<sup>1</sup> - أ.د. محمد صالح الحناوي و أ.د. نهال فريدة مصطفى ود. جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 275

### 3-1- مكونات محفظة الأوراق المالية

تتكون محفظة الأوراق المالية من أوراق متنوعة تختلف آجالها بغرض تحقيق الاستثمار، ويمكن تصنيف تلك الاستثمارات إلى المجموعات التالية<sup>1</sup>:

- أوراق مالية حكومية.
- أوراق مضمونة من الحكومة.
- أوراق مالية غير حكومية.
- الاستثمارات المباشرة.
- المشتقات المالية.

هذا، ويمكن تقسيم مكونات محفظة الأوراق المالية حسب تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي تحتويها إلى: <sup>2</sup> أوراق مالية متداولة في أسواق النقد، وأوراق مالية متداولة في سوق رأس المال.\*

### 3-2- أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية

تختلف أهداف تكوين محافظ الأوراق المالية باختلاف أولويات واحتياجات مالكي المحفظة، فالأهداف التي تسعى صناديق التوفير إلى تحقيقها من تكوين المحفظة تختلف عن تلك التي تسعى إلى تحقيقها شركات التأمين أو البنوك، وعلى العموم فإن أهم أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية تتمثل فيما يلي:

أ- **الوفاء بمتطلبات السيولة:** تعتبر محافظ الأوراق المالية من أهم مصادر السيولة حيث يستطيع المستثمر اللجوء إلى بيع محتوياتها في السوق المالي حيث تستدعي الحاجة<sup>3</sup>، وتتوقف سيولة محفظة الأوراق المالية على مدى قابلية الأوراق المالية التي تحتويها للتداول

ب- **تحقيق العائد:** يهدف المستثمر إلى تحقيق عائد مناسب يغطي تكاليف الموارد التي تحصل عليها، بالإضافة إلى تحقيق عائد مجز، ويتحقق عائد المحفظة من أشكال عوائد الاستثمارات الفردية المشكلة لهذه المحفظة سواء كانت توزيعات أو فوائد أو أرباح رأسمالية التي تتمثل في ارتفاع أسعارها السوقية عن أسعار الشراء.

ج- **التحكم في المخاطرة:** الاستثمار الأمثل هو الذي يحقق السيطرة إلى حد بعيد على عنصري الاستثمار، وهما العائد والمخاطرة.<sup>4</sup>

### 3-3- خطوات تسيير محفظة الأوراق المالية

لا يوجد نمط موحد للخطوات التي ينبغي على كل مستثمر اتباعها بنفس الترتيب، وهذا يعود إلى ان طبيعة هذه الخطوات متداخلة ومتشابكة مع بعضها البعض.

<sup>1</sup> - د. أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003/2002، ص ص(216، 217).

<sup>2</sup> - أ. د. محمد ناظم محمد نوري الشمري و أ. د. طاهر فاضل البياتي وأحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 274.

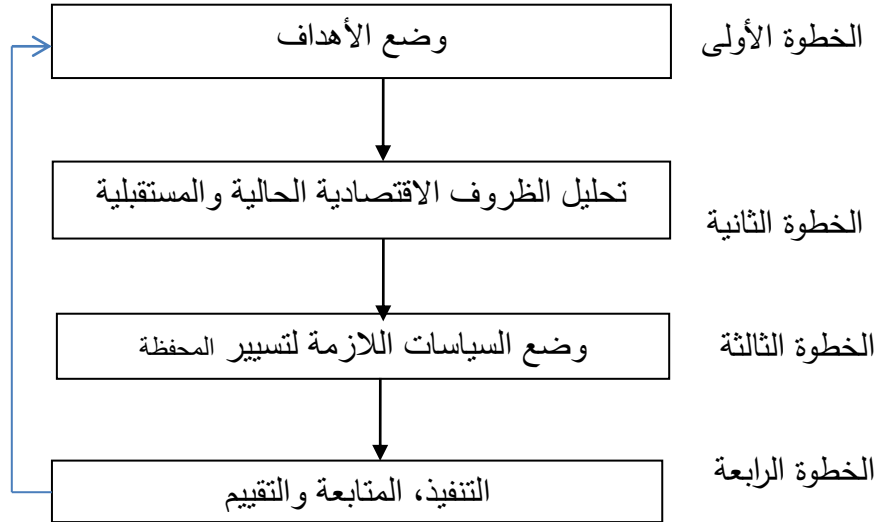
\* يمكن مراجعة الشرح التفصيلي لهذه الأدوات في الفصل الثالث.

<sup>3</sup> - أ. د. زياد رمضان ومحفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، 2000، ص 292.

<sup>4</sup> - د. سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، "دراسة تطبيقية تحليلية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 19.

ورغم ذلك فإن هناك عدد من الخطوات يجب إتباعها في تسيير محفظة الأوراق المالية ، والتي يوضحها الشكل (3-4).

الشكل (1-4): خطوات تسيير محفظة الأوراق



المصدر: عادل محمد رزق، مرجع سابق ذكره، بتصرف، ص72.

ومن الشكل التوضيحي سوف نتناول دراسة وتحليل تلك الخطوات كما يلي:

### 3-3-1- تحديد أهداف تكوين وتسيير محفظة الأوراق المالية

سبق وأن تناولنا في السابق الأهداف الرئيسية من تملك محافظ الأوراق المالية والمتمثلة في تحقيق السيولة والدخل والتحكم في المخاطرة ، وبالإضافة إلى هذه الاهداف الثلاثة هناك أهداف أخرى، ومن هذه الأهداف:<sup>1</sup>

- 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.

### 3-3-2- التحليل والتنبؤ بظروف البيئة الخارجية

تتأثر سياسات تسيير محفظة الأوراق المالية بشكل كبير بظروف البيئة الخارجية، وعلى الرغم من أنه 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<sup>2</sup>، أو الإجابة على

<sup>1</sup> - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية " من منظور إداري ومحاسبي "دار طيبة، القاهرة، 2004 ، ص73.

<sup>2</sup> - د. طلعت أسعد عبد الحميد، الإدارة الفعالة لخدمات البنوك الشاملة، ط10، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص107.

التساؤلات التي تواجه مدير المحفظة عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، وأهم هذه التساؤلات ما هي الأوراق المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها، وما هو التوقيت الملائم لذلك، وهو في ذلك يقوم بنوعين من التحليل الأساسي والتحليل الفني.

