

جامعة آكلي محمد أولحاج- البويرة -
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

-

مطبوعة في مقياس:

محاضرات في الأسواق المالية

موجهة لطلبة الماستر في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.

إعداد الدكتور:

مداحي محمد

السنة الجامعية: 2017-2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات.

الصفحة	الموضوع
I	فهرس المحتويات
V	فهرس الجداول
I	فهرس الأشكال
أ	مقدمة.
49-1	الفصل الأول: المؤسسة الاقتصادية وإشكالية تمويلها
01	تمهيد الفصل الأول:
02	المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية.
02	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية؛
03	المطلب الثاني: تاريخ نشأة وتطور المؤسسة الاقتصادية؛
05	المطلب الثالث: أنواع وأهمية المؤسسات الاقتصادية؛
08	المطلب الرابع: أهداف ودور المؤسسة الاقتصادية؛
10	المبحث الثاني: خصائص ووظائف المؤسسة الاقتصادية ومحيط نشاطها
10	المطلب الأول: خصائص المؤسسة الاقتصادية؛
11	المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية؛
13	المطلب الثالث: المحيط المالي ومجالات قرارات المؤسسة؛
14	المطلب الرابع: المحيط الخارجي للمؤسسة؛
16	المبحث الثالث: ماهية التمويل
16	المطلب الأول: مفهوم، أهمية ووظائف التمويل؛
19	المطلب الثاني: أنواع التمويل والعوامل المحددة لها؛
21	المطلب الثالث: محددات ومخاطر التمويل؛
23	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على اختيار مصادر التمويل؛
24	المبحث الرابع: مصادر التمويل الداخلية
24	المطلب الأول: الرأس المال العامل؛
26	المطلب الثاني: التمويل الذاتي؛
27	المطلب الثالث: قياس تكلفة التمويل الداخلي؛

30	المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل الداخلي؛
31	المبحث الخامس: مصادر التمويل الخارجية
31	المطلب الأول: مصادر التمويل الخارجية الطويلة الأجل؛
35	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية المتوسطة الأجل؛
36	المطلب الثالث: مصادر التمويل القصيرة الأجل؛
38	المطلب الرابع: التمويل بالاستئجار؛
40	المبحث السادس: مصادر التمويل الحديثة.
40	المطلب الأول: تمويل المشروع والشراكة؛
42	المطلب الثاني: رأس مال المخاطر والفاكتورينغ؛
45	المطلب الثالث: التمويل الإسلامي.
49	خلاصة الفصل الأول
124-50	الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وعلاقة المؤسسة الاقتصادية بها
51	تمهيد الفصل الثاني:
52	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
52	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأنواعه
57	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية وطبيعة التعامل فيها
62	المطلب الثالث: وظائف وأهمية سبل تطوير سوق الأوراق المالية
66	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
66	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)
69	المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)
72	المطلب الثالث: الأدوات المالية المشتقة والأوراق المهجنة
82	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
82	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
85	المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
87	المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
90	المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
90	المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
93	المطلب الثاني: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
99	المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الولايات المتحدة الأمريكية

101	المبحث الخامس: علاقة المؤسسة ببورصة الأوراق المالية
101	المطلب الأول: دخول المؤسسات في البورصة.
106	المطلب الثاني: إجراءات الانضمام إلى البورصة.
111	المبحث السادس: مهام البورصة مع المؤسسات.
111	المطلب الأول: التمييز بين الأنماط المختلفة لتمويل المؤسسة وتمط التمويل البورصي.
116	المطلب الثاني: الخدمات الأخرى المقدمة للمؤسسات من طرف البورصة.
119	المبحث السابع: ضرورة اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد.
119	المطلب الأول: طرق تأثير البورصة في النشاط الاقتصادي.
120	المطلب الثاني: دور المؤشرات البورصية في تقييم النشاط الاقتصادي.
124	خلاصة الفصل الثاني
126	خاتمة المطبوعة
128	قائمة المراجع



فهرس الجداول

فهرس الجدول.

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
72	الفرق بين الأسهم والسندات	جدول رقم "01 - II"
77	مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع	جدول رقم "02 - II"
78	التمييز بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية	جدول رقم "03 - II"
86	صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية	جدول رقم "04 - II"



فهرس الأشكال

فهرس الأشكال.

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
53	تصنيفات سوق الأوراق المالية	شكل رقم "01-II"
64	سبل تطوير سوق الأوراق المالية	الشكل رقم "02 - II"
84	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	الشكل رقم "03 - II"
84	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	الشكل رقم "04 - II"
87	العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية	الشكل رقم "05 - II"



يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي، وضمان استمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي، أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، على عكس التمويل غير المباشر، إذ يعتبر التمويل المباشر تلك الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات أخرى مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية، وذلك من خلال آلية السوق المالي.

تمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة، ولجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالباً ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، وبهذا فإن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية من الربح، وتستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم وطويل الأجل، وعليه فإن سوق الأوراق المالية تؤدي دوراً مزدوجاً إذ تفيد المستثمر من جهة، والمؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى بالحصول على ما تحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل.

إذن، تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق، باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية، وذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات. إذ تلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في خلق السيولة، فتؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المرشحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها.

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساساً بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة، وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجهه نحو الإنعاش والتسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماماً أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، وفي هذا الصدد، لذا سنحاول من خلال هذه المطبوعة تناول الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية في الفصول التالية:

- الفصل الأول: المؤسسة الاقتصادية وإشكالية تمويلها؛
- الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وعلاقة المؤسسة الاقتصادية بها.



الفصل الأول

تمهيد الفصل الأول:

تعتبر المؤسسة الوحدة الاقتصادية الرئيسية المشكّلة للاقتصاد الوطني وهو الميدان الذي تمارس فيه مختلف الأنشطة بهدف الإنتاج أو تبادل السلع والخدمات، كما تبقى تمثل دوماً محرك التنمية الاقتصادية والاجتماعية وبها تنجح السياسة العامة التي تنتهجها الدولة أو تفشل، إذ أن المؤسسة بطبيعتها عبارة عن مجموعة عناصر تتفاعل بينها لتحقيق هدف أو مجموعة أهداف مرتبطة بالبيئة المحيطة التي تتأثر بها وتؤثر فيها والتي تسعى دوماً لتحقيق الربح وإشباع حاجيات الأفراد على المدى القريب أو كذا ضمان استمراريتهما وتوجدها في السوق على المدى البعيد بفضل إستراتيجيتها. ويبقى الهدف الرئيسي للمؤسسة هو البحث عن أكبر فعالية ممكنة بالاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، وذلك لا يكون إلا بالتسيير الأفضل لكل وظائفها سواء كانت الوظيفة التجارية، الإنتاجية وغيرها من الوظائف، ولا شك أن من أهم الوظائف هي « الوظيفة المالية » التي تسعى إلى توفير الأموال اللازمة للمؤسسة من أجل مواصلة أعمالها واتخاذ القرارات المالية المناسبة بنشاطاتها واستثماراتها من جهة والبحث عن مصادر هذه الأموال وذلك بمزيج مناسب لتخفيض تكلفتها في نشاطها ينبغي أن تكون لها مصادر مختلفة تُؤمّل نفسها بها.

كما تعتبر المؤسسة الوحدة الأولية لبناء أي اقتصاد، كما أنها تؤثر بطرق عديدة ومختلفة في الاقتصاد ككل خاصة في ظل اقتصاد السوق، حيث أن مختلف الاقتصاديين المحللون أولوا لها أهمية كبيرة في مختلف دراساتهم باختلاف اتجاهاتهم الفكرية وبما أن المؤسسة تدخل في تطوير وتجديد مختلف الجوانب الاجتماعية والمعنوية للمجتمع فهي تعد منطلقاً لإنعاش الاقتصادي كما تسعى المؤسسة من خلال مختلف نشاطاتها إلى تحقيق أكبر ربحية ممكنة من خلال التنسيق والتنظيم بين مختلف عناصرها.

- المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية؛

- المبحث الثاني: خصائص ووظائف المؤسسة الاقتصادية ومحيط نشاطها؛

- المبحث الثالث: ماهية التمويل؛

- المبحث الرابع: مصادر التمويل الداخلية؛

- المبحث الخامس: مصادر التمويل الخارجية؛

- المبحث السادس: مصادر التمويل الحديثة.

المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية.

لقد شغلت المؤسسة الاقتصادية حيزا هاما في أعمال أكبر الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم الفكرية باعتبارها محور النشاط الاقتصادي، ونظرا للتداخلات الموجودة في المؤسسة، فإن التطرق لدراسة المفاهيم العلمية والاقتصادية يستوجب الدقة مع التطورات العلمية والتكنولوجية السريعة خاصة في القرن العشرين. ذلك مما أدى إلى إعادة النظر في التنظيم الاقتصادي، مما أظهر مفاهيم تصب في مجملها إعطاء معاني جديدة.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

لقد اختلفت آراء الاقتصاديين حول تعريف المؤسسة، بحيث كل منها يركز على جانب من جوانبها كالميكال أو العناصر المكونة لها وطبيعة نشاطها وسوف نوضح هذا في جملة من التعاريف منها.

التعريف الأول: يرى الدكتور عمر صخري المؤسسة على أنها: "المؤسسة هي تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه هو إيجاد قيمة سوقية معينة من خلال الجمع بين عوامل إنتاجية معينة ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيرادات الكلية والنتاج من ضرب سعر سلعة في الكمية المباعة منها وتكاليف الإنتاج"¹.

التعريف الثاني: تعرف المؤسسة على أنها " المؤسسة لها صبغة اعتبارية مستقلة وتحمل اسما مستقلا ولها مميزاتها المستقلة ونظامها الخاص بها، ولها حسابها المصرفي، كما لها خطتها الخاصة بها وهذا الكيان القانوني الضروري والهام لتحديد حقوق وواجبات المؤسسة واتجاه الدولة ولمعرفة النجاحات المحاسبية"²؛

التعريف الثالث: وفي هذا التعريف يرى الدكتور ناصر دادي عدوان المؤسسة على أنها: "المؤسسة الاقتصادية هي اندماج عدة عوامل بهدف إنتاج أو تبادل السلع والخدمات مع الأعوان الاقتصاديين الآخرين وهذا في إطار قانوني ومالي واجتماعي معين، ضمن شروط اقتصادية تختلف نسبيا ومكانا تبعا لمكان وجود المؤسسة وحجم ونوع النشاط الذي تقوم به ويتم اندماج لعوامل الإنتاج بواسطة التدفقات النقدية حقيقية (سلع وخدمات) وأخرى عينية، وكل منها يرتبط ارتباطا وثيقا بالأفراد، حيث تتمثل الأولى في الوسائل والموارد المستعملة في تسيير ومراقبة"³؛

التعريف الرابع: يعرف فرانسوا بيير على أنها: "شكل إنتاج بواسطة وضمن نفس الذمة تدمج أسعار مختلف عناصر الإنتاج المقدمة من طرف أعوان متميزين عن مالك المؤسسة، بهدف بيع سلعة أو خدمة في السوق من أجل الحصول على نقدي ينتج عن الفرق بين سلسلتين من الأسعار"، ويعرفها أيضا أن " المؤسسة هي منظمة تجمع أشخاص ذوي كفاءات متنوعة تستعمل رؤوس الأموال وقدرات من أجل إنتاج سلعة ما، والتي يمكن أن تباع بسعر أعلى من تكلفته"⁴.

¹- عمر صخري: "اقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، سنة 1993، ص: 24.

²- صمويل عبود: "اقتصاد المؤسسة"، دار البحث، الطبعة الثانية، سنة 1982، ص: 68.

³- ناصر دادي عدون: "تقنيات ومراقبة التسيير"، الجزء الأول، دار البحث، سنة 1990، ص: 14.

⁴- ناصر دادي عدون: "المرجع السابق"، ص: 10.

التعريف الخامس: عرفها اسماعيل عرباجي على أنها: "جميع أشكال المنظمات الاقتصادية المستقلة مالياً، هدفها توفير الإنتاج لعرض التسويق، وهي منظمة و مجهزة بكيفية توزع فيها المهام والمسؤوليات، ويمكن أن تعرف بأنها وحدة اقتصادية تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي"¹.

ورغم كل هذه التعاريف التي تطرقنا إليها يكون من الصعب تحديد وإعطاء مفهوم أو تعريف وحيد للمؤسسة، وذلك لأن المؤسسة الاقتصادية شهدت تطور في طريقة تنظيمها وفي أشكالها القانونية، وكذلك تشعب واتساع نشاط المؤسسة الاقتصادية، واختلاف اتجاهات الاقتصاديات.

إن المؤسسات الاقتصادية بمختلف أنواعها سواء صناعية، تجارية وخدماتية مرت بعدة تغيرات وتطورات منذ نشأتها إلى أن وصلت إلى ما هي عليه الآن، ويمكن تفسير ذلك من خلال دراستنا لأهم المراحل التي مرت بها المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الثاني: تاريخ نشأة وتطور المؤسسة الاقتصادية

إن المؤسسات الاقتصادية المختلفة التي نراها في الواقع لم تظهر بأشكالها الحالية من أول مرة، بل كان ذلك نتيجة لعدة تغيرات وتطورات متواصلة ومتوازنة مع التطورات التي شهدتها النظم الاقتصادية والاجتماعية والحضارات البشرية منذ أن تمكن الإنسان من الاستقرار وتحضير حاجاته، ونظراً لما للمؤسسة من أهمية ودور في النشاط الاقتصادي للمجتمعات فإنه يجدر بنا الإطلاع على تطوراتها ضمن المجتمع ابتداء من الإنتاج الأسري البسيط إلى غاية ظهور التكتلات والشركات المتعددة الجنسيات²:

1- الإنتاج الأسري البسيط: ولقد اعتبر الإنسان زراعة الأرض وتربية المواشي من أهم النشاطات وأهم موارد حياته وذلك لتلبية حاجاته الأساسية والمتمثلة في المأكل والملبس والمشرب، وقد استعمل بعض الأدوات البسيطة والتي يقوم بنحتها وتحضيرها كبار الأسر، وكان هذا النشاط يتم داخل الأسر وفي الحقول أو في المدن، كما أن التجارة لم تعرف آنذاك، حيث كانت المنتجات اليدوية تصنع وفق طلبات معينة من أفراد المجتمعات وعادة تتم المبادلة بالمقايضة بين الأسر التي تصنع وفق طلبات المجتمع، وأهم الحرف اليدوية التي كانت سائدة في تلك الأزمنة التجارة، الحدادة، الدباغة وصناعة المنتجات الجلدية كالنعال والسروج والغزل والنسيج وصناعة السلال؛

2- ظهور الوحدات الحرفية: بعد أن تهيأت الظروف المتمثلة في تكوين تجمعات حضرية وارتفاع الطلب نوعاً ما على المنتجات الحرفية من ملابس وأدوات إنتاج ولوازم مختلفة، بالإضافة إلى ظهور ولأول مرة عمال بدون عمل أو بأعمال مستقلة في منازلهم كل هذا أدى إلى تكوين محلات أو ورشات يتجمع فيها أصحاب الحرف المتشابهة من أجل إنتاج أشياء معينة تحت إشراف كبيرهم أو أقدمهم في الحرفة على شكل أسري يغيب فيه الاستغلال أو القسوة وهكذا فقد وجدت عدة ورشات حرفية للتجارين الحدادين، الناسجين... الخ؛

¹ - اسماعيل عرباجي: "اقتصاد المؤسسة، أهمية التنظيم ديناميكية الهياكل"، الطبعة الثانية، ص: 13.

² - ناصر دادي عدوان: "مرجع سابق"، ص: 23.

3- النظام المنزلي للحرف: أدى ظهور طبقة التجار الرأسماليين إلى استعمالهم لعدة طرق من أجل الحصول على المنتجات وبيعها في ظروف مرضية، ومن الطرق المستعملة بإضافة إلى التعامل مع المجموعات الحرفية، الاتصال بالأسر في المنازل وتمويلهم بالمواد من أجل إنتاجهم لسعلة معينة، و غالبا كانت عملية الإنتاج المنزلية مرحلة من مراحل إنتاج السلعة وقد وجد التجار سوق العمل خاصة في الأسر الريفية التي كانت على استعداد لزيادة دخلها بواسطة احتراف حرفة أخرى إلى جانب الزراعة يمكنها من تغطية حاجاتها المتزايدة، وهكذا أصبح هناك ولأول مرة عمال حرفيون في المنزل لا يملكون سوى قوة عملهم وممولون من طرف تجار أصحاب رؤوس أموال وكل منهما مرتبط بالآخر ارتباطا نفعيا؛

4- ظهور المانيفاكتور: إن تراكم التغيرات التي شهدتها طرق الإنتاج الحرفي، نظرا لتطور الأذواق والمستوى الحضاري من جهة وارتفاع عدد السكان من جهة أخرى، وكذلك ظهور الاكتشافات الجغرافية، أدت إلى إثراء طبقة التجار الرأسماليين الذين امتلكوا أدوات إنتاج يدوية فعلموا على إيجارها إلى أشخاص وأسر داخل المنازل من أجل القيام بإنتاج طلباتهم التي كانوا يطالبون بتنفيذها في أوقات ومواقف مناسبة، وفي وقت لاحق استطاع هؤلاء التجار أن يقوموا بجمع عدد من الحرفيين تحت سقف واحد من أجل أن يتمكنوا من مراقبتهم بشكل أكبر وأن يستعملوا وسائل إنتاجهم بشكل أكثر استغلالا وهكذا ظهرت المصانع في شكلها الأول « *Manufacture* » والتي تتكون من أدوات بدائية يشتغل عليها العمال بأيديهم وتخضع إلى تنظيم يختلف عن تنظيم الوحدات الحرفية السابقة إذ أصبح فيها صاحب المحل والأدوات هو المشرف على عملية الإنتاج من بدايتها إلى نهايتها، وقد كانت المانيفاكتور تعبر عن منجز حاسم في تاريخ المؤسسة الاقتصادية حيث تعتبر شكل الإنتاج الذي تولدت عنه المؤسسة الرأسمالية فيما بعد؛

5- المؤسسة الصناعية الآلية: بعد أن توفرت الأسباب من اكتشافات علمية موجهة نحو لإنتاج الصناعي واتساع السوق أكثر فأكثر ولعب الجهاز المصرفي دورا هاما في التطور الاقتصادي ظهرت المؤسسات الآلية الأولى التي كانت فيها وسائل العمل آلية بعد أن كانت في المانيفاكتور يدوية. وحسب تعريفات بعض الاقتصاديين فإن الآلة آنذاك لم تكن سوى جهاز مكون من مجموعة من الأجزاء كانت ذات شكل يدوي، وعند آخرين فإن الأدوات في الحرف كانت تستعمل طاقة محرك يدوية في حين أن الآلة هي أداة تستعمل الطاقة محرك حيوانية أو مائية أو من الريح... الخ، ويرجع الاقتصاديين ظهور أول الورشات أو المؤسسات رأسمالية آلية إلى بداية القرن الثامن عشر أي بظهور الثورة الصناعية التي كان من بين نتائجها ظهور المؤسسات الكبرى المشغلة لعدد كبير من العمال وكذا بروز تقسيم العمل، وتجدد الإشارة أن ظهور ورشات الأكثر تطورا كان في إنجلترا على يد "اركورنغ" في ميدان النسيج؛

6- التكتلات والشركات متعددة الجنسيات: مع التطور الذي شهده الاقتصاد الرأسمالي، كانت هناك ضرورة للمؤسسات لإتباع عدة استراتيجيات تتكامل فيما بينها (التكامل الاقتصادي) وكذا الدخول إلى أسواق الخارجية ليس في صورة موزع للسلع والخدمات فقط بل أيضا كمنتج في أكثر من بلد خارجي، وهي ما يدعى بالشركات متعددة الجنسيات.

المطلب الثالث: أنواع وأهمية المؤسسات الاقتصادية.

يعتمد تصنيف المؤسسات على عدة معايير والتي تتمثل في المعيار القانوني ومعيار الملكية والمعيار الاقتصادي واتي من خلالها يمكن معرفة أنواع وأشكال المؤسسات المختلفة ومدى تأثيرها على الاقتصاد الوطني.

أولاً: أنواع المؤسسات: للمؤسسات الاقتصادية أنواع وأشكال مختلفة، ومن بين أهم هذه الأنواع والأشكال يمكن أن نذكر أولاً أنواع المؤسسات تبعاً للشكل، ثم ثانياً أنواع المؤسسات تبعاً لشكل طبيعة الملكية ثم أخيراً نتطرق إلى أنواع المؤسسات تبعاً لشكل الطابع الاقتصادي.

1- أنواع المؤسسات تبعاً للشكل القانوني: يمكن التمييز نوعين منها:

1-1- المؤسسات الفردية: وهي المؤسسات التي يمكن شخص واحد أو عائلته ولهذه النوع من المؤسسات مزايا أهمها¹:

- سهولة في التنظيم أو الإنشاء؛
- صاحب المؤسسة هو المسؤول الأول والأخير عن نتائج أعمال المؤسسة وهذا يكون ذا فعالية للعمل 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 شركاء.

أما العيوب تتمثل فيما يلي:

- صعوبة الحصول على قروض من المؤسسات؛
 - قلة رؤوس الأموال ما دام صاحب المؤسسة هو الذي يقوم لوحده بمداد مؤسسة بعنصر رأسمال؛
 - قصر وجهة النظر وضعف الخبرة لدى المالك الواحد مما يعرض المؤسسة لمشاكل فنية وإدارية؛
- 2-1- شركات:** وهي مؤسسات التي تعود ملكيتها التي أكثر من شخص وتنقسم إلى قسمين هما²:

1-2-1- شركات الأشخاص: كشركات التضامن وشركات التوصية البسيطة وشركات ذات المسؤولية المحدودة... الخ، وهذا النوع الأول من المؤسسات (شركات الأشخاص) مزايا منها:

- سهولة التكوين فهي تحتاج إلى عقد شركاء؛
- نظراً لوجود عدة شركاء يمكن أن يختص كل منهم بمهمة معينة فيسهل بذلك تسيير المؤسسة؛
- من خصائص المسؤولية التضامنية أنها تجعل الشركاء يتضامنون في أعمالهم أكثر من أجل تقديم المؤسسة، وبالتالي تحقيق الربح؛
- زيادة القدرة المالية للمؤسسة بسبب تضامن الشركاء، كما تسهل أكثر إمكانية الحصول على قروض.

¹ - اسماعيل عرياجي: "مرجع سابق"، ص: 15.

² - اسماعيل عرياجي: "مرجع سابق"، ص: 16/15.

أما عيوب شركات الأشخاص فهي:

- حياة الشركة معرضة للخطر نتيجة انسحاب أو وفاة الشركاء؛
- مسؤولية غير محدودة للشركاء؛
- وجود عدة شركاء قد يثير بعض النزاعات وسوء التفاهم تناقص وتعارض بعض القرارات مما يعود بالسلب على المؤسسة في حالة حدوث منازعات أو سوء تفاهم تنشأ صعوبة بيع حصة أي منهم, كما تنشأ صعوبة التنازل عن حصة أي من الشركاء.

1-2-2- شركات الأموال: كشركات التوصية بالأسهم وشركات المساهمة، ومن مزايا مؤسسات شركات الأموال هي:

- مسؤولية المساهمين محدودة بقيمة أسهمهم أو سنداتهم؛
- إمكانية الحصول على قروض بشكل أسهل وأسرع؛
- حياة المؤسسة أكثر استقراراً؛
- إمكانية استخدام المهارات والكفاءات العالية.

أما عيوب مؤسسات شركات الأموال فهي:

- ظهور البيروقراطية والمشاكل الإدارية بسبب كثرة المساهمين؛
- تخضع إلى رقابة حكومة الشديدة.

2- أنواع المؤسسات تبعا لطبيعة الملكية: ونجد¹:

- 1-2-1- المؤسسات الخاصة: وهي مؤسسات تعود ملكيتها للفرد أو مجموعة أفراد لشركات الأموال والأشخاص؛
- 2-2-2- المؤسسات المختلطة: وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها بصورة مشتركة للقطاع العام والقطاع الخاص؛
- 3-2-3- المؤسسات العمومية: وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة فلا يحق للمسؤولين عنها التصرف بها كيفما شاء ولا يحق لهم بيعها وإغلاقها إلا إذا وافقت الدولة على ذلك، والأشخاص الذين ينوبون عن الحكومة في تسيير وإدارة المؤسسات العمومية مسؤولين عن أعمالهم هذه اتجاه الدولة وفقا للقوانين العامة للدولة وتهدف المؤسسات العمومية من خلال نشاطها الاقتصادي إلى تحقيق مصلحة المجتمع وليس هناك أهمية كبيرة للربح وإنما تعمل من أجل تحقيق أقصى ما يمكن من الأهداف العامة، بمعنى تحقيق أقصى إنتاج أو تحقيق نصيبها المحدد في الخطة الوطنية ومن خلال ذلك يمكن أن تحقق الربح، فالربح في المؤسسات العامة لا يكون دائما هدفها بحد ذاته.

3- أشكال المؤسسات تبعا للطابع الاقتصادي: يمكن تصنيف المؤسسات تبعا لمعايير اقتصادية معينة أي تبعا

لنشاط الاقتصادي الذي تمارسه وعليه نميز هذه الأنواع²:

1-3-1- المؤسسات الصناعية: وتنقسم هذه المؤسسات بدورها تبعا للتقسيم السائد في القطاع الصناعي إلى:

¹ - اسماعيل عرياجي: "مرجع سابق"، ص: 16.

² - اسماعيل عرياجي: "مرجع سابق"، ص: 16.

- مؤسسات الصناعات الثقيلة أو الاستخراجية؛
- مؤسسات الصناعات التحويلية أو الخفيفة.

3-2- المؤسسات الفلاحية: وهي المؤسسات التي تهتم بزيادة إنتاجية الأرض واستصلاحها وتقوم هذه المؤسسات بتقديم ثلاثة أنواع من الإنتاج وهي:

- الإنتاج النباتي؛
- الإنتاج الحيواني؛
- الإنتاج السمكي.

3-3- المؤسسات التجارية: وهي المؤسسات التي تهتم بالنشاط التجاري كمؤسسات الأروقة الجزائرية ومؤسسات سوق الفلاح... الخ؛

3-4- المؤسسات المالية: وهي المؤسسات التي تقوم بالنشاطات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين ومؤسسات الضمان الاجتماعي... الخ؛

3-5- المؤسسات الخدمية: وهي المؤسسات التي تقوم بتقديم خدمات معينة كمؤسسات النقل, مؤسسة البريد والمواصلات, المؤسسات الجامعية مؤسسات الأبحاث العلمية.

ثانيا: أهمية المؤسسات الاقتصادية: إن وجود المؤسسات الاقتصادية داخل المجتمع أي في حيز زمني ومكاني يجعلها تؤثر وتتأثر به ومن خلال هذا التأثير تظهر لنا أهمية المؤسسة الاقتصادية والمصنفة في نوعين أساسيين:

1- الأهمية الاجتماعية: ويمكن حصرها فيما يلي:

1-1- توفير الشغل: إن إنشاء مؤسسات اقتصادية يعمل على توفير مناصب الشغل وهذا سمح بامتصاص البطالة من المجتمع المعني وتختلف نسبة توفر الشغل حسب حجم المؤسسة ونوع النشاط الذي تنشط فيه وكذا التكنولوجيا المتبعة في هذه المؤسسة؛

1-2- التأثير على الأجور: للمؤسسات دور هام في تحديد الأجور فبقوة استقطابها لليد العاملة إلى المناطق النائية أو قصد تحويل العمال نحو قطاع معين قصد تنميته وتلويده؛

1-3- دفع عجلة التغيير: إن ظهور مؤسسات اقتصادية في جهات ريفية أو مناطق تتأثر بتخلف عمراني تعمل على التغيير وذلك بإنشاء مساكن للعمال وإعداد الطرق والمرافق العامة كما تقوم ببناء المدارس والمستشفيات، وقد يؤدي ذلك إلى ظهور تجمعات سكانية أو مدن جديدة، وهذا ما يمكن ملاحظته غالبا و كمثل واقعي على هذا ظهور مدن جديدة بعد أن تكونت مركبات صناعية.

2- الأهمية الاقتصادية: بالإضافة إلى الآثار الاجتماعية التي سبق ذكرها للمؤسسة أهمية اقتصادية تمكنها من تغيير وجهة الاقتصاد الوطني والتي تكمن فيما يلي:

1-2- ظهور منشآت تجارية جديدة: بحيث إن زيادة عدد السكان في منطقة أو مدينة مما يؤدي إلى ظهور مؤسسة أو مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجديدة وبالتالي ضرورة القيام بإعداد منشآت تجارية جديدة لتلبية حاجات العمال الجدد وتلبية مختلف مرافق الحياة الضرورية ولهذا تظهر الأهمية المتمثلة في ظهور ودفع حركة تنمية في المؤسسات.

2-2- التأثير على الاستهلاك: إن سياسات البيع والديوان التي تتبعها المؤسسة تؤثر على استهلاك المجتمع، فزيادة المبيعات وتنوعها تؤدي إلى المنافسة وبالتالي انخفاض الأسعار مع التنوع في السلع المعروضة وهذا ما يفيد الطبقة العاملة من خلال هذه العنا. تظهر لنا أهمية المؤسسات الاقتصادية كما أن هذه الأخيرة سواء كانت عمومية أو خاصة تسعى من خلال القيام بنشاطها إلى تحقيق أهدافها.

المطلب الرابع: أهداف ودور المؤسسة الاقتصادية

إن المؤسسات الاقتصادية سواء كانت خاصة أو عمومية تسعى إلى تحقيق عدة أهداف، تختلف باختلاف المؤسسة وبيئتها وميدان نشاطها، وأهمها:

أولاً: الأهداف الاقتصادية: تعتبر الأهداف الاقتصادية المحرك الرئيسي لوجود واستمرار المؤسسة في الحياة الاقتصادية ومن ثم فهي تهدف إلى¹:

- 1- تغطية المتطلبات التي يحتاجها المجتمع من خلال كامل عناصر الإنتاج ولتسديد هذه الحاجات المتزايدة ينبغي أن يتوفر في الإنتاج ما يلي:**
 - مستوى عالي من النوعية؛
 - أن يتم الإنتاج في وقته المحدد دون تقديم أو تأخير؛
 - أن يتم تسليم الطلبية في الوقت المحدد في العقود المبرمة.
- 2- التكتيف المستمر في عملية إعادة الإنتاج والمقصود بالتكتيف النمو وزيادة الإنتاج وبالتالي زيادة الإنتاجية عن طريق الاستعمال الفعال للمنشآت الإنتاجية وعن طريق ما يعرف بالرشادة الاقتصادية؛**
- 3- تحسن متزايد ومخطط للوضع الاقتصادي للعاملين ورفع مستوى معيشتهم وتحسن شروط عملهم، وتوفير وجبات غذائية ملائمة ومواد مريحة، إلا أن هذه التحسينات لا تكون على حساب العمل الأساسي ألا وهو الإنتاج بل تكون من أجل الرفع منه وتطويره بتوفير الراحة المناسبة لعناصر قوة العمل (العمال)؛**
- 4- ضمان زيادة مستمرة في نسبة مردودية الرأسمال أي تحقيق ربح ويشكل هذا الهدف الكثير من الحالات الشرط الرئيسي لاستمرار مؤسسة اقتصادية، لذا تلتزم به أغلب المؤسسات اتجاه الدولة حتى ينبغي الوفاء بالقروض المالية الممنوحة من الدول والتي يتم بواسطتها إنشاء تلك المؤسسات وتمويلها وكذلك الوفاء بقيمة القروض والتخلص من الديون المستحقة.**

¹ - لمويل عبود: "مرجع سابق"، ص ص: 66/65 .

ثانيا: الأهداف الاجتماعية: إلى جانب الأهداف الاقتصادية تقوم المؤسسة الاقتصادية بعدة مهام تربوية واجتماعية منها ما يلي¹:

- 1- تطوير العاملين من الناحية الروحية والذهنية وخلق الوعي بأهمية المؤسسة في خدمة الاقتصاد الوطني بالنسبة للعامل والمجتمع وضرورة حماية هذا الوعي وتنميته؛
- 2- زيادة العلاقات بين العمال فيما بينهم من أجل زيادة تماسك العمل الجماعي في الإنتاج وبالتالي تحسين القيادة الصحيحة لإدارة المؤسسة ومشاركة العمال فيها؛
- 3- تدريب العاملين الناشئين وتأهيلهم ليكونوا عمالا مؤهلين من أجل زيادة إنتاجية العمل، والتي ترتبط بدورها بزيادة الدخل الوطني العام للبلد.

ويرجع النقص في الكفاءات إلى مشاكل التخلف الاقتصادي والاجتماعي التي تعاني منها الدول النامية ألا أنها تبذل جهودا معتبرة في تكوين الإطارات الوطنية القادرة على تسيير دواليب الاقتصاد الوطني بإحكام وفعالية، غير أن الواقع يكشف عن حقائق أخرى، إذ أن الإحصائيات والبحوث تظهر أن أبناء العالم الثالث من ذوي الاختصاصات البارزة، والمتميزة يهجرون بلدانهم وبأعداد وفيرة وينزحون إلى البلدان المتقدمة نظرا للمشاكل العديدة التي تواجههم في موطنهم الأصلية، كنقص الاهتمام بهم أو عدم إتاحة الفرص لهم للاطلاع بالمسؤوليات التي توافقت اختصاصهم بحكم عدة اعتبارات سياسية واجتماعية وشخصية، ويتم تحقيق الأهداف الأنفة الذكر بقيام المؤسسة بالأدوار التالية²:

- 1-تجاه المالكين: البحث عن تحسين المر دودية (الربح النقدي الممكن)؛
- 2- تجاه المستخدمين: حيث يكون نشاط نافعا متلائما بجدارة المستخدمين وكفاءتهم وتحسين المراقبة لضمان العمل وخاصة الداخلية بالتدرج؛
- 3- تجاه المستهلك: حيث تنتج المؤسسة لتستجيب لحاجة المستهلكين؛
- 4- الدور الهام في تربية العمال : وهذا من ناحية التربية الاجتماعية والمبادرة في دفع الرواتب والتحفيز.

وهذه هي أهم الأدوار التي تقوم بها المؤسسة على اختلاف نشاطها، والتي تسعى من خلاله إلى تحقيق أهدافها التي تعتبر المحرك الرئيسي لوجود واستمرار المؤسسة في الحياة الاقتصادية. باعتبار المؤسسة تنظيم اقتصادي واجتماعي متكامل يقوم على أساس دمج مختلف عوامل الإنتاج، وفق الخطط المرسومة للسياسة الاقتصادية لها وهذا لتحقيق الأهداف المرجوة، ولا يكون ذلك إلا بالتنظيم الجيد في المؤسسة من خلال استغلال مختلف وظائفها أحسن استغلال، واتباع الطرق الحديثة في عملية التسيير والتحليل المتبعة من طرف المؤسسة، بالإضافة إلى أن للمؤسسة محيط يؤثر عليها سواء كان ذلك إيجابا أو سلبا.

¹ - قطاف ليلي: "إشكالية تطور المؤسسة العمومية الاقتصادية في الجزائر"، رسالة الماجستير، تخصص تسيير علوم اقتصادية جامعة الجزائر، ص: 12.

² - قطاف ليلي: "المرجع السابق"، ص: 13.

المبحث الثاني: خصائص ووظائف المؤسسة الاقتصادية ومحيط نشاطها

إن المؤسسة عبارة عن هيئة اقتصادية تلعب دورا هاما وفعالا في اقتصاديات الدول من ناحية تنمية وتطوير القطاعات التي تنشط فيها، كما أنها تعيش في محيط يؤثر فيها وتؤثر عليه، حيث نجد أن هذا المحيط له عدة جوانب ولعل الجانب المالي يعتبر من أهمها باعتباره العمود الفقري للمؤسسة، دون أن ننسى المحيط الخارجي الذي يلعب دورا فعالا في قيام المؤسسة بأنشطتها المختلفة.

المطلب الأول: خصائص المؤسسة الاقتصادية

إن الخصائص التي تتصف بها المؤسسة الاقتصادية أينما كانت سواء في البلدان المتقدمة أو المتخلفة، فالمحيط والظروف مختلفان غير أن المؤسسة العادية بما صفات ذاتية يمكن الاستعانة بها للتعرف على مكانتها، حالتها، نقاط قوتها وضعفها، ومن جملة هذه الخصائص¹:

أولا: خاصية الهيكلة المتطورة والملائمة: يعتبر الهيكل أساس عن التكوين العضوي، حيث كلما كانت هذه الهيكلة واضحة معبرة عن العلاقات بين الأقسام والوظائف من جهة، ومرنة تأخذ بالتغيرات المرتبطة بالمحيط والإستراتيجية من جهة أخرى، كلما كانت أكثر ملائمة ومساعدة على تحقيق الأهداف وبالتالي الأداء الجديد والأحسن؛

ثانيا: خاصية اللجوء إلى تكنولوجيات المعلومات: إنها من مميزات المؤسسات ذات الأداءات الاقتصادية والتكنولوجية العالية، تنطوي مثل هذه التكنولوجيا على كل الوسائل التقنية والآلية الحديثة، والتي ترتبط بكيفية أو بأخرى بمعلومات تمكنها من الحصول وجمع البيانات ومعالجتها وتحويلها إلى معلومات موثوق فيها، وكذا تخزينها وإرسالها عند الطلب دون تأخير؛

ثالثا: خاصية الاعتماد على الإبداع والتحديد: المقصود بالإبداع هو الإبداع التكنولوجي المرتبط بالمنتجات و[رق الإنتاج إذ أنه المصدر الأساسي للقوة التنافسية، أما التحديد فهو كل تغيير إيجابي من شأنه أن يساعد على تحسين التسيير والأداء، ويدخل هذا ضمن التحديد في [رق التسيير والتنظيم بالنسبة للإبداع؛

رابعا: خاصية التقرب من المستهلك: لا شك أن وجود المصانع والمؤسسات الاقتصادية مرتبط بوجود المستهلك، حيث تقوم الهياكل الاقتصادية بالتوجه نحو المستهلك أو السوق، إذ أن تكاثر قدرات الإنتاج وتعدد وتنوع أذواق المستهلكين ومطالبهم تفرض على المؤسسة الاقتراب أكثر فأكثر من السوق أو المستهلك، معنى هذا أن المؤسسة المساهمة في الحياة الاقتصادية تقوم بدراسات تسويقه قصد التعرف على الاحتياجات والرغبات من ناحية الكمية والنوعية حتى تنتج ما يمكن بيعه.

¹ - محمد السعيد أوكيل: "استقلالية المؤسسات: تسيير واتخاذ القرارات في إطار المنظور النظام المعتمد الجزائر"، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، سنة

هذه هي أهم الخصائص التي يجب أن تتضمنها المؤسسة للقيام بنشاطها ولقدرتها على البقاء والمنافسة وبناء إستراتيجية لبلوغ الأهداف المسطرة، كما يجب على المؤسسة الاقتصادية أن تتوفر على وظائف مختلفة من بينها الوظيفة المالية، الإدارية، الإنتاجية، التمويلية، والصيانة وكذا الوظيفة التسويقية.

المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية

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

أولاً: الوظيفة المالية: تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة فهي مجموعة من المهام أو العمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال اللازمة لتمويل احتياجات المؤسسة، أول ما تقوم به المؤسسة هو تحديد احتياجاتها من الأموال، وذلك من خلال خططها الاستثمارية، ثم تقوم بدراسة إمكانية الحصول على الأموال وفي الأخير تختار أحسن إمكانية تمويل والتي تناسب خططها وبها تحقيق أهدافها كما تشمل الوظيفة المالية بعض النقاط منها¹:

■ الإشراف على الإيرادات والمدفوعات وإدارة النقد؛

■ الاهتمام بتفاصيل تمويل الوظائف الأخرى للمؤسسة حتى تتمكن من تأدية وظائفها؛

■ مسك دفاتر وأعداد التقارير المالية؛

■ إيجاد سياسة مالية تضمن السير الحسن للمؤسسة.

أما الهدف الرئيسي للوظيفة المالية فهو الاستخدام العقلاني للأموال للتمكن من تحقيق الأهداف المالية للمؤسسة.

ثانياً: الوظيفة الإدارية: تخص المؤسسة في عملية التسيير وذلك بمحاولتها إيجادها العلاقات بين مختلف الوظائف داخل المؤسسة لضمان التسيير الحسن لها وتحقيق أهدافها، ويعتبر التنظيم أحد العناصر المكونة للتسيير فهو يأتي بعد رسم الخطة بمعنى عملية إيجاد التخطيط بغية تحقيق هدف معين يتطلب القيام بالاستهلاك مواد وتجهيزات وكذا قدرات بشرية للحصول على أكبر مردودية ممكنة بالاعتماد على التنظيم السليم².

تتجلى عملية التقييم والتصحيح والمراقبة بصورة دورية ومستمرة في مواكبة إدارة منتظمة لأهداف المنتجات من طرف المؤسسة الإنتاجية وذلك لاتخاذ القرارات المناسبة حسب الإمكانيات، فالمراقبة على الأداء أو ما يسمى بمراقبة التسيير عبارة عن نظام متكامل من الإجراءات الإدارية ويهدف إلى التنسيق ما بين الأهداف المسطرة في المؤسسة.

ثالثاً: الوظيفة الإنتاجية: تعتبر الوظيفة الإنتاجية أساس النشاط الاقتصادي، ومنها تبدأ الدورة الاقتصادية وهو عبارة عن المواد الأولية إلى منتجات قابلة للاستهلاك، وذلك باستعمال اليد العاملة البشري، وفي الحقيقة إن الإنتاج لا يتم

¹ - أحمد طرطار: "الترشيد الاقتصادي للطاقت الإنتاجية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1993، ص: 111.

² - ناصر دادي عدون: "مرجع سابق"، ص: 326.

