



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي نور البشير البيض



معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية

من إعداد:

د. صلعة سمية

أستاذ محاضر صنف ب-

مطبوعة دروس مقدمة لطلبة السنة الثالثة

شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية.

السنة الجامعية 2017-2018

محتويات المطبوعة:

01.....	محتويات المطبوعة
05.....	قائمة الجداول
06.....	قائمة الأشكال
07.....	مقدمة عامة
09.....	الفصل الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية
09.....	تمهيد
11.....	المبحث الأول: عموميات حول الوظيفة المالية بالمؤسسة
11.....	1. تعريف الوظيفة المالية
11.....	2. خصائص الوظيفة المالية
12.....	3. مهام الوظيفة المالية
14.....	4. أهداف الوظيفة المالية
15.....	المبحث الثاني: موارد التمويل الاقتصادي
15.....	1. مفهوم التمويل
15.....	2. أهمية التمويل
16.....	3. الأسواق التمويلية
16.....	4. موارد التمويل الاقتصادي
18.....	خلاصة
19.....	الفصل الثاني: مدخل للأسواق المالية
19.....	تمهيد
21.....	المبحث الأول: مفهوم السوق المالي
21.....	1. تعريف السوق المالي
23.....	2. نشأة وتطور الأسواق المالية
24.....	3. عوامل نجاح السوق المالي
25.....	4. أهمية السوق المالي في الاقتصاد
28.....	المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

1.	مفهوم السوق المالية الكفؤة.....	28
2.	الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي.....	30
3.	مقياس كفاءة السوق المالي.....	31
4.	الصعوبات التي تحول دون الوصول إلى السوق الكفاء.....	32
34	خلاصة.....	
35	الفصل الثالث: السوق النقدية.....	
35	تمهيد.....	
36	المبحث الأول: مفهوم السوق النقدي.....	
1.	تعريف السوق النقدية.....	36
2.	الفرق بين السوق النقدي وسوق رأس المال.....	38
3.	أهمية السوق النقدية.....	38
4.	المتدخلون والوسطاء على مستوى السوق النقدية.....	39
40	المبحث الثاني نشاط السوق النقدي.....	
1.	تجزئة السوق النقدي.....	40
2.	معدل وآجال عمليات السوق النقدية.....	41
3.	الأدوات المتداولة في السوق النقدي.....	42
49	خلاصة.....	
50	الفصل الرابع: أسواق رأس المال.....	
50	تمهيد.....	
51	المبحث الأول: مفهوم أسواق رأس المال.....	
1.	تعريف سوق رأس المال.....	51
2.	خصائص سوق رأس المال.....	51
3.	أقسام سوق رأس المال.....	52
4.	عمليات سوق رأس المال.....	57
59	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق رأس المال.....	
1.	الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة.....	59

60.....	2. الأوراق المالية التي تمثل ديننا.....
61.....	3. الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين.....
62.....	4. المشتقات المالية.....
67.....	خلاصة.....
68.....	الفصل الخامس: تسيير المحافظ المالية
68.....	تمهيد.....
69.....	المبحث الأول: مفهوم المحفظة المالية.....
69.....	1. تعريف المحفظة المالية.....
70.....	2. الفرق بين الحافظة الاستثمارية وحافضة الأوراق المالية.....
71.....	3. أهداف المحفظة المالية.....
72.....	4. أنواع المحافظ المالية.....
73.....	المبحث الثاني: أسس تسيير المحفظة المالية.....
73.....	1. قواعد إدارة المحفظة المالية.....
74.....	2. تشكيل محفظة الأوراق المالية.....
74.....	3. سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.....
75.....	4. مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.....
77.....	خلاصة.....
78.....	الفصل السادس: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.....
78.....	تمهيد.....
79.....	المبحث الأول: المخاطر المنتظمة.....
80.....	1. تعريف المخاطر المنتظمة.....
81.....	2. أنواع المخاطر المنتظمة.....
84.....	المبحث الثاني: المخاطر غير المنتظمة.....
84.....	1. تعريف المخاطر غير المنتظمة.....
85.....	2. الفرق بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.....

86.....	3. أنواع المخاطر غير المنتظمة.....
88.....	خلاصة.....
89.....	خاتمة عامة.....
91.....	قائمة المراجع.....