ويمكن أن نتناول هذين التحليلين بنوع من التفصيل فيما يلي:<sup>1</sup>

### 3-3-2-1- التحليل الأساسي أو تحليل العوامل الأساسية

يعتمد هذا المدخل على أن لكل ورقة مالية قيمة حقيقية تتحدد بناء على عدد من العوامل الأساسية، ويمكن تحديدها عند أي نقطة زمنية، وتعكس هذه القيمة العائد والمخاطرة المتوقعة من هذه الورقة، ولكي يصل البنك أو المحلل المالي لهذه القيمة لابد وأن يقوم بمجموعة متصلة من التحليلات تبدأ بفحص النشاط الاقتصادي لكي يقرر قيامه بالإستثمار من عدمه، ويعتمد مدخل تحليل العوامل الأساسية على القيام بما يلي: تحليل الاقتصاد تحليل الصناعة، تحليل المنشأة\*.

أ- **تحليل الاقتصاد:** من المعروف أن النظام الاقتصادي لأي دولة يؤثر تأثيراً فعالاً على النشاط الاقتصادي داخل الدولة، وذلك بما يستخدمه من أساليب رقابية مختلفة تنعكس آثارها على كل قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة، وبالتالي على الإستثمارات، ويعد تحليل الاقتصاد أو فحص الحالة الاقتصادية العامة وتأثيرها على الإستثمارات مرحلة ضرورية لاختيار الأوراق المالية، وذلك لأن ربحية الشركة المصدرة للإستثمارات تعتمد على ظروف الاقتصاد الذي تعمل من خلاله، ولابد 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.<sup>2</sup>

وهناك العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على سوق الأوراق المالية، ومن أمثلة تلك المتغيرات<sup>3</sup>: الناتج الإجمالي، السياسة النقدية، السياسة المالية، معدلات التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف. ب- **تحليل الصناعة:** على المستثمر الذي يبحث عن فرصة الإستثمار المناسبة، بعد التعرف على النظام الاقتصادي ككل، أن يبدأ بفحص ودراسة قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة لاختيار قطاع معين للإستثمار، وذلك لأن أي منشأة تنتمي لقطاع معين لابد وأن تتأثر بما يحدث في هذا القطاع بدرجة ما. ويهدف تحليل الصناعة إلى فتح الطريق أمام المحلل المالي لكي يختار صناعات واعدة يركز عليها، استعداد لاختيار الشركات المميزة داخل هذه الصناعة، لإستثمار جزء من أموال محفظة الأوراق المالية الذي يريد تكوينها.

<sup>1</sup> - د. أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص46.

\* - هناك مدخل آخر يرتب هذا التحليل ابتداء من تحليل المنشأة، تحليل الصناعة، تحليل الاقتصاد..

<sup>2</sup> - د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص219.

<sup>3</sup> - أ. د. أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص100.

ومن خلال تحليل الصناعة يمكن لمحلل الاستثمار تحديد الشركات الواعدة داخل الصناعة والتركيز عليها لاتخاذ قرار بالاستثمار في أوراقها المالية، ويعتبر المستوى الثاني للتحليل بمثابة خط الوصل بين تحليل الاقتصاد وتحليل الشركة.

**ج- تحليل الشركة:** يتمثل تحليل الشركة في فحص ودراسة جميع الجوانب المالية التي تمكن المستثمر من فهم طبيعة وخصائص العمليات للشركة المصدرة للأوراق المالية، ويعتمد هذا التحليل على أن قيمة الأسهم تتأثر بأداء الشركة القائمة بإصدار الاستثمارات المالية، فإذا كان من المتوقع أن الأداء الاقتصادي للشركة سيكون قويا فإن ذلك ينعكس على أسعار الأسهم مع الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة التي سيتعرض لها، ويبنى هذا التحليل على نوعين من العوامل هما:

- **عوامل كمية:** متمثلة في البيانات والمعلومات المحاسبية التي تنشرها الشركة في قوائمها المالية مثل: قائمة الدخل والمركز المالي، وذلك في ضوء خلفيات تحليل الاقتصاد والصناعة.

- **عوامل نوعية:** منها طبيعة النشاط، طبيعة ونوعية إدارتها والقدرة النسبية داخل الصناعة.

### 3-2-3- التحليل الفني

ينصرف اهتمام التحليل الفني في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري، فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل تعد مؤشرا يعتمد عليه في المستقبل.<sup>1</sup>

وعليه تعتمد الفلسفة التي يستند عليها ذلك التحليل على ثلاثة أركان رئيسية هي:<sup>2</sup> حركة السوق تحتوي على كافة المتغيرات، إن الأسعار تتحرك في اتجاهات متعددة، التاريخ يكرر نفسه.

وهناك عدة أساليب تستخدم في التحليل الفني منها نظرية دوجونز، أهمية الحجم، خط المتوسط المتحرك، تحليل الخرائط.<sup>3</sup>

بعد السلسلة السابقة من الفحص والتحليل يمكن للمستثمر والمحلل المالي من تحديد الأوراق المالية التي يمكنه اختيارها، واتخاذ قرار استثماري بشأنها، وذلك في ضوء الأهداف التي يريد تحقيقها.

### 3-3-3- وضع سياسات تسيير محفظة الأوراق المالية

بصفة عامة سياسات الاستثمار في الأوراق المالية ما هي إلا مجموعة من الأسس التي تساعد على التخطيط ووضع الاستراتيجيات الخاصة لمحفظة الأوراق المالية وتطوير هذه الاستراتيجيات، و مما لا شك فيه أن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في تسيير محفظته ستؤثر حتما على مكونات تشكيلة أصولها، وتنقسم سياسات الاستثمار إلى الآتي، سياسة استثمارية مخاطرة أو هجومية سياسة استثمارية متحفظة أو دفاعية، سياسة متوازنة.<sup>4</sup> ويمكن تناول هذه السياسات فيما يلي:

<sup>1</sup> - د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 217.

<sup>2</sup> - أ. د. أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، بتصرف، ص ص (61-63).

<sup>3</sup> - لمزيد من التفصيل حول هذه الأساليب انظر: د. فهد العريبي، مرجع سبق ذكره، ص ص (143-144).

<sup>4</sup> - عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 76.

أ- **السياسة المخاطرة أو الهجومية:** وهي السياسة التي تدفع المستثمر لتكوين محفظة من استثمارات عالية المخاطر وأكثر عائدا بطبيعة الحال يطلق عليها محفظة هجومية<sup>1</sup>. ويتبناها مديرو المحافظ الذين لا يركزون أهدافهم على توزيعات الأرباح والفوائد، وإنما على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكوّن منها المحفظة.

ومحفظة كهذه تقوم قاعدتها الأساسية على الأسهم العادية، ونسبة قد تتراوح بين 80%-90% من رأس مال المحفظة، حيث يتم شرائها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها ثم بيعها عندما ترتفع أسعارها.