في القطاع الصناعي فقط كما يعتقد البعض بل يشمل جميع المؤسسات الاقتصادية بمختلف أنواعها سواء كانت فلاحية أو خدماتية... الخ، وذلك لأن الإنتاج يتمثل في التحويل. كما أنه عملية مزج مختلف عوامل الإنتاج في مختلف القطاعات الاقتصادية، وترتكز هذه الوظيفة على حسن التدبير في استخدام الإمكانيات والقدرات المتاحة، مما يؤدي إلى الاستفادة منها بقدر الإمكان في رفع الإنتاجية حسب الأهداف المسطرة¹؛

رابعاً: الوظيفة التموينية: هي من العمليات الأساسية لسير عملية الإنتاج، وتشمل عمليتين تتمثل الأولى في عملية الشراء والثانية في عملية تسيير المخزون. بالنسبة للعملية الأولى يتم ذلك إما في الأسواق الداخلية أو الخارجية إلا أن المشتريات التي يتم اقتنائها من الخارج تمثل الجزء الأكبر من المشتريات التي تجري على نطاق المؤسسة، أما عملية تسيير المخزون فتعتبر من أهم العمليات في التسيير الحسن لعملية الإنتاج، وهو يمثل حلقة وصل بين التمويل وعملية الإنتاج وكذا بين الإنتاج والتسويق²؛

خامساً: وظيفة الصيانة: تعتبر العامل الرئيسي لضمان صيانة الآلات والاستفادة من امتلاكها وإطالة عمرها، وبالتالي استمرار العملية الإنتاجية، كما أن التكنولوجيا تتطلب صيانة خاصة لتحقيق أقصى استغلال لها لأن المشاريع الاستثمارية لا يمكنها أن تحقق عتبة المر دودية إلا بضمان صيانة جيدة للأصول³؛

سادساً: الوظيفة التسويقية: تقوم المؤسسة بعملية بيع السلع والخدمات إلى جانب محاولة معرفة الأسباب الحقيقية التي تؤدي إلى انخفاض قيمة المبيعات، ومن أجل معالجتها في أسرع وقت لتتمكن من تعظيم الربح أي رفع قيمة المحصلات النقدية للسلع والخدمات المنتجة حيث يحاول المسؤولون على نطاق المؤسسة معرفة السوق، المتعاملين قنوات التوزيع، وكذا أسعار المنافسة ودراستها بصفة موضوعية فمن هذه المعطيات تستطيع المؤسسة أن تضع التنبؤات الصحيحة التي تمكنها من الاستجابة لمتطلبات السوق، لهذا الغرض بالذات تم إنشاء عدة مؤسسات تقوم بعملية التوزيع، وهذا لتحقيق توزيعاً على الصعيد الوطني للمنتجات⁴.

سابعاً: وظيفة الموارد البشرية: تعتبر وظيفة الموارد البشرية من الوظائف المساندة في المؤسسة في تهتم بإعداد الخطط وكل ما يتعلق بتسيير الموارد البشرية في المؤسسة، دون تنفيذ ما يروونه مناسباً باعتبار أن إدارة الأفراد إدارة مساعدة ومتخصصة ومستقلة عن الإدارات الأخرى في المؤسسة، وتقوم في نفس الوقت بتنفيذ جزء من البرامج والخطط التي تساهم في إعدادها وتصادق عليها إدارة المؤسسة، وهذا في مجال التكوين والتشغيل وغيرها من الأعمال المتعلقة بالأفراد وعملهم في المؤسسة. هذه أهم الوظائف التي تقوم بها المؤسسة وتستطيع من خلالها وضع تنبؤات صحيحة

¹ - أحمد طرطار: "مرجع سابق"، ص: 100.

² - وأحمد طرطار: "مرجع سابق"، ص: 100.

³ - ناصر دادي عدون: "مرجع سابق"، ص: 290.

⁴ - ناصر دادي عدون: "مرجع سابق"، ص: 290.

تمكنها من ممارسة نشاطها، وهذا الأخير قائم أساسا على وجود محيط مالي الذي بدوره يؤثر على مجال قرارات المؤسسة¹.

المطلب الثالث: المحيط المالي ومجالات قرارات المؤسسة

تتأثر المؤسسة بالبيئة الاقتصادية التي تحيط بها فهي توفر لها محيطا ماليا يؤثر على مجال اتخاذ القرارات المتعلقة بتنظيمها:

أولاً: المحيط المالي: يتمثل في البيئة المالية المحيطة بالمؤسسة والتي يمكن أن تشكل لها فرص مالية مشجعة للاستثمار، وسنقدم تقديمًا مختصرًا لهذا المحيط من خلال نظرة عامة حول النظام المالي الإجمالي والسوق المالية²:

1- النظام المالي الإجمالي: أن التمويل الذاتي غير كافي لتغطية حاجيات المؤسسة، فهي تستكثر أكثر مما تحققه من دخل ولكي تحقق توسيع عملية الإنتاج تلجأ إلى الاقتراض من النظام المصرفي ومن السوق المالية.

الموارد المالية الخارجية المستعملة مصدرها المتعاملين الاقتصاديين ذوي الفائض المالي ويكون هذا التمويل مباشر بالاقتراض عبر السوق المالي وغير مباشر بتدخل وسيط كالمصرف أو المؤسسات المالية المختصة في القروض الطويلة الأجل إن التدفقات المالية المباشرة وغير المباشرة بين الإدارة المؤسسات والوسطاء الماليين، ويمكن أن نميز بين شكلين من الموارد المالية الخارجية حسب الشكل القانوني للمصادر: القروض والشركات.

2- السوق المالي: هو المكان الذي تلتقي فيه قوى فيه عرض وطلب على رؤوس الأموال الطويلة الأجل في شكل أسهم وسندات والسوق الثانوي أو سوق البورصة للقيم أي تتعامل بالأصول التي صدرت في السوق المالي، وللسوق المالي مجموعة من الأعضاء هي:

1-1- المصدرين: طالي رؤوس الأموال الطويلة الأجل وهم المؤسسات ذات الطابع الإنتاجي والتجاري والقطاع المالي (البنوك / شركات التأمين... الخ) والدولة، هذه الأعضاء تصدر أسهم وسندات لذوي رؤوس الموال؛

2-2- المكتسبين: الأعضاء ذوي الفائض المالي أو رؤوس الأموال وهم الإدارة مستثمرين كشركات التأمين، المؤسسات الإنتاجية في بعض الأحيان، في الواقع التلاقي بين العرض والطلب يحدث خاصة بواسطة البنوك التي تستعمل شبكاتها لتوظيف الأسهم والسندات؛

2-3- مراقبة العملية: هناك هيئات تقوم بمراقبة وضمان حماية الادخار كل هيئة تقوم بإعلان شعبي للادخار وعليها إعلام الجميع بخصوصيات العملية ووضعية المؤسسة في المستقبل، هذه الهيئات تراقب المعلومات الموجودة في الإعلان والتي تصادق عليها إلا إذا كانت هذه المعلومات صادقة؛

2-4- سوق البورصة: إن بورصة القيم تمكن حركة الادخار أو التحكم في مجال تسيير المحفظة المالية، فسوق البورصة أو تلاقي قوى البيع والشراء تؤدي إلى استخلاص سعر التوازن للأوراق.

¹ - ناصر دادي عدون: "مرجع سابق"، ص: 290.

² - Josette pilverdier Htreyte :financement de l'entreprise , paris, 1983 ,pp :372-373 .

إن سوق البورصة أو السوق الثانوي هو السوق الذي يسمح بتداول تلك القيم التي سبق وأن صدرت فيه أي في السوق الأولي، ويسمح بانتقال الأسهم من يد إلى يد دون أن يؤثر ذلك على البنية المالية الأوراق لا تكون موجودة إلا داخل سوق بورصة وحيدة.

ثانيا: مجال قرارات المؤسسة: نتطرق هنا لمخطط الاستثمار والتمويل والسياسة المالية للمؤسسة:

1- مخطط الاستثمار والتمويل: هو عبارة عن تقديرات مالية طويلة المدى تتراوح ما بين 03 إلى 06 سنوات في شكل مخطط تمويلي في جدول مالي على شكل استخدامات ومصادر، هدفه تبيان احتياجات رأس المال الخارجي أو فائض الموارد (وهي حالة نادرة) لغرض تقدير التمويل الإضافي، أو التوظيفات الممكنة هذه الاستخدامات الطويلة الأجل تتمثل خاصة في الاستثمارات المباشرة أو غير المباشرة، تسديد القروض الطويلة ومتوسطة الأجل، احتياجات تمويل الاستغلال أما الموارد الطويلة المدى فتتمثل في التمويل الذاتي رفع رأس المال والقروض؛

2- السياسة المالية: اختيار الهيكل المالي قرار استراتيجي بالنسبة للسياسة المالية لأنه يحدث ويؤدي إلى التوازن المالي على المدى الطويل، ويبين درجة الاستقلالية الذاتية للمؤسسة، هذه الأخيرة لا يمكنها تمويل نفسها بنفسها كليا بل تحتاج إلى تمويل خارجي يتمثل في اختيار طرق التمويل الخارجي من خلال السياسة المالية، وفي اختيار حجم وتركيب الموارد الخارجية بالنسبة للموارد الداخلية، والوصول إلى قرارات استثمارية سليمة يجب أن تكون للمؤسسة محيط مالي يشكل للمؤسسة فرص مالية مشجعة، كما يجب للمؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار أن هناك عوامل أخرى تؤثر عليها قد تكون جغرافية سياسية أو قانونية أي المحيط الخارجي للمؤسسة.

المطلب الرابع: المحيط الخارجي للمؤسسة

إن المؤسسة كوحدة اقتصادية ليست معزولة عن الواقع فهي تتأثر بعد عوامل والتي يمكن إدراجها من خلال¹:
أولاً: العامل الجغرافي: إن موقع تأسيس المؤسسة يلعب دورا كبيرا وبالتالي فعلى المؤسسين اختيار المكان الملائم لنوعية نشاطهم، وبالتالي اختيار موقع استراتيجي للمؤسسة كالتقرب من السوق وأماكن المستهلكين؛
ثانيا: العامل الديموغرافي: إن الإنسان هو العنصر الأساسي في النشاط الاقتصادي فهو المبدع والمفكر وهو الذي ينتج ويسير الآلة، والإنسان يختلف من دولة إلى أخرى وذلك حسب السن والمستوى الثقافي.

إن المؤسسة تحتاج العنصر الديموغرافي الذي يتميز بصفات تجعل المؤسسة في طريق أمثل ومن بين هذه الصفات أن يكون المجتمع يتميز بمعدل سن يساعد على الإنتاج كوفرة الشباب وروح المبادرة وحب المسؤولية وممارستها بكيفية جيدة وكذا وجود روح الإبداع والتنافس وتطوير الأفكار والتقاليد حسب مستلزمات العصر؛

ثالثا: العامل السياسي والقانوني: إن الجو السياسي يلعب دورا هاما في توجيه المؤسسة، فالنظام الرأسمالي يتميز بالملكية الخاصة فهذا الجو يتميز بتحمل الأخطار من طرف المؤسسات الخاصة المسؤولة عن اتخاذ القرارات، أما النظام الاشتراكي الذي يتميز بالملكية الجماعية لوسائل الإنتاج، أي الدولة هي التي تملك هذه الوسائل وبالتالي

¹ - اسماعيل عرابجي: "مرجع سابق"، ص: 22 - 23.

تعتمد على التخطيط الاقتصادي للمستوى الكلي، أي أن المؤسسة في هذه الحالة خاضعة لقرارات فوقية للقيام بنشاطها، وكما برهن الواقع فإن هذه الأخيرة أفلست وذلك لنتائج النظام الذي يشجع على المبادرة والحرية في تسيير المؤسسة.

إن المؤسسة في أي نظام توجد فيه تتأثر بقوانين ذلك النظام، إذن الجانب القانوني يؤثر في المؤسسة بواسطة قوانين التشريع للعمل والنقابات والقوانين الجبائية التي يؤثر في سياسة تأسيس المؤسسات الاقتصادية؛
رابعاً: عامل التطور العلمي والتكنولوجي: إن العامل العلمي والتكنولوجي يلعب دوراً هاماً في مردودية المؤسسة وذلك في تطوير العامل البشري بالبحوث العلمية ووسائل الإنتاج بالآلات الحديثة التي توفر الجودة وتخفيض تكاليف الإنتاج.

وبالتالي توفر الجودة وتخفيض تكاليف الإنتاج، وبالتالي فإن المحيط الخارجي له تأثير على نشاط المؤسسة، ومن خلال دراستنا لخصائص وظائف ومحيط المؤسسات الاقتصادية نرى أن لها قرارات ينبغي أن تتخذها إدارة المؤسسة كقرار الاستثمار، قرار التمويل بالإضافة إلى التخطيط والمراقبة كل هذا يمكن إدراجه فيما يسمى بالإدارة المالية.

المبحث الثالث: ماهية التمويل

إن تحديد احتياجات خزانة المؤسسة مرتبطة بنفقاتها وإيراداتها، في هذه الحالة تقوم المؤسسة بإعداد خطة الخزانة التي تحتوي على توقع مصروفاتها وإيراداتها، هذا ما يسمح لها بمعرفة احتياجاتها فيما يخص التمويل الذي يتم تغطيتها إما من مصدر داخلي أو من مصدر خارجي، وفي الآونة الأخيرة ظهرت مصادر حديثة أخرى.

ففي الحالة الأولى العون الاقتصادي يستعمل موارده الخاصة، انه التمويل الذاتي الذي يتمثل في إمكانية المؤسسة تمويل نفسها بنفسها، كما تستعمل المؤسسة لتمويل نفسها الرأسمال العامل الذي يفرض تمويل المؤسسات لاستثماراتها من مصادر محددة من الخصوم.

أما في الحالة الثانية أي التمويل الخارجي فالعون الاقتصادي يستعمل موارد الغير وفي غالب الأحيان موارد البنوك عن طريق الأحيان موارد البنوك عن طريق الاقتراض منها لمدة طويلة، متوسطة أو قصيرة المدى أو لجوء إلى السوق رأس المال.

تتمثل عملية التمويل في إيجاد الموارد المالية اللازمة من اجل توظيفها في مشاريع استثمارية تدخل في التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلد، والمشكلة الأساسية هي كيفية الحصول إلى الأموال بزيادة الاستهلاك والاستثمار، وبالتالي كان التمويل هو الحل لسد هذه المتطلبات سواء كان التمويل عن طريق مصادر داخلية أم خارجية بالإضافة إلى مصادر أخرى.

المطلب الأول: مفهوم، أهمية ووظائف التمويل

لقد ظهر التمويل وتطور بشكل ملحوظ، وكان ضروريا للتغلب على التحديات المتفاوتة التي تواجهها الأعمال الاستثمارية، حيث تكمن تلك المشاكل في حدة المنافسة سواء داخليا أو خارجيا، ازدياد حدة التضخم، التدخل الحكومي المباشر وغير المباشر في النشاط الاقتصادي وكذا تأثيرات التطور التكنولوجي ومتطلباته.

كل هذه التحديات تحولت إلى أسباب كافية تدفع بالمستثمرين ورجال الأعمال إلى البحث عن مصادر تمويل مختلفة ومتعددة، ومن هنا نستنتج أن كلمة تمويل تتضمن عدة المفاهيم:

أولا: مفهوم التمويل: يمكن توضيح معنى التمويل من خلال المفاهيم التالية:

من خلال النظرة الضيقة يمكن لها أن تعني مجمل وسائل الاقتراض التي تسمح للمؤسسة ضمان استمرارية نشاطها¹، أما من المنظور الواسع وهو اقرب إلى الواقع والحقيقة فيعتبر التمويل مجموع العمليات التي تبقى من خلالها المؤسسة قادرة على تلبية كل احتياجاتها من رؤوس أموال سواء تعلق الأمر بالتخصيص البدائي من الأموال والزيادات اللاحقة لعقود القروض بصفة عامة، أو بالهياكل المالية أو المساهمات الممنوحة من طرف الدولة، الخزانة العمومية، الجماعات والخواص².

¹ -charle corbin/ financement et auto financement administration des grandes entreprises - Dalloz/Paris/941/P125-126.

² -charle corbin/ financement et auto financement administration des grandes entreprises - Dalloz/Paris/941/P125-126.

كما يعرف "جروهيل" التمويل على أنه أحد مجالات المعرفة تختص به الإدارة المالية، وهو نابع عن رغبة الأفراد ومنشآت الأعمال بتحقيق أقصى حد ممكن من الرفاهية¹؛

وعرف كذلك بأنه: "إمداد المؤسسات بالمال اللازم لإنشائها أو توسيعها، وهو من اعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الصناعية في كل البلاد بوجه عام، إذ لا قيام لأي عمل يعود بالربح، أو استثمار يدر فائدة بغير وجود رأسمال، ويقدر حجم التمويل وتسير مصادره وحسب استثماره يكون العائد أو الربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي"²؛

وقد جاء تعريف آخر بأنه: توفير المبالغ النقدية اللازمة لرفع أو تطوير مشروع خاص أو عام، كما عرف أيضا بأنه: "إمداد الأموال اللازمة في أوقات الحاجة لها"³؛

إذن يعتبر التمويل أحد مجالات المعرفة القائم على مجموعة من الأسس العلمية والنظريات التي تهتم بكيفية الحصول على الأموال اللازمة، والبحث عن مصادرها المختلفة من أجل توفيرها للمؤسسات والحكومات بما يساعدها على تغطية احتياجاتها، وهو ما يدفعنا إلى معرفة وجهة نظر كل منهما حول مفهوم التمويل.

1- تعريف التمويل من وجهة نظر المؤسسة: يجمع الكثير من الباحثين المهتمين بالوظيفة التمويلية على أن هذه الأخيرة تعني: "توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص"⁴. كما يعرف التمويل أيضا على أنه: "البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار بينها وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشأة المالية"⁵، وبالتالي فالتمويل يقوم على إدراك الحاجات المالية للمؤسسة والعمل على تلبيتها وتغطيتها من خلال البحث عن مصادرها المختلفة وتوفيرها بالشكل الكافي مع مراعاة اختيار أنسبها وأكثرها كفاءة مقارنة باحتياجاتها المالية؛

2- تعريف التمويل من وجهة نظر الدولة: أما على مستوى الدولة فيمكن أن ننظر إلى التمويل على أنه: "منح مختلف الموارد المالية سواء كانت دائمة أو مؤقتة اللازمة للأنشطة الاقتصادية ووظائفها سواء كانت هذه الأنشطة تابعة لعملية الاستثمار أو لعملية الاستغلال، ومنه تمويل رأس المال الثابت وتمويل رأس المال العامل"⁶.

¹ - فريد ويشوق: "التمويل الإداري"، الجزء الثاني، سنة 1945، ص: 192.

² - محمد توفيق ماضي: "تمويل المشروعات"، دار الفكر العربي، القاهرة، سنة 1972، ص: .

³ - حسن الموندي: "المؤسسات الاقتصادية"، دار النهضة، لبنان، 1980، ص: 38.

⁴ - أحمد بوراس: "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة- الجزائر، سنة 2008، ص: 24.

⁵ - هوارى معراج، عمر حاج سعيد: "التمويل التاجيري المفاهيم والأسس"، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 2013، ص: 15.

⁶ - حياة بن حرات: "سياسة التمويل الموجهة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، ألروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، سنة 2013، ص: 77.

ويأخذ التمويل من وجهة نظر الدولة في الغالب شكل إعانات تقدم لقطاع معين أو لمؤسسات معينة تواجه صعوبات مالية معينة خاصة تلك المتعلقة بالحصول على التمويل اللازم من المؤسسات المالية أو في حالة عجز الوساطة المالية على تعبئة الفوائض النقدية وتوجيهها نحو أصحاب العجز المالي.

إن هذه التعاريف تلخص لنا بشكل المعنى الحقيقي للتمويل الذي يعد من أهم المواضيع التي تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى إيجاد الحل لمشكلتها وكذلك نظرا للأهمية البالغة الذي يلعبه في هذه المؤسسات.

ثانيا: أهمية التمويل: يعتبر التمويل فرعا من فروع الاقتصاد، وتبرز أهميته في كونه يؤمن ويسهل انتقال الفوائض النقدية والقوة الشرائية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض الى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، ومن المعلوم أن هذه الأخيرة هي تلك الوحدات التي تزيد إنفاقها على السلع والخدمات عن دخلها، في حين الوحدات ذات الفائض هي تلك التي يزيد دخلها عن ما تنفقه على السلع والخدمات.

وعادة ما تعتمد آلية التمويل على جملة من الحوافز التي تعمل عن طريقها الوحدات الاقتصادية ذات الفائض لأن تتنازل عن فوائضها النقدية لصالح الوحدات الاقتصادية ذات العجز وهذا الأمر يعطي الحركية والحيوية اللازمة والضرورية لتحقيق وتيرة نمو اقتصادي مقبول، وتنمية شاملة، ومن ثم تحقيق الرفاه للمجتمع، ولعل من ابرز العناصر الدالة على أهمية التمويل كونها توفر المبالغ النقدية اللازمة للوحدات ذات العجز في أوقات حاجتها، وكذا تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلد بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.

من خلال هذه الأهمية نرى بأن للتمويل دورا فعالا في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلد، حيث يعتبر وسيلة للتبادل، كما أنه وسيلة لزيادة إنتاج رأس المال من خلال توسيع استخداماته، كما أن للتمويل وظائف مختلفة تعتبر أساسية لجميع المؤسسات وتمثل الوظائف هذه في:

الثالثا: وظائف التمويل: إن للتمويل وظائف مختلفة يمكن إجمالها من خلال وظيفة التخطيط المالي، ووظيفة الرقابة المالية الحصول على الأموال، استثمار الأموال وكذا مقابلة مشاكل خاصة. حيث سنتطرق لكل واحدة منها بالتفصيل كالتالي¹:

1- التخطيط المالي: وهو نوع من أنواع التخطيط يركز على الأموال، فهو يساعد في الإعداد للمستقبل حيث أن تقديرا المبيعات والمصاريف التشغيلية الرأسمالية توجه تفكير المدير المالي نحو المتطلبات المالية في المستقبل، حيث يقوم بتخطيط الاحتياجات المالية للمنشآت سواء كانت هذه الاحتياجات قصيرة المدى، طويلة أو متوسطة المدى، ويجب الأخذ بعين الاعتبار صعوبة التنبؤ بالمستقبل، وبأن خططه تقوم على معلومات غير كاملة أو أكيدة، وهذا لا يعني استبعاد التخطيط جانبا، بل يتطلب ضرورة وضع الخطط التي تتمتع بمرونة كافية تجعلها قادرة على التماشي والظروف غير المتوقعة؛

¹ - محمد شفيق حسين الطيب، محمد إبراهيم عبيدات: "أساسيات الإدارة المالية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، سنة 1997، ص/ص: 21-24.

2- الرقابة المالية: تتألف وظيفة الرقابة المالية من تقييم أداة المنشآت بمقارنته بالخطط الموضوعية لغرض اكتشاف الانحرافات وتصحيح انحراف الأداة وتعديل الخطط نفسها، ثم متابعة التصحيح للتأكد من تنفيذه، وعند القيام بالتخطيط المالي يجب القيام بتصميم نظام الرقابة المالية حيث تمكن من مراجعة التنفيذ الفعلي مع الخطط الموضوعية، وبواسطة تقادير الأداء يمكن اكتشاف الانحرافات، ويستلزم هذا الاكتشاف البحث عن أسباب حدوث هذه الانحرافات، وعادة ما تكون الرقابة المالية مسؤولية المراقب المالي الذي عمله الأساسي هو الإشراف على الحسابات وفي معظم المشاريع يكون مسؤولاً أمام المدير المالي وفي بعض المشاريع يكون مسؤولاً أمام المدير العام؛

3- الحصول على الأموال: إن التخطيط المالي يلبي التدفقات النقدية الداخلية والخارجية خلال الفترة التي تشملها الخطة، ويبين مقدار الأموال التي تحتاجها المنشآت ومواعيد حاجة هذه الأموال، ولتغطية هذه الحاجة فإن المدير المالي يلجأ إلى مصادر خارجية للحصول على هذه الأموال، وعليه البحث على الأموال المناسبة والتي تكون بشروط سهلة وتكلفة قليلة؛

4- استثمار الأموال: بعد قيام المدير المالي بإعداد الخطط المالية والحصول على الأموال من مصادرها، عليه أن يتأكد أنّ هذه الأموال تستخدم بحكمة وتستخدم استخداماً اقتصادياً داخل المنشآت، كما أن عليه أن يتأكد من أن هذا الاستخدام يؤدي إلى الحصول على عائد أكبر للمنشآت، وذلك من استثمار الأموال في الأقاليم المختلفة، ومن المهم جداً أن تتمكن المنشآت بمرور الوقت في الحصول على أموالها التي استثمرتها في هذه الأقاليم، فهي تحتاج إلى هذه الأموال لسداد التزاماتها؛

5- مقابلة مشاكل خاصة: أن الوظائف الأربعة السابقة هي وظائف دورية ودائمة للإدارة المالية والمدير المالي، ولكن قد تواجه المدير المالي من وقت لآخر مشاكل مالية ذات طبيعة خاصة وغير متكررة، وقد لا تحدث خلال حياة المشروع، وهذه المشاكل تتعلق بتقويم المنشآت كاملة أو تقييم جزء من أقاليمها، ويتم ذلك عادة عند تجميع مشروعين أو أكثر في مشروع واحد.

من خلال هذه الوظائف تستنتج أن الوظيفة المالية في المشروع هي من أهم الوظائف، حيث أن الموارد المالية هي من اختصاص الإدارة المالية، كما أن للتمويل أنواع والتي تتدخل في تحديدها عدة عوامل.

المطلب الثاني: أنواع التمويل والعوامل المحددة لها

إن اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها يرتكز على نوعان: أحدهما ذاتي والآخر خارجي يتأثران بجملة من المحددات.

أولاً: أنواع التمويل: للتمويل نوعان أساسيان وهما التمويل الذاتي والتمويل الخارجي¹:

1- التمويل الذاتي: يقصد به الأموال المتولدة من العمليات التجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، يرى *Deplens* أن التمويل الذاتي يمكن الشركة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسد

¹ - عبد الغفار حنفي: "الإدارة المعاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1991، ص: 407.

الديون، وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية وزيادة رأس المال العامل، ويشمل التمويل الذاتي الفوائض النقدي المتولد من العمليات التجارية وكذلك ثمن بيع الأصول غير المستخدمة، وقد فرق بين نوعين من التمويل الذاتي:

- 1-1- النوع الأول:** التمويل الذاتي الذي يهدف إلى المحافظة على الطاقة الإنتاجية والإدارية للشركة حيث تخصص أمواله لهذه الغاية، ويشمل أموال الإهلاك واحتياطي ارتفاع الأموال الرأسمالية؛
- 1-2- النوع الثاني:** التمويل الذاتي الذي يهدف إلى التوسع والنمو وتخصص أمواله لتحقيق هذه الهدف والذي يشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطات.

وتعرف قدرة التمويل الذاتي: على أنها عبارة عن قياس تكلفة المالية التي توجد أو ترصد من المؤسسة من أجل مواجهة النفقات المالية المرتبطة بتنمية الاستثمارات وتمويل الرأسمال العامل.

2- التمويل الخارجي: يتضمن التمويل الخارجي كافة الأموال التي تتم الحصول عليها من مصادر خارجية، تتحصل الشركة على هذه الأموال وفقاً لشروط وأوضاع يحددها سوق المال، وعائد الفرصة البديلة، ويتوقف التمويل الخارجي على حجم التمويل الداخلي واحتياجات الشركة، أي أنه مكمل التمويل الداخلي لتغطية المتطلبات المالية. ويمكن حصر المصادر الخارجية فيما يلي:

- ☑ الحصول على أموال من الملاك بإصدار أسهم جديدة كما في الشركات المساهمة أو إضافة مساهمات حكومية؛
- ☑ الحصول على أموال الغير في شكل قروض بإصدار سندات قابلة للتداول ببورصة الأوراق المالية، أو باتفاقيات خاصة.

إن عملية تمويل الاستثمارات هي أن البنك مقبل على تجميد أمواله لمدة ليست بقصيرة، يمكن أن تمتد من سنتين إلى ما فوق حسب طبيعة الاستثمار فإذا تعلق الأمر بالحصول على آلات ومعدات مثلاً، فإنه يعتبر تمويلاً متوسط الأجل، أما في تمويل العقارات، فتكون بصدد تمويل طويل الأجل، ونظراً للصعوبات التي تجدها المؤسسات المالية في تمويل عمليات بهذا الحجم، وبهذه المدة تم تحديث طريقة جديدة للتمويل كمعطيات القرض الائجاري. أن التمويل الذاتي والتمويل الخارجي يعدان وسيلتان تلجئ إليهما المؤسسة عندما تحتاج إلى سيولة ويتدخل في تحديد هاتين الوسيلتين عدة عوامل.

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

1- الملائمة: يعني هذا الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة ومجمل الأصول التي يتم تمويلها باستعمال تلك الأموال، فمثلاً استخدام الأموال طويلة الأجل للاحتياجات الطويلة المدى كإجراء أصول ثابتة والأموال القصيرة الأجل لتغطية الاحتياجات القصيرة الأجل كاحتياجات الموسمية¹؛

2- الدخل: إن المدير المالي في المؤسسة يستطيع تحسين العائد المحقق على أموال أصحاب المشروع وذلك عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات حيث يطلق على هذه العملية « المتاجرة بالملكية »²؛

¹ - توفيق عبد الحكيم وآخرون: "الإدارة والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، سنة 2002، ص: 99 .

² - توفيق عبد الحكيم وآخرون: "المرجع السابق"، ص: 101.

3- الخطر: المقصود بالخطر هنا هو الخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة لزيادة الالتزامات على المشروع، وكثرة عدد الأفراد الذين يتقدمون عليهم في الأولوية على الدخل وعلى الموجودات عند التصفية¹، يزداد الخطر عند زيادة احتمال عدم بقاء شيء لأصحاب المشروع حيث يأتي هؤلاء بمطالبة حقوقهم بالنسبة للدخل وعليه فإن أي فشل يلحق بالمؤسسة يكون الملاك الباقون هم أول من يتأثرون به؛

4- السيطرة والإدارة: إن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بالسيطرة على المؤسسة من العوامل التي تلعب دوراً هاماً في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة، فعادة الدائنين لا يتدخلون في إدارة المؤسسة عندما تكون الأصول طبيعية، ولكن إذا توسعت المؤسسة في نشاطها والاقتراض إلى حد عجزها من دفع الفائدة أو تسديد الأصل، فهنا الدائنون قد يضعون أيديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم، وفي هذه الحالة فإن الأطراف المسيطرة سوف تفقد جل سيطرتها لأن المؤسسة ستختفي عن الوجود²؛

5- المرونة: وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقصان تبعاً للتغيرات الأساسية في الحاجة لهذه الأموال، فإن توفر عامل المرونة في المؤسسة يحقق الأمور التالية³:

- القدرة على استخدام الأموال المتاحة في أي وقت؛
- زيادة قدرة المؤسسة في التعامل بمورد محتمل؛
- إمكانية الحصول على بدائل عند رغبة المؤسسة في التوسع أو الانكماش في الأموال المستخدمة.

6- التوقيت: إن هذا العامل يرتبط بالمرونة وهو يعني أن المؤسسة تختار الوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة، وعن طريق اقتراض أموال الملكية تحقق المؤسسة ثروات كثيرة وفق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل هذه⁴؛

7- معايير المديونية: هناك مستويات محددة لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ويجب أن لا تشد المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذا النمط، لأن ذلك يجعل الدائنين يشكون في سلامة الموقف المالي للمقرض⁵.

المطلب الثالث: محددات ومخاطر التمويل

إن قيام المؤسسة بمشاريعها الاستثمارية المختلفة يتطلب منها توفير المال اللازم لها، حيث تلجأ في أحيان كثيرة إلى عملية الاستدانة من الغير والتي تتوقف بدورها على عدة محددات على المؤسسة أخذها بعين الاعتبار دون أن تنسى المخاطر التي قد تنجر عن هذا التمويل المتوقع التعرض لها.

¹- توفيق عبد الحكيم وآخرون: "المرجع السابق"، ص: 101.

²- توفيق عبد الحكيم وآخرون: "المرجع السابق"، ص: 102.

³- توفيق عبد الحكيم وآخرون: "المرجع السابق"، ص: 103.

⁴- توفيق عبد الحكيم وآخرون: "المرجع السابق"، ص: 104.

⁵- توفيق عبد الحكيم وآخرون: "المرجع السابق"، ص: 104.

أولاً: محددات التمويل: يتوقف لجوء المؤسسة إلى عملية الاستدانة إلى عدة محددات من بينها نذكر: مخاطر الاستثمار، مخاطر سعر الصرف، الهيكل المالي للمؤسسة وكذا قدرة التمويل المالي.

1- مخاطر الاستثمار: إن الاستثمارات بمختلف أنواعها تواجه مخاطر مختلفة وذلك بحكم حالة عدم التأكد التي تفرضها السوق، ويمكن تقسيم هذه المخاطر:

1-1 المخاطر المرتبطة بالبلد: تتعلق هذه المخاطر بالوضع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية للبلد ويصعب تحديد هذا النوع من الخطر لأنه خارج إدارة المؤسسة، تأخذ هذه المخاطر بعين الاعتبار في الحالات التالية:

▪ الظروف الداخلية والخارجية للبلد؛

▪ السياسة الاستثمارية المتبعة من طرف المؤسسة؛

▪ إمكانية التمويل الخارجي ووضعية السوق.

هذه المخاطر تجعل المحلل المالي يسعى لاختيار أقصى قيمة حالية في القياس أين مخاطر البلد تكون مرتفعة.

2-1 المخاطر المتعلقة بالنشاط: تتطلب بعض أنشطة المؤسسة أموال ضخمة لا يمكن تغطيتها إلا عن طريق الاستدانة، قد يعيق حركة النشاط.

2- مخاطر سعر الصرف: ينعكس أثرها على تكلفة تدبير الاحتياجات التمويلية من العملات المختلفة التي تمثل الحاجة الفعلية لاستمرار المؤسسة في نشاطها، يستوجب على المؤسسة الاقتراض لسد العجز التمويلي الناتج عن تغيرات أسعار الصرف؛

3- الهيكل المالي للمؤسسة: يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الخليط من المصادر التي تحصل عليها المؤسسة لتمويل استخدمتها سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وبذلك هناك علاقة واضحة بين التمويل والاستثمار خاصة من ناحية الاستثمار ومدة التمويل، فإذا كنا بصدد تمويل أصول إنتاجية فإننا بحاجة إلى مصادر تمويلية طويلة الأجل، أما رأس مال العامل فهو بحاجة إلى تمويل؛

4- قدرة التمويل المالي: تشير إلى قدرة المؤسسة على رفع مالها عن طريق أموالها الخاصة وذلك بجمع الأرباح غير موزعة ومخصصات الإهلاك والمؤونات.

ثانياً: مخاطر التمويل : قد تتعرض المؤسسات أثناء عملية تمويل مشاريعها الاستثمارية إلى عدة مخاطر تكون سببا في توقيفها أو تعطيلها أو في زيادة نفقات الانجاز، والتي لم تتوقعها المؤسسة من قبل، وتكمن هذه المخاطر في:

1- الخطر القانوني: وهو يخص تواجد المشروع، نشاطه، وعلاقته مع الأعوان الاقتصاديين والدولة (صلاحية مسيري السجل التجاري)، وهي مخاطر تتمثل في¹:

▪ التأكد من أن مسيري المؤسسة لديهم صلاحية التعامل مع البنوك لطلب القروض منها وتقديم منح وضمانات؛

▪ يجب أن تكون النشاطات المنصوص عليها في السجل التجاري هي نفسها المعرف بها في نظام المؤسسة.

¹ -Ammas benhalim, « pratique des techniques » édition dahleb 1997, P57.

2- **الخطر البشري:** يتعلق هذا الخطر بالوضع الإنتاجية، ويمكن حصره فيما يلي¹:

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

3- **الخطر التسويقي:** مرتبط بالإدارة الخاصة بتصريف المنتجات والمحيط الخارجي للمؤسسة، لذلك يجب مراعاة السياسة الإعلامية التي يحظى بها المنتج يجب أن تكون فعالة وكذا توفر الخبرة والحيوية للقائمين بعمليات المبيعات وذلك للوصول إلى الأهداف المرجوة²؛

4- **الخطر المالي:** وهو متعلق بالموارد المتاحة للمؤسسة والوسائل الداخلية والخارجية والمتمثلة في الديون القصيرة الطويلة المدى، عجز أو عدم قدرة المؤسسة على تسديد المبالغ المالية إلى أصحابها عند لها، وفي الأخير يجب أن تتطابق مشتريات المؤسسة مع صفات المنتج.

من خلال هذه المحددات والمخاطر نرى بأن حصول المؤسسة على المال اللازم استثمارها يتم بطريقة عشوائية وسهلة، بل يتم على أساس دراسة واسعة من لف أخصائيين في الميدان ينون دراستهم مع مراعاة المحددات، آخذين بعين اعتبار الأخطار المحتملة الوقوع فيها، كما أنهم يتخذون رق اختيار مصادر التمويل.

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على اختيار مصادر التمويل

إن اختيار مصادر التمويل الأكثر ملائمة يتأثر بعدة عوامل منها ما هي مرتبطة بسياسة التمويل في المؤسسة من جهة ومنها ما يتعلق بطبيعة الظروف اقتصادية العامة من جهة أخرى، وهو ما سنوضحه فيما يلي³:

أولاً: العوامل التي ترتبط بسياسة التمويل في المنشأة: وتعبّر بشكل أساسي عن إمكانيات المنشأة واحتياجاتها، وقدرتها على تسديد التزاماتها، لذلك نجد أن المؤسسات الحديثة غالباً ما تعتمد على مواردها المالية الداخلية نظراً لعدم قدرتها في الحصول على أموال من مصادر خارجية، وبالنسبة لشركات المساهمة فإنها تعتمد على إصداراتها من الأسهم العادية والأسهم الممتازة، أما بالنسبة للمؤسسات التقليدية الكبيرة والتي تتعامل بعدة أنواع من السلع، فإنها تتجه غالباً للاستفادة من أموال الغير، أي اعتماد على القروض في تمويل استثماراتها وذلك بالنظر إلى سمعتها المالية الجيدة في السوق المالية، والناجحة عن ثبات إيراداتها المقبلة وقدرتها على تسديد التزاماتها.

ومن أهم العوامل التي تؤثر في تحديد نوعية مصادر التمويل نذكر منها على سبيل المثال ما يلي:

- نوعية استثمارات القائمة في المؤسسة؛

¹ - Ammas benhalim, « pratique des techniques » édition dahleb 1997, P57.

² - رضوان وليد العمار: "أساسيات في الإدارة المالية: مدخل الى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 1997، ص: 229.

³ - رضوان وليد العمار: "المرجع السابق"، ص: 229.

- نوعية الاستثمارات الجديدة المطلوبة تمويلها؛
- حجم الإيرادات المتوقعة؛
- تركيب رأس المال في المؤسسة ودرجة مديونيتها؛
- أسعار الأسهم في السوق المالية (بالنسبة للشركات المساهمة)؛
- درجة السيولة النقدية؛
- نوع السلع المنتجة؛
- درجة الخطر المرتبطة بالاستثمارات المفتوحة.

ثانيا: العوامل التي تتعلق بطبيعة الظروف الاقتصادية العامة (العوامل الخارجية): فهناك الكثير من العوامل التي تفرضها الظروف الاقتصادية العامة ومنها:

- الإجراءات التي تفرضها الدولة في تحديد معدلات الفائدة؛
- الإجراءات الخافضة بإمداد الأسهم؛
- الإجراءات الخافضة بتكوين الاحتياطات وطرق الاستهلاك الواجب تطبيقها؛
- معدلات الضريبة على الأرباح؛
- ظاهرة التضخم النقدي.

المبحث الرابع: مصادر التمويل الداخلية

تلجأ المؤسسة لتمويل عجزها باستعمال مواردها الخاصة، أي عن طريق التمويل الذاتي الذي يتمثل في إمكانية المؤسسة تمويل نفسها بنفسها، كما تستعمل المؤسسة كذلك الرأسمال العامل الذي يفرض تمويل المؤسسات لاستثماراتها من مصادر محددة من الخصوم، وفيما يلي نحاول التفصيل في كل واحدة منها:

المطلب الأول: الرأس المال العامل

يمثل رأس مال العامل الفرق بين الأموال الدائمة والأموال الثابتة، أو الفرق بين الأصول المتداولة والديون القصيرة الأجل حيث يفرض من الناحية المالية أن تكون الاستثمارات مموله من مصادر محددة من الخصوم، وذلك بناء على المبدأ المحاسبي العام (تساوي الأصول والخصوم) تختلف الديون القصيرة الأجل والأصول المتداولة من حيث المدة والقيمة، فقد تستحق الديون القصيرة المدى التسديد في مدة معينة اقصر من تاريخ الأصول المتداولة، أي أن المؤسسة مطالبة بتسديد ديونها بل تحصيل حقوقها لدى الغير.

لذا يجب على المؤسسة توفير هامش أو فائض من الأموال الدائمة يزيد عن تمويل الأصول الثابتة وهذا الهامش يدعى رأس المال¹.

$$\begin{aligned} \text{الرأس المال العامل} &= \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة} \\ \text{الرأس المال العامل} &= \text{الأصول المتداولة} - \text{ديون قصيرة الأجل} \end{aligned}$$

* يشمل الرأس المال العامل قسمين هما:

- الرأس المال العامل الدائم؛
- الرأس المال العامل الخاص.

1- الرأس المال العامل الدائم: هو مجموعة الأموال التي تحتاج إليها المؤسسة لزيادة استثماراتها من الأصول المتداولة، كما أنه يتأثر بالتقلبات الدورية التي تتعرض لها المؤسسة؛

2- الرأس المال العامل الخاص: وهو الفرق بين الأموال الخاصة والأصول الثابتة أي أنه الرأس المال العامل بعض النظر عن الديون الطويلة الأجل.

ومنه فإن المؤسسة تستطيع أن تمويل نفسها عن طريق الرأسمال العامل، كما أن التمويل الذاتي يلعب دور أساسي في السياسة التمويلية للمؤسسة، والذي نوضحه في المطلب الموالي.

¹ - ناصر دادي عدون: "مرجع سابق"، ص ص: 45-53.