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
37	الفرق بين السوق النقدي وسوق رأس المال.	01
43	أدوات السوق النقدي	02
66	الفرق بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية	03
85	الفرق بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة	04

قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
23	هيكل أسواق المال	01
27	تدفق الأموال عبر النظام المالي	02
54	أقسام أسواق رأس المال	03
58	مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها	04
82	أنواع المخاطر المنتظمة	05
88	أنواع المخاطر غير المنتظمة	06

مقدمة عامة:

إن التطورات التي يشهدها العالم في شتى الميادين خاصة الاقتصادية منها منحت للمؤسسة الاقتصادية مكانة عالية لم تعهدها من قبل وباعتبارها الهيكل القائم والمحرك الأساسي لك نشاط اقتصادي كان لابد عليها من اتخاذ جملة من القرارات التي من شأنها تحسين وضعيتها في السوق والوصول لأهدافها المسطرة حتى تجعل مستوى الموارد متوافقا مع الاحتياجات أي ادارة المؤسسة من الناحية المالية أو ما يعرف بالوظيفة المالية، حيث تعد هذه الأخيرة من الوظائف الأساسية للإدارة بالمؤسسة. فهي لا تقتصر على تأسيس البنية التحتية للمؤسسة فحسب وإنما المحافظة على استمرارها وتطويرها.

ومن هنا ظهرت أهمية الإدارة المالية في توفير الأموال اللازمة لتحريك عناصر الإنتاج، و من ثم تطوير القيمة المالية للمؤسسة وزيادتها، والمحافظة على السيولة لتحقيق أعلى نسبة من الأرباح أو حمايتها من خطر الإفلاس أو التصفية.

وعليه فالمال هو الركيزة الأساسية لأي مؤسسة بإعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخلها، ومن ثم لابد أن يتوفر المال في الوقت وبالقدر المناسبين، ولتلبية هذه الحاجة التمويلية لابد من توفر الأسواق المالية المختلفة. حيث تمثل هذه الأخيرة بتنظيماتها المختلفة، ركنا أساسيا من أركان النظام التمويلي لما لها من دور هام في تجميع المدخرات، وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية.

ويمكننا القول أن هذه الأسواق المنظمة تشكل معيارا للوضع الاقتصادي والمالي لمختلف البلدان، كونها ببساطة تعكس الصورة الموجزة عن الأوضاع الاقتصادية فيها، لذلك نجد أن أغلب دول العالم تسعى دوما وباستمرار إلى تطوير مختلف أسواقها النقدية منها وكذلك أسواق رأس المال.

تمثل هذه المطبوعة دروسا مقدمة لطلبة سنة ثالثة ليسانس شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية في مقياس المؤسسة والأسواق المالية حاولنا من خلالها معالجة مختلف الجوانب المتعلقة بالموضوع موزعة على سنتة فصول تهدف في مجملها إلى تزويد الطالب بمختلف المفاهيم المتعلقة بالوظيفة المالية بالمؤسسة والأسواق المالية كمصدر تمويلي لها.

الفصل الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية داخل النشاط الاقتصادي ومما لاشك فيه أن

حسن إدارتها تخطيطاً، تنظيمياً، توجيهياً ومراقبة يمثل مصدر فعاليتها، كفاءتها وإستمراريتها.

حيث تمارس المؤسسة وظائف عديدة ومتنوعة ورغم أهمية هذه الوظائف المختلفة في

المؤسسة إلا أن الوظيفة المالية تعتبر من ابرز وأهم هذه الوظائف، إذ هي التي تحدد

مستقبل المؤسسة، ومدى إستمراريتها وهيكلها المالي، وغيرها من المهام، فهي تلعب دوراً

حاسماً في نجاح المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق

وغیرها من الوظائف دون توافر الأموال لتمويل أوجه النشاط المختلفة.

فضمن الوظيفة المالية يتخذ قرار التمويل الذي يعتبر قرار إستراتيجياً في المؤسسة فهو

المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة لطبيعية

المشروع اختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثل بما يتوافق مع تحقيق أكبر عائد بأقل خطر وتكلفة ممكنة.

ويقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وتنقسم مصادر التمويل إلى قسمين مصادر مالية داخلية كالتمويل الذاتي ومصادر خارجية كالتمويل عن طريق الاقتراض من البنوك وإصدار الأوراق المالية. جاء هذا الفصل ليسلط الضوء على الوظيفة المالية بالمؤسسة الاقتصادية من خلال

المبحثين التاليين:

المبحث الأول: عموميات حول الوظيفة المالية بالمؤسسة

المبحث الثاني: موارد التمويل الاقتصادي

المبحث الأول: عموميات حول الوظيفة المالية بالمؤسسة

لو نظرنا إلى الوظيفة المالية نظرة عامة و شاملة لوجدنا في حقيقة الأمر أنها واحدة في جميع المؤسسات، و معنى هذا أن الاعتبارات المالية توجد في جميع المؤسسات بغض النظر عن حجمها أو شكلها القانوني، حقا إن تفاصيل الوظيفة قد تتفاوت من مؤسسة لأخرى ولكن المبادئ والأسس العامة لهذا العمل واحدة لا اختلاف فيها.