ب- **السياسة المتحفظة أو الدفاعية:** تقوم هذه السياسة على فلسفة متحفظة تدفع المستثمر إلى تكوين محفظته من استثمارات منخفضة المخاطر ويطلق عليها محفظة دفاعية<sup>2</sup>، وهي سياسة يتبناها مديرو المحافظ المتحفظون خذاً اتجاه عنصر المخاطرة، وبذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد فيركزون اهتمامهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت.

ويطلق على هذا النوع من المحافظ مصطلح محفظة الدخل، حيث يتم التركيز على الأوراق التي تعطي دخلاً سنوياً عالياً سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، ومكوّنات محفظة الدخل تكون عادة من أدوات الخزينة وسندات طويلة الأجل أو من أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق وكذلك بعدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح مما يضمن دخلاً ثابتاً ومستمراً لمدة طويلة من الزمن، كما توفر هامش مرتفع من الأمان على رأس مال المستثمر.

### ج- **السياسة المتوازنة: (الهجومية- الدفاعية)**

تعتبر السياسة المتوازنة وسطاً بين النمطين السابقين، ويتبناها غالبية مديري المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات من المخاطر، وبذلك يوزعون رأس مال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة بكيفية تحقق للمحفظة حد أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضاً لجني أرباح رأسمالية متى ساحت فرصة مناسبة لذلك.

ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة مصطلح المحفظة المتوازنة، وتتكوّن قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل التي تتصف بالتحول السريع إلى سيولة، بجانب أدوات استثمار طويلة الأجل للبحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد، مما يتيح لمديرها انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقاً لتقلب أسعار أدوات الاستثمار من جانب وأسعار الفائدة من جانب آخر، وفي نفس الوقت المحافظة على رأس المال المستثمر، وهذا بالتأكيد يتطلب توافقاً رقيقاً بين العائد والمخاطر\*.

<sup>1</sup>- د. أحمد صلاح عطية، مرجع سبق ذكره، ص 222.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص 222.

### 3-3-4- التنفيذ، المتابعة والتقييم

يقصد بالتنفيذ 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<sup>1</sup>، ومراجعة المحفظة بصورة دورية تعكس احتياجات المستثمر ومتطلبات الأسواق المالية بصورة دائمة.

وتقوم الإدارة العليا بعملية المتابعة وتقييم الأداء، وبما أن تكوين المحفظة على أساس المزج بين العائد والمخاطرة هو أيضا الجانب الرئيسي في التقييم<sup>2</sup> من جهة، وتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية<sup>3</sup> من جهة أخرى، حاولنا إفراد هذين العنصرين بعنصرين مستقلين لاحقا.

### 3-4-4- عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

إنّ محفظة الاستثمار في الأوراق المالية تتكوّن من عدد من الاستثمارات تتباين من حيث القيمة ومن حيث معدل العائد المتولد عنها، وتتمثل قيمة الاستثمار في حجم الموارد المالية التي وجهت إلى ذلك الاستثمار، أما معدل العائد فيتمثل في نتائج قسمة صافي الربح المتولد عن الاستثمار على قيمة ذلك الاستثمار، ويتوقف صافي الربح على حجم الأموال المستثمرة، كما يتوقف على عنصرين آخرين هما: مجمل العائد المتولد، والتكاليف المصاحبة لشراء وخدمة الاستثمار<sup>4</sup>. ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من عائد المحفظة: العائد المتحقق (العائد الفعلي)، العائد المتوقع، العائد المطلوب<sup>5</sup>.

### 3-4-1- العائد المتحقق (الفعلي) للمحفظة

هو العائد الفعلي الذي يحققه البنك من مسك المحفظة، ويتمثل في المتوسط الحسابي المرجع بالأوزان لمعدل العائد على الاستثمارات الفردية المكوّنة لها، حيث يقاس الوزن بالقيمة النسبية للاستثمار، فلو أنّ محفظة بنك ما تتكوّن من عدد من الاستثمارات قدره (n) فإنّه يمكن حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في تلك المحفظة باستخدام المعادلة التالية<sup>6</sup>:

$$R_p = \sum_{i=1}^n P_i R_i \quad (4-22)$$

$$= P_1 R_1 + P_2 R_2 + P_3 R_3 + \dots + P_n R_n$$

حيث:

$R_p$ : تمثل معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة.

<sup>1</sup> - أ.د. زياد رمضان و أ. محفوظ جودة، مرجع سبق ذكره، ص 269.

<sup>2</sup> - د. طلعت أسعد عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 117.

<sup>3</sup> - عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 89.

<sup>4</sup> - د. رضا صاحب أبو حامد، إدارة المصارف "مدخل تحليلي كمي معاصر"، ط1، دار الفكر، عمان، 2002، ص 273.

<sup>5</sup> - د. أرشد فؤاد التميمي و د. أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 198.

<sup>6</sup> - NOEL QMENC et VERONIQUE LE SOURD, Gestion quantitative des portefeuilles d'actions, Economica, Paris, p 21.



$P_i$ : تمثل وزن الاستثمار داخل المحفظة (وزن كل مكون في المحفظة، حيث  $\sum_{i=1}^n P_i = 1$ )  
 $R_i$ : تمثل معدل العائد الفعلي (على الاستثمار الفردي) لكل مكون من مكونات المحفظة.  
 $n$ : تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة.

وبالطبع يمكن لإدارة محفظة الأوراق المالية مقارنة هذا المعدل مع معدلات سابقة ومع معدلات العائد المتولد عن محفظة الأوراق لمستثمر آخر، أو مع متوسط العائد لمستثمرين آخرين، وتعطي مثل هذه المقارنات مؤشرات تستخدم في التسيير الكفاء لمحفظة الأوراق المالية.

**3-4-2- العائد المتوقع من محفظة الأوراق المالية<sup>1</sup>:** يمثل العائد المتوقع لمحفظة البنك، العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجح بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة، وتحسب وفق الآتي:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n P_i E(R_i) \\ = P_1 E(R_1) + P_2 E(R_2) + \dots + P_n E(R_n) \quad (4-23)$$

حيث أن:

$E(R_p)$ : تمثل معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المحفظة.

$R_1 \rightarrow R_n$ : تمثل معدل العائد المتوقع (على الاستثمار الفردي) لكل مكونات المحفظة.

$P_n \rightarrow P_1$ : تمثل وزن الاستثمار داخل المحفظة (وزن كل مكون في المحفظة، حيث  $\sum_{i=1}^n P_i = 1$ )

### 3-5- مخاطر الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وكيفية قياسها

تعتبر المخاطر من أهم العوامل في قياس القيمة والتي ارتبطت بالعديد من الأساليب الحديثة والقديمة لقياسها، وتعرف بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية أو في مجال استثمار آخر، وأنّ حاصل جمع المخاطر النظامية مع المخاطر غير النظامية يشكل المخاطر الكلية أو مخاطر المحفظة<sup>(2)</sup>. (وبالنسبة للمخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة ومصادرها فقد تمّ التعرض لهما بالتفصيل في عنصر سابق خاص بمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية).