المطلب الثاني: التمويل الذاتي

لتمويل الذاتي دور أساسي في السياسة التمويلية للمؤسسة سواء كانت على المدى القصير أو الطويل، ولذلك فعلى المؤسسة التي يتطلب نشاطها تمويلًا مستمرًا ضمان تحديد عناصر الأصول التي تعمل على الرفع منه بواسطة التأثير على العناصر المكونة له. وهكذا تتحرر جزئيًا من قيود البنوك وتكاليف القروض، وهو بذلك يضم نتيجة الدورة غير موزعة مضافًا إليها الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي، وفيما يلي نحاول التفصيل في هذه العناصر:

أولاً: الأرباح غير موزعة أو المحتجزة: في نهاية كل سنة مالية تقوم المؤسسة بحساب نتيجة الدورة المالية لها، والتي تعبر عن النتائج التي حققتها المؤسسة من خلال ممارسة نشاطها، وتنقسم هذه النتيجة إلى ثلاثة أجزاء كما يلي:

التمويل الذاتي = الأرباح غير موزعة + مخصصات الإهلاك + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

الجزء الأول: عبارة عن تسديد المؤسسة للضريبة على الأرباح والتي تعتبر إجبارية؛

الجزء الثاني: هو عبارة عن تسديد المؤسسة للفوائد العائدة لأصل الأسهم والسندات، والتي تعتبر حق على المؤسسة اتجاه أصحاب رؤوس الأموال؛

الجزء الثالث: القسط المتبقي بعد طرح الفوائد المسددة وقسط الضريبة على الأرباح من النتيجة، يدخل ضمن التمويل الذاتي للمؤسسة على شكل أرباح غير موزعة أو احتياطات.

وللاحتياطات أنواع منها:

1- الاحتياطي القانوني: وهو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه، وقد حدد قانون الشركات المساهمة بـ 5% من أرباح السنة على أن لا يتجاوز 10% من رأس مال الشركة، يستخدم هذا الاحتياطي في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال؛

2- احتياطات النظام الأساسي: ويتم تكوينها طبقاً لنظام الأساسي للشركة ولا يجوز استخدام هذا الاحتياطي في غير الأغراض المخصص لها بقرار من الجمعية العامة للشركة؛

3- الاحتياطات الاختيارية: وهي لا تخضع لأي إجبار سواء كان قانوني أم كان نظامياً.

ثانياً: الاهتلاكات: تعرف الاهتلاكات بأنها: "عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى...".¹

وعلى ضوء طريقة الإهلاك تقوم المؤسسة بحجز نسبة معينة من قيمة استثمارها، وهذا لإعادة التكوين التدريجي لأصولها الثابتة، والمحافظة على قدرتها الإنتاجية، وتنقسم الاهتلاكات إلى أنواع منها:

¹ - ناصر دادي عدون: "مرجع سابق"، ص: 45.

1- الإهلاك الثابت: هذه الطريقة سهلة التطبيق، ويأخذ بها في الغالب من القانون الضريبي، والمخطط المحاسبي، إلا أنها تطرح مشكل تحديد العمر لكل استثمار، وفقا لهذا النوع يحسب الإهلاك بقسمة قيمة الاستثمار أو الأصل المعنى بالإهلاك إلى أقسام متساوية بحسب مدة الاستعمال؛

2- الإهلاك المتغير: يقاس تدهور الاستثمار وفقا لهذه الطريقة بأخذ بعين الاعتبار استعماله، حيث أن التدهور في القيمة يزداد كلما زاد الاستعمال؛

3- الإهلاك المتناقص: يحسب قسط الإهلاك بموجب الطريقة على القيمة المحاسبية الباقية للأصل وليس على القيمة الأصلية له، وذلك بضرب معدل الإهلاك الذي يخصص عليه بطريقة القسط الثابت في إحدى المعاملات الآتية:

▪ 1,5 إذا كانت مدة الإهلاك أربع سنوات أو أقل؛

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

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

ثالثا: المؤونات ذات الطابع احتياطي: تعرف المؤونات بأنها: "مبالغ مالية تقدر لمقابلة انخفاض غير عادية في قيمة الأصول"¹، كما تعرف أيضا بأنها: "إنقاص من نتيجة الدورة المالية، ومخافة لمواجهة الأعباء والخسائر المحتملة أو الأكيدة المحتمول".

ينص القانون التجاري في المادة 718 المؤسسات بضرورة تكوين مؤونات تدهور قيم المخزون، ومؤونات الخسائر والأعباء، سواء كانت النتيجة ايجابية أو سلبية، وذلك طبقا لمبدأ الحيطة والحذر. ومنه نستطيع المؤسسة تمويل نفسها سواء على المدى القير أو الطويل وتتحرك لو جزئيا من قيود البنوك وتكاليف القروض بانتهاج التمويل الذاتي.

المطلب الثالث: قياس تكلفة التمويل الداخلي

إن قياس تكلفة التمويل الداخلي يتم بطريقتين: إما عن طريق المدخل التقليدي «القياس بدلالة الربح المحتجز، أو عن طريق المدخل المتطور «القياس بدلالة الفائض المحتجز».

أو : المدخل التقليدي "القياس بدلالة الربح المحتجز": جرت العادة على قياس تكلفة حق الملكية باقتراض سوق نشطة للأموال، لقياس العائد الحالي للسهم والذي يتكون من توزيعات السهم/السعر السوقي للسهم، ولكن هذه التوزيعات لا تمثل في الواقع إلا جانبا من الأرباح، أما الجانب الآخر فيعيد استثماره داخليا أو خارجيا على أمل نمو التوزيعات والأرباح المستقبلية، وتقيس معدل النمو تكلفة التمويل الذاتي.

¹ - المخطط الوطني المحاسبي.

وقد أشار *SALOMMON*¹ إلى أن النمو قد يرجع إلى تجاوز أموال الإهلاك لمتطلبات الإحلال بالشركة واستثمار هذه الزيادة ينعكس على القوة الإيرادية، مما يحدث النمو في الفترة القصيرة بدون الحاجة إلى استخدام الأرباح المحتجزة، أو قد يرجع النمو بسبب سياسة التوزيعات التي تنتهجها الشركة ونفرق بين وضعيتين:

✓ استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من المعدل السائد وقد سماه بالنمو الحقيقي؛

✓ استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل العائد السائد في استثمارات إضافية وسماه بالنمو التوسعي.

نستخلص مما سبق أن *SALOMMON* فرق بين استثمار أموال الإهلاك، واستثمار الأرباح المحتجزة وهي تفرقة مبرر لها، فيجب مراعاة تكلفة أو عائد الفرصة البديلة لحظة تخصيص الأموال ككل.

يقوم النموذج التقليدي لقياس تكلفة التمويل الداخلي على مدة الفروض كثبات القدرة الشرائية، ثبات التوزيعات وإعفاء الضريبة على الأرباح، وتقاس تكلفة التمويل عن طريق حقوق الملكية وفقا لهذا النموذج كما يلي:

$$\text{تكلفة التمويل} = (\text{توزيعات السهم/السعر السوقي}) + \text{معدل النمو}$$

أي أن التكلفة تتوقف على مجموعة من المتغيرات، وإذا كان الأمر بسيطاً بالنسبة للمتغير الأول والثاني فإن الصعوبة تتصل بقياس معدل النمو، هذا تجاه يتعارض ومفهوم دراسة الجدوى اقتصادية لمشروعات استثمار – استثمار المستقبلي – والأنسب معرفة معدل الربح المحتجز ومعدل العائد المنتظر (معدل عائد الفرصة البديلة) ونحصل على معدل النمو المتوقع في الأرباح.

$$\text{نسبة الربح المعاد استثماره} \times \text{معدل العائد المنتظر}$$

وهو يقيس تكلفة التمويل الداخلي.

ثانياً: قياس تكلفة التمويل الذاتي باستخدام الفائض النقدي المحتجز: يتم تخصيص الأموال المحتجزة وإعادة استثمارها بصرف النظر عن مصدرها بمعدل عائد يمثل تكلفة الفرصة البديلة، فليست الزيادة في الأرباح والتوزيعات قاصرة على إعادة استثمار الفائض النقدي المحتجز² (1)، فتقاس تكلفة التمويل الداخلي بدالة الفائض النقدي المحتجز والتي تتمثل في معدل النمو المنتظر أي أن:

نسبة الفائض النقدي المحتجز يساوي:

$$(\text{الفائض النقدي} - \text{التوزيعات}) / \text{الفائض النقدي}$$

حيث: الفائض النقدي = الربح المعلن + مخصصات معفاة من الضريبة.

¹ - عبد الغفار حنفي: "الإدارة المالية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، لبنان، سنة 1997، ص: 41.

² - DUMONP. A, le coût fonds propres internes et externes. Essai de synthèse et d'adaptation au cas particulier des entreprises suisses, Genève Edition, 1973, P 47-48.

يدل هذا بأن الفائض المحتجز يتكون من:

✓ جزء معفى من الضريبة الداخلية كإهلاك وغيره من المخصصات المعفاة وتخضم من الوعاء الضريبي وتشكل جزء من التمويل الذاتي للشركة؛

✓ جزء غير معفى من الضريبة ولا يخضم من الوعاء الضريبي كالاحتياطيات والمخططات غير المسموح بخضمها. ومن هذا نجد أن حساب معدل النمو المتوقع بدلالة الفائض النقدي يتم كما يلي:

$$\text{تكلفة الفائض النقدي المحتجز} = (\text{نسبة الفائض} \times \text{عائد الفرصة البديلة}) / (\text{الوفر الضريبي} + 1 - \text{معدل الضريبة})$$

حيث:

- نسبة الوفر الضريبي = (المخصصات المعفاة من الضريبة / الفائض النقدي قبل الضريبة) × معدل الضريبة
- نسبة الربح المحتجز = (الربح المعلن - التوزيعات) / الربح المعلن
- معدل النمو المتوقع بدلالة الربح المحتجز = نسبة الربح المحتجز × عائد الفرصة البديلة بعد الضريبة

معدل النمو بدلالة الفائض النقدي المحتجز:

$$\text{معدل النمو بدلالة الفائض النقدي المحتجز بعد الضريبة} = (\text{عائد الفرصة البديلة}) \times [(\text{الوفر الضريبي للمخصصات المعفاة من الضريبة}) + 1] - \text{معدل الضريبة}$$

ومنه يتضح أن معدل النمو في الأسلوب الثاني أكبر من معدل النمو في الأسلوب الأول، لأن الأخير يقيس تكلفة كل الأموال المحتجزة بالشركة بصرف النظر عن مجال استخدامها وبدلالة عائد الفرصة البديلة، وهو الأسلوب الذي يوصي باستخدامه مع تطويره ليتلاءم مع شركات قطاع الأعمال لعدم وجود سوق مالية نشطة للأسهم وكذلك في حالة وجود سوق نشطة للأوراق المالية.

المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل الداخلي

إن التمويل الداخلي كأى مصدر تمويل آخر له مزايا وعيوب:

أولاً: مزايا التمويل الداخلي:

- ✘ يعتبر التمويل الداخلي الوسيلة المتاحة أمام الإدارة في الوحدات الإنتاجية الصغيرة والمتوسطة، حيث يصعب الحصول على هذه الموارد من مصادر أخرى؛
- ✘ تمويل الاستثمارات من الأرباح المحققة يعطي الإدارة حرية الحركة حيث يمكن للإدارة زيادة الأرباح المحتجزة عن طريق الاحتياطات غير معلنه بالإضافة إلى عدم تحمل أعباء تعاقدية كفوائد أو سداد الديون؛
- ✘ التمويل الداخلي يدعم المركز المالي للمؤسسة، ويجنبها التقلبات الموسمية والعشوائية المحتملة، نظراً لاحتفاظها برصيد نقدي مناسب لمواجهة الاحتياطات المتعددة والمتغيرة من الأموال؛
- ✘ تمثل أموال الإهدء الجانب الأكبر من التمويل الداخلي والتي تمثل أموالاً معفية من الضريبة، وهي ميزة خاصة بتخفيض الوعاء الضريبي للشركة، وذلك بقيمة الإهدء المسموح خصمه ضريبياً والذي يساوي الإهدء في معدل الضريبة.

ثانياً: العيوب والأخطار المترتبة عن استخدام التمويل الداخلي:

- قد يؤدي الاعتماد على استخدام التمويل الداخلي إلى التوسع البطيء، مما يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة بسبب قصور التمويل الداخلي عن توفير الاحتياجات المالية؛
- الأرباح المجمعة وعدم خضوع استخدامها لأي نوع من الرقابة قد يؤدي إلى تجميد جزء من رأس المال وعدم الاستفادة منه؛
- قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات استخدام الأموال المدخرة بواسطة الشراكة مما يؤدي إلى إضعاف العائد. اعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي بصفة عامة يسبب التوسع البطيء لأنه غالباً ما يكون قائماً في تغطية كافة احتياجاتها مما يجعلها تلجأ إلى البحث عن مصادر تمويل أخرى.

المبحث الخامس: مصادر التمويل الخارجية

يتضمن التمويل الخارجي كل الأموال التي يمكن للمؤسسة أن تحصل عليها من مصادر خارجية، حيث يعتبر كمكمل للتمويل الداخلي بغية تغطية وتلبية المتطلبات المالية للمؤسسة، وفي هذا المصدر من التمويل هناك: مصادر تمويل طويلة الأجل، متوسطة الأجل وكذا مصادر تمويل قصيرة الأجل، بالإضافة إلى التمويل بالاستئجار الذي تلجئ إليه المؤسسة في أوقات كثيرة لتمويل عجزها، حيث سنقوم بتفصيل كل واحدة منها في هذا المبحث بدءاً بالتمويل الطويل الأجل:

المطلب الأول: مصادر التمويل الخارجية الطويلة الأجل

في ظل الحاجة المستمرة للمؤسسات لوجود مصادر تمويل متنوعة ودائمة لتغطية احتياجاتها المالية خلال كل مرحلة من مراحل نموها، فقد بات من الضروري استحداث طرق تمويلية جديدة، ومنها السوق المالي، والتي يعود ظهورها إلى سنة 1971 في الأسواق الأمريكية والأوروبية لتطال مختلف دول العالم، وتعرف على أنها: "السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة وال ضخمة"¹.

ومصادر التمويل الخارجية الطويلة الأجل هي تلك القروض التي تفوق مدة استحقاقها سبعة سنوات، ويكون الغرض الأساسي منها هو توفير موارد مالية كبيرة لقطاع المؤسسات من أجل تمويل مشروعاتها الاقتصادية الكبيرة، حيث تحصل المؤسسات على التمويل الطويل الأجل من أسواق الرأسمال، ويمكن تقسيم مصادره الرئيسية إلى قسمين أسهم وسندات²:

أولاً: السندات: هي قروض طويلة الأجل تلجأ إليها المؤسسات في حالة فشلها في بيع أسهمها، حيث تقوم بإصدار السندات على شكل أوراق متداولة ممثلة بذلك دين هذه المؤسسة، وإصدار هذه السندات يتطلب توفر شروط قانونية والمتمثلة فيما يلي:

- أن تكون المؤسسة بأسهم؛
 - تاريخ إنشاء المؤسسة لا تقل على سنتين؛
 - أن تبرر المؤسسة وجودها عن طريق إعداد ميزانيتين لسنتين متتاليتين مصادق عليها بصفة منتظمة.
- غير أن هذه الشروط ليست ضرورية عندما يتعلق الأمر بإصدارات مرهونة بأوراق مالية مدينة للدولة أو سندات مضمونة من طرف الدولة كالجمعيات العامة أو المؤسسات المرتبطة بالتزامات أو التي تعلن من طرف هذه الأخيرة، أما فيما يخص مميزات إصدار السندات وسندرجها كالتالي:

¹ - نور الدين كروش: "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة يحيى فارس- المدينة، العدد 11، جانفي 2014، ص: 66.

² -Boudinet et g. cerabot-Techniques bancaires P 247

1- مميزات عقد السند: السندات أوراق مالية متداولة وحاملها يأخذ فائدة في نهاية كل دوره سواء حققت المؤسسة ربحاً أو خسارة، ومعظم هذا النوع من العقود يحتوي على بند يسمى "Pori Passu"¹ والذي من خلاله تلتزم المؤسسة على منح ضمانات الدائنين أو المكتتبين الجدد، وهذا عند إصدار السندات، فنجد أن سعر الفائدة الممنوحة يختلف عن معدل العائد الذي يحمل المكتتب عند اقتنائه السندات التي منحها لصاحب هذه السندات، وفي أغلب الأحيان يتم إصدار سندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، والفرق بين هذه الأخيرة وسعر الإصدار يمثل منح تأمين الإصدار.

تقوم المؤسسة المصدرة للسندات بحساب أرباحها أو ما يمكن أن تقصده بفضل الاستثمارات التي يتم تحقيقه عن طريق هذه القروض ثم تقتطع جزء من هذه المبالغ لتكون أقساطاً، تواجه بها استحقاقات السندات (كدفع الفوائد وتسديدات الديون)، ولهذا الغرض يمكن للمؤسسة أن تستخدم إحدى الطرق لتسديد مستحقاتها من بينها:

1-1- طريقة الأقساط السنوية الثابتة: تقوم المؤسسة بتخصيص نفس المبلغ لتسديد قروضها في نهاية كل سنة، ويكون المبلغ في السنوات الأولى مخصص لدفع الفوائد، وهذا الأخير يتناقص تدريجياً خلال فترات الاستحقاق بينما يحدث العكس بالنسبة للمبلغ المخصص للديون؛

1-2- طريقة الإهلاك الثابت: تقوم المؤسسة سنوياً بتسديد نفس المقدار بين الأوراق وبذلك تتكون الأقساط المستحقة من جزئين: الأول عبارة عن قسط ثابت لتسديد رأس المال، أما الثاني فهو قسط متغير ومخصص لدفع الفوائد.

ثانياً: الأسهم: هذا فيما يخص الأموال المقترضة، أما فيما يخص أموال الملكية فهي متمثلة في الأسهم والتي يمكن تعريفها على أنها صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول مؤسسة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأموال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح المؤسسة تتناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم، وتنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1- الأسهم العادية: هي أوراق مالية طويلة الأجل تعبر عن مستند ملكية يعادل حصة من رأسمال المؤسسة ذو قيمة اسمية، دفترية، سوقية وتصفوية، فالقيمة الاسمية تمثل القيمة المدونة على صك أو قسيمة السهم والمحددة في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة حقوق الملكية غير متضمنة قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة². أما القيمة التصفوية فهي قيمة السهم عند إعلان إفلاس المؤسسة مصدرة الأسهم، وكذلك قيمة سوقية تتمثل في القيمة التي تباع بها الأسهم في سوق رأسمال، وقد تكون أقل أو أكثر من القيمة الدفترية³.

1-1- مزايا التمويل بالأسهم العادية: إن السهم العادي يخول لحامله الكثير من المزايا خاصة تلك المتعلقة بحق التصويت في الجمعية العمومية والمشاركة في اقتسام الأرباح بما يتناسب وحصته في رأس المال، إضافة إلى تحمل المخاطر

¹ - أعرب عبد العزيز " تمويل المؤسسات عن طريق السوق المالية "

² أحمد بوراس: "مرجع سابق"، ص: 48.

³ - منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية 1998، ص 08.

والخسائر التي قد تتعرض لها المؤسسة، ويمكن توضيح أهم المزايا التي يتيحها التمويل بالأسهم العادية سواء لحاملها أو المؤسسة المصدرة فيما يلي:

- توفير الأموال اللازمة للمؤسسة من خلال اللجوء المباشر إلى السوق المالي والتزود بما يغطي احتياجاتها التمويلية؛
- السهم ليس له تاريخ استحقاق أو أجل محدد وذلك يجنبها التزام سداد قيمته في تاريخ أو حتى توزيع الأرباح؛
- عدم إلزامية المؤسسة المصدرة بتوزيع الأرباح جزئياً أو كلياً في حالة تحققها إلا بقرار من الجمعية العمومية؛
- التمويل بالأسهم العادية يخفض من احتمال لجوء المؤسسة إلى التمويل بالقروض وبالتالي تحسين مستوى استقلاليتها المالية من جهة، ودعم ثقة المساهمين فيها من جهة أخرى.

1-2- عيوب التمويل بالأسهم العادية: على الرغم من المزايا المهمة التي تمنحها الأسهم العادية فهي أيضاً تظهر عيوباً يمكن اختصارها فيما يلي:

▪ ارتفاع تكلفة الأسهم العادية نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من قبل حملة هذه الأسهم والمرتبط بارتفاع درجة المخاطرة؛

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

▪ المساس باستقلالية المؤسسة وقدرتها على اتخاذ القرارات في حالة تزايد عدد المساهمين وزيادة حصصهم في رأس المال ومعها مشاركتهم في الإدارة، وبالتالي فبيع الأسهم الحالية أو زيادة إصدار أسهم جديدة ينجم عنه تشتت الأصوات في الجمعية العمومية.

2- الأسهم الممتازة: تماماً كالأسهم العادية تمثل الأسهم الممتازة مستند ملكية ذات قيمة اسمية وسوقية ودفترية، هذه الأخيرة التي تحتسب قيمتها بقسمة قيمة الأسهم الممتازة المسجلة في دفاتر المؤسسة على عدد الأسهم المصدرة، أي أنها لا تتضمن نصيباً من الاحتياطات والأرباح المحتجزة للمؤسسة. وتجمع الأسهم الممتازة بين خصائص وسمات الأسهم العادية والسندات؛ إذ تشبه الأسهم العادية من حيث عدم استحقاقها بتاريخ معين ومحدودية مسؤولية حملتها بقدر مساهمتهم وعدم قدرتهم على الحصول على توزيعات الأرباح إلا إذا تقرر ذلك، وتشبه السندات من حيث التوزيعات السنوية المحددة بنسبة ثابتة من قيمة الأسهم.

1-2- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة: من أهم سمات الأسهم الممتازة ما يلي¹:

- عوائد الأسهم الممتازة ثابتة وبشكل منفصل عن الوضع المالي للمؤسسة؛
- إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية؛
- أولوية حملتها في الحصول على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم العادية؛

¹ - هوارى معراج، عمر حاج سعيد: "مرجع سابق"، ص: 25-26.

- أولوية حملتها في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم الممتازة؛
 - إمكانية شراء الإدارة لهذه الأسهم من أصحابها في حالة انخفاض أسعار الفائدة مثلا.
- 2-2- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:** ويمكن أيضا تمييز عيوب التمويل بهذه الأسهم فيما يلي¹:
- ارتفاع تكلفتها التي قد تتجاوز تكلفة التمويل بالقروض وذلك بسبب عدم قدرة المؤسسة على طرح توزيعات أرباحها كما هو الحال بالنسبة لفوائد القروض؛
 - تعرض حملتها إلى مخاطر أكبر مقارنة بحملة الأسهم العادية أو المقترضين مما يدفعهم إلى طلب معدل عائد مرتفع؛
 - في حالة إفلاس المؤسسة يظل حملة الأسهم الممتازة على حقوقهم قبل الدائنين؛
 - بالرغم من أن الأرباح لا توزع إلا إذا تقرر ذلك على مستوى الجمعية العمومية إلا أن حملة الأسهم الممتازة لهم حق المطالبة مستقبلا والحلول على كل مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يتم فيها توزيع الأرباح.
- إن التوجه إلى التمويل عن طريق السوق المالي يترتب عليه الكثير من التكاليف والأعباء الإدارية المتعلقة بضرورة تقديم الإفصاح عن القوائم المالية للمؤسسات الراغبة في دخول البورصة بشكل دوري إلى جانب تكاليف إصدار الأسهم، والتي تعد جميعها مكلفة مقارنة بالإمكانات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن ذلك لا ينفي أهمية بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدار تمويلي وهو سبب تناميها على المستوى العالمي في السنوات الأخيرة بما يعرف بالأسواق الجديدة للتمويل عالية النمو أو بورصات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة عالية النمو، ويعزى ذلك إلى عديد المزايا التي تتيحها أمام هذا النوع من المؤسسات والتي يمكن إيجازها فيما يلي²:
- ✓ زيادة تكامل القطاع غير الرسمي الذي يضم أغلبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمارس أنشطتها بعيدا عن القنوات الرسمية، وتسهيل اندماجها في الاقتصاد الوطني؛
 - ✓ دعم القطاعات الواعدة في الاقتصاد الوطني خاصة تلك التي تعاني من مشاكل تمويلية تحول دون محافظتها على استمرارية مزاوله أنشطتها الاقتصادية؛
 - ✓ إتاحة مدار تمويل إضافية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مدار أموال محلية وأجنبية على حد سواء؛
 - ✓ تحسين أداء وكفاءة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إتاحة الفرصة أمام الممولين المهمين والذين يرغبون في استثمار في هذه المؤسسات والمشاركة فيها.

¹ - أحمد بوراس: "مرجع سابق"، ص ص: 54-55.

² - عبد المطلب عبد الحميد: "مرجع سابق"، ص ص: 425-426.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية المتوسطة الأجل

وهي قروض تتراوح مدتها من سنتين (02) إلى سبع سنوات (07) وموضوعها في الغالب تمويل المشتريات والمعدات، أي التمويل الاستثماري لا التشغيلي، وغالبا ما يكون هناك مهلة للقروض أو فاق للإهلاك بسنة أو سنتين ممنوحة للزبون بحيث يدفع هذا الأخير كل فوائد القروض في هذه المدة وذلك بدون تسديد قيمته، وهذا ما يسمح للمؤسسة بإقامة التجهيزات والدخول في الإنتاج ثم تأتي فيما بعد عملية تسديد القروض. ومن خصائص القروض المتوسطة الأجل ما يلي:

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

ومن القروض المتوسطة: قرض المورد، قرض المشتري، قرض الإيجار الدولي.

أولاً: قرض المورد: وهو قرض مصرفي متوسط الأجل مقدم من طرف البنك لصالح المصدر وذلك بشكل خصم للحقوق التي يملكها على المشتري الأجنبي (الكيميالية، سند الأمر)¹، تستفيد منه كل المؤسسات الصناعية والتجارية المتاحة لتمويل وإدارتها من التجهيزات وتقديم الخدمات المصاحبة لها.

وتتم إجراءات استعمال القروض بقيام المورد بالاتصال مع البنك الذي يعمل معه، هذا بعد موافقة الزبون الأجنبي على مدة الدفع، وفي هذا الإطار يتدخل بنك المورد بمفرده أو بتدخل البنوك المتخصصة في تمويل التجارة الخارجية لتركيبية ومن الهيئات التي تقوم بتأمين قروض التصدير على مستوى الدولي، وتقوم هذه الهيئات بتقديم ضمان للمورد ضد الأخطار السياسية واستلام التحويل.

كما أن هذا قرض نسبته تبلغ 80% ← 85% وموضوعه هو التجهيزات العتاد. وبعد التعرض لقرض المورد سنتعرض الآن الى شكل آخر من أشكال القروض المتوسطة الأجل وهو قرض المشتري.

¹ -Cris laine legmandet hurbert martini ménagement des opérations de commerce international, dunod 1993, P 360.

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

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

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

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

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

ثالثاً: قرض الإيجار الدولي: هو طريقة تحويل التجهيزات، العقارات، المنقولات فهو مبلغ التأجير بالنسبة للمؤسسة التجارية بعد المناقصة التجارية عن طريق تمويل « *Attrayante* » ويمكن القول على أنه: "نوع من التمويلات بالتجهيزات للإيجار بحيث تقوم شركة للإيجار بشراء العتاد وتأجيره بعدها"، وهذا الأسلوب في التعامل هو حديث النشأة تتواءم مؤسسات غير خاضعة لتشترى السلع وتأجيرها، والبنك يساعد هذه المؤسسات بمدها التمويل اللازم كما أن بيع الإيجار يمكن أن تنص على موجودات منقولة وموجودات ثابتة¹.

المطلب الثالث: مصادر التمويل القصيرة الأجل

وتتمثل في القروض القصيرة الأجل التي تفوق مدة استحقاقها عن السنة وهي قروض مختصة بتمويل احتياجات دورة استغلال للمؤسسة وهو الأمر الذي يستمد منه هذا النوع من القروض أهميته في الحياة الاقتصادية، حيث أن جميع المؤسسات بغض النظر عن حجمها هم بحاجة إلى مثل هذه القروض وحتى تستطيع المؤسسة من تغطية احتياجاتها التمويلية المتعلقة بدورة استغلال فإنها تلجأ إلى مصادر التمويل القصيرة الأجل التالية²:

¹ -Cris laine legmandet hurbert martini ménagement des opérations de commerce international, dunod 1993, P 360.

² -حسن أحمد توفيق، الإدارة المالية في المشروعات التجارية، دار المعلم للتجارة، 1983، ص 290

أولاً: القروض التجارية أو الائتمان التجاري: هو ذلك الائتمان الذي ينشأ على أساس العلاقة المباشرة التي تربط عادة المؤسسة مع موردها، وذلك من خلال ما تحصل عليه هذه المؤسسة من تسهيلات ائتمانية على ما تقوم به بشرائه من بضائع أو مواد أولية أو خدمات مؤداة لفائدتها.

1- أشكال الائتمان التجاري: يعطي الائتمان التجاري الحق للمؤسسة في الحصول من موردها على ما تحتاج إليه من بضائع والمواد الأولية بصورة آنية مقابل وعد من المؤسسة بتسديد القيمة المستحقة في تاريخ لاحق، وهذا الوعد بالتسديد يمكن أن يأخذ شكل حساب جاري مفتوح أو شكل ورقة تجارية مسحوبة على المؤسسة وفائدة المورد.

1-1 الحساب الجاري المفتوح: ويتم ذلك من خلال تسجيل المؤسسة في دفاترها المحاسبية ما عليها من حقوق لفائدة الموردين بقيمة مشترياتها الآجلة، وذلك من خلال حساب الموردين، و بالموازاة فأن المورد يقوم بتسجيل قيمة دينه على المؤسسة في دفاتره المحاسبية وتحديدًا في حساب العملاء أو الزبائن، ويعتبر الحساب الجاري من أهم أشكال القرض والائتمان التجاري على الإطلاق، وذلك لأنه يمثل حصة الأسد في العمليات المرتبطة بهذا النوع من الائتمان، وينبغي الإشارة إلى أن معظم المؤسسات تفضل الاقتراض بواسطة الحسابات الجارية دون الأوراق التجارية وذلك لأن هذه المؤسسات تخاف كثيرا من المتاعب التي تتعرض إليها في حالة عدم قدرتها من دفع ما عليها عند حلول آجال الاستحقاق؛

1-2 الأوراق التجارية: هناك يتم تقيد الائتمان إما بأن تحرر المؤسسة سند بأمر بمبلغ المشتريات لفائدة المورد، أو بقبول كمبيالة يحسبها المورد على المؤسسة، وذلك سدا للقيمة المستحقة، وتظهر الأوراق التجارية والدفاتر المحاسبية للمؤسسة باسم أوراق الدفع بينما تظهر في دفاتر المورد بأوراق القبض، ولعل من أبرز ما تمتاز به الأوراق التجارية هو قابليتها للتداول وذلك من خلال إمكانية تظهيرها للغير أو خصمها لدى البنوك وقبض قيمتها موعدا الاستحقاق.

2- أنواع القروض المصرفية القصيرة الأجل: يمكن التمييز بين أنواع كثيرة من القروض الموجهة لدورة الاستغلال أهمها¹:

1-2 تسهيلات الصندوق: وهي تسهيلات تستعملها المؤسسة لأيام لا تتعدى الشهر، وهي تحت [] عادة بمساعدة المؤسسة في دفع المبالغ المستحقة والتي تفوق ما هو موجود في خزينتها، وقد تستخدم في تسديد النفقات، أجور المستخدمين، أو تمويل الفترة الفاصلة بين استحقاق الديون وتحصيل الحقوق. ويتم متابعة حساب المؤسسة لدى البنك بجعله مدينا بمبلغ التسهيلات إلى غاية سقف محدد ولعدد أيام الشهر حتى لا تتحول هذه التسهيلات إلى حساب على المكشوف².

2-2 السحب على المكشوف: لا تختلف من حيث المبدأ مع تسهيلات الصندوق إلا في اعتبار مدته التي هي أطول، ذلك لأنها قد تصل إلى غاية عدد من الأشهر شريطة لا تتعدى السنة.

¹ -P. CONSO. La gestion financière de l'entreprise-dunod 7^{ème} édition 1989 P 655,658.

² -A. Benhalima. Pratiques des techniques bancaires-édition Dahlab 1989, P61

3-2- **قرض الموسم** : عبارة عن تسليف على الحساب الجاري والذي قد يصل حتى تسعة أشهر حيث يتم استعماله في الحالة التي تتصف فيها دورة الإنتاج أو البيع بالموسمية، ويكون الغرض من هذا القرض هو تغطية التكاليف المرتفعة خلال المدة والمتعلقة بالمواد الأولية، التخزين، النقل...الخ.

4-2- **القروض أو الالتزامات بواسطة التوقع** : يتيح هذا النوع من القروض للمؤسسة من تأخر مخرجات الأموال بينما تعجل من مدخلات الأموال.

المطلب الرابع: التمويل بالاستئجار

تهدف معظم المنشآت إلى استخدام المباني والمعدات وبالتالي فهدفها ليس امتلاك هذه التسهيلات، وإذا كان امتلاك في معظم الأحيان يحقق لها هذا الهدف وقد ظهر في السنتين الأخيرتين في معظم الدول اتجاه نحو استئجار هذه التسهيلات بدلًا من شرائها، وبعد أن كان استئجار قاصرا على الأراضي والمباني فقط أصبح يشمل جميع الأصول الثابتة تقريبا¹.

ونظريا فإن استئجار يشبه اقتراض إلى حد كبير وبالتالي فيترتب عليه رفعا ماليا مثله في ذلك مثل اقتراض، ويتخذ استئجار أشكالا عديدة أهمها: البيع ثم استئجار، استئجار الخدمة، واستئجار المالي. سنقوم بتفصيلها كالتالي:

أولا: البيع ثم الاستئجار: في هذا النوع تقوم منشآت تمتلك أراضي أو مباني أو معدات من النوع معين ببيعها إلى منشأة مالية، وتقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة، وإذا كان الأمر متعلق بأراضي أو مباني فإن المقرض في هذه الحالة يكون عادة شركة تأمين أما إذا كان الأمر متعلقا بمعدات وآلات فإن المنشأة المالية قد تكون شركة تأمين أو بنك أو واحد شركات التمويل المتخصصة.

وفي هذا النوع من استئجار يتلقى البائع (المستأجر) فورا قيمة الأصل من المشتري (المؤجر) وفي نفس الوقت يستمر البائع في استخدام الأصل، ويجري عقد بين البائع والمشتري ويتم إعداد جدول للسداد يتخذ صورة دفعات سنوية متساوية تكفي لتغطية قيمة الأصل وتزويد المؤجر بعائد مناسب على استئجاره.

ثانيا: استئجار الخدمة: يتضمن استئجار الخدمة "أو ما يطلق عليه أحيانا استئجار التشغيلي" كلا خدمات التمويل والصيانة، وقد بدأ استئجار سيارات النقل وسيارات الركوب والحسابات الإلكترونية وآلات تصوير المستندات ينتشر على نطاق كبير في الوقت الحالي، ويتطلب هذا النوع من استئجار أن تقوم الشركة المالكة لهذه الأصول بصيانتها على أن يتضمن قسط استئجار تكلفة هذه العمليات.

ويلاحظ عادة على هذا النوع من استئجار أن مجموع أقساط استئجار يعطى تكلفة الأصل بالكامل، وفي نفس الوقت فإن عقد استئجار يكون لفترة تقل كثيرا عن العمر الإنتاجي للأصل، ويتوقع المالك "المؤجر" في

¹ - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل/الدار الجامعية، (طبع نشر توزيع)، ص ب 35، إبراهيمية الإسكندرية 2000، ص 298، 301

هذه الحالة أن يحصل على فرق القيمة بإعادة تأجير الأصل بعد نهاية مدة هذا العقد نظير إقسط جديدة أو بيع هذا الأصل.

وأخيرا فإن عقود استئجار الخدمة عادة ما تعطي المستأجر حق إلغاء العقد وإرجاع الأصل قبل انتهاء مدة العقد الأساسية. ويعطى هذا الحق ميزة هامة للمستأجر حيث أنه يستطيع التخلص من الأصل في حالة التطور التكنولوجي وظهور أصول أحدث تؤدي العمل بكفاءة أكبر، أو حالة انتهاء الحاجة إلى هذا الأصل.

ثالثا: الاستئجار المالي: يتميز الاستئجار المالي بأنه لا يتضمن خدمات صيانة ولا يمكن إغاثة ولا بد فيه من سداد قيمة الأصل بالكامل ويتم هذا النوع من الاستئجار على أساس الخطوات التالية:

☑ تقوم المنشآت التي تستخدم هذا النوع من الاستئجار باختيار الأصل الذي تريده ثم تتفاوض مع المنتج والموزع في كل الأموال المتعلقة بالسعر وشروط التسليم...الخ.

☑ تقوم المنشآت بعد ذلك بالاتفاق مع أحد البنوك مثلا على أن يقوم هذا الأخير بشراء الأصل من المنتج أو الموزع على أساس أنها ستقوم باستئجار الأصل بمجرد شراؤه وتنص شروط عقد الاستئجار على ضرورة سداد قيمة الأصل بالكامل للمشتري بالإضافة إلى عائد يتراوح بين 6% و12% على الرصيد، وعادة يعطي المستأجر حق تجديد عقد الاستئجار بعد انتهاء فترة التعاقد الأصلية على أساس دفع أقساط مخفضة، ولكن ليس للمستأجر الحق في إلغاء العقد الأساسي قبل أن يدفع بالكامل بمجموع قيمة الأصل والفوائد للمشتري.

ويتشابه الاستئجار المالي مع "البيع ثم الاستئجار" في كل شيء فيما عدا أن الأصل في الحالة الأولى أصل جديد يشتريه المقرض من المنتج أو الموزع، في حين أن الأصل في الحالة الثانية يشتريه المقرض من المقترض، وبالتالي فيمكن القول أن "البيع ثم الاستئجار" هو نوع خاص من "الاستئجار المالي".

المبحث السادس: مصادر التمويل الحديثة.

بالإضافة إلى مصادر التمويل الداخلية والخارجية ظهرت مصادر التمويل الحديثة، ظهرت مع تطور الزمن والتطور التكنولوجي.

المطلب الأول: تمويل المشروع والشراكة

أولاً: تمويل المشروع: إن تمويل المشروع تقنية تمويل مبنية على هيكل تركيب قروض عدة ممولين بالتضامن، والتي عن طريقها يتقاسم المقرض مع المقترض مخاطر المشروع، ويعتمدون في ضمان تعويض المؤازرة البنكية على التدفقات النقدية التي يحدثها المشروع، الذي يعتبر مربحاً إذا سمح بضمان الإضافة إلى هامش للمتقاعدين (الممولين) تغطية تكاليف المشروع وخدمات الديون وآخر رأس المال التام (استعارة رأس المال)، وتجدر الإشارة إلى أن الاقتراضات المعتبرة لدى البنوك المركبة للقروض بمختلف العوامل التقنية والاقتصادية التي يمكن أن تؤثر في *CASH FLOW*، هي عموماً أكثر تحفظاً وإقامة من تلك التي يعتبرها المقترض، ونظراً لتعقيد هذا الهيكل التمويلي فإن تعيين مستشار مالي هي أكثر من ضرورية، وسوف نبين دور المستشار المالي في هيكل *Profect Finance* من خلال ما يلي:

- تحليل البيئة الاقتصادية التشريعية والتعاقدية للمشروع؛
- اختبار تقديرات التدفق النقدي وحساب المردودية واحتياجات التمويل؛
- أوامر واقتراحات تتعلق باختيار المؤسسة للتنظيم التشريعي للمشروع؛
- اختيار التمويل حسب التكلفة، العملة الصعبة، أفضلية معدل الفائدة؛
- المشاركة في مفاوضات التمويل.

ويمكن أن نحدد آجال تركيب هيكل تمويل المشروع ما بين 12 شهر و18 شهر، وعادة ما تتأخر هذه العملية بسبب اختيار المنشئ أو اختيار المشغل، وفيما يخص الأموال لضرورة لعملية تركيب تمويل المشروع فهي تتمثل في مساهمات أو حصص الممولين في رأس المال، وكذلك الأموال الخاصة في البنوك التجارية.

بالإضافة إلى أموال عامة لهيئات دولية (البنك العالمي، المؤسسة العالمية للتمويل، دون أن ننسى وكالات قروض التصدير)، وإن هذا المصدر التمويلي الحديث والمتمثل في تمويل المشروع يقوم على عدة عناصر خاصة والمتمثلة في تكلفة تمويل المشروع، الضمانات الأساسية في الهيكل التمويلي، التكاليف الجارية في تمويل المشروع.

1- تكلفة تمويل المشروع: من المسلم به أن التكلفة المالية لـ *Profect Finance* هي أكثر ارتفاعاً من كلفة أي تمويل آخر حيث أن التكاليف تختلف حسب المشاريع، موقعها، والفائدة التي تسجلها البنوك من هذا المشروع بصفة عامة يمكن أن نجد التكاليف التالية:

- تكلفة المستشار المالي الذي يساعد المقترض في التركيب؛
- تكلفة مختلف التأمينات المطلوبة من طرف المقترضين.

وعند معرفة تكلفة المشروع يجب أن نتعرف إلى أهم الضمانات الأساسية المطلوبة في الهيكل التمويلي:

2- الضمانات الأساسية المطلوبة في الهيكل التمويلي: تأمين القروض فيما يخص تمويل المشروع للرتبة منخفضة عادة مقارنة بالتمويل الكلاسيكي (داخلية وخارجية). من بين هذه الضمانات المطلوبة نجد ما يلي:

- تغطية المخاطر السياسي وهي مضمونة من طرف الدولة والبنك المركزي وهذا بالنسبة لقروض التصدير، أما الأموال الخاصة فالضمان يحدد مسبقا.
- الضمان التام لانجاز المشروع مرتبطة بالمنشئ المعني الذي يدع له المقرضون الأخذ بعين الاعتبار نوعية وخبرة المشغل.