1. تعريف الوظيفة المالية:

تعتبر الوظيفة المالية من بين الوظائف الرئيسة التنفيذية لكونها تسهم بدور حيوي ومباشر في تحقيق أهداف المنظمة وإنجاز مهامها ونشاطاتها. فهي المسؤولة عن توفير الأموال للمنظمة وترشيد استثمارها، وتمكين المنظمة من سداد جميع التزاماتها نحو الغير على المدى القصير والبعيد، وبدون ذلك كله لا يمكن لأي منظمة أو مشروع البقاء والاستمرار.¹

تشمل الوظيفة المالية جميع الأعمال الفنية التي تختص بتزويد المؤسسة بالأموال اللازمة لتحقيق الأغراض التي قامت من أجلها ومن ثم تحريك هذه الأموال في المؤسسة من نشأتها إلى تصفيتها وتوزيع الأموال على أصحابها بعد استنفاد أغراضها.

¹ - حسين حريم، مبادئ الإدارة الحديثة -النظريات، العمليات الإدارية، وظائف المنظمة-، الطبعة الثانية، دار الحامد، 2010، ص348.

2. خصائص الوظيفة المالية:¹

تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف الشركة وتمتاز على غيرها من وظائف الشركة بما يلي:

(1) أنها تتداخل في جميع نشاطات الشركة، فجميع النشاطات التي تقوم بها الشركة لها وجه مالي.

(2) أن اتخاذ أي قرار مالي هو قرار ملزم للشركة ولا يمكن الرجوع عن هذا القرار إلا بخسائر فادحة.

(3) ان بعض القرارات المالية هي قرارات مصيرية، فمثلا قررت الشركة شراء خط إنتاج جديد ذو تكلفة عالية ومولت شراء هذا الخط أو جزءا منه بالدين ولم تستطع الوفاء بديونها فان هذا سيعرض بقاءها واستمراريتها للخطر أو الفناء.

(4) ان نتائج القرارات المالية لا تظهر مباشرة بل قد تستغرق وقتا طويلا مما قد يؤدي إلى صعوبة اكتشاف الأخطاء وإصلاحها ويعرض الشركة للخطر.

3. مهام الوظيفة المالية: يمكن إجمال مهام الوظيفة المالية فيما يلي:

(1) التحليل والتخطيط المالي من حيث:

أ- تحليل البيانات المالية وتحويلها إلى معلومات يمكن استخدامها في تقييم النواحي المالية والتشغيلية للشركة.

ب- إعداد الموازنات التقديرية المتعلقة بالإيرادات والمصاريف التي تخص الشركة في المستقبل.

(2) إدارة هيكل أصول الشركة من حيث:

أ- تحديد حجم الاستثمار في كل من الأصول المتداولة قصيرة الأجل والأصول الثابتة طويلة الأجل.

¹ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الأردن، 2010، ص10.

- ب- المحافظة على المستوى الأمثل لكل عنصر من عناصر الأصول المتداولة مثل النقدية، الأوراق المالية قصيرة الأجل، المدينون، والمخزون.
- ت- التوصية باستخدام الأصول الثابتة الملائمة والتي تساهم بشكل كفاء في العمليات التشغيلية، وكذلك تحديد الوقت المناسب لاستبدال هذه الأصول (قرارات الموازنة الرأس مالية).

(3) إدارة الهيكل المالي للشركة من حيث:

- أ- تحديد حجم الميزج الأكثر ملائمة من التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل.
- ب- تحديد مصدر التمويل، أي هل يتم الاعتماد في الحصول على الأموال من مصادر الدين أو الملكية.
- ت- التنسيب لمجلس الإدارة من أجل قرارات توزيع الأرباح.

(4) التنسيق مع الإدارات الأخرى في الشركة للقيام بالعمل بشكل فعال:

فجميع القرارات داخل إدارات الشركة لها تأثير مالي، فمثلا القرارات التسويقية لها تأثير على نمو المبيعات والذي له تأثير بالمقابل على تغيير القرارات الاستثمارية.