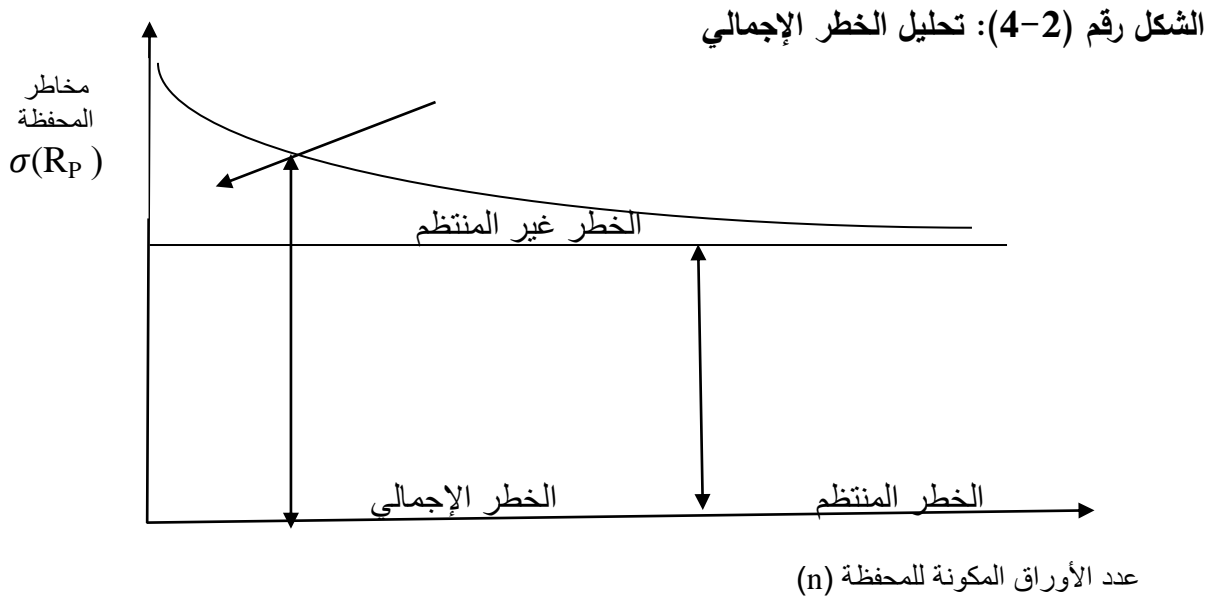
ويمكن لمتخذ القرار تخفيض المخاطر غير المنتظمة أو إلغائها عن طريق التنويع الجيد للاستثمارات داخل المحفظة، ويلاحظ أنه كلما زاد عدد الاستثمارات داخل المحفظة كلما قلت المخاطر المنتظمة، ويتضح من الشكل رقم (2-4) العلاقة بين عدد الأوراق المالية ودرجة المخاطر المنتظمة، وأما المخاطر المنتظمة فلا يستطيع المستثمر التأثير عليها من خلال التنويع، وتمثل المخاطر المناسبة والتي يجب على متخذ القرار أخذها في عين الاعتبار عند اتخاذ قراره، وهي تعبّر عن مقدار التغير في العوائد المتوقعة لإحدى الأوراق المالية وبالمحفظة بالنسبة للسوق ككل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- JACQUES TELILE et PATRICK TOPACALIAN, Op.cit,P 59

(2) د. فلاح حسن الحسين ود. مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سبق ذكره، ص 168.

<sup>3</sup>- د. عصام فهد العريبي، الإستثمار في بورصات الأوراق المالية" بين النظرية والتطبيق" ط1، دار الرضا، دمشق، 2002، ص ص (74- 76).





SOURCE: JACQUES TELILIE et PATRICK TOPASCALIAN, Op, cit, p75.

وتقوم فكرة نظرية المحفظة على أساس أنّ قياس المخاطرة بأي ورقة مالية موجودة داخل المحفظة تختلف عن مخاطر المحفظة ككل، وعن خطرهما في حد ذاتها إذا ما تم قياسه لها وهي خارج المحفظة<sup>1</sup>، لهذا كان من الأنسب البدء بقياس مخاطر الاستثمارات الفردية-وهو ما تناولناه سابقاً- ثم الوصول إلى قياس مخاطر المحفظة ككل.

ويقصد بمخاطر المحفظة درجة تقلب العائد المولد عن مجموع الاستثمارات التي تتكوّن منها تلك المحفظة، ويمكن قياس هذه المخاطرة إمّا بالانحراف المعياري أو معامل بيتا.

### 3-5-1- الانحراف المعياري لعائد المحفظة

عند مناقشتنا لمعدل العائد على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية فإنّ العائد يتمثل في المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان للعائد المتولّد عن الاستثمارات الفردية المكوّنة لتلك المحفظة، ولكن هل يمكن القول بأنّ مخاطر المحفظة تعادل المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لمخاطر الاستثمارات الفردية المكوّنة لها؟.

الإجابة بالنفي لأنّ المخاطر التي تتعرض لها المحفظة لا تتوقف على المخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات الفردية المكوّنة لها، بل تتوقف أيضاً على طبيعة الارتباط بين تلك الاستثمارات الفردية، ففي حالة الارتباط العكسي بين عائد الاستثمارات تكون درجة تقلب عائد المحفظة أقل، أمّا عندما يكون الارتباط بين عائد الاستثمارات موجبا تكون درجة تقلب عائد المحفظة أكبر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 74.

<sup>2</sup> - د. منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية "مدخل اتخاذ القرارات"، ط3، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بتصرف، 1996، ص (310،309).

وتوضح المعادلة (4-24) كيفية قياس مخاطر محفظة تتكوّن من استثمارين فقط<sup>1</sup>.

$$\sigma_p = \sqrt{p_1^2 \sigma_1^2 + p_2^2 \sigma_2^2 + 2p_1 p_2 \text{cov}(R_1, R_2)} \quad (4-24)$$

حيث:

$\sigma_p$ : الانحراف المعياري لكل استثمار فردي داخل المحفظة.

$p_1 p_2$ : الوزن النسبي لكل استثمار فردي داخل المحفظة.

$\sigma_1 \sigma_2$ : الانحراف المعياري لكل استثمار فردي داخل المحفظة.

$R_1 R_2$ : عائد كل استثمار داخل المحفظة.

$\text{COV}(R_1 R_2)$ : تمثل التغيرات COVARIANCE بين الاستثمارين (1) و (2)، ويتوقف هذا التغيرات على:

- علاقة الارتباط بين عائد الاستثمارين (1) و (2).