ثانيا: الشراكة: الشراكة نمط ونموذج من العلاقات الخاصة والمميزة القائمة بين المؤسسات، والمبنية على التعاون الطويل المدى والذي يتعدى العلاقات التجارية والهادف الى تحقيق المصالح المشتركة من جهة، وتحديد مدى قدرات ومساهمة كل الطرق من أخرى للوصول الى الغايات المنشودة المتوقعة.

1- مراحل الشراكة: مرت الشراكة بمرحلتين أساسيتين هما:

1-1-مرحلة دعم الدولة: اقتصرت الاستثمارات في بداية الأمر على مجالات المحروقات حيث كان هذا الاستثمار يتجسد في شكل شركات مختلطة فقط أين يأخذ الشريك الجزائري 51% من رأس مال الشركة، وهذا ما نص عليه قانون 82-13 وبعد مرور أزمة 1986 انهيار أسعار البترول وانخفاض قيمة الدولار الأمريكي ثم إدخال تعديلات على هذا القانون وبهذا أصدر قانون 86-13 كقانون تكميلي.

على العموم كل من قانوني (82-13) و(86-13) لا يتماشى مع الأوضاع الاقتصادية للبلاد لذلك بقيت المشاكل المتعلقة بالتمويل الخارجي فهناك مجموعة من القوانين والإصلاحات الاقتصادية لتباين ضخامة التدابير المتخذة والتي تسمح بإدراج قانون مناسب لتغيير الاقتصاد الوطني حتى يتماشى والتطورات العالمية في حيز الليبرالية وبعدها تأتي المرحلة الثانية.

1-2-مرحلة الإجراءات التنظيمية: تميزت فترة التسعينيات بانفتاح أكبر نحو رأس المال الأجنبي وذلك من خلال قانون (90-10) للقرض والنقد الذي تفتح المجال لكل مساهمة أجنبية في التنمية الاقتصادية وتشجيع كل أشكال الشراكة دون التمييز وأصبح بإمكان الخواص الاشتراك مع الشريك الأجنبي، وينص هذا القانون على حرية إنشاء بنوك أجنبية في الجزائر من أجل فتح المجال أمام الشراكة.

2- أهداف الشراكة:

1-2-توسيع الأسواق: يتم التوسع بلجوء بعض الشركات المصدرة للبحث عن شركات لها في البلدان تراها مناسبة لاقتحام أسواقها الداخلية والتعرف على أدوات وثقافة المستهلك المحلي، والسياسات الإستراتيجية التوسعية، وهذا كتوفير الجو المناسب لتسويق منتجاتها فتكون على دراية بمتطلبات البلد المضيف أو المستقبل لتلك المنتجات؛

2-2-التقليل من حدة المنافسة: في هذه الحالة يمكن الاتفاق حسب الإستراتيجية المشتركة على تحديد وحصر الشركات المنافسة والمتواجدة في السوق الواحد ولم يقتصر على هذا الشكل، فالميزة التي يمكن أن تهيئها الشركة وهو

جمع الطاقات الممكن الاستفادة منها وإضافتها الى النشاطات الرئيسية وبالتالي خلق أجواء وفرص الاستثمار إضافية لقطاعات ومجالات مكملة للنشاط الرئيسي الأول؛

2-3-المصدقية والديمومة: تستطيع الشركات الصغيرة الحجم تدعيم مكانتها ومصداقيتها باشتراكها مع المؤسسات الكبيرة من ناحية لتوظيف وتثبيت السياسات الإستراتيجية وكذا تدعيم قدراتها المالية بارتباطها بالشركات الرائدة.

3- أسس نجاح الشراكة: تتمثل فيما يلي: توضح الخطوط العريضة لجميع نشاطاتها في إطار الشراكة بالاعتماد على جميع المعلومات الضرورية، كما على المؤسسة أن تقوم بدراسة الأهداف الإستراتيجية بالإضافة الى اختيار الشريك المناسب والموافق للشروط المطلوبة، وهناك عدة معايير تساهم في الاختيار ويتمثل في حجم المؤسسة ويقصد بذلك رقم أعمالها، قدراتها على التمويل الذاتي، خبرتها معرفتها في الميادين التي تخص التنظيم التسويقي، قدرتها التكنولوجية الإدارية.

المطلب الثالث: رأس مال المخاطر، الفاكثورينغ والتمويل الإسلامي.

زيادة على مصادر التمويل التقليدية سابقة الذكر تتاح أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجموعة أخرى من مصادر التمويل الحديثة والقادرة على تلبية احتياجاتها التمويلية سواء كمكمل لمصادر التمويل التقليدية أو كبديل عنها.

أولاً: رأس مال المخاطر:

1- مفهوم رأس مال المخاطر: يعرف رأس مال المخاطر على أنه: "استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد، وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطاً بين مصادر التمويل (في الغالب مستثمرون مؤسساتيون) وشركات المقاولات التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية"¹، كما يعرف على أنه: "تقنية خالصة في التمويل والتي لا تقوم على تقديم النقد فحسب، بل أيضاً على تقديم المساعدة في إدارة الشركة بما يحقق تطور المنشأة، كما أن رأس المال المخاطر يمثل دورة من دور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب الادخار العام أو ادخار المؤسسات (بنوك، شركات تأمين، منشآت أعمال، وحتى السلطات العمومية) في استثمارها بمخاطر مرتفعة على العموم مع توقع تحقيق عائد مرتفع (يصل في بعض البلدان مثل أمريكا إلى 30 % أو 40 %)"².

ويبدو جلياً من خلال هذين التعريفين أن شركات رأس مال المخاطر هي مؤسسات تمويلية متخصصة تتدخل في مختلف مراحل نمو المؤسسة من خلال تقديم الدعم المناسب لكل مرحلة من مراحل تطورها ونموها نظراً لخبراتها

¹ محمد براق، محمد الشريف بن زاوي: "رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2014، ص ص: 17-16.

² أحمد بوراس: "مرجع سابق"، ص ص: 124-125.

المتعددة والتي تتجاوز وظيفة التمويل إلى المرافقة والدعم الإداري للمؤسسات الناشئة التي تتميز باحتمالات نمو مرتفعة ومخاطر مرتفعة.

2- مزايا وعيوب رأسمال المخاطر:

1-2- مزايا رأسمال المخاطر: يقدم رأسمال المخاطر الكثير من المنافع من جملتها:

☑ الدور الكبير الذي يقوم به في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة في مرحلة الإنشاء أين يصعب عليها اللجوء إلى مصادر التمويل التقليدية وخاصة منها الخارجية، في ظل عدم كفاية مصادرها الداخلية وارتفاع درجة المخاطر المرتبطة بهذه المرحلة؛

☑ الدعم المالي الذي تقدمه شركات رأسمال المخاطر في شكل مشاركة يتيح لها الحصول على الأرباح الناتجة عن نشاط المؤسسة الممولة، إلى جانب المصاريف الإدارية المتعلقة بتقديم الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسة من جهة، وتحمل الخسائر في حال حدوثها كبقية المساهمين في المؤسسة من جهة أخرى، وهو ما يمثل دعماً مالياً مميّزاً تستفيد منه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بما تتيحه لها مصادر التمويل الأخرى؛

☑ تمويل المشاريع التي تعرف درجة مخاطرة كبيرة يرتبط بها عائد كبير، وهي خاصية تتعلق بشكل أساسي بالمشاريع التي تعرف تقنية كبيرة، قد تعزف المؤسسات المالية الأخرى عن تمويلها لارتباطها بعنصر عدم التأكد مستقبلاً لتجد في شركات رأسمال المخاطر ضالتها، أي أن رأسمال المخاطر تمويل جريء، مبادر ومجازف؛

☑ مرحلية التمويل، إذ يتم على مراحل تبعا لاحتياجات المؤسسة موضوع التمويل، وهو ما يدعم عملية الرقابة الفعلية على نتائج نشاطها من قبل شركة رأسمال المخاطر وتصحيح الأخطاء إن وجدت قبل تفاقمها.

2-2- عيوب رأسمال المخاطر: وإلى جانب المزايا السابقة، فرأسمال المخاطر تقنية تمويلية تشوبها أيضا بعض العيوب منها:

☑ مشاركة ومساهمة شركة رأسمال المخاطر في المؤسسة الممولة تؤدي إلى التدخل في اتخاذ مختلف القرارات المتعلقة بها بما يعادل هذه المساهمة؛

☑ تحميل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تكاليف مالية كبيرة تمثل عائد شركة رأسمال المخاطر مقابل مجازفتها بأموالها في مشروعها وتناسب مع أهمية هذه المخاطرة.

ثانيا: الفاكترينغ:

1- تعريف الفاكترينغ: يعرف كذلك بتحويل الفاتورة أو عقد تحصيل الديون التجارية، ويعرف على أنه: "عملية يلتزم في إطار اتفاقها مؤسسة متخصصة، بتسيير حسابات المؤسسات الاقتصادية عن طريق تلقي وضمان ديونها مع تحمل الخسائر المحتملة في حالة رفض الوفاء من طرف المدينين المعسرين، وهذا ما يمكن المؤسسات الاقتصادية من تحسين ميزانيتها وتخفيض مصاريف التسيير"¹.

¹ عبد الحفيظ ميلاط: "النظام القانوني لتحويل الفاتورة"، ألروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، دفعة 2011-2012، ص: 26.

وهو أيضا: "تحويل الحقوق التجارية من مالكيها للوكيل أو الوسيط الذي يتحمل مهمة تحصيلها وضمان الوفاء النهائي في حالة الإعسار المؤقت أو النهائي للمدين مقابل عمولات هذا التدخل"¹.

وبشكل أبسط يعتبر عملية تقوم بها مؤسسات مالية متخصصة أو إحدى البنوك التجارية التي تتوفر على هذه الخدمة المصرفية بشراء حسابات أوراق القبض والعملاء الموجودة بحسابات المؤسسات الصناعية أو التجارية، والتي تتراوح مدة استحقاقها بين 20 يوما و120 يوما، ومن ثم فإن هذه العملية تتيح لهذه المؤسسات الحصول على أموال جاهزة ومستمرة دون الحاجة إلى انتظار تواريخ الاستحقاق وتحصيل ديونها من العملاء والمدينين².

أما من الناحية القانونية فقد عرفه البنك المركزي الفرنسي بواسطة منشوره الإعلامي في 1973/10/21 الفاكورتينغ على أنه عملية: "تمثل تحويل ديون تجارية من مالكيها (الدائن) إلى شركة الفاكورتور (الوسيط) الذي يتحمل القيام بإجراءات الدين والذي يضمن حق الدائن في الحالات التي يكون فيها المدين بصفة مؤقتة أو دائمة غير قادر على سداد الدين، كما أن شركة الفاكورتور تدفع مقدما للدائن كامل الدين الذي تحول لها أو جزءا منه"³.

وبهذا فإن عقد الفاكورتينغ أو عقد تحويل الفاتورة يتمحور بشكل أساسي حول بيع مؤسسة لديونها المستحقة على زبائنها إلى شركة متخصصة تحل محلها في الدائنية وتلتزم بتسديد تلك الديون مقابل عمولة التحصيل وإدارة الدين.

2- مزاي الفاكورتينغ: ويقدم الفاكورتينغ جملة من المزايا يستفيد منها كل الأطراف المشاركة في العملية، وتنعكس بدورها على الاقتصاد الوطني، ومنها:

- ☑ توفير السيولة النقدية للمؤسسة مقابل إدارة حسابات المبيعات الآجلة بإجراءات وتكاليف أقل؛
- ☑ الحصول على التمويل اللازم لتفعيل أنشطتها القائمة أو التوسع في أخرى، وتجنب اللجوء إلى القروض البنكية التي يصعب الحصول عليها مقابل أقولها وممتلكاتها الصغيرة؛
- ☑ تشغيل أموال شركة الفاكورتينغ مقابل عائد مناسب إلى جانب أتعاب إدارة الديون وتقديم خدمات الدراسة للأسواق والعملاء، كما يمكنها استغلال تمويل من البنوك لتمويل عملياتها بسعر فائدة أقل من ذلك الملقب على عملياتها⁴؛
- ☑ أما على المستوى الكلي فتؤدي عمليات الفاكورتينغ إلى العمل على تنشيط المبيعات ومعها الاللب الكلي وبالتالي التوسع في الإنتاج والتشغيل على المستوى المحلي، أو من خلال تنشيط عمليات التصدير وتمكين

¹- أحمد بوراس: "مرجع سابق"، ص: 111.

²- أحمد بوراس: "مرجع سابق"، ص: 110.

³- محمد عبد الحليم عمر: "الفاكورتينغ Factoring"، سلسلة الحلقات النقاشية، الحلقة رقم 29، جامعة الأزهر - مصر، سنة 2003، ص 05، متوفر

بتاريخ 2017/11/05 على الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.com/media/6949/6b.dc>

⁴- محمد عبد الحليم عمر: "مرجع سابق"، ص: 10.

المؤسسات الصغيرة من دخول الأسواق العالمية التي يستعصى عليها دخولها نتيجة محدودية إمكانياتها وقدراتها المالية.

3- عيوب الفاكторинг: أما عيوبه فيمكن إيجازها فيما يلي:

ثالثا: التمويل الإسلامي: يعد التمويل الإسلامي بصيغته المتنوعة من أهم الطرق التمويلية التي قد تلجأ إليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا في ظل زيادة الاهتمام به على المستوى العالمي، ويعود ذلك إلى تقارب أهداف كل من التمويل الإسلامي كجزء من الاقتصاد الإسلامي الذي يهدف إلى تحقيق تنمية المجتمع ككل، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كأحد أهم صور تحقيق التنمية الاقتصادية، ومن أهم صيغ التمويل الإسلامي كما يلي:

1- المضاربة: تمثل المضاربة عقدا خاصا بين طرفين يدفع أحدهما (صاحب رأس المال) نقودا إلى الطرف الآخر (العامل) ليتجر به على أن يكون نصيب كل منهما في الربح معلوما¹. والمضاربة تبعا لهذا المفهوم تتخذ شكلا ثنائيا، ولكن في الاقتصاديات المعاصرة أين تتميز المشاريع الاستثمارية بحجم كبير واحتياجات ضخمة للتمويل، يصبح هذا الشكل محدودا وغير كاف، لتظهر هنا الصيغة الأكثر تطورا وملائمة وهي الصيغة المشتركة أو الجماعية للمضاربة، وتضم المضاربة المشتركة ثلاثة أطراف؛ أصحاب رؤوس الأموال، المستثمرين أو أصحاب الأعمال والمضارب المشترك والذي يقوم بتجميع الأموال من الطرف الأول وتقديمها للطرف الثاني، وبذلك يضمن تحقيق التوافق والتنظيم بين المدخرات ومجالات استثمارها².

وتعتبر هذه الصيغة رغم مخاطرها وصعوبة ممارستها في بعض الأحيان مناسبة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لقدرة على تعبئة الأموال اللازمة مع خلوها من أسعار الفائدة التي تشكل تكلفة كبيرة بالنسبة لهذه المؤسسات محدودة الأموال في حالة اللجوء إلى التمويل بالمصادر الخارجية.

وتختص هذه الصيغة بتمويل الاستثمارات التي عادة ما تتطلب أموال هامة، وهو ما ينجر عنه تحمل المؤسسة الممولة لأي خسارة قد تحدث إذا لم يثبت إهمال أو تقصير المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي تحصل على أي شيء نظير عملها على اعتبار أن الخسارة من جنس العمل، وعليه فإن هذه الصيغة تساوي بين المال والعمل وفي ذلك تشجيع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على بذل الجهد اللازم لتحقيق الربح والحفاظة على وجودها في بيئة الأعمال من خلال مرافقتها بالتمويل الضروري منذ بداية نشأتها الاقتصادية³.

2- المشاركة: صيغة أخرى من صيغ التمويل المصرفي الإسلامي، تقوم على أساس تقديم التمويل اللازم للمشاريع مشاركة مع أصحابها، مع اتفاق منذ البداية على نصيب كل من صاحب المشروع والذي يتولى إدارته رفقة المؤسسة

¹ - ضياء مجيد: "البورصات وأسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر، سنة 2008، ص: 86.

² - ضياء مجيد: "مرجع سابق"، ص: 87.

³ - عبد المطلب عبد الحميد: "مرجع سابق"، ص: 204.

الممولة، كل حسب مساهمته في المشروع¹، وفي العادة تتخذ شكل المشاركة الدائمة غير المحددة بأجل معين أي أنها طويلة الأجل، والمشاركة المنتهية بالتمليك أو المتناقصة والتي تقوم فيها المؤسسة الممولة بتقديم تمويل جزئي لرأس المال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على أن تمويل هذه الأخيرة الجزء المتبقي، وهو ما يحدد حصة كل منهما في رأسمال المشروع وبالتالي تحديد أرباح وخسائر كل منهما.

ومن المزايا التي تقدمها هذه الصيغة إمكانية حصول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على حصة المؤسسة الممولة وفقا لعقد مبرم بينهما يتضمن قيام مؤسسة التمويل ببيع حصتها في حال قيام المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بسدادها بأسرع وقت ممكن وفقا لبرنامج زمني متفق عليه².

3- المراجعة والبيع الآجل: في هذه الصيغة تقوم مؤسسة التمويل بتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير أصول ثابتة وضمان تقديم تمويل رأسمالي، أو مستلزمات الإنتاج والتشغيل الضرورية لتمويل رأس المال العامل، ويتم ذلك بشراء هذه الأصول سواء الثابتة أو المنقولة حاضرا ثم بيعها آجلا لهذه المؤسسات، وذلك بهدف ربح الفرق بين السعر الآجل والعاجل، أي أنها صورة من صور البيع معلوم الثمن والربح. ومصرفيا، وعلى اعتبار أن المؤسسة الممولة غالبا تكون مصرفا إسلاميا فإن هذا الأخير يتلقى أمرا من العميل بشراء سلعة معينة بمواصفاتها، واعداد بشراء هذه السلعة ثم يبيعها لهذا العميل برأس مالها وزيادة الربح المتفق عليه³.

إن ما يميز هذه الصيغة ملكية الأصول من قبل المؤسسة الممولة وهو ما يحملها كل المخاطر التي قد تتعرض لها، إلى جانب أمر آخر متعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو الأمر بالشراء والتي قد تتراجع عن وعداها باقتناء السلعة أو الأصل موضوع المراجعة، وإن كان الوعد ملزما من الناحية الأخلاقية والدينية فهو غير ملزم عمليا، إلا إذا ثبت حصول ضرر للمؤسسة الممولة بسببه⁴. ومن أجل تجنب ذلك من الأجدى اللجوء إلى هذا الأسلوب مع اشتراط المواعدة الملزمة للشراء⁵، أو قيام المؤسسة الممولة بالاتفاق مع مالك السلعة أو الأصل موضوع التمويل على ردها في حال عزوف الأمر بالشراء عن الوفاء بوعدده.

4- الإجارة: تعد الإجارة من صيغ التمويل الإسلامية وهي نوع من البيوع يبرم بين طرفين يملك به الطرف الأول "المستأجر" منفعة العين أو الأصل محل عقد الإجارة خلال مدة زمنية محددة تتيح له أحقية تملك الأصل بشكل قانوني من الطرف الثاني "المؤجر"، وخلال هذه المدة يقوم المستأجر بدفع عوض مقابل المنفعة التي حصل عليها نتيجة

¹- وفاء أحمد محمد، وفاء أحمد محمد: "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)"، مجلة الأستاذ، العدد 201، سنة 2012، ص: 840.

²- عبد المطلب عبد الحميد: "مرجع سابق"، ص: 203.

³- الوثائق عطا المنان محمد أحمد: "عقد المراجعة- ضوابطه الشرعية- صياغته المصرفية وانحرافات التطبيقية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، سنة 1415 هـ- 1994 م، ص: 32.

⁴- حسام الدين بن محمد صالح فرفور، حسام الدين بن محمد صالح فرفور: "التمويل واستثمار الأموال في الشريعة الإسلامية"، بحث علمي مقدم للمؤتمر الثاني للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تحت شعار الصيرفة الإسلامية صيرفة استثمارية، سنة 2007، ص: 19.

⁵- وفاء أحمد محمد: "مرجع سابق"، ص: 839.

استخدامه. ويمكن ضم جميع العناصر المتعلقة بالإجارة في تعريف فقهي شامل يقر بأنها: "عقد على منفعة مباحة معلومة، مدة معلومة، من عين معلومة، أو موصوفة في الذمة، أو عمل بعوض معلوم"¹، وفي المعاملات الحديثة يقوم البنك الإسلامي بشراء أصول محددة المواصفات من قبل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة طالبة التمويل وتأجيرها لها مقابل إيجار يكون كافيا لتسديد قيمة شراء الأصل وكل المصاريف المتعلقة بذلك إلى جانب ربح عن العملية².

5- القرض الحسن: وهو كل قرض يمنح من هيئة أو شخص لطرف آخر بشكل مجاني أي دون تقاضي منافع مالية مقابل منح هذا القرض، ويعد القرض الحسن من أهم الصيغ التمويلية التي تنفرد بها البنوك الإسلامية من خلال تقديم التمويل اللازم لعملائها الذين يقدمون ضمانات مختلفة وكافية تؤكد على جدية المقترضين ونواياهم السليمة في تسديد القروض حسب ما اتفق عليه بين طرفي التعاقد وفقا لجدول تسديد محدد وخالي تماما من أي فوائد أو أي مبالغ تقابل التمويل الممنوح، أي دون اشتراط الزيادة على مبالغ القروض، أو كما يعرف فقهيًا على أنه: "تمليك مال يرد بدله دون زيادة"³.

ويعتبر القرض الحسن من بين أهم الصيغ التمويلية التي تنفرد بها البنوك الإسلامية والتي تتناسب مع طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصوصيتها المالية المتعلقة بمحدودية إمكانياتها المالية، وعلى عكس القروض المصرفية بأنواعها والتي تكلفها دفع سعر الفائدة والذي غالبا ما يكون عاليا لارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بها، فهو يمنحها التمويل اللازم ما يؤدي إلى خفض تكاليف العملية الإنتاجية وبالتالي انخفاض أسعار السلع والمنتجات وزيادة تنافسيتها مع الأخذ بعين الاعتبار مراعاة الجودة.

6- بيع السلم: وهي صيغة يتم فيها استلام السلعة آجلا مقابل دفع ثمنها عاجلا، ويشترط في بيع السلم تحديد كل الجوانب المتعلقة بالسلعة محل العملية من مواصفاتها وثنائها ومواعيد استلامها، وتعرف هذه الصيغة بأنها: "بيع موصوف في الذمة، حيث تسلم فيه السلعة آجلا نظير دفع الثمن مقدما"⁴.

وإجمالا يمكن إيعاز أهمية التمويل الإسلامي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى عديد المزايا التي يقدمها، ونذكر منها⁵:

☑ تنوع أساليب وصيغ التمويل الإسلامية من مضاربة، مراجعة، مشاركة، قرض حسن، بيع السلم، بيع الاستصناع والإجارة وأساليب أخرى تتيح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلبية احتياجاتها المالية؛

¹ عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان: "عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامية دراسة فقهية مقارنة"، بحث رقم 19، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، سنة 2000، ص: 22.

² إسراء مهدي حميد: "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية"، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 18، العدد 02، 2010، ص: 384-385.

³ أحمد حسن: "القرض الحسن حقيقته وأحكامه"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد الأول، سنة 2007، ص: 550.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد: "مرجع سابق"، ص: 205.

⁵ عبد المطلب عبد الحميد: "مرجع سابق"، ص: 200-201.

- ☑ تنوع مصادر التمويل الإسلامي من أموال تبرع، صدقات، زكاة وأموال وقف والتي تتيح جميعها فرصا ومجالات أكثر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفقا لأساليب التمويل المذكورة آنفا؛
- ☑ تحقيق معيار العدل في المعاملات بين أطراف عملية التمويل مقارنة بالتمويل التقليدي القائم على حصول الجهة الممولة على ضمان وعائد ثابت مقابل تقديم التمويل، في حين يقوم التمويل الإسلامي على المشاركة واقتسام المخاطرة والغنم بالغرم، وهو ما يسمح باستفادة كل الأطراف على حد السواء، وبالتالي انتقال الممول من دور المرابي إلى دور الشريك الحريص على نجاح شركته؛
- ☑ التخصيص الأمثل للموارد المالية على أساس دراسة جدوى اقتصادية وشرعية، وبناء على طموحات المجتمع وآماله في تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية مستدامة.

خلاصة الفصل الأول:

إن المؤسسة تلجأ إلى مصادر التمويل لتغطية كل احتياجاتها المالية، إلا أنها تبحث عن ذو التكلفة الصغيرة وذلك كلما سمحت لها الظروف بذلك، وذلك يتوقف على عدة عوامل نذكر منها: مدى تطور المحيط الاقتصادي لها ومن جهة أخرى محيطها الداخلي أي كل ما يتعلق بها من خلال مكانتها، نوعها، مصداقيتها. إلى غير ذلك من عوامل تؤثر على مدى قابلية المؤسسة بالاستعانة بأحد مصادر التمويل، حيث تستعين بمصادر الخاصة عند استطاعتها بذلك.

من خلال مصادر التمويل الداخلية و التي نعني بها كل الوسائل التمويلية التي تستطيع المؤسسة إيجادها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في أموالها الخاصة، وهي التي تسمح بتمويل مشاريع المؤسسة عن طريق التمويل الذاتي الذي يتمثل في إمكانية المؤسسة تمويل نفسها بنفسها، أو عن طريق الرأسمال العامل الذي يفرض تمويل المؤسسات استثماراتها من مصادر محدد من الخصوم، أما في حالة ما يفوق احتياج المؤسسة التمويل الداخلي تلجأ إلى التمويل الخارجي أي استعمال موارد الغير أما من مصادر التمويل الطويلة الأجل أي من أسواق رؤوس الأموال أو من قروض متوسطة وقصيرة الأجل أي عن طريق الاقتراض من البنوك، كما تلجأ المؤسسة لتمويل عجزها إلى الاستئجار.

بالإضافة إلى مصادر التمويل الداخلية والخارجية ظهرت مصادر تمويل حديثة مع تطور الزمن والتطور التكنولوجي منها تمويل المشروعات، الشراكة والتمويل الإسلامي.



تمهيد الفصل الثاني:

يعد المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية، فهو بمثابة عصب الحياة لأي مؤسسة، باعتباره المحرك الرئيسي للوظائف والمهام داخل هذه المؤسسة، ومن ثم فإن توفره في الوقت المناسب وبالقدر الكافي يعد أكثر من ضرورة، ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توفر مصادر تمويل مختلفة تسمح بتحقيق هذا الهدف. ومن بين هذه المصادر نجد سوق الأوراق المالية الذي يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على سد حاجة التنمية الاقتصادية ودعم الاقتصاد، فهي تعتبر الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن رؤوس أموال بهدف التمويل، وذلك عن طريق أدوات مالية متعددة من أسهم، سندات، مشتقات مالية وأوراق هجينة.

كما تستقطب سوق الأوراق المالية الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدره عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، وهذا يقتضي توفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المتداولة حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار أوراقها تتقلب قيمتها من سنة لأخرى ومن فترة لأخرى، ما يجعل المستثمرين يعتمدون على مؤشرات ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق وهذا من أجل ترشيد قراراتهم فهي تعطي للمستثمر فكرة مسبقة عن السوق، إذ تلخص بشكل عام أداءه، والمؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع تختلف من دولة لأخرى، وداخل الدولة الواحدة من سوق لأخرى.

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

- المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الخامس: علاقة المؤسسة ببورصة الأوراق المالية؛
- المبحث السادس: مهام البورصة مع المؤسسات؛
- المبحث السابع: ضرورة اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد؛

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي وضمان استمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في جميع الدول، وهذا النمو يكون مرهون بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة والتي يأتي في مقدمتها عنصر رأس المال الذي يعد عاملا مهما وحيويا في استمرار نشاط المؤسسات من عدمه، يتم توفير هذا العنصر من خلال مصادر مختلفة والتي من بينها سوق الأوراق المالية الذي يلعب دورا هاما في تمويل المشاريع الاقتصادية. لمعرفة ماهية هذه السوق ارتأينا أن نتناول ضمن هذا المبحث بعض الأساسيات التي تتعلق به من مفهومه أنواعه، تنظيمه أهميته وسبل تطويره.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأنواعه

تعد الأسواق المالية النظام الأوسع والأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، منها ما يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، ومنها ما يمول عمليات التشغيل، وطبقا لهذا التصنيف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم سوق الأوراق المالية وأنواعه.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية: تعني كلمة سوق لغة الموضوع الذي يجلب إليه المتاع للبيع، أو الابتياح تذكر وتؤنث، وجمعها أسواق أما كمصطلح اقتصادي فيقصد بالسوق المكان الذي ينشأ عندما تلتقي فيه قرارات البائعين والمشتريين بشأن شراء، بيع وتبادل سلعة أو خدمة بحيث تتفاعل فيه قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار، على أن يكون هناك اتصال وثيق بين البائعين والمشتريين سواء كان هذا الاتصال مباشرا أو بأية وسيلة اتصال أخرى (البريد، الهاتف شبكة الأنترنت وغيرها)¹.

هناك العديد من التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية، من بينها نذكر ما يلي:

☑ السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال²، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الالتقاء أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق³؛

☑ السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأموال المالية بيعا وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي⁴، كما تسمح بتحريك الادخار الفردي⁵؛

¹ - حسن بن هاني: "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة)"، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، سنة 2001، ص: 03.

² - Daniel Goyeau et Amin Tarazi, "La Bourse", 2^e édition, France, 2006, p: 11.

³ - وليد لافي وأنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص: 16.

⁴ - عاطف وليد أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص: 21.

⁵ - Pierre Conso et Farouk Hemici, "gestion financière de l'entreprise", 10^e édition, Dunod, France, 2002, p: 387.

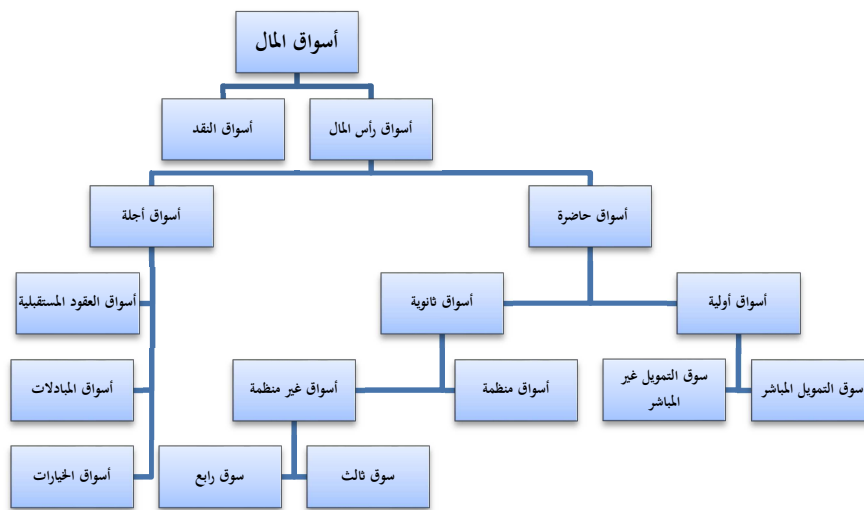
☑ السوق المالي هو السوق الذي يعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية، إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، تحتمل عملياتها العوائد والمخاطر، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها شراء، بيع وتبادل للموجودات المالية¹؛

☑ سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها، على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين، مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع².

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن سوق يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية، وذلك في ساعات محددة ومعلنة من قبل، بواسطة متخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين كالسمسرة، وكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية وتسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.

ثانياً: أنواع سوق الأوراق المالية: توجد العديد من التصنيفات لسوق الأوراق المالية، وفقاً لأسس مختلفة ومعايير متباينة من تصنيف لآخر، إلا أن أهم التصنيفات وأكثرها شيوعاً هو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (II - 01): تصنيفات سوق الأوراق المالية.



Jean-Marie Gagnon et Nabil Khoury, "Traite de Gestion Financière", 2^{eme} édition, G. Morile, CANADA, 1981, P : 559.

من خلال الشكل السابق نجد أنه يمكن التمييز بين نوعين من سوق الأوراق المالية كما يلي:

1- السوق النقدية: وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز غالباً سنة واحدة لذلك تعرف بسوق رؤوس الأموال القصيرة الأجل، كما تعرف بسوق السيولة حيث جاءت هذه التسمية بسبب

¹ - قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، الطبعة الأولى، دار رسلان، سوريا، 2006، ص: 202.

- محمد سويلم، "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الشركة العربية، مصر، بدون سنة نشر، ص: 272.²

سرعة وسهولة تحويل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة.¹ ومن أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذه السوق أدوات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، ومن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك التجارية والبنوك المركزية.²

تتميز الأسواق النقدية بكون أن الاستثمار فيها أكثر أماناً لتدني درجة المخاطرة التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

وتعد سوق النقد الأبعد وجوداً وتطوراً من سوق رأس المال، فهي سوق الأموال قصيرة الأجل، التي لا تتعدى مدة استحقاقها من حيث مصادرها واستخداماتها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري فيه أوراق الدين قصيرة الأجل. ومواصفات سوق النقد أنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً نشاط السوق، لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطرة منخفضة جداً، لأن القيمة الاسمية لهذه الأدوات شبه مؤكدة ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية، لاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المراكز الائتمانية القوية.³

وتتوفر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية، ومخاطرة تكون منخفضة، وبأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة، والأنواع المتاحة في سوق النقد هي⁴:

1-1- أدوات الخزينة: تعتبر أدوات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها السلطة النقدية في البلد المعني، وفي الغالب الأعم لحاملها، تباع بطريقة المزيدة العلنية وبخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة، وقد تصدر الأدوات إما بالأشهر (3،6،9،12)، أو بالأيام (91،182،365)؛

1-2- الأوراق التجارية: تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بوجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية، تتراوح آجالها بين 3 و270 يوماً، تباع بخصم عن القيمة الاسمية، وأحياناً تكون إصداراتها بالأشهر 2-6 أشهر؛

1-3- شهادات الإيداع المصرفية: الرمز الشائع في التداول لهذه الورقة هو CDs ، وهي تعتبر من الأدوات المهمة في سوق النقد، تصدرها المصارف التجارية. ترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة لها بفوائد عند الاستحقاق الذي لا يتجاوز السنة الواحدة وبنسب مغوية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة؛

¹ هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، سنة 2003، ص: 69.

² حسن بن هاني: "مرجع سابق"، ص: 15.

³ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة. دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، سنة 2004. ص: 114.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: "المرجع السابق"، ص: 115-119.

4-1- القبولات المصرفية: عبارة عن سحبات مصرفية يستخدمها المستورد عند استيراد البضاعة من الخارج. فهي إذن حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل، حيث يصدر البنك التجاري حوالة يتعهد فيها بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق، وتنشأ هذه الحوالات بشكل واسع في عمليات تمويل التجارة الخارجية، وتتراوح آجال استحقاقها بين 30 و180 يوماً، مواصفاتها أنها قصيرة الأجل، معتدلة المخاطر، ويرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، والعلاقة بينها عكسية؛

5-1- قرض فائض الاحتياطي القانوني: قد يحصل لدى بنك فائض في قيمة الاحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يستطيع إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز في الاحتياطي الاقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة (تتوافق مع حجم الودائع لدى البنك المعني).

2- سوق رأس المال: تعرف سوق رأس المال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل¹، وهي سوق الأموال طويلة الأجل، والتي تلتقي من خلالها وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، ويمكن النظر إلى هذه السوق على أنها المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول الأموال داخل إطارها التنظيمي².

وتعرف على أنها السوق التي تضمن تلاقي الطالبين والعارضين للأوراق المالية بطرق متنوعة³، والبورصة هي سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق باعتبارها مكاناً يلتقي فيه البائعون والمشترون - من خلال سمسرة - لتبادل سلع هي الأسهم والسندات، وهي أقرب ما يكون إلى السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد - للصفقة الواحدة - للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة (وهي الأسهم والسندات) مع سهولة نقلها من مكان إلى آخر⁴، وتنقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة كما يلي:

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياق □: "أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات استثمار"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2002، ص: 237.

² - إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك: "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الأزاريطة، الإسكندرية، سنة 2002، ص: 118.

³ - Daniel GOYEAN, Amine TARARZI : *La bourse. Edition La Découverte, Paris, 2006. P11.*

⁴ - محمود أمين زويل، يوسف البطريق: "بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها"، دار الوفاء لدينا للطباعة والنشر، الإسكندرية، سنة 2000، ص: 36.

1-2- الأسواق الحاضرة أو الفورية: تعرف هذه الأسواق بالحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، وتنقسم هذه الأسواق إلى¹:

1-1-2- الأسواق الأولية (أسواق الإصدار): وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة، أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في بورصة أوراق مالية. وتكون السوق الأولية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية، وتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك الاستثمار، كما قد تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي تتسم فيها سوق رأس المال بالصغر².

وتعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ أن التوقف عند هذه السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الأوراق المالية الجديدة، حيث تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والتسع للورقة المالية³. وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين:

1-1-1-2- أسواق التمويل المباشر: هي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق، ومن دون تدخل الوسطاء؛

2-1-1-2- أسواق التمويل غير المباشر: يقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال وسيط مالي معين يقوم بشراء الأوراق المالية، عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، كبنك الاستثمار الذي يتولى مهمة بيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في استثمار في تلك الأوراق.

2-1-2- الأسواق الثانوية (أسواق التداول): يجري في السوق الثانوي تداول الأوراق المالية المصدر سابقاً في السوق الأولي، أي أن الأوراق في هذا السوق متداولة من قبل، وتنقسم سوق التداول إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة: **1-2-1-2- السوق المنظمة:** يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية، تتميز هذه السوق ببيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم وهي تخضع للقوانين، القواعد والإجراءات التي تضعها الجهات الرقابية، يدار من قبل لجنة البورصة المتكونة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، الوسطاء والحكومة؛

¹ - للمزيد أنظر:

- منير إبراهيم هندي: "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، المعارف للطباعة والنشر، مصر، سنة 2002، ص: 481.

- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك: "مرجع سابق"، ص: 122.

- صلاح السيد جودة: "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً"، الطبعة الأولى، الإشعاع الفنية، مصر، سنة 2002، ص: 24.

- Guy Goudamine et Jean Monitier, "banque et les marches financiers", édition economica, France, 1998, pp :317-319.

- Alain Martinet, "lexiques de gestion", 5^{eme} édition, dalloz, France, 2000, pp :53,54.

² - ضياء مجيد: "أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، سنة 2003، ص: 6.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: "مرجع سابق"، ص: 121.

2-2-1-2- السوق غير المنظمة: يطلق عليها اسم السوق الموازية وهي لا تخضع لقوانين السوق المنظمة، تمتاز بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق المنظمة، ونجد في السوق غير المنظمة:

☞ **السوق الثالثة:** يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، تنشأ هذه السوق بـ [] فة أساسية بهدف تخفيف أعباء العمولة التي يـ []ل عليها السماسرة وذلك لكون السمسار في هذه السوق لا يدفع رسوم التسجيل أو رسوم العضوية في السوق وغير ملزم بحد أدنى من العمولة، تتميز المعاملات في هذا السوق بانخفاض التكلفة وسرعة التنفيذ؛

☞ **السوق الرابعة:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مـ []درة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتـ []الات إلكترونية وهاتفية حديثة.

2-2- الأسواق الآجلة (المستقبلية): تسمى أيضا بأسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات وعمليات...) وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق¹.

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية وطبيعة التعامل فيها

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال التعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

- نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية؛

- المتعاملون؛

- الأوامر؛

- طبيعة المتدخلون في السوق المالية؛

أولا: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية: يشترط في السوق المنظمة أن يتم التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخـ [] لهم بالعمل فيها، طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، ويتم الإعلان عن الـ []فقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة، وغيرها من المعلومات التي تكون ضرورية للإعلان عنها لـ []الح المتعاملين.

¹ - عبد النافع الزري وغزي فرح: "الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، سنة 2001، ص ص: 50/49.

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية يتكون من¹:

1- صالة التداول: وهو المكان المخصص للتداول؛

2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالسوق، إذ يمكن أن يكون هذا الوسيط منشأة فردية أو شركات متخلفة في مجال السمسرة، ويمنعون من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص.

الوساطة من الفاعلين الرئيسيين في السوق فهم من أهم صناعه، وموجهوه، والمحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، يوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال الذرائع والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتعلق بالسوق ككل.

من هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، كالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحليل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:

3-1- طريقة المفاوضة، في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ؛

3-2- طريقة المزايمة، في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، يتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي.

ثانيا: المتعاملون: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما²:

1- تصنيف المتعاملين حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تحصيل عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

1-1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك فهم يهتمون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بدقة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق إذ يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي

¹ بوكساني رشيد: "مفوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص ص: 49/50.

² للمزيد أنظر:

- محمود أمين زوبل، يونس البليق: "بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق"، الدار الجامعية، م، سنة 2002، ص: 51.

- بوكساني رشيد: "مرجع سابق"، ص ص: 50/51.

والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق فضلا عن معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق؛

1-2- المضاربون الهواة: يرغبون في الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن يهتموا بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا يقومون بدراسة اتجاهات السوق، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق عند تحقيق خسائر؛

1-3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوفر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم؛

1-4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية؛

- المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2- تصنيف المتعاملين إلى عارضين وطالين للأوراق المالية: يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطلين للأوراق المالية:

1-2- الطالين للأوراق المالية: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبا الأوراق المالية إلى فئتين:

1-1-2- الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، تتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها؛

2-1-2- الفئة الثانية: تضم البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية.

2-2- العارضون للأوراق المالية: يقصد بهم العارضون لرأس المال في شكل أوراق مالية، يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، الشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق... الخ، بالإضافة للعارضين والطلين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

☑ السماسرة ووكلاء التبادل؛

☑ صناديق الاستثمار؛

☑ المحكمون والمراقبون.

ثالثاً: الأوامر: وهي عبارة عن 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 مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، هذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر¹.

بعبارة أخرى الأمر هو التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كأن يبيع أو يشتري له في السوق أوراقاً مالية معينة²، ويجب أن تشمل الأوامر على خصائص معينة³:

☑ نوع العملية أو الصفقة، هل هي بيع أو شراء؛

☑ عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛

☑ طبيعة الورقة المالية؛

☑ وقت التنفيذ؛

☑ سعر التنفيذ محدد أو يكون تقريبي كأن يتم التعامل بأفضل سعر ممكن.

رابعاً: طبيعة المتدخلون في السوق المالية: يتدخل في السوق المالية العديد من المتعاملين، كل على حسب حاجاته ورغباته ووظائفه الرئيسية، ويمكن تصنيف المتدخلين في السوق المالية إلى ما يلي:

1- صناديق الاستثمار: وهي صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة، وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار، ويكون الهدف هو تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في استثمارات في الأوراق المالية، وبما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق. وتنقسم صناديق الاستثمار إلى صناديق استثمار مفتوحة وهي التي يكون فيها للمستثمرين حرية الخروج والدخول من وإلى الصندوق في أي وقت وبسهولة نسبية مما يفرض على مدير الاستثمار الاحتفاظ بسيولة كافية لمواجهة طلبات الاسترداد، والنوع الآخر هو صناديق الاستثمار المغلقة وهي التي تتميز بثبات أموال الصندوق وعدم الحاجة إلى توفير سيولة نقدية لمواجهة طلبات الاسترداد⁴، وهي ذات فائدة كبيرة في السوق المالية نتيجة لأنها تعمل على تلبية احتياجات متعددة لعدد كبير من المستثمرين، مما يسمح لها بتجميع حجم كبير من الأموال واستثمارها بكل كفاءة وخبرة، بالإضافة إلى هذا فإنها تساعد على حفظ توازن السوق وزيادة كفاءتها؛

¹ - بوكساني رشيد: "مرجع سابق"، ص ص: 50/51.

² - محمد يوسف ياسين: "البورصة-تنازع القوانين-اختصاص الحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، سنة 2004، ص: 99.

³ - نصر علي أحمد طاحون، "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، سنة 2003، ص: 106.

⁴ - طارق عبد العال حماد: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، طبع ونشر وتوزيع، سنة 2000، ص: 29.

2- الشركات والمؤسسات: بحيث يتدخل في السوق المالية عدد كبير من الشركات والمؤسسات بمختلف أنواعها وأشكالها وطبيعة نشاطاتها، ومن بينها نذكر ما يلي:

2-1- الشركات القابضة الخاضعة لقطاع الأعمال العام: بحيث تعتبر هذه الشركات من الأطراف الفاعلة والمؤثرة على اتساع نشاط سوق الأوراق المالية، وخاصة من خلال برامج خصصتها، بحيث تجتذب أسهم الخصخصة عددا كبيرا من المستثمرين؛

2-2- الشركات التي تعمل في مجال الوساطة المالية بين المتعاملين في الأسواق المالية: وهي جميع الشركات التي تتولى تسوية الصفقات بين المتعاملين في السوق المالية ويمكن تقسيمها إلى نوعين:

❖ شركات السمسرة: والسمسار هو شخص ذو دراية وعلم وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية، وفي المواعيد الرسمية المقدرة لها، وحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري¹؛

❖ شركات المقاصة والتسوية: وهي شركات تقوم بتنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل بها بواسطة شركات السمسرة وتسوية الأوضاع المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقا لنظام وترتيبات السوق المالية.

2-3- شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية: وهي شركات تقوم بتكوين محافظ متنوعة من الأوراق المالية نيابة عن المستثمرين، وتقوم بإدارتها وتغيير مكوناتها بما يتناسب مع ظروف السوق، ويتم ذلك إما بناء على أمر مباشر من العميل بعد تقديم النصح والمشورة له، أو عن طريق قيام العميل بتفويض الشركة للقيام بذلك، وهي تختلف عن صناديق الاستثمار في كونها تمسك لكل عميل محفظة مستقلة به؛

2-4- الشركات والمؤسسات المالية: بحيث تقوم الشركات والمؤسسات المالية باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية إما بغرض استثمار أموالها الفائضة في أوراق مالية لفترة قصيرة، أو تقوم باستثمارات محفظة طويلة الأجل؛

2-5- الشركات التي تمارس نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها الخاص: وهي مختلف الشركات العاملة في السوق المالية والتي تمارس نشاط ترويج وتغلية الاكتتاب في الأوراق المالية، بالإضافة إلى المشاركة في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو زيادة رأس مال الشركات القائمة.

ثالثا: المستثمرون الأفراد: ويمثلون كبار المستثمرين الذين يقومون بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات أولاً بأول ورصد تحركات السوق، ويتم ذلك عن طريق مصادر مختلفة، لذلك تكون قراراتهم الاستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة، بينما لا تتوافر مثل هذه الإمكانيات للمستثمرين الصغار مما يجعلهم يتوجهون إلى وضع أموالهم لدى مؤسسات أخرى تنوب عنهم في السوق المالية.

¹ - محمد الصيرفي: "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2006، ص: 14.

المطلب الثالث: وظائف وأهمية سبل تطوير سوق الأوراق المالية

تتصف السوق المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق، وهو ما يعطي لها مكانة مهمة داخل الاقتصاد، مما يؤدي إلى الاعتماد عليها في القيام بالعديد من الأدوار المساعدة والمكملة لأدوار ووظائف المكونات الأخرى للجهاز المالي، لذا سنحاول في هذا المطلب أن نبين وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية أولاً ثم نبرز سبل تطويره.

أولاً: وظائف السوق المالية: تؤدي السوق المالية عدة وظائف مهمة في الاقتصاد، ومن ذلك نذكر ما يلي:

■ تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، ويكون ذلك بشكل مباشر حيث تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في سوق المال، أو بشكل غير مباشر عن طريق تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال وهي أساساً البنوك وشركات التأمين ومؤسسات الادخار والإقراض وصناديق المعاشات، والتي تقوم بتحويلها إلى الوحدات ذات العجز التمويلي¹؛

■ إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته، وهذا من خلال شراء المدخر للأوراق المالية في السوق عند توفر الفائض لديه ثم بيعها من أجل الحصول على احتياجاته التمويلية في فترة العجز؛

■ تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية، وهذا يعني أن البورصة لها دور في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معاً، فهي بما فيها من أجهزة وإمكانيات واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعدئذهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعر عادل للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطراً بخسارة²؛

■ توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر، وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جهة، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق المالية التي يتم التعامل بها من جهة أخرى؛

■ تمثل البورصة مؤشراً هاماً يعبر عن الحالة الاقتصادية العامة للبلد، حيث تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في

عملية التنبؤ من خلال موقعها كمركز يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها؛ ونتيجة لهذا الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، نجد أن السلطات الاقتصادية تولي لها أهمية بالغة وتعمل من خلالها على تحقيق العديد من أهداف خططها الاقتصادية.

¹ - أحمد أبو الفتوح علي الناقية: "نظرية النقود والأسواق المالية"، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، سنة 2001. ص: 10.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: "مرجع سابق"، ص: 271.

ثانيا: أهمية سوق الأوراق المالية: تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما وأساسيا في اقتصاديات الدول، إذ تتجلى أهميتها في العديد من النقاط، نذكر من بينها¹:

1- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: للأسواق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رؤوس الأموال وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية، فهي إذن حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تقوم بتجميع الإدخار من وحدات الفائض عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق ثم تحويل الإدخار إلى وحدات العجز في الموارد المالية؛

2- توفير السيولة: وهي أهم وظيفة تؤديها سوق الأوراق المالية بعد تجميع المدخرات، إذ يتمكن المستثمرين الذين بحوزتهم أوراق مالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، يبيع تلك الأوراق وفي أي وقت، حيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد لشراؤها باعتبارها سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وتظهر هذه الأهمية في أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة والسهولة في التعامل بيعا وشراء مقارنة بما هي عليه العقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، كما يتميز بإمكانية الاستثمار بأي مبلغ ولأية مدة طالت أو قصرت؛

3- جذب رؤوس الأموال الأجنبية: تساعد سوق الأوراق المالية على جذب رؤوس أموال أجنبية لتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية من خلال طرح أسهم لهذه المشاريع للكتابة فيها، فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات، وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة واقتناء تكنولوجيا جديدة؛

4- السوق مؤشر لتحديد الأسعار: تعتبر سوق الأوراق المالية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكبر الشيء الذي يجعل أسعار الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، حيث يلعب التقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول دورا هاما في تحديد أسعار الأوراق المالية، التي تعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة والمردودية وكذا ثقة المستثمرين وقدرة الإدارة على التسيير؛

5- مراقبة الاستثمارات: من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في دولة ما لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار - وهو ما يعد مؤشر

¹ - للمزيد أنظر:

- ضياء مجيد موسوي: "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، سنة 2003، ص: 08/07.

- محمد حافظ الرهوان: "النقود والبنوك والأسواق المالية"، بدون دار نشر، مصر، سنة 2005، ص: 141/142.

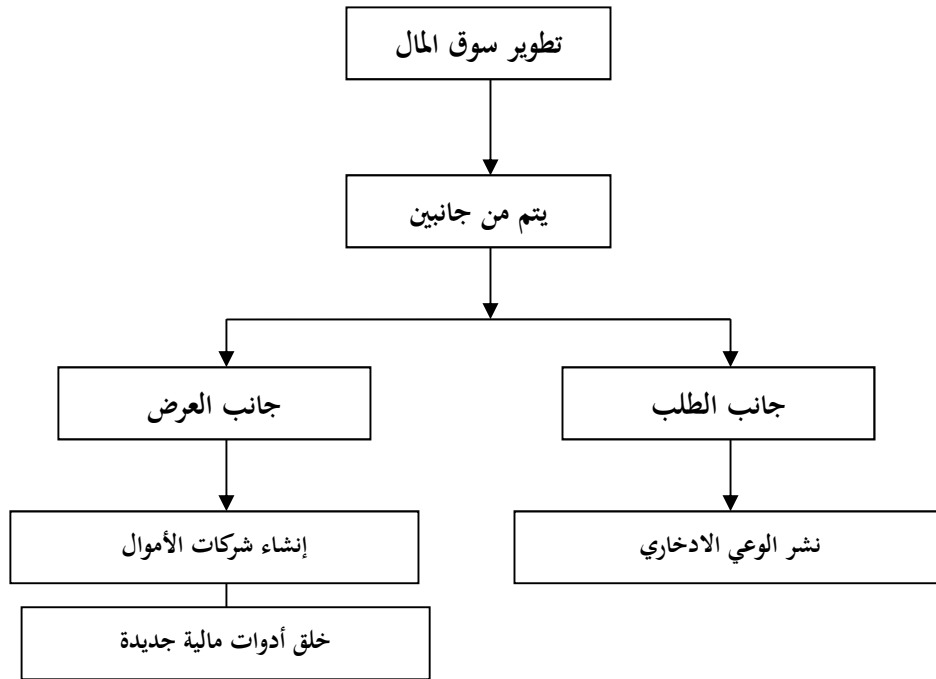
- Olivier Picon, "la bourse", 14^{eme} édition, delmas, France, 2000, p p :16, 17.

- خيري علي الجزيري: "إدارة المنشآت والأسواق المالية"، مطابع الولاء الحديثة، مصر، سنة 2001، ص: 22/21.

احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها.

ثانيا: سبل تطوير سوق الأوراق المالية: إقامة سوق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من المقومات التي تعتبر ركائز تقوم عليها هذه السوق، إذ تمكنها من ممارسة أنشطتها بفاعلية وكفاءة، ويتم تطوير سوق الأوراق المالية من جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وبالتالي خلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد¹، وهذا ما يلخصه الشكل الموالي:

الشكل رقم (II - 02): سبل تطوير سوق الأوراق المالية



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: "مرجع سبق ذكره"، ص: 266.

عموما نقول بأن سوق الأوراق المالية في أي دولة يعتمد على توافر مجموعة فعالة ومتراصة من العوامل، وهذا لضمان تطوير ونجاح هذه السوق، ومن بين هذه العوامل نذكر²:

☑ توفر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار سياسي، اقتصادي واجتماعي، إذ يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما:

✓ عامل الثقة؛

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: "مرجع سابق"، ص: 266.

² - للمزيد أنظر:

- محمد الصيرفي: "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، سنة 2007، ص: 35-37.

- صلاح الدين السيسي: "الأسواق المالية"، دار الفكر العربي، مصر، سنة 2008، ص: 162.

✓ عامل التنظيم.

من خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه الأسواق، فالوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم، وكذلك توافر التنظيمات الإدارية التي تتسم بالكفاءة والفعالية كل هذا يسهم في توفير متلبات الاستثمار المحلي، فضلا عن كونه عامل جذب للاستثمارات الأجنبية.

✓ سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة؛

✓ حالة انتعاش اقتصادي؛

✓ وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد؛

✓ توفر الوعي الادخاري والاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية؛

✓ توفر الحرية الاقتصادية حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها؛

✓ إدارة عامة لسوق الأوراق المالية، تتمتع بجيادية عامة، تضع الشروط المنظمة لعملية تداول الأوراق المالية،

والإشراف والرقابة على تنفيذها، تكون قادرة على اتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب؛

✓ وجود هيكل متكامل من المؤسسات المالية (بنوك، شركات استثمار وطنية وأجنبية...) التي تستخدم أساليب

فنية متقدمة؛

✓ توفير قدر كافي من المعلومات والإفصاح عنها، بما يساعد على تحديد القيمة الحقيقية لأوراق الشركات المتداولة في

سوق الأوراق المالية؛

✓ وجود مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية، مدرجة بالسوق بمستويات مختلفة من المخاطرة

والخصائص لتلبي الاحتياجات والشروط المختلفة للمستثمرين المختلفين؛

✓ المنافسة الحرة؛

✓ ضمان سلامة الادخار وحمايته؛

✓ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم؛

✓ توافر المرافق العامة (المواصلات السلوكية واللاسلكية)؛

✓ الوضع الجغرافي للبلد ومدى قرابه من الأسواق المالية الأخرى؛

✓ عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف؛

✓ وجود نظام ضريبي معقول، مقبول وغير مغال فيه.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإنها تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتعد الورقة المالية صكاً يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معاً، بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، ويمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أدوات ملكية، أدوات دين وأدوات هجينة وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى هذه الأدوات بشيء من التفصيل.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

أولاً: تعريف الأسهم: يعرف السهم بأنه عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية¹.

السهم ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحياناً الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها².

وهي عبارة عن مجموعة كبيرة من الأوراق التي تمثل أموالاً خاصة، والتي تسمح بتنوع مصادر تمويل المؤسسات³، ويمثل السهم حق ملكية صاحبه في رأسمال مؤسسة أو مشروع معين⁴.

من خلال ما تقدم نستنتج أن السهم عبارة عن صك يمنح لحامله إثباتاً بمقدار مساهمته في شركة من شركات الأموال، حيث يعطي للمساهم الحق في الحصول على أرباح الشركة المحققة في أصولها. للسهم قيم مختلفة، من بينها نذكر⁵:

¹ - مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله: "الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر، سنة 1993، ص: 169.

² - Bertrand Jaquillat et Bruno Sonlik, "marché financier, gestion de portefeuille et des risques", dunod, France, 2002, p : 12.

³ - Christian et Mireille ZAMBOTO : Gestion financière : finance de marché. Edition Bunod, Paris, 1997. P13.

⁴ - طارق عبد العال حماد: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية طبع - نشر - توزيع، سنة 2000، ص: 20.

⁵ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، كنوز اشبيليا، السعودية، سنة 2005، ص: 114.

1- القيمة الإسمية: وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، صدر بها السهم لأول مرة، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة؛

2- القيمة السوقية: وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، قد تكون أكثر من القيمة الإسمية أو مساوية لها أو تكون أقل منها وذلك حسب العرض والطلب عليه في سوق الأوراق المالية، فهي القيمة التي يباع بها السهم؛

3- القيمة الحقيقية للسهم: وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول، ويقصد بصافي الأصول ممتلكات الشركة المختلفة، فهذه القيمة تمثل نصيب السهم في ممتلكات الشركة.

ثانياً: أنواع الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس متنوعة كما يلي:

1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي¹:

1-1- سهم لحامله: عندما يصدر بشهادة □ تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية هذا السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض لها صاحب السهم كالسرقة، الضياع... لذا تمنع معظم قوانين الشركات إصدار مثل هذا النوع من الأسهم؛

1-2- السهم الإسمي: ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة؛

1-3- السهم الإذني: وهو السهم الذي يكتب عليه عبارة (لأمر) ويتداول بطريقة التظهير، حيث يقوم البائع بكتابة عبارة (الأمر) على ظهر شهادة السهم للد□لة على انتقال ملكيته للمشتري.

2- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم: تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

1-2- الأسهم النقدية: هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع قيمته نقداً²؛

2-2- الأسهم العينية: تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص عينية، كالمساهمة على شكل عقار مخزونات، براءة اختراع...³؛

2-3- الأسهم المختلطة: يكتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص عينية معاً⁴.

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري: "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، سنة 2002، ص: 91.

² - السيد عليوة: "تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية"، دار الأمين، مصر، سنة 2006، ص: 58.

³ - الزبيدي حمزة محمود: "الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، الأردن، سنة 2001، ص: 21.

⁴ - سيد طه وبدوي محمد: "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر، سنة 2001، ص: 21.

3- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي تمنحها لحاملها: تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى ما يلي:

3-1-1- الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها¹، ويمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، بل تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلا عن القيمة الاسمية للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.² ويتمتع حامل السهم العادي بالحق في المشاركة في اتخاذ القرار داخل الشركة والحق في نقل ملكيته، بالإضافة إلى حصوله على عائد سنوي ناتج عن الأرباح الموزعة للشركة إذا حققت أرباحا وقرر مجلس الإدارة توزيع جزء منها، والأرباح الرأسمالية الناتجة عن تغير القيمة السوقية للسهم. وتصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية في ضوء طبيعتها إلى ما يلي³:

3-1-1-1- الأسهم المتميزة: وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة، تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حللت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات معينة وأخذت التصنيف AAA، وتتميز هذه الأسهم بسمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد والأمان والدخل (أسعارها مرتفعة في العادة)؛

3-1-1-2- أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة)، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلع معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة؛

3-1-1-3- أسهم النمو: عكس أسهم الدخل، لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة بشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعا كبيرا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة. هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي، وتجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو للوصول إلى اكتشافات جديدة لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة قيمة أسهمها في السوق مثل شركات الأدوية وأجهزة الحاسوب، ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية خاصة عند عدم الوصول للتطوير المناسب أو فشل الاكتشاف، أو توصل المنافسين لهذا التطوير أو الاكتشاف، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم؛

¹ محمد مطر، فايز تيم: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، سنة 2005، ص: 80.

² منير إبراهيم الهندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، سنة 2003، ص: 17.

³ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: "مرجع سابق"، ص: 33.

3-1-4-أسهم المضاربة: وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبحث عنه المضاربون، رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعار الأسهم لشركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات النجاح والفشل؛

3-1-5-أسهم موسمية: هي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركات التي تنتج سلعاً موسمية، ويرتبط الطلب على منتجاتها بتحسين الاقتصاد وانتعاشه (رواج)، كما أنها تتأثر بحالات الكساد؛

3-1-6-أسهم دفاعية: وهي عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون أسهم لشركات تنتج سلعاً أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالات الرواج أو في حالات الكساد. فالطلب عليها يكون ثابتاً لحد ما كإنتاج القمح أو المياه؛

3-1-7-أسهم الشركات الصغيرة: يتسم رأس المال وحقوق الملكية لهذه الشركات بالصغر، كذلك حجم الأرباح وعدد العاملين أيضاً يتسم بالصغر وعليه فهي أقل ربحاً من غيرها.

3-2- الأسهم الممتازة: وهي أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية والسندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات، وتشبه الأسهم العادية في أنها تمثل شكلاً للملكية في الشركة وكذلك في عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق الأرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز حيث يحصل عليها في السنوات القادمة إذ أن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة¹.

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى تعريفها، أنواعها والفرق بينها وبين الأسهم.

أولاً: تعريف السندات: يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الإسمية" إلى حامله عند تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ محدد²، فالسند ورقة مالية تمثل قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة³.

وهي تمثل كوك مديونية تصدرها منشآت الأعمال كما تصدرها الحكومات المركزية والحكومات المحلية فضلاً عن الهيئات الشبه حكومية⁴، ويمثل السند عقداً بين المنشأة المصدرة له والمستثمر، يقرض بمقتضاه الطرف الثاني مبلغاً

¹ - محمد محمود عبد ربه محمد: "طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2000، ص: 08.

² - Bernard laget, "Les nouveaux outils financiers", Top édition, France, 1990, p : 18.

³ - Josette Peyrard, "La bourse", 2^{ème} édition, vuibert entreprise, France, 1993, P: 27.

⁴ - منير إبراهيم الهندي: "مرجع سابق"، ص: 25.

معينا إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض زائد معدل فائدة المتفق عليه في تاريخ مستقبلي معين. وعادة ما تصدر المنشآت الكبيرة والحكومات عددا كبيرا من السندات تمثل في مجموعها قرضا كبيرا، وتوزع هذه السندات على المستثمرين، بحيث يصبح كل مستثمر مالك لحصة معينة في ذلك القرض تتوقف على عدد السندات التي اشتراها، وتحدد قيمتها ودرجة الإقبال عليها بالعائد المرتبط بها، بالإضافة إلى درجة الملاءة والثقة التي تتمتع بها الهيئة المصدرة لها.

من خلال ما سبق نستنتج أن السندات تمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة السنوية المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معين.

ثانيا: أنواع السندات: تختلف تقسيمات السندات على حسب المعيار المستخدم للتقسيم، إذ يوجد العديد من المعايير والأسس ويمكن أن نلخص بعضها منها وفقا لما يلي¹:

- ☑ سندات قصيرة الأجل □ يتجاوز أجل استحقاقها عاما واحدا، سندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام و□ يتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة الأجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام؛
 - ☑ سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول تسمى سندات الرهن؛
 - ☑ سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل □ تحصل على الفوائد □ إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين؛
 - ☑ سندات غير قابلة للاستدعاء وهناك سندات قابلة للاستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم؛
 - ☑ سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقا؛
 - ☑ سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وسندات يتم ردها مرة واحدة.
- كما يمكن تصنيف السندات من حيث الجهة المصدرة لها إلى²:

¹ - محمد عبده ومحمد مصطفى: "تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، سنة 1998، ص 16/15.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: "مرجع سابق"، ص: 91.

1- سندات الشركات: تصدر هذه السندات من قبل شركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني، وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل إصدار، ومن ذلك نذكر ما يلي:

1-1- السندات المضمونة: التي توفر لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها، وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات ومكائن من أهم صورها، وتسمى بسندات الرهن؛

1-2- السندات العادية: وضمانياتها لحملة السندات تنحصر بقدرة الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل المبلغ، أي يعد المركز الائتماني محور ضمان هذه السندات، وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات، حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفائدة الواجب دفعها؛

1-3- سندات الدرجة الأولى والدرجة الثانية: هذه التسمية مشتقة من الأسبقية القانونية لحملةها بموجودات الشركة عند التصفية، وعادة تكون سندات الدرجة الأولى ذات فائدة أقل من الدرجة الثانية؛

1-4- سندات المشاركة: وتعطي الحق لحملةها في المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، ومثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة؛

1-5- سندات لحاملها: وهي سندات قابلة للتداول ويمكن لأي شخص أن يحملة ويبيعه أو المطالبة بفوائده وبالقيمة الإسمية، ويمكن رهنه "شبه نقدي"، لكنها ذات مخاطر عالية خاصة عند فقدانها لذا تستحق عائداً أعلى؛

1-6- سندات مسجلة بأسماء مالكيها: بحيث لا يستطيع أي شخص من غير المالك المسجل باسمه السند أن يتصرف فيه سواء بالبيع أو المطالبة بالفوائد أو بالقيمة الإسمية، وهي أقل خطورة عند فقدانها لذا تستحق عائداً أقل، كذلك بالإضافة للمخاطر القليلة، فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين والتي قد يكون مسؤولاً عنها قسم كامل في المنشأة؛

1-7- سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية: يتم إصدار هذه السندات بشرط إعطاء خيار للمستثمر بين تحويله للسند إلى سهم عادي أو تحصيله للقيمة الإسمية والفوائد، وذلك في حالات توقع المنشأة مرورها بظروف كساد أو حالات سيئة رغبة منها في عدم تحمل أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد؛

1-8- السندات ذات الفائدة المعومة: وهي سندات بسعر فائدة غير ثابت متذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغيره بالارتفاع أو الانخفاض تبعاً للحالة الاقتصادية؛

1-9- سندات بمعدل كوبون صفري: وهي السندات التي تباع بخخص عن القيمة الإسمية؛

1-10- السندات الرديئة: وهي السندات الغير المصنفة، وهي عادة ما تجتذب المضاربين كونها خاضعة لاحتمالات فشل كما هي خاضعة لاحتمالات نجاح.

2- السندات الحكومية: تعتبر هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية، نظراً لما تتمتع به من درجات عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة، والقابلية التسويقية العالية، لذا

يطلق عليها بالأوراق المالية الخالية المخاطرة، ويعزى سبب ذلك إلى قدرة الحكومة على تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة.

ثالثا: الفرق بين السند والسهم: تشبه الأسهم السندات في بعض الخصائص، فكلاهما قابلتان للتداول والتعامل، تتأثر أسعارهما في السوق بقوى العرض والطلب والمركز المالي للشركة، غير قابلتان للتجزئة، لكن رغم هذا هناك العديد من الفروق بينهما، ويمكن أن نلخص أهم هذه الفروقات وفقا للجدول التالي:

الجدول رقم (II - 01): الفرق بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1- دين على الشركة؛	1- جزء من رأس مال الشركة؛
2- حامل السند دائن بقيمة السند؛	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته؛
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة؛	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة؛
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين تغيير الشكل القانوني للشركة، أو إدماج الشركة في أخرى؛	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة؛
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل؛	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان؛
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية؛	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة؛
7- القوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة؛	7- عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة؛
8- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	8- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات الخاصة بما يتعلق بسيروية العمل في الشركة.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي: "مرجع سابق"، ص ص: 45/44.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المشتقة والأوراق المهجينة

الأدوات المالية المشتقة والمهجينة هي أدوات مالية استحدثت للتعامل بها بسبب زيادة درجة المخاطر وعدم التأكد المتعلقة بالاستثمارات المالية، بالإضافة إلى زيادة إمكانيات التربح وبطرق عديدة. وهي عبارة عن أصول مالية تشتق قيمها من الأصول محل التعاقد والتي يمكن أن تكون سلعا أو أوراقا مالية أو تدفقات مالية، ولذلك يطلق عليها مصطلح "المشتقات المالية"، لذا سنحاول أن نتطرق في هذا المطلب، أولا إلى المشتقات المالية وثانيا إلى الأوراق المهجينة.

أولا: المشتقات المالية:

1- تعريف المشتقات المالية: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصل أو المؤشر محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد

مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، المراجعة بين الأسواق والمضاربة¹.

المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية، لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا إلا أنها لا تسبب أي تدفق مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تسبب في تدفق نقدي ضعيف نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي، ولذا يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية².

هي عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، يتحمل المتعامل بها تكلفة متواضعة مقارنة بقيمة العقد وتتوقف المكاسب والخسائر لأطراف العقود المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد³.

من التعريف السابقة نستنتج أن المشتقات المالية هي عقود مستقبلية تتوقف قيمتها على قيمة الأصل محل التعاقد الذي قد يكون سلعة، أداة مالية، سعر صرف، أو مؤشر، وبالتالي فإن أداء المشتق المالي مشتق من أداء الأداة الاستثمارية التقليدية، ويتحمل المتعامل بها تكلفة قليلة مقارنة بقيمة العقد.

وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص فيما يلي⁴:

- ☑ هي عقود؛
- ☑ تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- ☑ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد؛
- ☑ تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد، فقيمتها تشتق من قيمته ولذلك سميت بالمشتقات.

يتضمن العقد في المشتقات المالية، البيانات التالية⁵:

- ☑ سعر معين للتنفيذ في المستقبل؛
- ☑ الكمية التي يطبق عليها السعر؛
- ☑ الزمن الذي يسري فيه العقد؛
- ☑ الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، أو سعر صرف أجنبي... الخ.

2- أنواع المشتقات: هناك العديد من أنواع المشتقات المالية، من بينها نذكر:

¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى"، دار النشر للجامعات، مصر، سنة 2004، ص: 60.

² - محمد مطر، فايز تيم: "مرجع سابق"، ص: 254.

³ - محمود محمد الداغر: "الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)"، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، سنة 2005، ص: 425.

⁴ - طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2001، ص: 07.

⁵ - محمود محمد الداغر: "مرجع سابق"، ص: 125.

1-2- عقود الخيار: الخيار عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك إلزاماً بأن يشتري أو يبيع أصلاً بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه¹، وتعتبر عقود الخيار عن²:

✓ القدرة أو الحق في اختيار بديل معين من بدلين هما:

➤ إما ممارسة هذا الحق؛

➤ أو الامتناع عن تنفيذ الحق.

✓ يعطي عقد الخيار لحامله الحق في شراء أو بيع شيء ما بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة أو في يوم معين، وإذا لم يتم ممارسة هذا الحق خلال الوقت المحدد، فإنه ينقضي ولا وجود له.

إذن عقد الخيار هو عقد يتيح لمشتريه شراء (خيار الشراء *Call*) أو بيع (خيار البيع *Put*) سلعة معينة أو أصلاً معيناً بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد³، وقد يكون تاريخ التنفيذ فترة محددة إذا كان الخيار أمريكياً، وقد يكون تاريخاً معيناً إذا كان الخيار أوروبياً، وقد يكون في تواريخ محددة خلال فترة معينة (برمودا)، ويعطي الخيار لمشتريه الحق في تنفيذه أو عدم تنفيذه عند حلول التاريخ المتفق عليه على حساب بائع الخيار، أي أن بائع الخيار ليس له الحق في رفض التنفيذ إذا قرر مشتريه ذلك. وتستعمل الخيارات للمضاربة المستقبلية وتحقيق الأرباح، أو التغطية ضد المخاطر المستقبلية.

من أهم وأشهر عقود الخيارات ما يلي:

1-1-2- خيار البيع: يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى⁴؛

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

☞ إن مشتري هذا الحق "حق البيع" هو صاحب الأوراق المالية التي عرضها للبيع بالخيار؛

☞ إن هذا العقد يلزم بائع حق الخيار "الذي قبض ثمن الخيار" بالشراء، إذا ما قرر مالك الأوراق المالية "دافع

ثمن خيار بيع أوراقه" بيعها؛

¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن: "مرجع سابق"، ص: 154.

² - طارق عبدالعال حماد: "مرجع سابق"، ص: 54/53.

³ - *Dov OGIEN : Pratique des marchés financiers. Edition Bunod, Paris, 2005. P271.*

⁴ - حسن عطا غنيم: "المشتقات المالية"، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6-10 مارس 2005، ص: 56/55.

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

مثال 1: في 2018/1/1 اشترى مستثمر عقد خيار بيع تخوفاً من هبوط حاد في أسعار السعر السوقي للسهم عن

السعر الجاري وهو 75 أورو بالشروط التالية:

1- عدد الأسهم بالعقد 600 سهم؛

2- سعر التنفيذ 70 أورو / للسهم؛

3- تاريخ التنفيذ 2018/7/31؛

4- العلاوة 3 أورو / للسهم.

المطلوب: بين موقف المستثمر في الحالات الآتية:

1- ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 80 أورو؛

2- انخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 71 أورو؛

3- انخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 60 أورو.

الحل:

☞ الحالة الأولى: ارتفاع السهم السوقي إلى 80 أورو / للسهم حيث أن السعر السوقي يتجاوز سعر التنفيذ فإن

من مصلحة المستثمر أن لا يمارس حقه في تنفيذ العقد وتكون التضحية بقيمة العلاوة فقط وهي $1800 = 3 \times 600$ أورو ويقوم بالاحتفاظ بالأسهم أو بيعها بالسعر الجاري؛

من خلال ما سبق يتضح أن المستثمر يحقق ربح خسارة 1800 أورو والطرف الثاني (محرر العقد يحقق ربح

بنفس القيمة 1800 أورو.

☞ الحالة الثانية: انخفاض السهم السوقي إلى 71 أورو / للسهم رغم أن السعر السوقي انخفض إلا أنه لم

ينخفض بالقدر الذي يجعله يمارس حقه في العقد حيث أن السعر السوقي يتجاوز سعر التنفيذ فإن من مصلحة المستثمر أن لا يمارس حقه في تنفيذ العقد وتكون التضحية بقيمة العلاوة فقط وهي $1800 = 3 \times 600$ أورو ويقوم بالاحتفاظ بالأسهم أو بيعها بالسعر الجاري؛

من خلال ما سبق يتضح أن المستثمر يحقق ربح خسارة 1800 أورو والطرف الثاني (محرر العقد يحقق ربح

بنفس القيمة 1800 أورو.

☞ الحالة الثالثة: انخفاض السهم السوقي إلى 60 أورو / للسهم فإن من مصلحة المستثمر أن يمارس حقه في

تنفيذ العقد وبيع الأسهم بسعر التنفيذ وهو 70 أورو للسهم، في هذه الحالة خفض المستثمر خسارته نتيجة شرائه لعقد خيار البيع هذا وذلك على النحو التالي:

✓ الخسارة قبل عقد خيار البيع = $600 \times (75 - 60) = 9000$ ؛

✓ الخسارة بعد عقد خيار البيع = $600 \times (75 - 67) = 4800$ ؛

✓ وهذا يعني أن عقد خيار البيع خفض خسارته 9000-4800=4200 أورو.

2-1-2- خيار الشراء: خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها، أو أن يمتنع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق. فعند انخفاض سعر الأصل عن السعر المحدد، صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد المتفق عليه إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق في أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه¹.

إذن هو عقد يمتلك مشتريه أو مالكة (أي دافع الثمن) حق شراء عدد محدد من أسهم شركة معينة، أو أي أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة معينة، غالبا ما تكون (90 يوما) وهو غير ملزم بالتنفيذ، ويدفع مقابل هذا الحق ثمنا غير مسترد بأي حال، وبنظرة فاحصة لمفهوم خيار الطلب (الشراء) تبين الملاحظات التالية :

☞ لا يتضمن هذا العقد التزام مشتري حق الخيار لتنفيذ الشراء، وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء الذي له أن يمارسه في أي لحظة يريد لها خلال الفترة المحددة؛

☞ يتضمن التزام البائع لحق الخيار بتنفيذ الصفقة عند الطلب بالثمن المحدد في العقد؛

☞ ثمن الخيار الذي يدفعه مشتري الخيار، غير مسترد بأي حال.

مثال 1: في 2018/1/1 اشترى مستثمر عقد خيار شراء بالشروط التالية:

1- عدد الأسهم بالعقد 300 سهم؛

2- سعر التنفيذ 50 أورو / للسهم؛

3- تاريخ التنفيذ 2018/3/31م؛

4- العلاوة 4 أورو / للسهم؛

المطلوب: بين موقف المستثمر في الحالات الآتية:

1- ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 60 أورو؛

2- انخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 45 أورو.

الحل:

☞ **الحالة الأولى:** ارتفاع السهم السوقي إلى 60 أورو / للسهم حيث أن السعر السوقي يتجاوز سعر التنفيذ فإن

من مصلحة المستثمر أن يمارس حقه في تنفيذ العقد بأن يقوم بأحد الأمرين الآتين:

أ- يطلب من محرر العقد تقديم 300 سهم بسعر التنفيذ (50 أورو للسهم) ليقود بدورة ببيعة في السوق بسعر 60 أورو للسهم ويكون ربحه كالاتي:

¹ - أحمد محي الدين أحمد: "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي"، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، سنة 1995، ص ص: 439/438.

✓ الشراء = $16200 = (4+50) \times 300$ ؛

✓ البيع = $18000 = 60 \times 300$ ؛

✓ الربح = البيع - الشراء = $18000 - 16200 = 1800$.

ب- يطلب من محرر العقد إجراء تسوية نقدية وذلك عن طريق الوسيط (السمسار) وتكون التسوية على النحو

التالي $1800 = 6 \times 300 = (4+50 - 60) \times 300$.

من خلال ما سبق يتضح أن المستثمر يحقق ربح قدرة 1800 أورو والطرف الثاني (محرر العقد يحقق خسارة

بنفس القيمة 1800 أورو.

☞ الحالة الثانية: انخفاض السهم السوقى إلى 45 أورو / للسهم حيث أن السعر السوقى ينخفض عن سعر

التنفيذ فإنه ليس من مصلحة المستثمر أن يمارس حقه في تنفيذ العقد بل يقوم بأحد الأمرين:

أ- يقوم بشراء الأسهم بسعر التنفيذ والاحتفاظ بها وعدم بيعها أملاً في ارتفاع سعرها وفي هذه الحالة يكون قد

خسر قيمة العلاوة فقط وهى $1200 = 4 \times 300$ أورو؛

ب- الامتناع عن تنفيذ العقد وفي هذه الحالة يكون قد خسر قيمة العلاوة فقط وهى $1200 = 4 \times 300$ أورو.

من خلال ما سبق يتضح أن المستثمر يحقق خسارة قدرها 1200 أورو والطرف الثاني (محرر العقد يحقق ربح

بنفس القيمة 1200 أورو.

والجدول التالي يبين الفرق بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب:

الجدول رقم (II - 02): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

مشترى العقد (المالك)		محرر العقد (البائع)		أنواع العقود
الحقوق	الالتزام	الحقوق	الالتزام	
ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في الموعد (أو قبل الانتهاء من الإلحاحية)	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في الموعد (أو قبل الانتهاء من الإلحاحية)	خيار الشراء <i>Call option</i>
ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق وبسعر التنفيذ	خيار البيع <i>Put option</i>

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، "البورصات، أسواق المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، م.لر، سنة 2005، ص: 127.

✓ في خيار الشراء: البائع ملزم ببيع الأصل مقابل تسلمه علاوة لمنحه حق الخيار للمشتري، بينما هذا الأخير

ملزم عليه تسليم هذه العلاوة؛

✓ في خيار البيع: المشتري ملزم بشراء الأصل مقابل تسلمه علاوة لمنحه حق الخيار للبائع، بينما هذا الأخير ملزم عليه تسليم هذه العلاوة.

الجدول التالي يلخص حالات الربح والخسارة بالنسبة إلى خيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ:
الجدول رقم (II-03): حالات الربح والخسارة بالنسبة إلى خيار الشراء والبيع في موعد التنفيذ

نتيجة الخيار	نوع الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح	سعر السوق < سعر التنفيذ (ينفذ العقد)	سعر السوق > سعر التنفيذ (ينفذ العقد)	سعر السوق > سعر التنفيذ (ينفذ العقد)
الخيار الخاسر	سعر السوق > سعر التنفيذ (لا ينفذ العقد)	سعر السوق < سعر التنفيذ (لا ينفذ العقد)	سعر السوق < سعر التنفيذ (لا ينفذ العقد)
الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: محمود محمد الداغر: "مرجع سابق"، ص: 128.

✓ خيار الشراء يكون مربح في حالة سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ المتفق عليه، على عكسه خيار البيع الذي يكون خاسر في هذه الحالة؛

✓ خيار الشراء يكون خاسر في حالة سعر السوق أقل من سعر التنفيذ، على عكسه خيار البيع الذي يكون مربح في هذه الحالة؛

✓ بينما عندما يكون سعر السوق متساوي مع سعر التنفيذ فإن كلا الخيارين (الشراء والبيع) لا يكونان لا في حالة ربح ولا في حالة خسارة.

2-2- العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه: "التزام قانوني بتبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد، زمان محدد وبموجب سعر محدد¹، فهي التزام إما ببيع أصل معين وإما بشراؤه بسعر محدد وتاريخ مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل. والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر، الأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل، ومن هنا جاء تعبير "المستقبلي" لوصف العقد².

فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المبيع، كميته وسعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل.

2-3- العقود الآجلة: وهي عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع أصل معين في وقت مستقبلي مقابل سعر معين، ويكون عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت³، أي أن العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع، الأصل محل التعاقد، سعر التسوية وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها

¹ محمد مطر: "إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)"، الطبعة الخامسة، دار واثل، الأردن، سنة 2009، ص: 306.

² مروان شموط، كنجو عبود كنجو: "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، سنة 2008، ص: 185.

³ طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)"، الدار الجامعية، طبع نشر وتوزيع، سنة 2001، ص: 12.

وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً¹.

2-4-4 عقود المبادلات: عرفها بعض الكتاب بأنها اتفاق تعاقدي على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق²، وتتكون عمليات المبادلة من عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول³.
من أشهر أنواع عقود المبادلات، ما يلي:

2-4-4-1 مبادلات العملات: مبادلة العملة هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في تاريخ استحقاق آخر، حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين⁴:
➤ **العملية الأولى:** عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بسعر الصرف الآني بين العملتين؛

➤ **العملية الثانية:** عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين.
2-4-4-2 مبادلات أسعار الفائدة: يتم التعامل بهذا النوع من العقود في سوق الأوراق المالية بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلبات أسعار الفائدة من جهة أخرى. هذه المبادلات تعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة ثابت (طويل أو متوسط الأجل) على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل فائدة متغير (قير الأجل).

كما نشير إلى أنه توجد مشتقات مالية تجمع بين نوعين من أنواع المشتقات المذكورة⁵.

3- مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة في أنهما تهما بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي وتتضمنان تحديد كل من الأصل المتفق عليه، سعره، كميته ووقت تسليمه، غير أن هناك أوجها كثيرة للاختلاف بينهما تتضح من خلال نقاط المقارنة الآتية التي تساعد أيضا في إعطاء تفاصيل أدق حول نوعي العقدين⁶:

✓ بينما يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية؛

¹ - منير إبراهيم هنيدي: "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، م.ر، سنة 1999، ص: 237.

² - منير إبراهيم هنيدي: "المرجع السابق"، ص: 238.

³ - مروان عوض: "المالية الدولية، الطبعة الأولى"، دار الحامد، الأردن، سنة 2004، ص: 353.

⁴ - Roger Miller et David Van Hoose, "Money, Banking and Financial Markets", Publishing Thomson laerning, U.S.A, 2001, pp: 227,228.

⁵ - للمزيد أنظر: هوشيار معروف، "الاستثمارات والأوراق المالية، الطبعة الأولى"، دار صفاء، الأردن، سنة 2009، ص: 170.

⁶ - سمير عبد الحميد رضوان: "مرجع سابق"، ص: 199/200.

✓ العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها خلافا للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقا لرغبة وتفضيلات المتعاقدين؛

✓ العقود المستقبلية يقوم فيها طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كوسيط وضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود. وفي غياب هذه الجهة فإن كل طرف يصبح مسؤولا أمام الآخر، فإذا لم يوف أحدهما بالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء، بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقد الآجل بإيداع هذا التأمين.

كما يمكن أن نلاحظ الميزات التالية للعقود المستقبلية:

☞ لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين المصارف فهي تتم فقط في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم؛

☞ الالتزام يتم مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر؛

☞ إن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها.

كما يمكن أن نميز بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (II - 03): التمييز بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية

عقود الخيارات	العقود المستقبلية
يعطي الحق لمشتري الخيار الحرية في تنفيذ العقد	عقد حقيقي ملزم للطرفين
لا يترتب عليه صفة شراء أو بيع فعليه	يترتب عليه صفة شراء أو بيع فعليه
مشتري الخيار وحدة هو الذي يدفع العلاوة أو المكافأة	يدفع كلا من طرفي العقد هامشاً معيناً كمقدم يسترد عند انجاز التسوية
يتعرض المستثمر لدرجة اقل من المخاطر من العقود المستقبلية	يتعرض المستثمر لدرجة كبيرة من المخاطر

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على ما سبق.

ثانياً: الأوراق الهجينة: هي تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية والسندات التي تمثل حق الدائنية، ومن أهم أنواعها ما يلي¹:

1- **شهادات الاستثمار:** عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي له الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العامة

¹ - للمزيد أنظر:

- براق محمد: "بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية"، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 1999، ص 35/34.

- أحمد محمد لطفي أحمد: "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، سنة 2006، ص: 113.
- Olivier Picon, "la bourse : ses mécanisme-géré son portefeuille-réussir ses placements ", Encyclopédie Delmas, 14^{eme} édition, France, 2000, p : 39.

وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتوفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها، ومراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار؛

2- سندات المساهمة: سندات تصدر عن شركات المساهمة الخاصة أو العامة، تعتبر ديون أبدية وبمثلة أموال شبه خاصة حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق؛

3- حصص التأسيس: عبارة عن صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تصدرها شركات المساهمة بدون قيمة اسمية ولا تمثل حصة في رأس المال، تمنح أصحابها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة.

قد تصدر هذه الحصص عند تأسيس الشركة عندئذ تسمى حصص التأسيس، كما قد تصدر عند زيادة رأس المال فتسمى حصص الأرباح، وتمنح هذه الحصص عادة للمؤسسين كمكافأة لهم على جهودهم والخدمات المقدمة للشركة، كما تمنح أيضاً لأصحاب براءات الاختراع وغيرها من الأصول المعنوية التي يصعب تحديد قيمتها نقداً.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر الكفاءة من أهم مؤشرات نجاح وقوة سوق الأوراق المالية، فهي تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وفي ظل عدم وجودها تكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم لتحقيق أرباح خاصة بهم، وبناءً عليه سنحاول من خلال هذا المبحث إعطاء مفهوم عام للكفاءة، أنواعها، إيضاح الصيغ المختلفة لها وفي الأخير ذكر متطلباتها.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

نحاول أن نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية: وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، إذ يكون من شأن المعلومة تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للورقة وتتجه أسعار الأوراق المالية صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا.

السوق الذي يمتاز بكفاءة يعكس فيه سعر الورقة المالية للشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت هذه الأخيرة على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح ورقم الأعمال وغيرها، كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب¹.

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي²: يكون سوق الأوراق المالية كفوفاً إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات فيه، ومن الشروط الضرورية لكفاءة سوق الأوراق المالية، ما يلي:

- ❖ المنافسة التامة؛

- ❖ توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه وعلى الرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحدقة بهم تماماً.

معنى كفاءة سوق الأوراق المالية يدور حول مدى إمكانية السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وفهمها ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية، لذا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تعتبر دالة للمعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وهذه المعلومات تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقاً

¹ - حسان حضر: "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)، مارس 2004، ص ص: 09/08.

² - محمد المبروك أبو زيد: "التحليل المالي لشركات وأسواق مالية"، دار المريخ للنشر، السعودية، سنة 2009، ص: 273.

وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقاً، فكما تصل المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائياً، هذه العشوائية ليست ناجمة عن قوى الطبيعة ولكنها تنتج عن محاولة كافة المشاركين في السوق تحقيق الأرباح من خلال استخدام ما لديهم من معلومات، حيث تقوم أعداد كبيرة منهم بمحاولة اقتناص أي فرصة تتاح من أقل معلومة تتوافر لديهم، مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات بسرعة في السعر السوقي للورقة على نحو تنعدم معه فرصة أيا منهم في تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين¹. وعليه، ومن خلال كل ما سبق نقول باختصار بأن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني استجابة أسعار هذه الأوراق لأي معلومة جديدة.

ثانياً: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية: هناك نوعان من الكفاءة، هما:

1- الكفاءة الكاملة: يمكن القول بأن السوق الكفء هي تلك التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا بالطبع يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثمّ لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره²، هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية³:

- ☑ عدم وجود قيود على التعامل، مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية، مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبياً؛
- ☑ توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، بدون تكاليف ما يسمح بأن تكون توقعات المتعاملين متماثلة؛
- ☑ وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛
- ☑ تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

¹- جمال الدين سحنون: "شروط بروز أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص: 36.

²- عبد الغفار حنفي: "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2003، ص: 185.

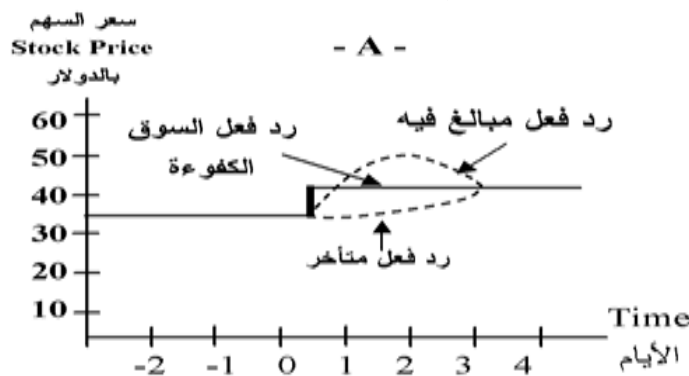
³- للمزيد أنظر:

- صلاح الدين حسن السبسي: "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، مصر، سنة 2003، ص: 26.
- لطرش سميرة: "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية -"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2009، ص: 08.

2- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل¹.

لتوضيح كيفية سلوك السعر في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، وبافتراض وصول معلومات تفاعلية كالزيادة في المبيعات _ إلى سوق الأوراق المالية، نرصد التغيرات الحاصلة في الأسعار في الشكل الموالي:

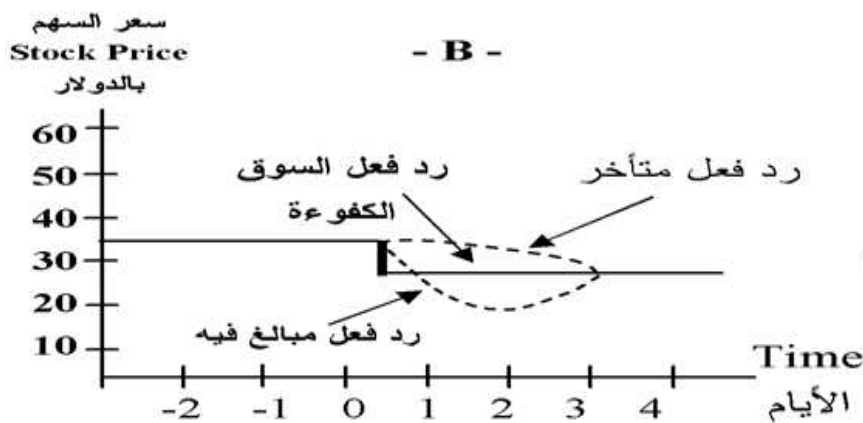
الشكل رقم (II - 03): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تفاعلية)



المصدر: عبد الغفار حنفي: "الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وناثق الاستثمار والخيارات)"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2000، ص: 211.

أما في حالة وصول معلومات تشاؤمية نرصد الشكل التالي:

الشكل رقم (II - 04): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تشاؤمية)



المصدر: عبد الغفار حنفي: "الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وناثق الاستثمار والخيارات)"، المرجع السابق، ص: 212.

حسب الشكل A- كانت القيمة السوقية للسهم 35 دولار وعند وصول أنباء جيدة إلى السوق بشأن المنشأة المعنية قدرت القيمة الحقيقية للسهم بما يعادل 40 دولار، وعليه في ظل الكفاءة الكاملة سيرتفع سعر السهم فوراً من

¹ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص: 497.

35 دولار إلى 40 دولار وهو ما يعكسه الخط الداكن، أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف إذ يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج بنتيجة بشأن القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم. وهذا يعني بالتبعية وجود فاصل زمني منذ وصول المعلومات وإلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية، وهو ما يعكسه الخطين المتقطعين، واللذان يعكسان تصورين مختلفين.

👉 **التصور الأول:** أن بيت السمسرة أبلغ عملاءه بالمعلومات فور ورودها وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم. على ضوء هذه المعلومات قد يسارع بعضهم بإصدار أوامر لشراء السهم مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة- يبلغها لأولئك العملاء- تقضي بأن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، بالطبع يمضي المزيد من الوقت حتى تصدر أوامر الشراء ليأخذ سعر السهم في الارتفاع-تحت وطأة زيادة الطلب- إلى أن يصل إلى قيمته الحقيقية، وهو ما يصوره الخط المتقطع السفلي؛

👉 **التصور الثاني:** يشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التي حصلوا عليها من بيت السمسرة كان مغال فيه لدرجة أن سعر السهم ارتفع على إثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية، وهو ما يوضحه المنحنى المتقطع الأعلى.

كما يبدو فإنه في ظل التصورين ستصل القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الحقيقية ولكن بعد مضي بعض الوقت الذي يتوقع أن يكون قصيرا. نفس التحليل يكون بالنسبة للشكل B- لكن بمعلومات تشاؤمية.

المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

إن أسعار الأوراق المالية تعكس تماما المعلومات المناسبة المتاحة، في هذا الإطار تطرح عدة أسئلة أهمها: ما هي المعلومات المناسبة (*relevant information*) ما هي طبيعتها؟ ما هو ترتيبها بالنسبة للفترة التي يراد فيها معرفة كفاءة السوق؟ هل بإمكان أشخاص معينين الحصول عليها قبل غيرهم؟ انطلاقا من الإجابة على هذه الأسئلة وغيرها يمكن التمييز بين ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق هي¹:
الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية.

أولا: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية: هذه السوق قد تتيح المعلومات إلى بعض المتعاملين وتخفيها عن البعض الآخر، وبالتالي فهي لا تتمتع بالشفافية الكاملة، أما عن المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين فهي المعلومات

¹ - للمزيد أنظر:

- سحنون جمال الدين: "مرجع سابق"، ص ص: 39، 40.

- دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري: "أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي"، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع (استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16/03/2005، ص: 05.

التاريخية التي تعبر عن أداء السهم وأداء المؤسسة في الماضي، لهذا يمكن القول أن المتعاملين في هذه السوق لا يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية عند استغلالهم المعلومات التاريخية المتاحة للجميع. هذا يعني أن في هذه السوق هناك بعض المتعاملين دون غيرهم يحصلون على بعض المعلومات السرية تسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين؛

ثانيا: **الصيغة المتوسطة (شبه القوية) لكفاءة سوق الأوراق المالية:** في هذه السوق، تتمثل المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين في المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية حيث أن هذه المعلومات تنعكس بسرعة على الأسعار وبالتالي فالمتعاملين لا يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية اعتمادا على حيازتهم على هذا النوع من المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية التي تكون متاحة لهم في نفس الوقت، إلا أن بعض المتعاملين يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين نظرا لاملاكهم لبعض المعلومات الخاصة لاستعمالها في عمليات التداول التي يقومون بها؛

ثالثا: **الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية:** في هذه السوق تكون كافة المعلومات وبأنواعها الثلاثة (التاريخية، الحالية، الخاصة) متاحة لجميع المتعاملين في السوق وبالتالي ستنعكس على سعر الورقة وبسرعة عالية، حيث لا يمكن لأي متعامل في السوق استغلال أي معلومة تتاح له بصورة خاصة في تحقيق الأرباح غير العادية على حساب باقي المتعاملين، ويتطلب ذلك تحقيق شرطين مهمين هما:

✓ يجب أن تكون كل المعلومات التاريخية، الحالية والخاصة متاحة لجميع المتعاملين في توقيت واحد وعلى قدم المساواة؛

✓ يتم تحليل الآثار المترتبة على هذه المعلومات بسرعة عالية بواسطة السوق، وتكون نتائج هذا التحليل متاحة للجميع مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات في سعر الورقة بصورة آنية.
يلخ لنا الجدول التالي ما سبق شرحه عن الصيغ الثلاث.

الجدول رقم (II - 04): صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

الصيغة	المعلومات	تاريخية	حالية	خاصة (داخلية)
ضعيفة		×		
متوسطة (شبه قوية)		×	×	
قوية		×	×	×

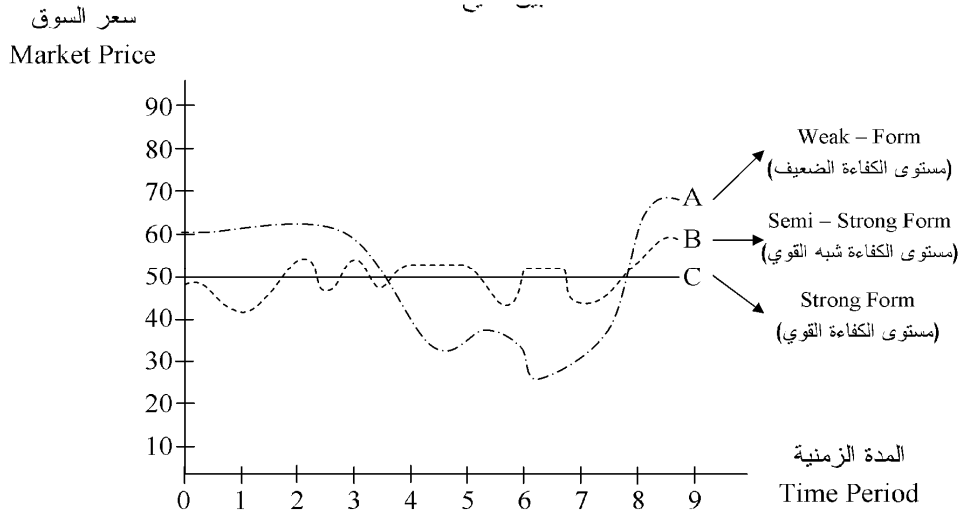
المصدر: تم إعداده بالاعتماد على:

- سحنون جمال الدين: "مرجع سابق"، ص: 39/40.

- دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري: "مرجع سابق"، ص: 05.

يبين الشكل الموالي العلاقة بين الصيغ الثلاث لكفاءة سوق الأوراق المالية

الشكل رقم (II - 05): العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية



Source: Francis Clarch, "Management Of Investment ", McGraw, JAPAN, 1983, P :465.

يتضح من الشكل أعلاه أن سوق الأوراق المالية لكي يكون كفؤاً بالمستوى المتوسط لا بد أن يكون كفؤاً بالمستوى الضعيف أولاً. ولكي يكون كفؤاً بالمستوى القوي لا بد أن يكون كفؤاً بالمستوى المتوسط والضعيف، فالمنحنى A يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق -القيمة السوقية- وقيمتها الحقيقية. في حين أن المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة في السوق -القيمة السوقية- وقيمتها الحقيقية، بينما يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساوياً للصفر عند المنحنى C حيث تكون السوق كفؤة بقوة.

المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هناك مجموعة من المتطلبات التي يجب توافرها، من أهمها نذكر:

أولاً: الكفاءة التسعيرية: يطلق على الكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية، يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، وبهذا يصبح التعامل في هذا السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، فإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمر صعب في السوق إلا أنه أيضاً أمر غير مستحيل، فقد يمضي مستثمر عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظراً لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى عدم كفاءة السوق وإنما إلى جهل المستثمر أو كسله¹؛

ثانياً: الكفاءة التشغيلية: يطلق عليها بالكفاءة الداخلية، يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق

¹ - مفتاح صالح، معارف فريدة: "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها -"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010، ص: 186.

فرصة لتحقيق مدى أو هامش* ربح مغال فيه¹. وتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق من خلال مواجهة حالات الطلب الكبير وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهامش منخفضة².

تقتضي الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية ما يلي³:

☑ قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم؛

☑ التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة، حيث يدفع هذا التنافس معدلات العمولة والهوامش إلى الانخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

ثالثا: الكفاءة التخصيضية: تعبر الكفاءة التخصيضية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، حيث يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات⁴؛

رابعا: الكفاءة الهيكلية: هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق، فتقاس بعدد المشاركين فيه، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، إذ أن تنوع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول وكذلك تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة يترتب عنه رفع كفاءة السوق⁵.

خامسا: الكفاءة التنظيمية: تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر التالية⁶:

1- توفر إطار تنظيمي واضح للسوق: إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم عمل السوق، حيث تحدد من خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤون السوق؛

*- الهامش أو المدى هو الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها. إذ غالبا ما تقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، والعلاقة بينهما عكسية، إذ كلما قل الفارق بين السعيرين زادت الكفاءة التشغيلية.

¹- مثنى عبد الإله ناصر: "ندوة دورة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية"، ليبيا، 11-12-2005، ص ص: 08/07.

²- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة: "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر، الأردن، سنة 2004، ص: 142.

³- إبراهيم رسول هاني: "أثر الأسواق المالية في النمو الاقتصادي-دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة"، أطروحة دكتوراه، جامعة القادسية، العراق، سنة 2005، ص ص: 79/80.

⁴- سحنون جمال الدين: "مرجع سابق"، ص ص: 39/38.

⁵- محمد يوسف ياسين: "البورصة -عمليات البورصة تنازع القوانين-اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، سنة 2004، ص ص: 31/30.

⁶- سمير عبد الغني محمود: "المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة البنوك، العدد الخامس، الأردن، سنة 1989، ص: 07.

- 2- تنظيم مهمة الوساطة: إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصاتهم وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات؛
 - 3- كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها: إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم توسعه وحجم التداول فيه وبالتالي تؤدي الخدمة بشكل فعال؛
 - 4- الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة: إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في الوقت المناسب لأعمال السوق؛
 - 5- يجب أن تلعب مهنة المحاسبة والمراجعة دورها في التحقق من مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة؛
 - 6- كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف ببيئة أو لجنة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه اللجنة لجنة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة، على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.
 - 7- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات.
- سادسا: الكفاءة الفنية (التقنية): ومن أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي¹:
- 1- التنوع في الأدوات المالية: ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنوع، مما يحقق لأصحاب هذه المحافظ عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة؛
 - 2- التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة: لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق إلا إذا كانت تتصف بالحركية الدائمة مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة، كما نلمس ضرورة وجود أنواع سوق للمساهمة في خلق سيولة للأوراق المالية؛
 - 3- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول: إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأوراق المالية للشركة، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لمطامع الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خالصة بهم.

¹ - فائق جبر النجار: "مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها"، مجلة البنوك، العدد الرابع، الأردن، أكتوبر 2000، ص: 11.

المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

هناك عدة معايير، بمعنى مؤشرات يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، إذ تسمح بمعرفة درجة تقدم السوق وفي الوقت نفسه تعكس أداءها كما تستخدم أيضا لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى هذه المؤشرات التي تعكس أداء السوق وذلك من خلال ذكر تعريفها، استخداماتها، أساليب بنائها، بعض المؤشرات التي تستخدم في قياس أداء سوق الأوراق المالية وفي الأخير سنحاول التطرق إلى بعض المؤشرات العالمية لسوق الأوراق بالولايات المتحدة الأمريكية.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

نحاول في هذا المطلب إعطاء مفهوم لمؤشرات سوق الأوراق المالية بتوضيح استخداماته بالإضافة إلى ذكر بعض مؤشرات قياس الأداء في السوق.

أولا: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية: تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات سوق الأوراق المالية، نذكر منها ما يلي:

✓ مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمته بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها¹؛

✓ يعتبر مؤشر السوق أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة فيه بطريقة مستمرة ومنتظمة²؛

✓ مؤشرات سوق الأوراق المالية هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء السوق أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى³.

من خلال ما سبق نستنتج أن مؤشر سوق الأوراق المالية يعد وسيلة مهمة لرصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم سوق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية.

¹ - محمد الخناوي، جلال إبراهيم العبد: "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251.

² - بوكساني رشيد: "مرجع سابق"، ص: 112.

³ - Patrick Topscalian, "Les indices boursières sur action", Economica, France, 1996, p : 09.

ثانياً: استخدامات المؤشر: لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، وفي طليعة تلك الاستخدامات نجد¹:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر؛

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج ومن خلاله يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق؛

3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق، فإذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي*) فإنه قد يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما أن إجراء تحليل فني** وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، فإذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق؛

4- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية.

ثالثاً: بعض مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية: لقياس أداء سوق الأوراق المالية هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه، من أهمها نذكر:

¹ - للمزيد أنظر:

- منير إبراهيم هنيدي: "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 247.

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: "مرجع سابق"، ص: 252.

*- التحليل الأساسي هو التحليل العلمي الشامل الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم، ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل المنافسة والعوامل الخاصة بالشركات المنافسة وصولاً إلى تقدير دقيق للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم، انظر: عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب: "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، سنة 2006، ص: 40.

**- التحليل الفني هو علم رصد وتسجيل - عادة في شكل رسوم بيانية - جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، الحجم والتداول) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة، انظر: عبد المجيد المهيلي: "التحليل الفني للأوراق المالية"، الطبعة الثالثة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، م، سنة 2005، ص: 47.

1- المؤشر العام لأسعار الأسهم: مع وجود عدد من الأسهم في كل سوق للأوراق المالية، ولصعوبة قياس الاتجاه العام لنشاط السوق كان لابد من التوصل إلى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالي، والذي يمثل متوسط أسعار الأسهم (للشركات المدرجة في السوق) يوميا، إذ يتم الاستناد إليه في عمليات التداول اليومية، ولذا يلاحظ أن لكل سوق مؤشره الخاص به.

وعليه فإن المؤشر العام لأسعار الأسهم هو عبارة عن مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياسا للحركة العامة للسوق¹.

2- حجم السوق: يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1-2- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق): يقصد برسملة السوق مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، ويقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويعد هذا المؤشر مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق²؛

2-2- مؤشر عدد الشركات: يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية (السوق المنظمة) إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد قيمته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير³.

3- سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران لقياسها، هما:

1-4- مؤشر حجم التداول: يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، يقاس هذا المعدل من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك بهدف الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية⁴. لاستخراج هذا المؤشر تتبع الصيغة التالية:

$$\text{حجم التداول} = \text{عدد الأسهم المتداولة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

¹ - حيدر يونس كاظم الموسوي: "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2007"، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، سنة 2009، ص: 58.

² - عماد العاني: "اندماج الأسواق المالية الدولية"، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، سنة 2002، ص: 60.

³ - أميرة حسب الله محمد: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2005، ص: 65.

⁴ - حيدر يونس، كاظم الموسوي: "مرجع سابق"، ص: 56.

4-2 مؤشر معدل الدوران: يشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال العام أو خلال أي مدة زمنية¹، كالآتي:

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{إجمالي الأسهم المتداولة} / \text{القيمة السوقية}) \times 100$$

4- مؤشر درجة التركيز: يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول، أي تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية².

المطلب الثاني: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الطرق والأساليب لاحتساب مؤشرات سوق الأوراق المالية، لكن رغم هذا التفاوت في كيفية احتساب وبناء هذه المؤشرات إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة وطريقة حساب المؤشر.

أولاً: عينة ملائمة: تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب³:

1- الحجم: القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق؛

2- الاتساع: يعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، وما تجدر الإشارة إليه أنه إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية؛

3- المصدر: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

¹ عبد الغفار حنيفي، سمية قرياقص: "أسواق المال وتمويل الشركات"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2002، ص: 313.

² حسان خضر: "مرجع سابق"، ص: 06.

³ أحمد سعد عبد اللطيف: "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، سنة 1998، ص: 235.

ثانيا: الأوزان النسبية: تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد هذا الوزن¹:

1- مدخل الوزن على أساس السعر: يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر، فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة (03) أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 وحدة نقدية، 70 و، 50 ون فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر السهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر، وعلى سبيل المثال يكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي:

السهم	سعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	$0.40 = 200 \div 80$
ب	70	$0.35 = 200 \div 70$
ج	50	$0.25 = 200 \div 50$
المجموع	200	1

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن الوزن النسبي للسهم -أ- 0.40 وهو أعلى وزن نظرا لأن سعر السهم -أ- هو الأكبر، والوزن النسبي للسهم -ب- 0.35 بينما نجد أن السهم -ج- يحتل أدنى وزن 0.25 نظرا لأنه الأقل سعر.

2- مدخل الأوزان المتساوية: في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر، عن طريق معامل الترجيح الذي يعادل مقلوب سعر السهم.

ومن ثم فإن:

$$\text{الوزن النسبي المتساوي للأسهم} = \text{سعر السهم} \times \text{معامل الترجيح.}$$

3- مدخل الأوزان حسب القيمة: في هذه الطريقة يتم إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني أنه لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي كما في المدخل السابق.

ثالثا: طريقة حساب المؤشر: من بين الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات ما يلي:

1- المؤشرات المبينة على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر): يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الآتية²:

¹- للمزيد أنظر:

- حسان خضر: "مرجع سابق"، ص: 08.

- عصام حسين: "أسواق الأوراق المالية"، دار أسامة، الأردن، سنة 2008، ص: 42.

- حسين قبلا: "مؤشرات أسواق الأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الحادي عشر، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، سنة 2011، ص: 96/95.

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 257.²

❖ جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه؛
 ❖ قسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه
DIVISOR وعلى هذا الأساس يمكن إعطاء مثالا رقمي توضيحي للمؤشر المبني على أساس السعر كالاتي:
 لنفرض أن مؤشر موزون السعر يتضمن ثلاثة أسهم ظهرت أسعارها في اليوم الأول كالاتي:
 (الشركة/الأسهم A، B، C)، والأسعار (20، 80، 160)، على التوالي:
 $86.67 = 3 / (20 + 80 + 160)$ (يوم الأساس)
 لنفرض أن سعر السهم (A) ارتفع بنسبة 10% وبافتراض ثبات الأسعار الأخرى في اليوم التالي، فإنه سعره يصبح
 176 (1.10×160) بدلا من 160، وعليه ستصبح قيمة المؤشر:
 $92 = 3 / (20 + 80 + 176)$
 عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة مع اليوم الأول:

$$0.061 = \frac{86.67 - 92}{86.67}$$

وهذا يعني أن معدل العائد قد ارتفع بمعدل 0.061 نقطة، عندئذ يقال أن اتجاه السوق صعودي.
 لنفرض أن سعر السهم (C) في اليوم الثالث قد ارتفع بنسبة 10% وبالتالي فإن سعر السهم سيصبح 22 (1.10×20)
 بدلا من 20، وبالتالي فإن:

$$92.6 = 3 / (22 + 80 + 176)$$

عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول = $0.068 = 86.67 / (86.67 - 92.6)$
 بمعنى أن ارتفاع سعر السهم (C) بنسبة 10% أدى إلى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.068 نقطة، وهذا يعني أن اتجاه
 السوق صعودي أيضا، ولذلك فإن المؤشرات المبنية على أساس السعر هي مؤشرات متميزة للأسهم ذات الأسعار
 المرتفعة.

2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية): يمكن حساب هذا المؤشر من
 خلال تتبع الخطوات التالية¹:

☞ إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية = عدد الأسهم x سعر السهم)؛
 ☞ إيجاد الوزن لكل سهم (وزن سهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية الكلية للأسهم)؛
 ☞ احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة = (أسعار الأسهم x أوزانها في اليوم المعلن) / (أسعار الأسهم x
 أوزانها في يوم الأساس).

ولفهم حساب قيمة هذا المؤشر نورد مثالا توضيحيا للمؤشرات المبنية على أساس القيمة:

¹ - محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، "مقدمة في الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، الأردن، 2000، ص: 152-154.

مثال: لنفترض أنه لدينا المعطيات التالية:

الأسهم	عدد الأسهم	السعر	القيمة السوقية	الوزن لكل سهم
A	150	10	1500	$12\% = 100 * (12500/1500)$
B	200	20	4000	$32\% = 100 * (12500/4000)$
C	500	14	7000	$56\% = 100 * (12500/7000)$
المجموع			12500	

قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس) = [(وزن السهم A x سعره) + (وزن السهم B x سعره) + (وزن السهم C

$$x \text{ سعره}) / (\text{وزن السهم A x سعره}) + (\text{وزن السهم B x سعره}) + (\text{وزن السهم C x سعره})] \times 100$$

إذ يبقى المقام ثابت والذي يمثل يوم الأساس لاحتساب هذا المؤشر.

قيمة المؤشر =

$$100 = 100 [[(12 \times 10) + (32 \times 20) + (56 \times 14)] / [(12 \times 10) + (32 \times 20) + (56 \times 14)]]$$

على افتراض أن أسعار الأسهم في اليوم الثاني قد تغيرت من (10، 20، 14) إلى (11، 20.5، 13) وتبعاً لذلك فإن

القيمة السوقية للأسهم سوف تتغير لتصبح (1650، 4100، 6500) ، بالإضافة إلى تغير الوزن لكل سهم ليصبح

(13.5% ، 33.5% ، 53%) ، على التوالي:

قيمة المؤشر في اليوم الثاني =

$$98.7 = 100 [[(13.5 \times 11) + (33.5 \times 20.5) + (53 \times 13)] / [(12 \times 10) + (32 \times 20) + (56 \times 14)]]$$

وعليه فإن عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول = $100 / (100 - 98.7) = -0.013$

نلاحظ أن سعر السهمين A ، B قد ارتفعا، في حين أن سعر السهم C قد انخفض، ولذلك فإن قيمة المؤشر

انخفضت من 100 إلى 97.8 ، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى، وهذا قد أدى إلى انخفاض عائد السوق

تبعاً لذلك بمقدار -0.013 نقطة.

3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: يعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على افتراض أنه يحسب

استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة

التحيز للأسعار الموجودة في المؤشر المبني على أساس الأسعار وهي أحد العيوب التي يعاني منها هذا المؤشر، ومن ثم

فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر (الأوزان المتساوية) تعكس اتجاهًا حقيقيًا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة

الأسهم التي يتكون منها السوق، ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالاتي¹:

¹ - للمزيد أنظر:

- عبد الغفار حنيفي، " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "، مرجع سبق ذكره، ص: 98-100.

- عيسى محمد الغزالي، " تحليل الأوراق المالية "، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004

ص: 08.

- ✓ تحديد وزن نسبي يساوي واحدًا للسهم أو الأسهم صاحبة أقل سعر؛
- ✓ تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{الوزن النسبي} = \text{قيمة السهم} / \text{صاحب أقل سعر} / \text{سعر السهم}$$

✓ حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي. يلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية التي يتكون منها هذا المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام إحدى المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها (زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر وتكون تلك نتيجة اندماج بعض الشركات) لتوضيح كيفية بناء هذا المؤشر نفترض المثال التالي¹:

ظهرت أسعار ثلاثة أسهم تستخدم مؤشر موزون على أساس الأوزان المتساوية كالتالي:
(A، B، C) وبسعر (160، 80، 20) على التوالي وبالتالي يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال الخانات التالية:

➤ جعل الوزن النسبي للسهم صاحب أصغر قيمة يساوي 1 (20/20)

➤ الوزن النسبي للسهم 1 = C

➤ الوزن النسبي للسهم A = 160/20 = 8/1

➤ الوزن النسبي للسهم B = 80/20 = 4/1

قيمة المؤشر (يوم الأساس) = حاصل ضرب أسعار الأسهم × أوزانها النسبية

$$= [1 \times 20] + [(4/1) \times 80] + [(8/1) \times 160]$$

$$= 20 + 20 + 20 = 60 \text{ إذ نلاحظ أن بداية تكوين هذا المؤشر يستخدم قيم متساوية لكل}$$

سهم عند تكوينه وهي 20.

لنفترض أن سعر السهم B قد ارتفع بنسبة 25% أي ما يعادل (100 = 80 × 1.25) في اليوم الثاني مع افتراض بقاء أسعار الأسهم الأخرى ثابتة وعدم وجود اشتقاق لأسهم أخرى وعليه فإن:

$$= [1 \times 20] + [(4/1) \times 100] + [(8/1) \times 160] \text{ قيمة المؤشر في اليوم الثاني}$$

$$= 20 + 25 + 20 = 65$$

عائد السوق لليوم الثاني مقارنة باليوم الأول (الأساس): (0.083 = 60 / (65 - 60))

هذا يعني أن ارتفاع سعر السهم B أدى إلى تغير عائد السوق بمقدار 0.083 نقطة. وبالتالي فإن اتجاه السوق اتجه صعودي.

– محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 55.¹

أما في حالة اشتقاق السهم A إلى أربعة أسهم، فإن سعر السهم بعد الإشتقاق سيصبح $40=4/160$

والوزن النسبي للسهم $2/1=40/20=A$

$$[1 \times 20] + [(4/1) \times 100] + [(2/1) \times 40] = \text{قيمة المؤشر في اليوم الثالث} \\ 67.5 = 20+25+22.5 =$$

عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول (الأساس) $(0.125=60/(60-67.5))$ نقطة وهكذا.

4- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي: فكرة حساب هذا المؤشر تعتمد على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلا) على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ومن ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في (أساس المؤشر) *.

يمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو التالي¹:

* حساب السعر النسبي لكل مؤشر = سعر السهم في الفترة الأحدث / سعر السهم في الفترة الأقدم؛

* حساب الوسط الهندسي للأسعار = السعر النسبي للسهم الأول X السعر النسبي للسهم الثاني X السعر النسبي للسهم الثالث..... الخ $n/1$.

حيث n تعني عدد الأسهم.

* حساب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي X أساس المؤشر

وفيما يأتي نتناول مثالاً توضيحياً افتراضياً لكيفية حساب المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي:

مثال: ظهرت أسعار أربعة أسهم تستخدم في حساب مؤشر موزون على أساس التناسبية (E،C،B،A)، السعر في اليوم الأول (18،40،35،20) على التوالي والسعر في اليوم الثاني (22،45،33،22) على التوالي، إذا علمنا أن أساس المؤشر يبلغ 105، فإنه يمكن حساب قيمة المؤشر في اليوم الثاني باستخدام الوسط الهندسي كالاتي:

* حساب السعر النسبي للسهم $A=20/22=1.1$ ؛

* حساب السعر النسبي للسهم $B=35/33=0.94$ ؛

* حساب السعر النسبي للسهم $C=40/45=1.12$ ؛

* حساب السعر النسبي للسهم $E=18/22=1.22$.

$$\text{الوسط الهندسي} = \sqrt[4]{(1.22 \times 1.12 \times 0.94 \times 1.1)} = 1.59$$

- أساس المؤشر هو قيمته عند تكوينه، إذ يتم تحديدها من طرف الخبراء القائمين على بنائه وعادة ما تعادل هذه القيمة 100 أو مضاعفاًها. *

- للمزيد أنظر:¹

- عبد الغفار حنيفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 101، 102.

- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

- محمد الخ الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 260.

$$x \text{ قيمة المؤشر} = 105 \times 1.59 = 114.45$$

وعليه: عائد السوق في اليوم الثاني بمقارنته بيوم الأساس = $(105 - 114.45) / 105 = 0.09$ نقطة وهكذا.

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الولايات المتحدة الأمريكية

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة والتي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف تبعاً لأساليب بنائها، وسنقتصر في هذا المطلب على ذكر المؤشرات الرئيسية لسوق الولايات المتحدة الأمريكية.

أولاً: المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

من أبرز المؤشرات نجد:

1- مؤشر داوجونز الصناعي: يعتبر مؤشر داوجونز "Dow Jones" أحد أقدم المؤشرات، قام "تشارلز داو"

والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت *journal* *Wall street* في 16/02/1885 بإصدار مؤشره الذي عرف بمؤشر داوجونز حيث كان يتضمن 12 سهماً (10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين من أسهم الشركات الصناعية)، والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك، وبعد مرور أربع سنوات تضمن مؤشر داوجونز عشرون سهماً (18 من أسهم السكك الحديدية و2 من أسهم الشركات الصناعية)¹.

وفي سنة 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة.

يعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار ويتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، يحسب على أساس سعر الإقفال ويتم حسابه كل نصف ساعة.

تتميز أسهمه بـ:

- ارتفاع قيمتها السوقية.
- أكثر انتشاراً ومعرفة.
- ضخامة عدد المساهمين.

وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر

داوجونز عدة انتقادات موضوعية تتمثل في:

¹ - للمزيد أنظر:

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 261.

- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندر أندبور.

- هناك تمييز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية.

- يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

ولحسم الانتقادات هناك ثلاثة معايير على مدى ملاءمة مؤشر داوجونز.

- حجم معامل الارتباط؛

- قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى؛

- درجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى.

2- **مؤشر ستاندر أندبور**: بدأ تكوين مؤشر ستاندر أندبور في 1957/03/04، يعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداماً وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي¹:

425 سهم من الشركات الصناعية؛

25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء... الخ؛

50 سهم من شركة الخدمات العامة.

وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.

يضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة، المنافع العامة، النقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة *IBM** وشركة جنيرال موتورز *GENERAL MOTORS*، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

قيمة المؤشر = القيمة السوقية للأسهم في الفترة المعنية / القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس.

¹ - للمزيد أنظر:

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: "مرجع سابق"، ص: 253.

- أحمد سعد عبد اللطيف: "مرجع سابق"، ص: 248.

* *International Business Machines*: شركة عالمية متعددة الجنسيات تعمل في مجال تصنيع وتطوير الحواسيب والبرمجيات.

المبحث الخامس: علاقة المؤسسة ببورصة الأوراق المالية

يعتبر قرار تعلق المؤسسة بالبورصة أحد أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، لذلك فإن عملية التسجيل في البورصة تعتبر خطوة جد هامة في حياة المؤسسة، لذا فهي تتطلب تهيئة محكمة سواء على المستوى المادي والمالي أو من حيث اختيار الوسيط الذي يتكفل بمساندة وتوجيه المؤسسة حتى إتمام التسجيل الفعلي وبعده. لذلك سيتناول هذا المبحث في أول مطلب فيه كيفية تهيئة المؤسسة للتسجيل في البورصة وفي ثاني مطلب الإجراءات الواجب تنفيذها للانضمام إلى البورصة.

المطلب الأول: دخول المؤسسات في البورصة.

إذا أرادت المؤسسة تحقيق رغبتها في الدخول إلى البورصة وفرض وجودها فيها على أحسن وجه، فعليها أن تستعد لذلك عن طريق تنفيذ كل التحضيرات الضرورية للتقيد في البورصة وتطبيق مجموعة من الشروط والواجبات، كما سيتبين ذلك من خلال الفروع الآتية:

أولاً: استعدادات المؤسسة للدخول في البورصة: إذا أعلنت المؤسسة قرارها للدخول في البورصة، فهذا الموضوع لا يهم المؤسسة فحسب، بل من شأنه أن يمس كل الفئات الأخرى في السوق المالي، والتي تسعى إلى توجيه هذه المؤسسة وإحاطتها بكل النماذج والإرشادات اللازمة، كما تقوم لجان البورصة بالتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها المؤسسة، ومن أن هذه الأخيرة تستجيب لكل المواصفات والشروط الضرورية لهذه العملية. ولكي يتم التسجيل في أحسن حال ويعود بالمنفعة على المؤسسة فإن هذه الأخيرة تقوم بدراسة وتقييم النتائج المستقبلية التي تترتب عن هذا الدخول، ومن بين الدراسات التي تقوم بها المؤسسة عند الاستعداد للدخول إلى البورصة نذكر¹:

1- تقييم نتائج عملية التسجيل في البورصة: يجب على المؤسسة التي تود الدخول إلى البورصة، أن تكلف مسيرتها بتقييم كل الإيجابيات والسلبيات المترتبة عن هذه العملية آخذين بعين الاعتبار كل العراقيل والأخطار التي قد تعيق الأهداف المسطرة من طرف الشركة، والتأكد بذلك من أن هذا الدخول سوف يساهم مساهمة فعالة في بلوغ هذه الأهداف وفق الإستراتيجية المحددة، دافعا بذلك المؤسسة نحو طريق التقدم والازدهار؛

2- تقييم إمكانيات المؤسسة: إن عملية التسجيل في البورصة، عملية مكلفة جدا، كما أنها خطوة حساسة جدا بالنسبة للمؤسسة، حيث تجعلها تكتسب شهرة معينة، مما يجلب الكثير من الأنظار عليها، كما تدفعها للدخول في معركة تنافسية حاسمة مع الشركات الأخرى المسعرة. وتتطلب عملية التسجيل تقييم دقيق للإمكانيات المادية والبشرية للمؤسسة، ومن ثم تحديد نقاط القوة ونقاط الضعف الخاصة بالتسيير، بنوعية المنتجات ونوعية التكنولوجيا

¹- Jhon Leslie Livingston, the best trainers of business schools, Maxima, America, 1993, p 340.