- الانحراف المعياري لعائد كل استثمار.

ويتم حساب التغيرات باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{cov}(R_1, R_2) = \sigma_1 \sigma_2 r_{12} \quad (4-25)$$

حيث:

$\text{COV}(R_1 R_2)$ : يمثل التغيرات بين الاستثمارين (1) و (2).

$r_{12}$ : يمثل معامل الارتباط بين الاستثمارين (1) و (2).

$\sigma_1 \sigma_2$ : يمثل الانحراف المعياري لعوائد الاستثمارين.

ويمكن التوسع في المعادلة (4-25) لحساب الانحراف المعياري لمحفظة تتضمن أي عدد من الاستثمارات بالصورة التالية<sup>2</sup>:

$$\begin{aligned} \sigma_p &= \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1, j \neq i}^n p_i p_j r_{ij} \sigma_i \sigma_j} \\ &= \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1, j \neq i}^n p_i p_j \text{cov}(R_i, R_j)} \quad (4-26) \end{aligned}$$

حيث:

$p_i$ : النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورقة (i).

$p_j$ : النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورقة (j).

$r_{ij}$ : تمثل معامل الارتباط بين الورقة (i) و (j).

$n$ : تمثل الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة.

<sup>1</sup> - Mondher, bellalah, Gestion de portefeuille " Analyse quantitative de la rentabilité et de risque", Pearson éducation, Paris, 2004, pp (156, 157).

<sup>2</sup> - Ibid, p 157.

COV(R<sub>1</sub>R<sub>2</sub>):التغاير بين الاستثمارين أ و ج.

وكما هو واضح من المعادلة المذكورة فإنّ المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تتوقف على مخاطر الاستثمارات الفردية وأوزان تلك الاستثمارات، وهو ما يعكسه الجزء الأول من المعادلة، كما تتوقف أيضا على درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، وهو ما يعكسه الجزء الثاني من المعادلة. ويجب الإشارة بأنّ تشكيلة الإستثمارات التي تتكون منها المحفظة يحتمل أن تسهم في السيطرة على المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات الفردية المكونة لها.

**ملاحظة:** تطبيق المعادلة السابقة لحساب الانحراف المعياري لمحفظة تتضمن أي عدد من الاستثمارات هي عملية معقدة، وهناك دراسات عديدة لتخفيف التعقيدات الحسابية وعلى رأسها دراسات شارب.

### 3-5-2- بيتا للمحفظة

من خلال مفهوم نظرية محفظة الأوراق المالية فالمستثمر عندما يقوم بالاستثمار في محفظة الأوراق المالية يتحمل مخاطرة عند تكوين محفظته تختلف عن تلك المخاطرة التي يتعرض لها في ورقة منفردة، ويعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل سهم في مخاطر المحفظة، وأن الأخيرة تكون مساوية إلى المخاطر النظامية(المنتظمة) فقط، نظرا لمبدأ التنويع الذي يشكل فائدة المحفظة ودوره في تخفيض المخاطر غير النظامية.

وعليه يمكن القول أنّ معامل بيتا للمحفظة يمثل مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه معدل عائد السوق(محفظة السوق)<sup>1</sup>.

وحساب بيتا للمحفظة يعتمد على بيتا كل سهم مكوّن للمحفظة مضروبا في وزنه النسبي، وفق الصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$\begin{aligned}\beta_p &= \sum_{i=1}^n \beta_i P_i \\ &= \beta_1 P_1 + \beta_2 P_{21} + \dots + \beta_n P_n\end{aligned}\quad (4-27)$$

حيث أنّ:

$\beta_p$ : بيتا المحفظة مقياس لمخاطرها النظامية.

$P_1 \rightarrow \beta_{n1}$ : بيتا كل سهم من أسهم المحفظة وتحسب وفق الصيغة الموجودة في المعادلة رقم (4-21).

$\beta_1 \rightarrow P_1$ : الوزن النسبي للسهم داخل المحفظة.

وجدير بالذكر أنّ مخاطر السهم في المحفظة تختلف عن مخاطرته لو كان السهم منفردا، والسبب يعود إلى الأوزان التي تساهم بها مكوّنات المحفظة بمخاطرتها، لذا فإنّ حصول أي تغيير في مخاطرة أحد المكوّنات أو وزنه فإنّ ذلك يترك أثره في تغيير مخاطر المحفظة.

<sup>1</sup>- أ.د. محمد مطر و د. فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 216.

<sup>2</sup>-JACQUES HAMON .Op,Cit,p130.

#### 4- إستراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية

يقصد مما سبق أنّه من الصعب تجنب المخاطر المنتظمة، حيث أنّها تخضع لعوامل يصعب التحكم فيها، وإن كان يمكن التنبؤ بها، أما المخاطر غير منتظمة فيمكن تخفيضها وذلك بإتباع مبدأ التنويع<sup>1</sup>، ويقصد بمبدأ التنويع أنه عن طريق جمع عدد من الأوراق المختلفة في محفظة يمكن تحقيق درجة معينة من استقرار وثبات العائد دون إضعاف العائد المتوقع.

ويقصد كذلك بالتنويع قرار المستثمر الخاص بتشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكوّن منها محفظة الأوراق المالية، ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد محفظة الأوراق المالية، ويوجد 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<sup>2</sup>:

#### 4-1- التنويع بناء على جهة الإصدار

يقصد بذلك عدم التركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنّما تنويع الاستثمارات على أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، ويوجد في هذا الصدد أسلوبان للتنويع وهما التنويع الساذج وأسلوب ماركويتز في التنويع.

#### 4-1-1 التنويع الساذج

يقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأوراق المالية لغرض تكوين المحفظة، ويقوم على فكرة أساسية هي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تحتويها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدّها، ويمكن التعبير عن أسلوب التنويع الساذج بالحكمة التي تقول: لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة.

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.

وهناك العديد من الدراسات التطبيقية التي بينت أنّه بزيادة عدد الأوراق المالية المكوّنة للمحفظة يمكن تخفيض المخاطر بنسبة كبيرة جدّاً وخاصة (المخاطر الخاصة)، وأشارت الدراسات أنه إذا اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائياً يتراوح عددها 1-15 استثماراً يمكن تخفيض المخاطر إلى 85%، كما أوضحت دراسة أخرى أجريت على الأوراق المالية الفرنسية أنّه يمكن تجنب 68% في المتوسط من المخاطر

<sup>1</sup>- د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص ، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000، ص 545.

<sup>2</sup>- العديد من المراجع:

- د. منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية-مدخل اتخاذ القرارات- مرجع سبق ذكره، ص ص (318-345).

- د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 545.

- عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص ص 76-83.

التي تتعرض لها الأسهم، وذلك بواسطة سياسة التنويع ويكفي أن تتضمن محفظة الأوراق عشرة أنواع من الاستثمارات في هذه الأوراق لتخفيض المخاطر إلى حدها الأدنى.

#### 4-1-2- تنويع ماركويتز

بالمقاربة مع التنويع الساذج، فإن تنويع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات فكما كانت هذه العلاقة عكسية أو مستقلة، أي ليس هناك علاقة فإن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات.

وبتأرجح معامل الارتباط  $(r)$  بين  $(1+)$  و  $(1-)$  فإذا كانت:

أ-  $1=(r)$  ارتباط موجب تام.

ب-  $1=(r)$  ارتباط سالب تام

ج-  $0=(r)$  عدم وجود ارتباط.

واستنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس في تخفيض المخاطر غير المنتظمة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

ويمكن الرجوع إلى توضيح الحالات الثلاث الأولى لمعامل الارتباط فيما يلي:

**الحالة الأولى:** معامل الارتباط الموجب التام يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين هي علاقة خطية طردية تامة، وبالتالي فإن معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة يجعل من الممكن اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام.

**الحالة الثانية:** أما في حالة الارتباط السالب التام فإن العلاقة بين العوائد على الورقتين المالييتين هي علاقة عكسية خطية تامة، ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأولى يعني حركة العائد على الورقة المالية الثانية هو في الاتجاه المعاكس تماما.

**الحالة الثالثة:** لا وجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد.

ونستنتج مما سبق أن:

- مخاطر محفظة الأوراق المالية تكون في أعلى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة موجبا تاما.

- مخاطر محفظة الأوراق تكون في أدنى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة سالبا تاما.

- مخاطر محفظة الأوراق المالية تقع بين الحد الأقصى والحد الأدنى عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر.

وبعبارة أخرى ينبغي أن تتكوّن محفظة الأوراق المالية من تشكيلة الاستثمارات الفردية تختار بطريقة واعية، لا يقتصر فيها الاهتمام على حجم المخاطر لكل استثمار على حدة، بل يمتد الاهتمام إلى طبيعة ومدى الارتباط بين العوائد على الاستثمارات الفردية المكوّنة لها.

#### تأثير الأوزان النسبية للأوراق المالية داخل المحفظة:

إنّ النتائج التي ذكرناها ليست صحيحة على إطلاقها، فقد يؤدي اختلاف الأوزان النسبية للأوراق المالية داخل المحفظة إلى نتائج متغايرة، أي كيفية توزيع المخصصات المالية للمحفظة على الاستثمارات الفردية، فكون معامل الارتباط بين عائد الاستثمارات الفردية كامل سالب لا يعني في جميع الأحوال تخفيض مخاطر عائد الاستثمارات الفردية إلى أدنى حد، إذ يتوقف الأمر على الأوزان النسبية للاستثمارات الفردية التي تتكوّن منها المحفظة.

#### 4-2- تنويع تواريخ لاستحقاق

تتعرض الأوراق المالية وخاصة السندات لمخاطر سعر الفائدة ويقصد بذلك المخاطر الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية- والتي شرحناها في مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية- أي أنّ درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق للتغير في سعر الفائدة تزداد كلما ازدادت فترة الاستحقاق، وبالتالي فإنّ خسارة المستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تكون أكبر في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، وبناء عليه، فإنّ مدير المحفظة يواجه المعضلة التالية:

إنّ تركيز استثمارات المحفظة في أوراق مالية قصيرة الأجل يقلل من مخاطر سعر الفائدة، حيث أنّ تأثير التغير في أسعار الأوراق المالية أقلّ حدّة، غير أنّ استثمار الأموال في تلك الأوراق سوف يترتب عليه تقلبات كبيرة في العائد الدوري المتولد سنوياً، إذ ينبغي على المستثمر في هذه الحالة أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة، كما أنّ استثمارات المحفظة في أوراق مالية طويلة الأجل سوف يحقق استقراراً أكبر في العائد السنوي المتولّد عن تلك الأوراق، إلّا أنّ أسعار تلك الأوراق سوف تتعرض لتقلبات شديدة بمرور الوقت مما قد يعرض المستثمر إلى تحمل خسائر رأسمالية وذلك إذا ما اضطر إلى بيع تلك الأوراق قبل تاريخ الاستحقاق.

إنّ المعضلة السابقة تفرض على المستثمر توزيع مخصصات المحفظة بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل، من خلال سياسة رشيدة للتنويع وتؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما، وتقليل المخاطر التي قد تترتب عن توجيه كافة مخصصات المحفظة لأي من هذين النوعين، وفيما يلي نتعرض لثلاثة أساليب للتشكيل أو التنويع وهي:

#### 4-2-1- الأسلوب الهجومي

يقوم الأسلوب الهجومي في تسيير المحفظة على التغير المستمر في مكونات المحفظة من الأوراق المالية بناء على توقعات حركة سعر الفائدة، فإذا توقع مدير المحفظة ارتفاع سعر الفائدة فإنّ عليه أن يقوم

بييع الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بأوراق مالية قصيرة الأجل، فإذا ارتفع سعر الفائدة فعلا، فإن مدير المحفظة يتجنب في هذه الحالة الخسارة الناجمة عن الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للأوراق المالية طويلة الأجل، كما أنه يستطيع أن يستخدم مستحقات الأوراق المالية قصيرة الأجل في شراء أوراق مالية طويلة الأجل وسعر فائدة مرتفع.

أما إذا توقع المستثمر انخفاض سعر الفائدة فإنه عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل، واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل، فإذا انخفض سعر الفائدة حسب التوقعات، فإن المستثمر يحقق الاستقرار في العائد على الأوراق طويلة الأجل، بالإضافة إلى أنه يحتفظ بأوراق مالية بسعر فائدة مرتفعا نسبيا بسبب شرائه لهذه الأوراق قبل انخفاض سعر الفائدة، كما أن بإمكانه تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن انخفاض سعر الفائدة.

إن نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات، فإذا تحققت التوقعات فإن المستثمر يتمكن من مضاعفة عائد المحفظة، أما إذا كانت التوقعات مخالفة فعلا فإن المستثمر قد يتعرض إلى خسائر كبيرة، ما لم يكن المستثمر على درجة عالية من الكفاءة.

#### 4-2-2- تدرج تواريخ الاستحقاق

يقوم المستثمر حسب هذه الاستراتيجية بتوزيع استثماراته داخل المحفظة بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية، فمثلا إذا كانت قيمة الاستثمار في المحفظة 20 مليون دينار يمكن استثمار 2 مليون دينار في سندات تستحق خلال 8 سنة و 2 مليون دينار في سندات تستحق خلال سنتين، وهكذا حتى عشر سنوات.