المستعملة، وكل ما يتعلق بالوسائل التي تمتلكها المؤسسة، والتي تسمح لها بوضع إستراتيجية محكمة لتطوير حصتها في السوق وضمان تحقيق نمو مستمر لرقم الأعمال والأرباح، وبالتالي تحسين الوضعية التنافسية وكسب اهتمام المتعاملين؛

3- إجراء بعض التعديلات في شؤون المؤسسة: تنقيد المؤسسة عند اتخاذ قرار التسجيل في البورصة، بإجراء تحليل كامل لجميع مستويات المؤسسة، ثم إجراء التعديلات اللازمة التي تتطلبها عملية التسجيل، والتي تسمح لها بالفتح على العالم الخارجي ومن بين هذه التعديلات تلك التي هي خاصة هي خاصة بكيفية توزيع الأسهم على المساهمين الأقالين أو تلك المتعلقة بتجميع أو تقييم الأسهم بهدف إعطائها قيمة تسمح بتحقيق السيولة الكافية، وتستوجب عملية التسجيل أيضا تحضير تقرير كامل عن المنشآت الصناعية والتجارية ومختلف البراءات المنسوبة إلى الشركة ووحداتها. إذ من الضروري أن تكون كل ممتلكات الشركة، منشآتها ووحداتها مسجلة باسم هذه الأخيرة، وإلا اعتبرت محاولة التسجيل فاشلة، أما من الناحية المحاسبية فيجب التأكد من القيمة الحقيقية لكل العناصر المكونة لأصول الشركة بما فيها الاستثمارات، المخزونات... الخ؛

4- تحديد سعر مناسب: إن عملية التسجيل في البورصة تطرح مشكل تحديد السعر المناسب للأوراق المالية، بحيث إذا كان السعر المحدد منخفضا جدا سيؤدي بالمساهمين القداماء إلى التنازل عن جميع أوراقهم المالية وعليه سيحققون خسارة، أما إذا كان السعر المحدد مرتفعا جدان فهذا سيمنع عملية شراء الأوراق المالية من طرف المساهمين الجدد وبالتالي فشل عملية الدخول إلى البورصة، فالنتيجة هي أن السعر المناسب لا يجب أن يكون مرتفعا جدا ولا منخفضا جدا¹؛

5- حسن اختيار الوسيط: تتطلب عملية الدخول إلى البورصة، الاعتماد على وسيط متمكن، لتسهيل هذه المهمة، وتقديم النصائح والإرشادات اللازمة للمؤسسة من اجل تحضير وتحقيق عملية الدخول أولا، ثم مساندة المؤسسة وتوجيهها للبروز في تسوق البورصة ثانيا. حيث ينحصر دور الوسيط في هذا المجال، في:

5-1- تقديم النصائح والإرشادات فيما يخص التعديلات التي يجب أن تقوم بها المؤسسة لتحقيق عملية التسجيل والمتعلقة بعمليات إعادة الهيكلة الداخلية، بيع بعض فروع المؤسسة... الخ؛

5-2- مساعدة المؤسسة في تحديد السياسة الناجعة لتحقيق السيولة الكافية للورقة محل الإدراج؛

5-3- تقديم الاقتراحات اللازمة فيما يخص سياسات الإعلام، التوزيع، وتحديد إجراءات الدخول.

6- القيام بإعلام داخلي وخارجي فعال: إن عملية إدخال المؤسسة إلى البورصة تشبه إلى حد ما عملية بيع منتج جديد في السوق وعليه على المؤسسة أن تكون لها سياسة إعلامية ناجعة ودقيقة فيما يخص علاقتها مع الوسطاء الماليين والموردين والزبائن والمحللين الماليين، وتحتوي السياسة الإعلامية على عدة أقسام متمثلة في¹:

¹ – Bertrant Jaquillat, *l'introduction en bourse*, Puf, France, 1989, p 41.

¹ – Patrick Poulain, *l'introduction en bourse*, Dunod, Paris, 1987, p 56.

أما على المستوى الداخلي، فتستوجب عملية الدخول إلى البورصة، انضمام كل العاملين بالمؤسسة، مما يسمح بخلق انسجام قوي بين مختلف مديريات المؤسسة، وذلك عن طريق تنظيم أيام إعلامية ونشرات تثقيفية عن البورصة بـمفهوم عامة، وعن مشروع المؤسسة في التسجيل، والأهداف المرجوة من خلال هذا المشروع بـمفهوم خاصة ومدى تأثيره على الحياة المستقبلية لهذه المؤسسة والغاية من مشاركة عمال المؤسسة في عملية الدخول إلى البورصة هو تحفيزهم على الدخول في المؤسسة كمساهمين جدد.

ملاحظة: إن أهم ما يجلب الانتباه في استعداد المؤسسة للدخول إلى البورصة هو طول فترة الاستعداد للتسجيل، غير أنه كلما طالت كانت عملية التسجيل أكثر نجاحاً، وعلى العموم فإن مراحل التسجيل تتم كما يلي:

- فترة الإجراءات الأولية التي تسبق عملية التقييد وتبدأ قبل حوالي 40 يوم من بدء التسجيل؛
 - فترة التسجيل والمتابعة حيث تبدأ يوم بيع الأسهم لأول مرة وتعديل السعر وتنشيط السوق لمدة شهر على الأقل.
- ثانياً: شروط قبول دخول المؤسسة إلى البورصة:** تماشياً مع قوانين دولية، فإنه على المؤسسة أن تحقق مجموعة من الشروط حتى يتم قبول طلب دخولها إلى البورصة.

يمكن عرض هذه الشروط كما يلي¹:

- يجب أن يتم إصدار القيم من طرف شركات أسهم؛
- يجب أن تحرر الأسهم كلياً؛
- أن تكون الأسهم المعروضة للبيع العمومي مقسمة على 300 مساهم على الأقل؛
- أن تكون الأوراق المالية التي هي موضوع التداول موزعة على 100 مساهم على الأقل؛
- فيما يخص أوراق القرض (السندات) الإدارة من الدولة فلا يشترط لا حد أدنى، ولا حد أقصى للاكتتاب في القيم المنقولة.

1- الشروط الخاصة بالمؤسسة موضوع القبول:

- أن يكون رأس مال الشركة يفوق حد معين يختلف تحديده من بلد إلى آخر؛
- أن تمثل الأوراق المالية المعروضة على الأقل 20% من رأس مال الشركة؛
- أن تقوم بنشر وثائق مصادق عليها توضح الحالة المالية للمؤسسة للسنتين السابقتين والسنة الجارية التي قدمت فيها طلب القبول للدخول إلى البورصة؛
- يجب أن تقوم المؤسسة بتحضير مذكرة إعلامية تعرض فيها المعلومات الخاصة بها وتقدمها إلى لجنة مراقبة عمليات البورصة لتصادق عليها؛
- أن تكون المؤسسة حققت أرباحاً في السنة المالية السابقة للطلب للدخول؛

¹ - Les guides COSOB, guide de l'admission en bourse, 1997, p 29.

- إذا قررت المؤسسة التخلي أو التنازل عن بعض أصولها قبل الدخول إلى البورصة فعليها أن تعلم لجنة مراقبة عمليات البورصة بذلك؛

- يجب على المؤسسة أن توفر تقرير عن عملية إعادة تقييم الأصول محرر من طرف خبير محاسبي خاص بالمؤسسة؛
- يجب أن يتوفر في المؤسسة هيئة خاصة للمراقبة الداخلية للتسيير.

2- الشروط الخاصة بشرعية الدخول إلى البورصة: يمكن أن تتحقق كل الشروط السابقة الذكر، ورغم ذلك لا يسمح للمؤسسة بالدخول إلى البورصة، وهذا في حالة كون أحد المساهمين ذو سلطة على المؤسسة تمكنه من الحصول على معلومات مهمة يستعملها في اتخاذ قرارات بيع أو شراء الأوراق المالية الخاصة بها على حساب المساهمين الآخرين، فتجد المؤسسة نفسها أما مشكلة اتجاه هذا المساهم والمساهمين الآخرين في هذه الحالة يكون قرار الدخول أولاً للبورصة في يد لجنة مراقبة عمليات البورصة.

في حالة ما إذا تم قبول دخول هذه المؤسسة للبورصة رغم هذا المشكل فيجب عليها أن تعلنه للجماهير والمستثمرين في عريضة المعلومات الموجهة للجنة.

ثالثاً: محتوى ملف القبول: تلتزم كل شركة أو مؤسسة تود التسجيل في بورصة القيم المنقولة بتكوين ملف يقدم إلى لجنة مراقبة عمليات البورصة، وهو يتضمن الوثائق الخاصة بالحالة المالية، الاقتصادية والقانونية للشركة المتمثلة في¹:

1- وثائق الحالة العامة:

- طلب خطي لتسعير الأوراق المالية بالبورصة؛
- تقرير مجلس الإدارة؛
- قائمة أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين الرئيسيين؛
- قائمة المساهمين، مع تحديد عدد الأسهم التي بحوزتهم؛
- نسخ من النصوص التأسيسية المصادق عليها.

2- وثائق الحالة الاقتصادية والمالية:

- كشف مفصل عن النشاط الصناعي والتجاري للشركة؛
- كشف موضح لحصة المؤسسة في السوق ووضعيتها التنافسية؛
- كشف مفصل عن الحالة المالية للمؤسسة؛
- الميزانية، جدول حسابات الأرباح والخسائر، جدول حسابات النتائج، جدول حسابات التسيير للخمس سنوات الأخيرة مع مقارنة الاتجاه من سنة لأخرى؛
- تقديم وضعية الأرباح الموزعة، وجدول التمويل للخمس سنوات الأخيرة؛
- كشف تشامل لكل بيانات، شروط وظروف الإصدار؛

¹ - B.Jacquillat, OP-CIT, p 47.

- تقديم دراسة مفصلة عن الأبعاد المستقبلية لنشاط الشركة والخاصة برقم الأعمال، سياسة التمويل، مشاريع الاستثمار... إلخ.

3- وثائق الحالة القانونية:

- عقد تأسيس الشركة؛

- الوثائق الخاصة بزيادة رأسمال الشركة، أو اندماجها مع شركة أخرى؛

- تقبل الشركة بتخصيص على الأقل 25% من أسماها للاكتتاب من طرف الجمهور يخضع هذا الملف لدراسة دقيقة من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة، والتي تقوم بالمصادقة على عملية الدخول بعد التأكد من توفر كل الشروط.

المطلب الثاني : إجراءات الانضمام إلى البورصة.

حتى يتم دخول المؤسسة إلى البورصة في أفضل الأحوال، فبعد أن تستعد له وتستوفي كل الشروط والوثائق الضرورية، عليها أن تقوم بمجموعة من الإجراءات اللازمة للانضمام إلى البورصة، كما توضحها الدراسة الآتية:
أولاً: القيود التي تواجه المؤسسة للدخول إلى البورصة: بعد أن يتم قرار قبول المؤسسة في البورصة، فإن هذه الأخيرة سوف تواجه نوعين من القيود وهما: القيد المادي والقيود الإستراتيجي.

1- القيد المادي: يتمثل القيد المادي في اختيار الوسيط، حيث تعد مهمة اختيار الوسيط أمر أساسي ناتج من طبيعة العملية التي يقوم بها هذا الوسيط حسب ما إذا كان معتمد لنشاط محدود أو لنشاط كامل¹.

فمن الجانب التنظيمي، تتمثل أنشطة وسيط عمليات البورصة ذو النشاط المحدود على التفاوض حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة. أما أنشطة وسيط عمليات البورصة ذو النشاط الكامل، إضافة إلى التفاوض على قيم منقولة مقبولة بالبورصة فتتمثل في:

- عمليات التوظيف لحساب الغير؛

- شراء القيم المنقولة الموكل عليها بصورة رئيسية أو ثانوية؛

- تسيير حافظة قيم بموجب عقد؛

- السعي المتعلق بأحد أنشطة.

أما الجانب العملي، سواء تعلق الأمر بينك أو بشركة تأمين، فإن وسيط عمليات البورصة لا يكفي بدوره التقني كوسيط، و لكن يوسع تدخله ليصبح مستشار للمؤسسة التي تريد الدخول في البورصة حيث يقدم نصائحه في الهندسة المالية، ويخدم في نفس الوقت مصالح المؤسسة والمساهمين، فمثلا في إطار عملية الخوصصة فإن دور البنوك يتمثل في:

- المساهمة في تقييم المؤسسة بغية إدخالها في البورصة؛

¹ - Les guides COSOB, guide de l'admission en bourse, 1998, p 14.

- مساعدة المؤسسة في تعديل أنظمتها الأساسية، تنظيم مشاركة المساهمين؛
- المشاركة في نقابة التوظيف؛
- المشاركة في اختيار إجراء القبول المتفق عليه.
- زيادة عن المعايير الذاتية المتعلقة بالمؤهلات الشخصية للوسيط وطبيعة العلاقات التي يجب أن يقيمها مع زبونه، هناك معايير اختيار أخرى، تتمثل فيما يلي:
- يجب على الوسيط أن يتمتع بسهولة التعرف على المؤسسة من أجل إعلائها النصائح الصائبة عند قيامه بإعداد دخولها إلى البورصة؛
- يجب أن يتوفر في الوسيط التكوين والتجربة اللازمين لتوظيف وتسيير القيم المنقولة في السوق المالي وهذا مع الأخذ بعين الاعتبار الأوضاع الراهنة للبلد؛
- يجب أن يتمتع الوسيط بأحسن الوسائل المادية والبشرية لضمان الدخول، زيادة على ذلك القرب الجغرافي؛
- على الوسيط أن لا يكون باهض التكلفة، وعلى العموم فإن العملات المتعلقة بإجراءات القبول التي يجب أن يتلقاها الوسيلاء هي منظمة ومحددة من اللجنة، غير أنه توجد بعض العملات التي يمكن التفاوض عليها بين الوسيط وزبونه وتختلف وفق مستوى تدخل الوسيط في العملية التي يقوم بها لحساب زبونه ودرجة المخاطرة التي تتضمنها العملية، إذن كنتيجة لما سبق فإن حسن اختيار الوسيط يعتبر أمراً محمداً لجودة الدخول، ووجود مناخ ثقة يعتبر ضرورياً حتى يكون قبول المؤسسة وحماتها في البورصة في نجاح متواصل.
- 2- القيد الإستراتيجي:** زيادة عن القيد المادي بالنسبة لإجراءات القبول و التكاليف الناجمة عنها، فإن بعض الشركات والمؤسسات تأس من جراء أعراض أخرى، كتلك المتعلقة بالعواقب على مستقبلها الناتجة عن الإدخال في البورصة والتي تمثل القيد الإستراتيجي الذي تعني به قياس نتائج قرار القبول في البورصة التي تنعكس على حياة المؤسسة أو استمراريتها، لأن هذا القرار قد يعرض المؤسسة إلى جملة من العوائق نذكر من بينها¹:
- التردد في تقديم المعلومات وإجبارية الإعلام المتواصل مع حق المراقبة المخول للمساهمين الجدد، أي وجود جملة من الاعتبارات التي تجعل المسيرين يتخوفون من فقدان التحكم في شركاتهم في حالة أن المؤسسة مجبرة على إظهار جميع المعلومات الخاصة بوضعيتها المالية ومدى استقلاليتها وسائلها المالية و رقم أعمالها، مشاكلها... إلخ؛
- نقص العناية بالمسيرين؛
- غياب إستراتيجية طويلة المدى؛

¹ - أعراب عبد العزيز: "تمويل المؤسسات عن طريق السوق المالي"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص 108.

- سحنون جمال الدين: "الانضمام إلى البورصة : دراسة حالة صيدال"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000/2001، ص: 61.

- التكاليف المرتفعة للقبول في البورصة (تكاليف رفع رأس المال، تكاليف البنوك، تكاليف الوسطاء وعمولاتهم، تكاليف الإعلانات...)

- قلة المرونة في القضايا المتعلقة بأخذ القرار، لأنه من الضروري اللجوء إلى المساهمين وعندما تدخل المؤسسة في البورصة فإنها ستعرض إلى قيود مالية خاصة عند تحرير المذكرة الإعلامية، إلى جانب جملة من الاعتبارات التي تجعل المسيرين يتخوفون من فقدان التحكم في شركاتهم والعائدة أساسا إلى نقص خبرة هؤلاء في نشاط البورصة. ولهذا الغرض تحرض لجنة مراقبة العمليات البورصية على المحافظة على التوازن بين صعوبات تحضير الملف وتكاليف الإدخال من جهة، والانشغال المرتبط بالنزاهة والإعلام من جهة أخرى.

ثانيا: الأساليب المختلفة للدخول في البورصة: تلتزم البورصة بتنظيم إجراءات الإدخال إلى البورصة، وعلى المؤسسة المترشحة للدخول إلى البورصة أن تختار أحد الإجراءات عند التسجيل في البورصة، وذلك وفقا للكيفية التي تريد من خلالها نشر أو توزيع رأس مالها بين الجمهور، ويتم ذلك حسب الأساليب المختلفة للدخول في البورصة والمتمثلة في¹:

1- الأسلوب العادي: يعرف أيضا بالإجراء العادي، و هو ذلك الإجراء الذي يمكن للبورصة عندما يكون رأس المال الشركة موزعا بين الجمهور بمقدار كاف من تسجيل قيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة في السوق، وذلك ابتداء من سعر إدخال تداول عليه شركة إدارة البورصة ويستعمل هذا الإجراء عندما يتعلق الأمر بقيم مماثلة لقيم تم تسعيرها في البورصة مسبقا، حيث تنشر البورصة إعلانا عند إدخال قيمة منقولة توضح من خلاله أن الإجراء المتبع هو الإجراء العادي، كما تبين فيه تاريخ أول تسعيرة وكذا سعر الإدخال.

بعبارة أخرى، يعتبر هذا الإجراء أبسط إجراءات التقييد، وهو يخص المؤسسات التي قد تم توزيع قدر كاف من رأسمالها بين الجمهور. فالأمر إذن يتعلق بالقيم التي قد سبق تحديد سعرها والتي يرغب في تسجيلها في جدول الأسعار لسوق البورصة المنظمة، بحيث يتم تداولها وفق شروط التسعيرة في السوق وذلك ابتداء من سعر إدخال توافق عليه شركة إدارة البورصة على أساس شروط السوق.

2- العرض العمومي للبيع: هو عبارة عن إجراء يسمح لأصحاب القيم المنقولة بعرض وبيع كامل قيمهم المنقولة أو جزء منها للجمهور، في فترة محددة و بسعر محدد مسبقا في إطار نزيه وشفاف وتعتبر تقنية للتسعيرة الأولى.

وفي هذه الحالة فإن العرض العمومي للبيع يكمن في وضع عدد معلوم من الأوراق المالية تحت تداول الجمهور يوم الإدخال، إما عن طريق أسلوب العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، أو عن طريق أسلوب العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، وكلا الأسلوبين يمكن توضيحهما كما يلي:

1-2- أسلوب العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: يعد هذا الإجراء حديث الاستعمال، وهو يتمثل في وضع تحت تداول الجمهور المتعاملين عددا معينا من الأوراق المالية، بسعر ثابت ومحدد مسبقا، حيث تجمع البورصة أوامر الشراء

¹ - Les guides COSOB, Guide de l'admission en bourse, 1997, p 25.

- أعراب عبد العزيز: "مرجع سابق"، ص: 102.

المرسلة من طرف الوسطاء في العمليات البورصية لمقارنتها بسعر البيع المحدد ولا يتم قبول إلا طلبات الشراء المحصورة في هذا السعر، فإذا حضي العرض بالاستجابة، فإن سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض.

يسمح إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، للمؤسسة بتحديد السعر الذي يوافقها، ففي حالة نجاح هذا الإجراء تتمكن المؤسسة من الاستفادة بتقييد أوراقها بسعر أولي معقول، أما إذا كانت نتيجة هذا الإجراء سلبية، فلا يمكن للمؤسسة أن تستعين بإجراء آخر، مما يجعلها مجبرة عند استعمال هذا الإجراء بتحديد أسعار معقولة بالنسبة لها، لكن في نفس الوقت جلافة للمستثمرين، يعتبر هذا الأسلوب قليل الاستعمال، إذ يستعمل عادة في حالة فشل الإجراء العادي أو الإجراء العمومي للبيع بسعر أدنى، حيث يتطلب وضع عدد كبير من الأوراق المالية تحت تصرف الجمهور فتهمش عادة طلبات الشراء الصغيرة الحجم.

2-2-أسلوب العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: يتضمن هذا الأسلوب، وضع عدد معلوم من الأوراق المالية تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال بسعر أدنى يقبل به المدخلون التنازل عنها، ويرتبط هذا الأسلوب بما يعرف بأسلوب المزاد، حيث تقوم الشركة بتقديم عرضها من حيث الكمية والسعر، وتتم بعد ذلك تجميع كل طلبات الشراء والتي تتضمن الكميات المراد شراءها والأسعار المقترحة، ثم ترتب هذه الطلبات ترتيباً تنازلياً، ويتم تحديد سعر البيع وفقاً للسعر الأعلى المعروض أي أعلى سعر متضمن لطلبات الشراء، والذي يسمح بتصريف أكبر عملية ممكنة. ولتحقيق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، تقوم البورصة باتخاذ إجراءين هامين، هما:

- عدم قبول أثناء الفرز إلا أوامر الشراء الموافقة للسعر المحدد؛

- يتم إلغاء الأوامر التي يتعد حدها بصورة كبيرة عن الحد الأدنى.

ثالثاً: محاسن ومساوئ الانضمام إلى البورصة: إن أهمية ومكانة السوق المالي، تسمح للمؤسسة المتواجدة فيها بالنمو والتطور، وذلك من خلال المحاسن التي يوفرها التسجيل في سوق البورصة المنظمة، كما يساعد ذلك المؤسسة في تحقيق بعض الأهداف التي تعتبر أساسية في إطار استراتيجية النمو المسطرة، وستعرف فيما يلي على مختلف المزايا والعيوب الناتجة عن عملية الانضمام إلى البورصة بالنسبة للمؤسسة¹:

1- المزايا:

✓ إن عملية الدخول إلى البورصة تنشط حركة رؤوس الأموال من طرف لآخر، فهي بذلك تضمن تعبئة رؤوس الأموال، إذ بإمكان حاملي الأوراق المالية بيع كل جزء من الأوراق التي بحوزتهم في سوق البورصة المنظمة سعر السوق المحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، مع ضمان سرعة إتمام هذه العملية مقارنة بالمؤسسات غير المسعرة والتي لها مجال محدود لبيع الأسهم؛

✓ إن الدخول في البورصة يسمح بالتعريف بالمؤسسة وبروزها على المستوى الوطني والعالمي، وهو يعتبر من أهم العوامل المدعمة لعملية الإشهار، والتي تسمح بزيادة التعريف بالشركة وبمنتجاتها، إذ يتم الإعلان عنها وعن أسعار

¹ - B. Jaquillat , OP-CIT , P72.

أوراقها المالية في كثير من وسائل الإعلام، مما يسمح للأوساط الصناعية والجمهور المتعاملين بالاهتمام بالشركة، فتزداد مصداقيتها المالية بتوافد رؤوس الأموال إليها؛

✓ الدخول في البورصة يؤدي إلى شفافية المعلومات، حيث يصبح الجمهور المتعامل على علم بكل ما يجري في المؤسسة والبورصة عن طريق الإعلان المستمر في مقصورة البورصة ووسائل الإعلام إذ تقوم لجان البورصة بإجبار المؤسسات المسعرة بتزويد الجمهور بالمعلومات اللازمة التي نخضعها، وكل التغييرات الطارئة عليها، والتي من شأنها أن تؤثر على قيمة الأوراق المالية لهذه الشركات؛

✓ تتميز عملية تقييم أصول المؤسسات المسعرة في البورصة بالاستمرارية مما يسهل عمل دائئها الذين يسعون دائماً إلى التقييم المحاسبي لهذه الأصول و مقارنتها بالرأسمالية البورصية؛

✓ إن دخول المؤسسة في البورصة يرفع من مصادرها التمويلية حيث أن تطور المؤسسة يؤدي بالضرورة إلى زيادة احتياجاتها التمويلية، فتصبح مواردها الذاتية كافية لذلك تلجأ إلى البورصة لسد حاجياتها عن طريق إصدار الأسهم أو الاقتراض عن طريق السندات.

2- العيوب: نذكر من بينها:

✓ خضوع المؤسسة للرقابة المستمرة من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة، وتقيدها الصارم لتزويد المساهمين المتعاملين بكل المعلومات المقررة في قوانين البورصة مع الحرص والتأكد من صحة هذه المعلومات؛

✓ كون المؤسسة في البورصة يمكن أن يؤدي في بعض الحالات إلى انهيار سمعتها في السوق وانخفاض أسعار أوراقها المالية، وبالتالي تراجع الجمهور عن شراء هذه الأوراق وذلك في حالة ما إذا مرت المؤسسة بأي ظرف طارئ غير مجدي يُلطخ سمعتها؛

✓ تولد عملية الدخول إلى البورصة تكاليف إضافية بالنسبة للمؤسسة، يمكن ذكر على سبيل المثال: المصاريف المتعلقة بإجراءات الدخول، المصاريف الخاصة بالإعلام، المصاريف المتعلقة بالوثائق الرسمية الواجب تقديمها للمساهمين.... الخ.

المبحث السادس: مهام البورصة مع المؤسسات.

إن علاقة المؤسسة بالبورصة في توطد مستمر، مما زاد من ضخامة عدد المعاملات بينهما، ومن أهم وأبرز التعاملات التي تؤديها البورصة مع المؤسسة: التمويل، فبعد طرق التمويل المتعددة التي استعملتها المؤسسة فإن هذه الأخيرة لجأت وبدون أي تردد للتمويل عن طريق البورصة، كما استفادت أيضا من مهام بورصية أخرى لا تقل أهمية، كما ستبين ذلك من خلال المطلب الأول و المطلب الثاني من هذا المبحث.

المطلب الأول: التمييز بين الأنماط المختلفة لتمويل المؤسسة ونمط التمويل البورصي.

من خلال هذا المطلب سنبحث في مختلف أنماط التمويل التي تستعملها المؤسسة وبالخصوص نمط التمويل البورصي، وذلك حسب العناصر التالية:

أولاً: نمط التمويل الداخلي: تعتمد المؤسسة في تمويلها لمشاريعها على مبادر مختلفة تسمح لها بتحقيق أهدافها المختلفة، ومن بين هذه الأنماط أو المبادر مبادر التمويل الداخلي أو كما يسمى أيضا مبادر التمويل الذاتي. يعتبر التمويل الذاتي خيار استراتيجي يسمح لكل مؤسسة بتمويل الاستثمارات بعيدا عن المخاطر المالية على اعتباره مبادر مجاني للتمويل أي خالي من أي التزامات مالية (الفوائد)، كما يسمح بتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة، كتسديد الديون، تغطية الخسائر، تحديد أدوات الإنتاج... الخ.

يمكن تعريف التمويل الذاتي كما يلي¹: إن التمويل الذاتي للمؤسسة يعني إمكانية المؤسسة تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطاتها، وهذا لا يتم إلا بعد الحول على نتيجة الدورة مضاف إليها عندين هامين يعتبران موردا داخليا، وهما الاهتلاكات والمؤونات، فالتمويل الذاتي هو شرط أساسي للتسيير الذاتي للمؤسسة بوجود هيكله مالية متوازنة وفائض نقدي صافي كافي لتغطية ومواجهة الاحتياجات من قرارات الاستثمار دون طلب تمويل بالقروض البنكية أو تمويل خارجي آخر.

إذن، فالتمويل الذاتي يمثل القدرة الذاتية للتمويل بعد توزيع الأرباح، تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها دون اللجوء إلى مبادر خارجية، وهو يعمل على رفع استقلالية المؤسسة المالية اتجاه دائيتها، ومن خلال مفهوم التمويل الذاتي يتوضح بأن لهذا الأخير مبادر مختلفة منها:

1- التدفق النقدي: إن اعتبار النتيجة وحدها مبادر لتمويل المؤسسة ذاتيا، كمقياس لدرجة مردوديتها لا يمكن أن يكون صحيحا، نظرا لأن المؤسسة تستعمل طرقا معينة من الاهتلاكات تؤثر على تحديد النتيجة النهائية للمؤسسة، وهذه الاهتلاكات في نفس الوقت إيرادات لها وليس مبادر روفاء، وهذا ما يجعل من المهم حساب الفائض النقدي¹.

¹ - ناصر دادي عدون: "تقنيات مراقبة التمويل"، دار الهدى للنشر، سنة 1988، ص: 83.

² - ناصر دادي عدون: "تقنيات مراقبة التمويل"، مرجع سابق، ص: 84.

2- التدفق المالي: قد لا يترتب على هذا الأخير تدفق نقدي، مما يعني وجود تفاوت بينهما، فالتدفق المالي بمثابة قيد محاسبي قد لا يترتب عليه خروج نقدية، فإذا كانت المبيعات هي مصدر النقدية للمؤسسة فأى حجز لهذه النقدية إنما يدخل في مكونات التمويل الداخلي، وقد ثار الجدل حول مخصصات الإهلاك كمصدر للنقدية في المؤسسة والمبيعات كمصدر للنقدية أيضا، ويمثل الإهلاك تدفقا ماليا لتخفيض الربح وزيادة الفائض المحتجز، ويمثل تكلفة فعلية مقابل انخفاض رأس المال نتيجة استخدام الأصول، ومن جهة أخرى، باعتبار أن الأموال المتولدة من المبيعات تفوق المصروفات التي تستخدم أموال حاضرة، وعلى ذلك فالإهلاك يحقق ميزة ضريبية وله تأثير على الفائض النقدي بعد الضريبة، ومنه فإن المبيعات هي المصدر الأساسي للنقدية وليس الإهلاك، كما أن التدفق المالي لا يتوقف فقط على الإهلاك وإنما أيضا على الأرباح المحتجزة¹.

3- الأرباح المحتجزة: هو ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة ضمن عناصر حقوق الملكية.

تعتبر الأرباح المحتجزة أحد مصادر الأموال من التكوين الذاتي للشركة فبدلا من توزيع الفائض المتحقق على المساهمين قد تقوم المؤسسة بتجنب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يُلحق عليها اسم "الاحتياطي" بغرض تحقيق هدف معين، ويسمى ذلك الجزء من رأس المال المتراكم من أرباح المؤسسات خلال السنوات السابقة برأس المال الاحتياطي الذي تحتفظ به المؤسسة لمواجهة الخسائر المحتملة أو لضمان أرباح المساهمين بصورة مستقرة أو لزيادة رأس المال وتدعيم مركزها المالي².

ثانيا: نمط التمويل الخارجي: يتمثل هذا النمط التمويلي في جميع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادر خارجية وذلك لزيادة رأس المال، وهو يتوقف على حجم التمويل الداخلي واحتياجات المؤسسة المالية، ويمكن حصر المصادر الخارجية للتمويل في المؤسسة حسب طبيعة ومدة النشاط، التي سوف تستعمل فيه إلى ثلاثة مصادر رئيسية هي:

1- مصادر تمويل قصيرة الأجل: يقصد به تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن سنة، على اعتبار أنها يستخدم لمواجهة عمليات الاستغلال قصد مساعدة النق [] المؤقت في موارد خزينة المؤسسة³.

ومن أكثر مصادر التمويل قصير الأجل استخداما من طرف المؤسسة نجد:

¹ - Conso Mefert, *Méthodes de gestion financières*, les éditions d'organisation, Paris, 1967, P 26.

² - سمير محمد عبد العزيز: "التمويل وإصلاح خلل الهيكل المالي"، مكتبة ومجلة الإشعاع، مصر، سنة 1988، ص: 55.

³ - منير إبراهيم الهندي: "الإدارة المالية"، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، سنة 1999، ص: 537.

1-1- الائتمان التجاري: هو نوع من الائتمان قصير الأجل، يمنحه المورد للمؤسسة عندما تقوم هذه الأخيرة بشراء البضائع بدون تسديد قيمتها، وعدا منها بالدفع بصفة عاجلة في تاريخ لاحق، في مدة زمنية تتراوح خلال 90 يوم. ويطلق على الائتمان التجاري اسم الائتمان التلقائي، نظرا لأنه عادة يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط، ويتم استخدامه عادة في حالة عدم توفر السيولة لدى المؤسسة وعجزها عن تمويل معاملاتها بمصادر أخرى ذات تكلفة كبيرة.

1-2- الائتمان المصرفي: يتمثل الائتمان المصرفي في القروض المختلفة التي يقدمها البنك لعملائه من مؤسسات تجارية وصناعية... إلخ، يتم الائتمان المصرفي بين البنوك التجارية والمؤسسات بحيث تقوم هذه الأخيرة باختيار البنك المناسب الذي يتبع سياسة تتماشى مع احتياجاتها وظروفها، ومن الأسباب العديدة لاستخدام هذا النوع من الائتمان نذكر¹:

- ✘ سهولة الحصول عليه وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة؛
- ✘ كونه أقل تكلفة من الائتمان التجاري وأقل تكلفة من القروض [قوية الأجل]؛
- ✘ كونه أكثر مرونة من ناحية استخدامه، لأن المؤسسة تحصل عليه في صورة نقدية وليس في شكل بضائع، غير أنه أقل مرونة منه من ناحية أخرى، ذلك لأنه لا يغير تلقائيا مع تغير حجم النشاط.

2- مصادر التمويل متوسطة الأجل: التمويل متوسط الأجل موجه لتمويل الجزء المتداول من الأصول، وكذلك الجزء الثابت منها، تتراوح مدته من فترة تزيد عن السنة وتقل عن 7 سنوات، ونجد من بين أنواع هذا التمويل²:

1-2- القروض المباشرة: توجه القروض متوسطة الأجل لتمويل الاستثمارات التي لا تتجاوز عمر استعمالها 7 سنوات مثل تجهيزات الإنتاج... إلخ، ويتم التسديد بشكل أقساط دورية قد تكون متساوية أو غير متساوية خلال فترات محددة ومتساوية؛

2-2- الائتمان الإيجاري: تستطيع المؤسسة أن تمول نفسها باللجوء إلى الائتمان الإيجاري، والمقصود به شراء استخدام أصل لمدة زمنية [قوية نسبيا دون تملكه وهو عبارة عن عملية يقوم بموجبها البنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلا قانونيا بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية بحوزة المؤسسة المستعملة لها على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى "ثمن الإيجار"، وتتضمن هذه الأقساط جزء من ثمن شراء الأصل، مضاف إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة أو مصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله، وفي نهاية العقد يتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاثة خيارات:

- ✘ تجديد العقد؛

¹ - أعراب عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 8.

- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 290.

² - محمد صالح الحناوي، مرجع أعلاه، ص 289.

✘ شراء الأصل بالقيمة المتبقية؛

✘ الامتناع عن تجديد العقد وشراء الأصل.

3- مصادر التمويل طويلة الأجل: تلجأ المؤسسة في تمويلها لاستثماراتها إلى الأموال الدائمة، حيث تنقسم

مصادر التمويل طويلة الأجل إلى فرعين أساسيين هما¹:

✘ القروض المباشرة طويلة الأجل؛

✘ التمويل بواسطة السوق المالية.

ففيما يخص القروض المباشرة، فهي تلك القروض التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين و قد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عام، ومن أهم الخصائص المميزة للقرض أنه يتم الاتفاق على شروطه مثل معدل الفائدة، وتاريخ الاستحقاق... إلخ، بالتفاوض بين المقرض والمقترض وعلى الرغم من أن تكلفة هذا النوع من التمويل تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض (معدل الفائدة)، إلا أن المقرض قد يصر على عدم ثبات هذه النسبة خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الارتفاع.

ثالثاً: التمويل عن طريق البورصة: من بين الأنماط الرئيسية التي تلجأ إليها المؤسسة لتمويل نشاطاتها الاستثمارية، هي نمط التمويل عن طريق البورصة، وذلك عن طريق إصدار مجموعة من الأوراق المالية في سوق البورصة. ويمكن تقسيم هذا النوع من التمويل إلى قسمين أساسيين هما¹:

✘ التمويل عن طريق الأسهم (أموال الملكية)؛

✘ التمويل عن طريق السندات (أموال مقترضة).

1- التمويل عن طريق الأسهم (أموال الملكية): تقوم المؤسسة باستعمال نمط آخر في التمويل، ويتمثل في طرح

مجموعة من الأسهم للبيع في البورصة أو ما يسمى أيضاً بالتمويل عن طريق أموال الملكية، ويتم ذلك إما بواسطة الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة.

ففيما يخص التمويل عن طريق الأسهم العادية، فالمؤسسة تعتبر ذلك وسيلة من الوسائل الرئيسية لتمويل طويل الأجل وعملية إصدار هذه الأسهم بواسطة الشركات أو المؤسسات لا يمكن اعتبارها عملية روتينية عادية تقوم بها المؤسسة باستمرار، بل هي عملية خاصة قليلة الحدوث في الكثير من الحالات نجد الشركة المساهمة تصدر الأسهم العادية مرة واحدة فقط خلال مدة حياتها، والأصل أن تكون الأسهم العادية ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمؤسسة استفادة في حالة نجاح المؤسسة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملاً للضرر والمخاطرة في حالة فشل المؤسسة¹.

¹ – André Planchar, *Gestion financière*, Paris, 1999, p 36.

¹ – أعراب عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 26.

¹ – محمد صالح الخناوي، الإدارة المالية و التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 307..

أما فيما يخص الأسهم الممتازة، فهذا النوع من الأسهم بعض الامتيازات في التصويت والأرباح ونتائج التصفية، على أن تتساوي الأسهم من نفس النوع في الحقوق والمميزات أو القيود²، والامتيازات في الأرباح يعني حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة معينة من الأرباح وذلك عن قيمة أسهمهم وقبل إجراء أي توزيعات أرباح على حملة الأسهم العادية، أما الامتياز في التصويت فقد يتضمن منح حملة الأسهم الممتازة زيادة في عدد الأصوات في الجمعية العامة، أما الامتياز في نتائج التصفية، فقد يعني حصول حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم في نتائج التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

وهناك عدد من الأسباب التي تدفع إدارة الشركة المساهمة إلى إصدار الأسهم الممتازة ومن أهم هذه الأسباب نذكر³:

- ✘ زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة؛
- ✘ استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة؛
- ✘ قلة تكلفة الأسهم الممتازة بالمقارنة مع الأسهم العادية؛
- ✘ كون السوق مشبع بالأسهم العادية والسندات؛
- ✘ إصدار الأسهم الممتازة من شأنه أن يقلل من التزامات الشركة لأن الأسهم الممتازة ليس لديها مدة استحقاق تجبر الشركة على التسديد خلال فترة محددة.

2- التمويل عن طريق السندات (الأموال المقترضة): تتمثل الأموال المقترضة التي تستخدم في التمويل طويل الأجل في السندات، لأنها في الواقع عبارة عن قروض طويلة الأمد، وتنقسم هذا القرض طويل الأجل إلى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها اسم السند.

تعتبر السندات من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة من الحصول على ما يلزمها من الأموال الدائمة، رغم أن شركة المساهمة يمكنها الحصول على تلك الأموال عن طريق إصدار الأسهم بنوعيتها، وبالتالي، فما هي العوامل التي تدفع الشركات المساهمة إلى إصدار السندات بدلا من الأسهم.

في الحقيقة، توجد عوامل متعددة تدعو الشركات المساهمة إلى إصدار السندات، ومن أهمها نذكر: المتاجرة بالملكية، التكلفة المنخفضة، الميزة الضريبية، استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة كما أنها تؤدي إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة، يمكن توضيح كل عامل كما يلي:

1-1 المتاجرة بالملكية: يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليه، والفرق بين المعدلين يؤدي إلى زيادة معدل الأرباح التي يمكن توزيعها على ملاك الشركة؛

² - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 22.

³ - زرقعة زهية، مرجع سبق ذكره، ص 31.

1-2- التكلفة: عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم، فالمستثمرين لا يقدمون على شراء الأسهم إذا كان احتمال الربح أكبر من الفائدة الخاصة بالسندات.

1-3- الميزة الضريبية: ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبية نظرا لأن سعر الفائدة على السندات تعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحسابات قبل حساب الأرباح الخاصة للضريبة، بينما تعتبر فوائد الأسهم بنوعيتها توزيعا للأرباح وليس من النفقات؛

1-4- استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة: إن إصدار السندات يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من الأموال اللازمة من الغير دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التلويط أو الاشتراك في إدارة الشركة، ومن ثم لو امتنع مالك شركة المساهمة عن الاكتتاب في الأسهم الجديدة، عندئذ يكون التمويل عن طريق إصدار السندات وسيلة لحماية مالههم؛

1-5- زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة: يعتبر إصدار السندات وسيلة للوصول إلى طبقات معينة من المستثمرين التي لا تناسبها الأسهم، وبالتالي فإن إصدار السندات يمكن الشركات من الوصول إلى هذا النوع من المستثمرين والذي لا يمكن الوصول إليه إذا تم إصدار الأسهم.

المطلب الثاني: الخدمات الأخرى المقدمة للمؤسسات من طرف البورصة.