وحسب هذه الاستراتيجية فإنه بعد عام من الآن يحصل المستثمر قيمة السندات التي تستحق خلال سنة، ويقوم باستثمارها من جديد في سندات تستحق خلال عشر سنوات وهكذا.

تتمثل مزايا هذا الأسلوب في تحقيق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة، الربحية، تجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات، حيث أن استرداد قيمة السندات قصيرة الأجل يوفر السيولة واستثمار الأموال في السندات طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد.

#### 4-2-3- توزيع الاستثمارات بين الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل

يعتمد هذا الأسلوب على التركيز على الاستثمارات بالتساوي على الأوراق المالية قصيرة الأجل (سنة إلى ثلاث سنوات) والأوراق المالية طويلة الأجل (7 سنوات - 10 سنوات)، ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة، في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق استقرار العائد، ويحقق فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة، أما الأوراق المالية متوسطة الأجل (أربع إلى ست سنوات) فهي لا تحقق أيا من هدفي السيولة أو الربحية، ولذلك فإنه يجب تجنب الاستثمار في هذا النوع من الأوراق.

وعلى الرغم من أن التطبيق الصارم لهذا الأسلوب من التنويع يقتضي توزيع اعتمادات المحفظة بالتساوي بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، غير أنّ الواقع العملي يشير إلى أن توزيع الاستثمارات بين الأجل القصير والأجل الطويل يعتمد على توقع المستثمر بشأن اتجاه الفائدة وعلى مدى الحاجة إلى السيولة، فإذا كانت التنبؤات تشير إلى اتجاه الأسعار الفائدة نحو الهبوط فيكون تخصيص قدر أكبر من الموارد إلى الاستثمارات طويلة الأجل، أما إذا كانت التنبؤات تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع فقد يكون من الملائم تخصيص نسبة أكثر من الموارد للاستثمارات قصيرة الأجل.

### خلاصة

تتكوّن محفظة الأوراق المالية في من مجموعة من الأوراق المالية يمكن تصنيفها إلى أوراق مالية حكومية، وأوراق مالية مضمونة من الحكومة، أوراق مالية غير حكومية، استثمارات مباشرة، ويهدف المستثمر من وراء تكوين محفظة الأوراق المالية تحقيق أهداف تتمثل أهمها في تحقيق العائد و التحكم في المخاطرة و الوفاء بمتطلبات السيولة.

وتسيير محفظة الأوراق المالية يتطلب إتباع عدد من الخطوات تتمثل في تحديد أهداف تكوين وتسيير محفظة الأوراق المالية، التحليل والتنبؤ بظروف البيئة الخارجية، وأخيرا التنفيذ، المتابعة والتقييم على أساس المرح بين العائد والمخاطرة.

ويتم تسيير محفظة الأوراق في ظل العائد والمخاطرة، بقياس عائدها والذي يتمثل في المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لمعدل العائد على الاستثمارات الفردية، بقياس مخاطرها المنتظمة وغير المنتظمة ، وتخفيض هذه المخاطر بإتباع مبدأ التنويع الذي يخضع إلى العديد من الأسس أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تاريخ الاستحقاق.



للأسواق المالية دور رئيسي في النشاط الإقتصادي باعتبارها جهاز تمويلي يقوم بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الإستثمارية، حيث تساهم في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي من الذين لديهم الرغبة في الإستثمار، وبالتالي أصبح تطوير الأسواق المالية أمر بالغ الأهمية بالنظر إلى هذا الدور، حيث توفر الأسواق المالية للمؤسسة مصادر تمويل مهمة، ويتم ذلك عن طريق إصدار الأدوات المالية في الأسواق المالية، هذه الأدوات المالية يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها، كما لم يعد لجوء المؤسسات إلى الأسواق المالية مقتصرًا على إمكانية الحصول على التمويلات اللازمة، بل أصبحت تتدخل في الأسواق المالية من أجل استثمار فوائضها المالية عن طريق شراء وبيع الأدوات المالية قصد الحصول على عوائد في إطار المخاطر المحتملة.

وتقسم الأسواق المالية حسب آجال العمليات إلى قسمين رئيسيين هما سوق النقد وسوق رأس المال، هذه الأخيرة بدورها تقسم إلى أسواق حاضرة (أسواق منظمة وأسواق غير منظمة) وأسواق العقود المستقبلية، وكلا السوقين يتم فيهما تداول مجموعة من الأدوات المالية، فسوق النقد يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل مدة استحقاقها لا تزيد عن السنة، أما سوق رأس المال فيتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل مدة استحقاقها أكثر من سنة.

ويشترط في الأسواق المنظمة أن تتولى الهيئة المشرفة على السوق عملية التنظيم والإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لأي ورقة مالية من الأوراق المالية المسجلة فيها، بالإضافة إلى تولي هذه الهيئة توفير المعلومات الضرورية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، نظرا لوجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية وما بين المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، وسميت هذه العلاقة بكفاءة الأسواق المالية، حيث لهذه الأخيرة تأثير كبير على السير الحسن للأسواق المالية.

كما تعتبر الأسواق المالية مجال للاستثمار المالي ممثل بالاستثمار في الأوراق المالية الذي يعتبر شكلا حديثا من أشكال الاستثمار، إلا أن هذا النوع من الاستثمار رغم حداثة إلا أن قرار الاستثمار فيه كأى قرار استثماري آخر يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطرة، وقصد تجنب المخاطر يلجأ المستثمرون إلى الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية كوحدة واحدة يطلق عليها محفظة الأوراق المالية، حيث يتم تسيير هذه المحفظة ظل العائد والمخاطرة، وتخفيض مخاطرها بإتباع مبدأ التنويع الذي يخضع إلى العديد من الأسس أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تاريخ الاستحقاق.

## المراجع باللغة العربية:

### - الكتب

- 1- د. إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002/2001.
- 2- د. إسماعيل عرياجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- 3- د. أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998.
- 4- د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال ، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة 2002/2003.
- 5- د. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- 6- د. أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2003/2002.
- 7- أحمد طرطار، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
- 8- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 9- أ. د. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة' الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 10- د. أسامة محمد الفولي و د. مجدي محمود شهاب مبادئ النقود والبنوك، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية.
- 11- د. إسماعيل أحمد الشناوي ود. عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 12 - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات المالية، دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
- 13- د. أرشد فؤاد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، ، 2004.
- 14- د. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 15- د. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر، ط1، الجزائر، 2002.
- 16- د. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.