تقدم البورصة للمؤسسات خدمات كثيرة في غاية الأهمية، حيث لا يمكن لهذه الأخيرة أن تتلقى مثل هذه الخدمات في هيئة أخرى غير البورصة، ويمكن إظهار أهمها من خلال الفروع الآتية:

أولاً: نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات: عن طريق التسجيل في جدول تسعيرة البورصة أو الزيادات في رأس المال فإن المؤسسات تنشر قيمها على الجمهور وتستطيع هكذا أن تطلب ادخار أكبر عدد منهم لزيادة رؤوس أموال جديدة.

ويمثل رأس المال الاجتماعي حصص أو حقوق المساهمين في تكوين رأس المال المؤسسة، والمتكونة من المساهمات المالية أو العينية، إن وضعية أو هيكل رأس المال الاجتماعي يحدد ملكية كل مساهم في المؤسسة، ويحدد كيفية ممارسة السلطة، داخل المؤسسة كما يستعمل كقاعدة لتوزيع الأرباح¹.

وعليه فإن رأس المال الاجتماعي ما هو إلا مجموع الأسهم التي بيعت في البورصة للمالك شركة ما، وبذلك يباح كل مشتري لمجموعة معينة من تلك الأسهم مالكا لجزء من الشركة، وفقا لعدد الأسهم المشتراة، ويتحمل كافة النتائج المحققة من قبل المؤسسة، إن نشر رأس المال الاجتماعي لأية مؤسسة يعني وصول قيمتها المتداولة إلى الجمهور الذي يرغب في الاستثمار فيها. يتيح القيام بهذه العملية عبر البورصة بإمكانياتها المادية والبشرية وميكانيزماتها المتطورة، للشركة المعنية بانتشار أوراقها، فبدون بورصة القيم المنقولة لا تعرف الشركة إقبال عدد قليل من المستثمرين،

¹ – P.Conso, OP-CIT, p 31.

وأن نشر رأس المال الشركات يعني استعمال جزء من الادخار واستثماره، إذ قد يكون معطلا، وعليه فإن نشر الكثير أو كافة الشركات لرأسها يؤدي إلى حركية دائمة في الاقتصاد وأن الاستعمال العقلاني لأي مبلغ من الادخار يتوفر في السوق سوف يرفع من حجم الاستثمارات وبالتالي تزايد ونمو النشاط الاقتصادي بصفة عامة.

ثانيا: توسيع الجماعات الصناعية والتجارية وتحويل هياكل المؤسسات: لمواجهة المنافسة الشديدة وللسيطرة على الأسواق، والبحث عن أحسن التقنيات للاستثمار، ورفع المردودية، يحتم على المؤسسات القيام بعدد من العمليات على رأس مال مؤسسات أخرى وهي: الامتصاص، الانضمام، ثم التحكم في الإدارة، مثل هذه العمليات تكون غاية في السهولة إذا كانت تلك المؤسسات متواجدة في سوق البورصة¹. ويراد عادة بالعمليات المتعلقة بتحويل الهياكل الصناعية والتجارية المساعدة على تكوين الجماعات الصناعية وتطويرها، فالمؤسسة أو المجتمع الاقتصادي الذي يريد سواء لغرض مالي تجاري مراقبة مؤسسة أخرى، أن يقوم بالشراء الجزئي أو الكلي لأسهمها، غير أن هذه العمليات يمكن أن تأخذ طابع تعظيمي، حيث بعد تحقيق مثل هذه العملية فإن سياسة النتائج و توزيعها قد تنتج نحو المجموعة المسيطرة، وليس نحو السوق، و تصل إلى حد إخراج المؤسسة من قيد البورصة أو محوها منه، أو تصفيتها، إذا كانت قيمة أسهمها الجارية أقل بكثير من قيمتها الحقيقية.

وبتعبير آخر، يلاحظ في الحياة الاقتصادية حدوث عمليات وصفقات ضخمة مثل: الصفقات التي تتم لأغراض الرقابة والتي تهدف إلى السيطرة على شركة ما أو على فرع منها، أو الاستيلاء على شركة بأكملها من طرف شركة أخرى (الامتصاص)، أو انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتها وتكوين شركة جديدة (الانضمام). كل هذه العمليات التي تتم بين الشركات تخص بند رأس المال، لاسيما ملكية وانتقال رأس المال الاجتماعي من شخص طبيعي أو معنوي لآخر، بحيث لا شك في أن بورصة القيم المنقولة تساعد كثير على أتمام هذه العمليات، فالشركة المقيدة في البورصة يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بصفة عامة بسهولة، وبالتالي يسهل تحويل جزء أو كل رأس مالها الاجتماعي من شخص لآخر.

كما تحتاج هذه العملية إلى تسعير الأوراق المالية محل التحويل، فالبورصة تسهل العملية أيضا بملافاة العرض والطلب على تلك الأوراق، كما تسمح عملية التسعير بتقييم أولي للشركة محل الرقابة أو الامتصاص أو الشركات المنضمة، باعتبار أن قيمة الشركة ما هي إلا سعر السهم الخاص بها في البورصة مضروبا في عدد الأسهم المكونة لرأس المال الاجتماعي.

ثالثا: تشكيل الأسعار ومقياس الوضعية الاقتصادية للمؤسسات: إن أسعار البورصة في مجملها هي مؤشرات عن الثقة في صحة المؤسسات وتقييم لوضعيتها الاقتصادية، حيث يمكن اعتبار البورصة كجهاز يقيس بصورة دقيقة الحقيقة الاقتصادية على المستوى الكلي والمستوى الجزئي¹، فعلى مستوى المؤسسة يعتبر التغير في قيمة السهم في

¹ – B.Belletant, OP-CIT, p 172.

¹ – محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 110.

البورصة وسيلة فعالة للتنبؤ على مقدرة المؤسسة في تحسين مواردها ومواجهة التزاماتها و تنمية أرباحها، كما يمكن اعتباره وسيلة لمراقبة نشاط المسيرين و من ثم وسيلة لتقييم أداء الشركات المسجلة.

إن المدخر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية التابعة للمؤسسة ينتظر مقابلا عن ذلك المبلغ المدخر، وذلك على الأقل لحماية من التآكل بفعل التضخم، كما أن البورصة عادة ما تفرض على المؤسسات بصورة مباشرة أو غير مباشرة شروط قاسية، تحقيق نتائج أحسن من سنة لأخرى وبالتالي يحقق المستثمرون أرباحا تشجعهم على الاستثمار في تلك الشركات وتجدد الإشارة هنا إلى أن الظاهرة الهامة التي تربط المؤسسة بالبورصة هي أسعار أسهمها وسنداها المتداولة من جهة وتطور تلك الأسعار من جهة أخرى، إن سعر الورقة في البورصة يعكس بصدق وضعية الشركة المعينة، خاصة من حيث الأرباح المحققة، المردودية وكذا ثقة المستثمرين والمختصين، كما أن تطور تلك الأسعار يعكس بالإضافة إلى ذلك مدى قدرة الإدارة المعنية على تسيير المؤسسة تسييرا حسنا جعلها تقف في وجه المنافسة الشديدة التي تمتاز بها السوق في أغلب الأحيان والظروف الخارجية بصفة عامة وتحقق نتائج مرضية، أو بعكس ذلك إذا كان التطور في الأسعار سلبيا خلال مدة معقولة.

إن أهم تأثير متبادل بين الشركة باعتبارها جزء من الاقتصاد الوطني وبين البورصة، يظهر عندما تعلن شركة ما عن تسجيل خسائر معتبرة ولو في أحد فروعها، حيث ينعكس ذلك مباشرة على أسعار أسهمها وتنخفض انخفاض يتناسب مع الخسائر المسجلة، وبذلك تعكس البورصة كافة الأنشطة والتطورات التي تقوم بها المؤسسات المقيدة.

أما على مستوى الاقتصاد الكلي، فإن التأثير متبادل أيضا بين البورصة والاقتصاد على المستوى الوطني، فالتغيرات التي تسجل في البورصة تؤثر في الاقتصاد. وبالمثل، فإن التغيرات التي تحدث في هذا الأخير تؤثر على البورصة. تلعب البورصة دور الرقابة السابقة على أداء الاقتصاد الوطني حيث تعتبر المرآة العاكسة لتفاؤل أو تشاؤم المختصين في الشؤون المالية والوقائع الاقتصادية التي قد تحدث لاحقا وتكشف البورصة مسبقا الأنباء السارة أو غير السارة تعد حركة أسعار الأسهم بمثابة إنذار مبكر، وبالتالي على المسؤولين اتخاذ الترتيبات والإجراءات الملائمة لتصحيح الأوضاع¹.

¹ - منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سبق ذكره ، ص 670.

المبحث السابع: ضرورة اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد.

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية والمالية لأي بلد، إذ تسمح بتعبئة وتوزيع رؤوس الأموال على المدى الطويل، بين مختلف المتعاملين، مستجيبة بذلك لمتطلبات النمو، وتمويل المشاريع الضخمة التي تقوم بها الدولة والشركات، كما أنها تعتبر مقياسا دقيقا لحركة الاستثمار والادخار في البلد ولهذا الغرض فمن الضروري اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد، وفي هذا الصدد ينصب موضوع هذا المبحث الذي يعالج أهمية ودور البورصة في تقييم النشاط الاقتصادي أولا، ودور مؤشرات البورصة في ذلك، ثانيًا.

المطلب الأول: طرق تأثير البورصة في النشاط الاقتصادي.

هذا المطلب سيتناول في كل فرع من فروع كنهية تأثير سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي، وبالتالي يمكن تقديم فعالية ودور البورصة في تنشيط الاقتصاد، وذلك على المستوى الجزئي والكلبي في نفس الوقت.

أولا: على مستوى الاقتصاد الجزئي.

1- توجيه استثمار رؤوس الأموال والتعامل في الأوراق المالية: يبحث المستثمرين عادة على تحقيق أكبر عائد من خلال توظيف أمواله، لذا فهو يتجه دائما إلى القطاع الذي يمنحه أكبر عائد، فيقرر إيداع أمواله في البنوك عند ارتفاع معدلات الفائدة الممارسة من طرف هذه الأخيرة، مقارنة بالعوائد التي يمنحها الاكتتاب في الأوراق المالية، بينما يتم سحب الودائع وانتقال رؤوس الأموال من البنوك إلى البورصة عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك، كما تسمح البورصة بتعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة، إذ تمكن من كشف الشركات التي لها أمل النجاح، فهي تعكس عن طريق تقلبات الأسعار حالة المشروع من سيره نحو التقدم و الازدهار أو انحرافه وانهيائه¹.

إن أول وظيفة لسوق الأوراق المالية هي تسهيل عملية بيع وشراء أسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية مع تحديد سعرها الحقيقي، فتلجأ إذا الشركات التي لها فائض أو عجز مالي في ميزانياتها، إلى توظيف الفوائض أو تمويل العجز بعدة وسائل من بينها الاتجاه إلى بورصة الأوراق المالية عن طريق إصدار أسهم أو سندات لتمويل العجز، وبالعكس شراء هذه الصكوك في حالة فائض².

إن الهدف الرئيسي لوجود أي مؤسسة، إنما يكمن في تحقيق فائض مالي، يأتي من جراء عمليات الاستثمار والاستغلال، التي تقوم بها هذه المؤسسة، والتي تجبرها على إنفاق قيمة معينة من النقود في الوقت الحاضر، في سبيل الحصول على تحقيق أقصى ربح ممكن، فإنها لا تترك الفوائض التي تحققها جامدة، إنما تبحث لها عن وسيلة لتكثيفها بأفضل كيفية ممكنة، ولعل أحسن الطرق هي استثماراتها في الأوراق المالية بالبورصة، والتي تسمح لها بتحقيق أكبر العوائد في مرحلة نشاط هذه السوق إلى جانب إمكانية بيع هذه الأوراق وتحويل قيمتها إلى نقد عند الضرورة. إن

¹ - مراد كاظم، البورصة و أفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، المكتبة الجامعية، مصر، 1976، ص 12.

² - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 25.

تسهيل عملية الاستثمار عن طريق توظيف رؤوس الأموال في شراء الأوراق المالية لا يعني الشركات فقط إنما أيضا الأفراد الذين يملكون رؤوس أموال يسعون من خلال توظيفها إلى الحصول على أكبر عوائد ممكنة.

ثانيا: على مستوى الاقتصاد الكلي:

1- تشجيع الادخار وترويج الاقتصاد عن طريق توزيع رؤوس الأموال: تشكل البورصة أداة فعالة لجمع الادخار وتشجيعه عن طريق إصدار وتداول الأسهم والسندات، بمختلف المزايا التي تحملها، فرغم أن الاكتتاب في هذه الأوراق يشكل استثمار على المدى الطويل، إلا أنه بإمكان حاملها أن يحولها إلى سيولة عن طريق إعادة بيعها في سوق الأوراق المالية، مع إمكانية تحقيق فائض مالي في حالة بيعها بقيمة أعلى من سعر الشراء. تعمل البورصة أيضا على تشجيع الادخار عن طريق السياسة الضريبية المطبقة على عوائد الأوراق المالية، إذ نجد أن المستثمر عادة جد حساس لهذه السياسة، بحيث يبحث دائما على تقليل قيمة العبء الضريبي إلى أقصى حد ممكن، ولهذا الغرض يسعى نظام على تخفيض هذا العبء، إذ نجد في كثير من البورصات بعض التسهيلات أو الإعفاءات الضريبية.

وتلعب البورصة دورا هاما في عملية التنمية والتطور الاقتصادي، عن طريق تأمين القنوات التي من خلالها يتم توجيه رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، مما يسمح بتوفير السيولة اللازمة لتمويل المشاريع الضخمة التي تقوم بها الدولة والشركات، والتي تساهم بشكل فائق في دفع عجلة التطور الاقتصادي إلى الأمام، وتحقيق قدر كافي من النمو والازدهار، بالإضافة إلى أنها تسمح بتأمين أجواء المنافسة الحرة، حيث أن حرية المبادلات تسمح بزيادة حجم التعامل، وبالتالي دفع عجلة الاقتصاد إلى الازدهار¹.

وبصفة عامة يمكن القول أن هناك علاقة تبادلية بين السوق المالي والوضع الاقتصادي للبلد، حيث ينعكس نشاط السوق على زيادة نشاط الاقتصاد الكلي، كما أن زيادة معدلات النمو والإنعاش الاقتصادي تؤدي بدورها إلى زيادة نشاط السوق وفعاليتها، وبالتالي فالبورصة تعتبر كجهاز هام لتوزيع الادخار على مختلف الفعاليات الاقتصادية، ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة، حيث تعتبر البورصة سوق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين، بغض النظر عن أوضاعهم المالية والاجتماعية، كما أنها تمكن من توزيع رؤوس الأموال على مختلف القطاعات، وذلك عن طريق منع الاحتكار أو السيطرة، خاصة من طرف فئة المضاربين.

المطلب الثاني : دور المؤشرات البورصية في تقييم النشاط الاقتصادي.

يعالج هذا المطلب جانب آخر من الجوانب الضرورية التي تمثلها البورصة والذي تلعب عن طريقه دورا هاما في تقييم النشاط الاقتصادي ويمد البورصة مكانة خاصة تجعلها تختلف عن المؤسسات المالية الأخرى، يتمثل هذا الجانب

¹ - مراد كاظم ، مرجع سبق ذكره، ص 13.

في المؤشرات البورصية ودورها في تقييم النشاط المؤسساتي والاقتصاد الوطني ككل، يتم التعرض لهذا الموضوع من خلال العناصر الآتية:

أولاً: ماهية المؤشرات البورصية وأهداف استعمالها

1- مفهوم المؤشرات البورصية: يعبر المؤشر عن أداء البورصة، وهو بمثابة مرشد المستثمرين لذا يجب أن يكون موضوعياً وواقعياً، يعبر تعبيراً حقيقياً عن السوق، مع كون أسس دراسته واضحة، إن مؤشر البورصة يقيس مستوى الأسعار السائد في بورصة القيم، ويمكن تعريف هذا الأخير كما يلي:

✘ يعد مؤشر البورصة أداة أو تقنية تمكن مستعملها من إعطاء فكرة واسعة حول تطورات مستوى الأسعار السائد في البورصة، كما يعتبر من أهم المعلومات التي يحتاجها المستثمرين والمضاربين في الأوراق المالية، ويعتمد في حسابه إما على جميع الأسهم الصادرة من الشركات المساهمة المسجلة في البورصة بمعدل سهم واحد عن كل شركة أو على أساس عينة من أسهم المؤسسات المتداولة¹، عادة ما تقسم المؤشرات إلى قسمين:

✓ مؤشر يقيس حالة سوق البورصة ككل وبصفة عامة، فيقيس سلوك سوق البورصة لكل القطاعات الاقتصادية ومثال ذلك مؤشر "داوجونز" في الولايات المتحدة الأمريكية أو مؤشر "كاك 40" في فرنسا ومؤشر "نيكاي" في اليابان و"الداكس" في ألمانيا؛

✓ مؤشر يقيس حالة سوق البورصة بالنسبة لقطاع معين من قطاعات الاقتصاد مثل مؤشر "داوجونز لصناعة النقل".

✘ بتعبير آخر، المؤشر هو الرقم الذي يقيس تطور أسعار الأسهم والسندات لمجموعة من الشركات.

2- أهداف استعمال المؤشرات البورصية: إن أهداف المؤشرات البورصية عديدة، تهم كافة المتعاملين في البورصة وكذا مختلف مراكز اتخاذ القرار في أي بلد، وذلك راجع لأهمية استخدامها والدور الكبير إلى تؤديه هذه الأخيرة، كتعريف المستثمرين والخبراء بالحركة الكلية للسوق لتسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري الكفء ومدعم بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق، وبالخصوص التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال مقارنة السلاسل الزمنية واستنباط العبرة الاقتصادية منها.

يمكن إبراز مختلف أهداف استعمال المؤشرات البورصية فيما يلي¹:

1-2- التنبؤ بالوضع الاقتصادي: إن المؤشرات التي تقيس سلوك السوق لكل القطاعات تعد كمرآة عاكسة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، إذا بنيت بعناية، واتسم السوق بقدر من الكفاءة، وكان نشاط المؤسسات المقيدة في

¹ - منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 129.

- محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 174.

¹ - محمد براق، مرجع أعلاه، ص 175.

- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 130.

البورصة يمثل الجانب الأكبر من النشاط في اقتصاد البلد، إضافة إلى ذلك فإن مؤشر الأسعار يعد أداة جيدة للتنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد لبلد ما قبل حدوثها بأربع أشهر على الأقل، وهو ما أكدته تجارب المكتب القومي الأمريكي، إذ بدأ مؤشر الأسهم بالهبوط قبل ظهور بؤادر الكساد، لهبوط مستوى نشاط المؤسسات بسبب إلغاء قرارات التوسيع وتخفيض العمالة وضغط التكاليف لاحتمال انخفاض ربيعها في المستقبل، وهو ما يؤكد انخفاض التعامل وأسعار أوراق تلك المؤسسات في البورصة، وبالتالي تدهور المؤشر دالا على الوضعية التي وصلت إليها تلك المؤسسات ومن ثم الوضعية الاقتصادية؛

2-2- الحصول على فكرة حول المحفظة المالية: إن أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة تتغير وتسير في نفس الاتجاه، مما يؤدي بالتبعية إلى وجود علاقة طردية بين التغيير في سعر الأوراق المالية والتغيير في مؤشر الأسعار، وعلى هذا الأساس يمكن للمستثمر والمتعاملين في البورصة من تكوين فكرة تقريبية وسريعة حول مستقبل عائد المحفظة المالية بناء على التغيير الحاصل في مؤشر البورصة، دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية بمفردها، ويكون من الأفضل للمستثمر أن يتابع المؤشر الخاص بصناعة ما ن إذا كانت استثماراته مركزة في هذه الصناعة؛

2-3- تقييم أداء مدراء المحافظ المالية: يمكن إسداء حكم على أداء مدراء المحافظ المالية بمقارنة العائد الذي يمكن أن يحققه المحفظة والخللر المصاحب له، حيث يتم إدارتها وفق أساليب متقدمة لتنوع عائد السوق، أي العائد الذي يعكسه المؤشر، والذي يمكن أن يحققه المستثمر الذي يمتلك محفظة مالية، فينبغي أن يكون العائد المحقق من طرف المدراء أكبر من متوسط عائد السوق؛

2-4- تقدير مخاطر المحفظة: كما تستعمل المؤشرات البورصية لمعرفة أداء المحفظة المالية، فإنها تستعمل أيضا لتقدير وقياس مخاطرها والعائد على الاستثمار في المحفظة ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بناء على معدل العائد المحسوب أساسا على أحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق البورصية بصفة عامة؛

2-5- التنبؤ بحالة سوق البورصة: من الممكن التنبؤ بما ستكون عليه وضعية سوق البورصة مستقبلا على أساس الوقوف والكشف عن طبيعة العلاقة التي تربط مختلف المتغيرات الاقتصادية، وبين المتغيرات التي تحدث على المؤشر. كما يمكن إجراء دراسات حول المؤشرات التي تقيس حالة السوق، قصد الكشف عن نمط التغيرات التي تحدث عليها، وفي حالة الوصول إلى ذلك النمط فيصبح من الممكن التنبؤ بالتلورات والتوجيهات المستقلة لحركة الأسعار في البورصة، ويعد التنبؤ بالوضعية التي سيكون عليها السوق الأساس الذي يمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة والتوقيت السليم لها.

ثانيا: تشكيل المؤشرات البورصية: إن تعدد أنواع المؤشرات واختلافها من بورصة إلى أخرى، يؤدي حتما إلى وجود جملة من القواعد واللارق من اجل تشكيلها وحسابها، وفي هذا الصدد يمكن توضيح هذه اللارق كما يلي¹:

¹ - منير ابراهيم هندي، مرجع أعلاه، ص 134.

1- اختيار العينة المناسبة من القيم المتداولة: من الواجب معرفة اختيار مجموعة القيم المتداولة التي سوف يتم استعمالها في حساب المؤشرات، وينبغي على هذه المجموعة أو العينة أن تكون ملائمة، ولكي تكون كذلك عليها أن تستوفي بالعناصر التالية:

1-1- الحجم: هذا يعني أنه كلما كان عدد الأوراق المالية كبير، كلما كان المؤشر يمثل وضعية سوق البورصة أحسن تمثيل؛

1-2- الاتساع: يراد القول بالاتساع، أن تغطي العينة المختارة القطاعات الاقتصادية المكونة للسوق البورصية، والعينة الملائمة هي التي تغطي هذه القطاعات في حالة ما إذا كان المؤشر يخص دراسة حالة السوق البورصية بكاملها دون تحيز، أما إذا كان المؤشر يختص بقطاع معين، عندها تقتصر العينة الملائمة على الأوراق المالية للمؤسسات المكونة لهذا القطاع؛

1-3- المصدر: نعني بالمصدر السوق الأساسية الذي تتداول فيها الأوراق المالية بأسعارها المكونة للمؤشر، فإذا كانت الأوراق المالية المتداولة في بورصة نيويورك مثلا، فإن حساب قيمة المؤشر "داوجونز" على سبيل المثال، تكون على أساس الأسعار المعلنة في تلك البورصة.

2- الأوزان النسبية لمكونات العينة المختارة: يراد القول بالأوزان هنا، القيمة النسبية المعطاة للسهم داخل العينة المكونة للمؤشر، و توجد ثلاث أسس يمكن على إثرها تحديد الوزن النسبي، وهي:

1-2- الوزن على أساس السعر: يتم تحديد وزن السهم على أساس السعر بصفة آلية على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر، ويعرف هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر.

2-2- الوزن على أساس قيم متساوية: وفقا لهذا الأساس يتم إعطاء قيم متساوية لكل سهم موجود داخل المؤشر، فإذا كان المؤشر يتكون من "ن" سهم وبأسعار مختلفة، وأن قيمته المطلقة في سنة الأساس "س"، فكل من الأسهم وفقا لهذا المدخل يقدر بـ s/n . و بتعبير آخر فإن المستثمر وفقا لهذا الأساس سوف يساوي بين مبلغ استثماراته في نوع من الأسهم المكونة للمحفظة المالية.

2-3- الوزن على أساس القيمة: يتحدد الوزن النسبي للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لمجموع الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في مؤشر، كما تحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة في هذا المؤشر، وبهذا لم يعد سعر السهم المحدد الوحيد للوزن النسبي مثل الوزن على أساس السعر، ونشير إلى أن الوزن على أساس القيمة عيبه هو تحيزه للتغير في سعر السهم والتباين في حجم المؤسسات خاصة الكبيرة، منها الذي ينتج عنه تغير في القيمة المطلقة للمؤشر أو العائد المتولد عنه.

خلاصة الفصل الثاني:

باعتبار أن سوق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد الاهتمام بما يعرف بكفاءة السوق، والتي تعتبر من أهم مؤشرات نجاح وقوة السوق، فهي تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة، إذ نعني بالكفاءة استجابة أسعار هذه الأوراق لأي معلومة جديدة، ولتحقيقها يجب توفر مجموعة من المتطلبات من أهمها: الكفاءة التسعيرية، التشغيلية، التخصيصية، الهيكلية والفنية.

هناك عدة معايير، بمعنى مؤشرات يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، إذ تسمح بمعرفة درجة تقدمه وفي الوقت نفسه تعكس أداءه كما تستخدم أيضا لقياس مدى تحقيقه لأهدافه فهي تقدم تصورا تحليليا للمتعاملين في السوق والأطراف المهتمة به، ومن أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية: المؤشر العام لأسعار الأسهم، حجم السوق، سيولة السوق ومؤشر درجة التركيز.

تختلف مؤشرات سوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة من جهة والتي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف تبعاً لأساليب بنائها، من أمثلة المؤشرات الدولية مؤشر "داوجونز" الصناعي ومؤشر "ستاندر أندبور" في الولايات المتحدة الأمريكية.



تعتبر سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات، مشتقات وأوراق هجينة بواسطة وسطاء ماليين، تسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وبالتالي فهي تؤدي إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، وتصنف سوق الأوراق المالية إلى سوق نقدية يتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال يتداول فيه المتوسطة وطويلة الأجل. لهذه السوق أهمية كبيرة في تعبئة المدخرات، توفير السيولة، جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ونظراً لهذا يجب تطويرها باستخدام طرق عديدة أهمها توفير مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار سياسي اقتصادي واجتماعي.

وللأسواق المالية دوراً حيوياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية، إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي وتحتاج إلى قنوات مائنة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي، وبغض النظر عن كونها أسواقاً محلية أو إقليمية أو عالمية، وتسهم سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال تنمية العادات الادخارية، وذلك من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم هذا من جهة، من جهة أخرى تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً وحيوياً 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 الاستثمارات المنتجة.

كما تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. فانخفاض أسعار الأسهم يعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش.

كما يسهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ المالية، والتي تتواءم مع طبيعة العادات الادخارية. فالشركات المساهمة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ المالية تتيح للأفراد توظيف وتجميع رؤوس الأموال ضمن رأس مال الشركة أو صندوق الاستثمار، والتي يمكنها من القيام بمشروعات تنموية، مما يساعد على زيادة وتدعيم فرص الاستثمار والتوظيف ويوفر فرص عمل جديدة تخفف من معدلات البطالة.



قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1- عمر صحري: "اقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، سنة 1993.
- 2- صمويل عبود: "اقتصاد المؤسسة"، دار البحث، الطبعة الثانية، سنة 1982.
- 3- ناصر دادي عدون: "تقنيات ومراقبة التسيير"، الجزء الأول، دار البحث، سنة 1990.
- 4- اسماعيل عرباجي: "اقتصاد المؤسسة، أهمية التنظيم ديناميكية الهياكل"، الطبعة الثانية.
- 5- محمد السعيد أوكيل: "استقلالية المؤسسات: تسيير واتخاذ القرارات في إطار المنظور النظام المعتمد الجزائر"، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، سنة 1996.
- 6- أحمد طرطار: "الترشيد الاقتصادي للطاقات الإنتاجية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1993.
- 7- فريد ويشوق: "التمويل الإداري"، الجزء الثاني، سنة 1945.
- 8- محمد توفيق ماضي: "تمويل المشروعات"، دار الفكر العربي، القاهرة، سنة 1972.
- 9- حسن المومندي: "المؤسسات الاقتصادية"، دار النهضة، لبنان، 1980.
- 10- أحمد بوراس: "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة- الجزائر، سنة 2008.
- 11- هوارى معراج، عمر حاج سعيد: "التمويل التأجيري المفاهيم والأسس"، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 2013.
- 12- محمد شفيق حسين الطيب، محمد إبراهيم عبيدات: "أساسيات الإدارة المالية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، سنة 1997.
- 13- عبد الغفار حنفي: "الإدارة المعاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 1991.
- 14- توفيق عبد الحكيم وآخرون: "الإدارة والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، سنة 2002.
- 15- رضوان وليد العمار: "أساسيات في الإدارة المالية: مدخل الى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 1997.
- 16- المخطط الوطني المحاسبي.
- 17- عبد الغفار حنفي: "الإدارة المالية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، لبنان، سنة 1997.
- 18- منير ابراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية 1998.
- 19- حسن أحمد توفيق، الإدارة المالية في المشروعات التجارية، دار المعلم للتجارة، 1983.
- 20- محمد صلاح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل/الدار الجامعية، (طبع نشر توزيع)، ص ب 35، الابراهيمية الاسكندرية 2000.
- 21- محمد براق، محمد الشريف بن زاوي: "رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2014.
- 22- محمد عبد الحليم عمر: "الفاكتورينغ" FACTORING، سلسلة الحلقات النقاشية، الحلقة رقم 29، جامعة الأزهر- مصر، سنة 2003.

- 23- ضياء مجيد: "البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر، سنة 2008.
- 24- حسن بن هاني: "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة)"، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، سنة 2001.
- 25- وليد صافي وأنس البكري: "الأسواق المالية والدولية"، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009.
- 26- عاطف وليد أندراوس: "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومات ليرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 27- قيصر عبد الكريم الهيتي: "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، الطبعة الأولى، دار رسلان، سوريا، 2006.
- 28- محمد سويلم: "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الشركة العربية، مصر، بدون سنة نشر.
- 29- هوشيار معروف: "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، سنة 2003.
- 30- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، سنة 2004.
- 31- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: "أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات استثمار"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2002.
- 32- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك: "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الأزاريطة، الإسكندرية، سنة 2002.
- 33- محمود أمين زويل، يوسف البطريق: "بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها"، دار الوفاء لدينا للطباعة والنشر، الإسكندرية، سنة 2000.
- 34- منير إبراهيم هندي: "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، المعارف للطباعة والنشر، مصر، سنة 2002.
- 35- صلاح السيد جودة: "بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا"، الطبعة الأولى، الإشعاع الفنية، مصر، سنة 2002.
- 36- ضياء مجيد: "أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، سنة 2003.
- 37- عبد النافع الزري، غزي فرح: "الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، سنة 2001.
- 38- محمود أمين زويل، يونس البطريق: "بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2002.
- 39- محمد يوسف ياسين: "البورصة-تنازع القوانين-اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، سنة 2004.
- 40- نصر علي أحمد طاحون: "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، سنة 2003.
- 41- طارق عبد العال حماد: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، طبع ونشر وتوزيع، سنة 2000.
- 42- محمد الصيرفي: "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2006.
- 43- أحمد أبو الفتوح علي الناقة: "نظرية النقود والأسواق المالية"، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، سنة 2001.
- 44- ضياء مجيد موسوي: "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، سنة 2003.
- 45- محمد حافظ الرهوان: "النقود والبنوك والأسواق المالية"، بدون دار نشر، مصر، سنة 2005.

- 46-خيرى علي الجزيري: "إدارة المنشآت والأسواق المالية"، مطابع الولاء الحديثة، مصر، سنة 2001.
- 47-محمد الصيرفي: "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، سنة 2007.
- 48-صلاح الدين السيبي: "الأسواق المالية"، دار الفكر العربي، مصر، سنة 2008.
- 49-مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله: "الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر، سنة 1993.
- 50-طارق عبد العال حماد: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية طبع- نشر- توزيع، سنة 2000.
- 51-مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، كنوز اشبيليا، السعودية، سنة 2005.
- 52-شعبان محمد إسلام البرواري: "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، سنة 2002.
- 53-السيد عليوة: "تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية"، دار الأمين، مصر، سنة 2006.
- 54-الزيدى حمزة محمود: "الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، الأردن، سنة 2001.
- 55-سيد طه، بدوي محمد: "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر.
- 56-محمد مطر، فايز تيم: "إدارة المحافظ الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، سنة 2005.
- 57-منير إبراهيم الهندي: "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، سنة 2003.
- 58-محمد محمود عبد ربه محمد: "طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات الحاسوبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2000.
- 59-محمد عبده، محمد مصطفى: "تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، سنة 1998.
- 60-سمير عبد الحميد، رضوان حسن: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، البعة الأولى"، دار النشر للجامعات، مصر، سنة 2004.
- 61-محمود محمد الداغر: "الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)"، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، سنة 2005.
- 62-طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2001.
- 63-أحمد محي الدين أحمد: "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإئمانية في الاقتصاد الإسلامي"، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، سنة 1995.
- 64-محمد مطر: "إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتجارب العملية)"، الطبعة الخامسة، دار وائل، الأردن، سنة 2009.
- 65-مروان شموط، كنجو عبود كنجو: "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، سنة 2008.
- 66-طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)"، الدار الجامعية، طبع نشر وتوزيع، سنة 2001.
- 67-منير إبراهيم هنيدي: "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، مصر، سنة 1999.
- 68-مروان عوض: "المالية الدولية، البعة الأولى"، دار الحامد، الأردن، سنة 2004.
- 69-هوشيار معروف: "الاستثمارات والأوراق المالية، البعة الأولى"، دار صفاء، الأردن، سنة 2009.

- 70- أحمد محمد لطفي أحمد: "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، سنة 2006.
- 71- محمد المبروك أبو زيد: "التحليل المالي شركات وأسواق مالية"، دار المريخ للنشر، السعودية، سنة 2009.
- 72- عبد الغفار حنفي: "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2003.
- 73- صلاح الدين حسن السيسي: "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، مصر، سنة 2003.
- 74- منير إبراهيم هندي: "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، مصر، 2002.
- 75- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة: "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر، الأردن، سنة 2004.
- 76- محمد يوسف ياسين: "البورصة -عمليات البورصة تنازع القوانين- اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، سنة 2004.
- 77- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 78- سامي خطاب: "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، سنة 2006.
- 79- عبد المجيد المهيلي: "التحليل الفني للأوراق المالية"، الطبعة الثالثة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، سنة 2005.
- 80- عماد العاني: "اندماج الأسواق المالية الدولية"، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، سنة 2002.
- 81- أميرة حسب الله محمد: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2005.
- 82- عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص: "أسواق المال وتمويل الشركات"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2002.
- 83- أحمد سعد عبد اللطيف: "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، سنة 1998.
- 84- عصام حسين: "أسواق الأوراق المالية"، دار أسامة، الأردن، سنة 2008.
- 85- محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي: "مقدمة في الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، الأردن، 2000.
- 86- ناصر دادي عدون: "تقنيات مراقبة التمويل"، دار الهدى للنشر، سنة 1988.
- 87- سمير محمد عبد العزيز: "التمويل وإصلاح خلل الهيكل المالي"، مكتبة ومطبعة الإشعاع، مصر، سنة 1988.
- 88- منير إبراهيم هندي: "الإدارة المالية"، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، سنة 1999.
- 89- محمد صالح الحناوي: "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 90- مراد كاظم: "البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية"، المكتبة الجامعية، مصر، 1976.
- 91- منير إبراهيم هندي: "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

المجلات العلمية:

- 92- نور الدين كروش: "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة يحيى فارس - المدينة، العدد 11، جانفي 2014.
- 93- وفاء أحمد محمد، وفاء أحمد محمد: "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)"، مجلة الأستاذ، العدد 201، سنة 2012.

- إسراء مهدي حميد: "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية"، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 18، العدد 02، 2010.
- 94- أحمد حسن: "القرض الحسن حقيقته وأحكامه"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد الأول، سنة 2007.
- 95-مفتاح صالح، معارفي فريدة: "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها -"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010.
- 96-حسين قبلان: "مؤشرات أسواق الأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الحادي عشر، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، سنة 2011.
- 97-سمير عبد الغني محمود: "المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة البنوك، العدد الخامس، الأردن، سنة 1989.
- 98-فائق جبر النجار: "مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها"، مجلة البنوك، العدد الرابع، الأردن، أكتوبر 2000.
- 99-حسان حضر: "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)، مارس 2004.
- 100- عيسى محمد الغزالي، " تحليل الأوراق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004.

أطروحات الدكتوراه:

- 101- حياة بن حراث: "سياسة التمويل الموجهة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، سنة 2013.
- 102- عبد الحفيظ ميلاط: "النظام القانوني لتحويل الفاتورة"، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، دفعة 2011-2012.
- 103- جمال الدين سحنون: "شروط بروز أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2008.
- 104- لطرش سميرة: "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية -"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009/2010.
- 105- حيدر يونس كاظم الموسوي: "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2007"، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، سنة 2009.
- 106- بوكساني رشيد: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005/2006.
- 107- براق محمد: "بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية"، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 1999.
- 108- إبراهيم رسول هاني: "أثر الأسواق المالية في النمو الاقتصادي-دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة"، أطروحة دكتوراه، جامعة القادسية، العراق، سنة 2005.

أطروحات الدكتوراه وسائل الماجستير:

- 109- قطاف ليلى: "إشكالية تطور المؤسسة العمومية الاقتصادية في الجزائر"، رسالة الماجستير، تخصص تسيير علوم اقتصادية، جامعة الجزائر.

110- أعراب عبد العزيز: "تمويل المؤسسات عن طريق السوق المالي"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000.

111- سحنون جمال الدين: "الانضمام إلى البورصة: دراسة حالة صيدال"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001 /2000.

المؤتمرات والملتقيات العلمية:

112- الواثق عطا المنان محمد أحمد: "عقد المراجعة- ضوابطه الشرعية- صياغته المصرفية وانحرافاته التطبيقية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، سنة 1415 هـ-1994 م.

113- حسام الدين بن محمد صالح فرفور، حسام الدين بن محمد صالح فرفور: "التمويل واستثمار الأموال في الشريعة الإسلامية"، بحث علمي مقدم للمؤتمر الثاني للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تحت شعار الصيرفة الإسلامية صيرفة استثمارية، سنة 2007.

114- عبد الوهاب ابراهيم أبو سليمان: "عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامية دراسة فقهية مقارنة"، بحث رقم 19، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، سنة 2000.

115- دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري: "أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي"، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع (استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16/03/2005.

116- حسن عطا غنيم: "المشتقات المالية"، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6-10 مارس 2005.

117- مثنى عبد الإله ناصر: "ندوة دورة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية"، ليبيا، 11-12-2005.

ثانيا: المراجع باللغات الأجنبية:

- 118- Josette pilverdier Htreyte: *financement de l'entreprise*, paris, 1983.
- 119- charle corbin/ *financement et auto financement administration des grandes entreprises* - dalloz/Paris.
- 120- Ammas benhalim, « *pratique des techniques* » édition dahleb 1997.
- 121- Cris laine legmandet hurbert martini *ménagement des opérations de commerce international*, dunod 1993.
- 122- Cris laine legmandet hurbert martini *ménagement des opérations de commerce international*, dunod 1993.
- 123- P. CONSO. *La gestion financière de l'entreprise-dunod 7^{ème} édition 1989 P 655,658.*
- 124- Benhalima. *Pratiques des techniques bancaires-édition Dahlab 1989.*
- 125- Boudinet et g. cerabot-*Techniques bancaires*
- 126- DUMONP. A, *le coût fonds propres internes et externes. Essai de synthèse et d'adaptation au cas particulier des entreprises suisses*, Genève Edition, 1973.
- 127- Daniel Goyeau et.Amin Tarazi, "*La Bourse* ", 2^e édition, France, 2006.
- 128- Pierre Conso et Farouk Hemic, "*gestion financière de l'entreprise* ", 10^e édition, Dunod, France, 2002.
- 129- Daniel GOYEAN, Amine TARARZI : *La bourse. Edition La Découverte*, Paris, 2006.
- 130- Guy Goudamine et Jean Monitier, "*banque et les marches financiers* ", édition fconomica, France, 1998.
- 131- Alain Martinier, "*lexiques de gestion* ", 5^{ème} édition, dalloz, France, 2000.
- 132- Olivier Picon, "*la bourse* ", 14^{ème} édition, delmas, France, 2000.

- 133- Bertrand Jaquillat et Bruno Sonlik, *"marché financier, gestion de portefeuille et des risques "*, dunod, France, 2002.
- 134- **Christian et Mireille ZAMBOTO** : *Gestion financière : finance de marché*. Edition Bunod, Paris, 1997.
- 135- Bernard laget, *"Les nouveaux outils financiers "*, Top édition, France, 1990.
- 136- Josette Peyrard, *'La bourse "*, 2^{ème} édition, vuibert entreprise, France, 1993.
- 137- **Dov OGIEN** : *Pratique des marchés financiers*. Edition Bunod, Paris, 2005.
- 138- Roger Miller et David Van Hoose, *" Money, Banking and Financial Markets "*, Publishing Thomson laerning, U.S.A, 2001.
- 139- Olivier Picon, *" la bourse : ses mécanisme-géré son portefeuille-réussir ses placements "*, Encyclopédie Delmas, 14^{ème} édition, France, 2000.
- 140- Patrick Topscalian, *"Les indices boursières sur action "*, Economica, France, 1996.
- 141- Jhon Leslie Livingston, *the best trainers of business schools*, Maxima, America.
- 142- Bertrant Jaquillat, *l'introduction en bourse*, Puf, France, 1989.
- 143- Patrick Poulain, *l'introduction en bourse*, Dunod, Paris, 1987.
- 144- *Les guides COSOB, guide de l'admission en bourse*, 1997.
- 145- *Les guides COSOB, guide de l'admission en bourse*, 1998.
- 146- *Les guides COSOB, Guide de l'admission en bourse*, 1997.
- 147- Conso Mefert, *Méthodes de gestion financières , les éditions d'organisation ,Paris , 1967 .*
- 148- André Planchar, *Gestion financière*, Paris, 1999.