- 17- جمال طاهر أبو الفتوح حجازي، إدارة الإنتاج والعمليات، مدخل إدارة الجودة الشاملة، مكتب القاهرة للطباعة والتصوير، القاهرة، 2002.
- 18- د. جميل سالم الزيداني/ السعودي، أساسيات في الجهاز المالي " المنظور العلمي"، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 1999.
- 19- د. دريد كمال آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 20- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 21- د. زاهر عبد الرحيم عاطف، مفاهيم تسويقية حديثة، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 22- أ. د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 1998.
- 23- د. حسين بن هاني، الأوراق المالية، "طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة" دار الكندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
- 24- د. حسني علي خربوش و د. عبد المعطي رضا أرشد ومحفوظ جودة، الاستثمار والتمويل "بين النظرية والتطبيق"، دار زهران، عمان، 1999.
- 25- د. طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997.
- 26- د. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 27- د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002.
- 28- د. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، (مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 29- د. طلعت أسعد عبد الحميد، الإدارة الفعالة لخدمات البنوك الشاملة، ط10، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- 30- د. محمد السعيد عبد الفتاح ود. محمد فريد الصحن، إدارة التسويق، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 31- د. محمد مطر ود. فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
- 32- د. محمد مطر، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان، 1999.
- 33- د. محمد سويلم، الإدارة، دار الهاني، مصر، 1994.
- 34- محمد عبد السلام ، التسويق، المبادئ، المفاهيم الأساسية في إدارة النشاط التسويقي، دار الكتاب الحديث، مصر، 2008.
- 35- د. محمد عثمان حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال، جامعة القاهرة، 1993.

- 36- د. محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 37- د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
- 38- د. محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 39- د. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الاسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 40- أ. د. محمد صالح الحناوي وأد. نهال فريد مصطفى ود. جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 41- د. محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، تطبيقات عملية، ط1، الأردن، 1998.
- 42- د. محمود سحنون، دروس في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبعة جامعة منتوري، قسنطينة، 2004/2003.
- 43- د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 44- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- 45- د. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية المعاصرة، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 46- د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 47- د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- 48- د. منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية "مدخل اتخاذ القرارات"، ط3، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بتصرف، 1996.
- 49- د. ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الطبعة الثانية، 1998.
- 50- أ. د. ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي وأحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى 1999.
- 51- سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001.
- 52- سعيد الخصري، مبادئ الاقتصاد، جامعة قناة السويس، مصر، 2003.
- 53- د. سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، "دراسة تطبيقية تحليلية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 54- د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، بدون تاريخ.

- 55- د. عبد الحميد رضوان سمير، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 56- د. عبد السلام أبو قحف، أساسيات التسويق، ج2، دار الكتاب الحديث، مصر، 2008.
- 57- د. عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2006.
- 58- عبد النافع الزري و غازي فرح، الأسواق المالية، ط1، دار وائل، عمان، 2001.
- 59- د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 60- د. عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث.
- 61- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003.
- 62- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية " من منظور إداري ومحاسبي " دار طيبة، القاهرة، 2004.
- 63- د. علي موسى الددا، التسويق المعاصر، المفاهيم والسياسات، دار البداية، عمان، 2010.
- 64- د. عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2006.
- 65- د. عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية "بين النظرية والتطبيق"، دار الرضا، دمشق، الطبعة الأولى، 2002.
- 66- د. فلاح حسن الحسيني و د. مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك، مدخل استراتيجي معاصر، ط1، دار وائل، عمان، 2000.
- 67- د. فريد الصحن، مبادئ التسويق، الدار الجامعية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002.
- 68- د. صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية وتطبيقية، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.
- 69- راوية محمد حسن، إدارة الموارد البشرية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 1999/1998.
- 70- رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق- رأس المال- المؤسسات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 71- د. رضا صاحب أبو حامد، إدارة المصارف " مدخل تحليلي كمي معاصر، ط1، دار الفكر، عمان، 2002.
- 72- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 73- ثابت عبد الرحمن إدريس، مقدمة في إدارة الأعمال اللوجستية، الدار الجامعي، الإسكندرية، 2004/2003.
- القوانين:**
- 74- القانون التجاري، الكتاب الخامس: في الشركات التجارية، 2007، المواد (551-563).

- 75- قانون رقم 01-18 مؤرخ في 12 ديسمبر سنة 2001 يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77، الصادر بتاريخ 15 ديسمبر سنة 2001.
- 76- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 10، الجزائر.
- المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- A- Courtois ,C-Martin- Bounnefous, M-Pillet, Gestion du production.3em édition, édition d'organisation , paris , 1995.
- 2- BERTRAND JAQUILATE et BRUNO SOLNIK, Marche Financiers, Gestion de portefeuille et risques ,Dunod ,Paris,3<sup>eme</sup> édition, 1997.
- 3- Bouyacoub Farouk, l'entreprise et le financement bancaire , casabah édition, Alger,2000.
- 4- Christian Marmus, politique générale,Economica,Paris,1992.
- 5-Frederic Mishkin ,The economics of money, Banking and financial markets , Adison Wesley,7<sup>th</sup> edition, Boston, 2007.
- 6-Gérard Marie Henry Les marchés financiers ,Armand colin, paris,1999.
- 7- JAUQUES DARMAN. Stratégies bancaires et gestion de bilan, Economica , Paris 2000.
- 8-JAUQUES HAMON, Bourse et portefeuille, Economica, paris, 2000.
- 9-JAUQUES TELILE et PATRICK TOPSACALIAN, Finance, Vuibert, paris, 3<sup>eme</sup> édition, 2000.
- 10- Jean François Faye ,comment gérer les risques financiers , lavoisier,Paris,1993.
- 11- Jeff Madura, financial institution and markets ,seventh edition, Thomson, south-western,,2006.
- 12- Lui. Michel, Approche socio-technique de l'organisation, paris, organisation ,1983.

13– Mondher, bellalah, Gestion de portefeuille " Analyse quantitative de la rentabilité et de risque",Pearson éducation,Paris,2004.

14– NOEL QMENC et VERONIQUE LE SOURD, Gestion quantitative des portefeuilles d'actions, Economica,Paris.

15–Rainer Brosch, Portfolios of real option, Springer edition,Berline,2008.

16–Robert. M. Heith, the statistical measurements of financial derivatives IMF working paper march 1998.

17– Journal officiel Del 'UE, concernant la définition des micros, petites et moyennes entreprises, lois N°124 du 25/05/2003.

18– CNSE, Pour une politique de développement de PME en algerie,2002,p14.site [www.cnes.dz](http://www.cnes.dz).

## قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	أسواق المؤسسة	28
(2-1)	طرق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر	33
(2-2)	مكونات الأسواق المالية	45
(4-1)	خطوات تسيير محفظة الأوراق	101
(4-2)	تحليل الخطر الإجمالي	107

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق التشريع الجزائري	15
(3-1)	المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	81