(5) التداخل مع الأسواق المالية والنقدية:

فكل مدير مالي لا بد له من ان يتعامل مع الأسواق المالية والنقدية، وكل شركة تؤثر وتتأثر بالأسواق المالية والنقدية بشكل عام، حيث يتم الحصول على الأموال من السوق المالي والنقدي كما يتم التعامل مع المستثمرين الحاليين والمتوقعين من خلال التعامل في أسهم الشركة في السوق المالي.

4. أهداف الوظيفة المالية:

تختلف أهداف الإدارة المالية باختلاف رسائل المؤسسة وأهدافها وطبيعة نشاطها. ولكن

يمكن تلخيص أهدافا بصورة عامة على النحو التالي:¹

- 1) تعظيم ثروة المالكين، تعظيم القيمة المالية لاستثمارات المالكين.
- 2) تحقيق أعلى ربحية ممكنة للاستثمارات.
- 3) تأمين الاحتياجات المالية للمنظمة، على المدى القصير والبعيد، وبشروط تتناسب مع إمكانيات المنظمة وظروفها.
- 4) تخطيط وتنظيم وضبط حركة تدفق الأموال من وإلى المنظمة.
- 5) التنبؤ بالمشكلات المالية المتوقعة ووضع الاستراتيجيات والحلول المناسبة لها.
- 6) التخفيف من حدة المخاطر في مجال استخدام أموال المنظمة.

¹ - حسين حريم، مرجع سبق ذكره، ص348.

المبحث الثاني: موارد التمويل الاقتصادي

إن الدراسة المالية أو الحاجة التمويلية للنشاط الاقتصادي ترتبط ارتباطا مباشرا بوجود مؤسسات وأسواق مالية ونقدية قادرة على تمويله وتوجيهه بما يتلاءم وحاجاته ،حيث يعتبر ذلك من أهم وظائف هذه المؤسسات . وبما أن هدف النشاط الاقتصادي هو غالبا الاستمرارية في تلبية حاجات ومتطلبات أفراد المجتمع فإن ذلك يعتبر دافعا قويا في جمع أكبر قدر ممكن من الأموال أو السيولة فما هي طرق التمويل الاقتصادي؟

1. مفهوم التمويل:

هو عملية انتقال رؤوس الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي أي من أماكن الوفرة نحو أماكن الندرة، ويتم ذلك من خلال مجموعة من الوسطاء الماليين، وذلك بغرض خلق مشاريع أو تطويرها أو بغرض التوسع في استثمارات جديدة.

2. أهمية التمويل:

يعتبر التمويل فرع من فروع الاقتصاد وتبرز أهميته في كونه يسهل انتقال الفوائض النقدية بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى تلك الوحدات التي لها عجز مالي.

ولعل من أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل نذكر¹:

- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز في أوقات الحاجة لذلك .
- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.
- تسريح الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها .

¹ - ريس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق ، لطلبة سنة رابعة مالية نقود وبنوك، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2008/2007.

- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة و أخرى جديدة و التي بها يزيد الدخل الوطني.
- يساهم في تحقيق رغبة المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات.
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من العجز المالي.
- المحافظة على سيولة المؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس و التصفية.

3. الأسواق التمويلية :

تعرف السوق التمويلية بأنها فضاء يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطلبين لها وذلك بهدف تعبئة الفوائض المالية وتوجيهها نحو أصحاب العجز وفق شروط متفق عليها مسبقا.

4. موارد التمويل الاقتصادي:

هناك موردين رئيسيين للتمويل الاقتصادي هما : التمويل المباشر والتمويل غير المباشر¹

1) التمويل المباشر:

ونقصد به التمويل بواسطة السوق المالية، حيث يختص هذا الأخير بالتمويل طويل الأجل، ويتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة، وهو يساعد على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر، وتقوم بهذه الوظيفة المؤسسات المالية غير المصرفية ذات الفائض والأخرى ذات العجز، وذلك بهدف تمويل الأصول المالية بواسطة سمسرة يتكفون بهاته العملية .

¹ - رابيس حدة، مرجع سبق ذكره.

(2) التمويل غير المباشر :

ونقصد به التمويل بواسطة السوق النقدية، وهو يختص بالتمويل قصير الأجل ، ودراسته تعني تحليل لحركات تداول الأصول النقدية بين عارضي النقد والطالبين عليها من خلال المؤسسات النقدية والمصرفية، ويتم هذا النوع من التمويل غير المباشر بواسطة المتدخل الرئيسي: البنك المركزي والبنوك التجارية كمتدخل إضافي هذا بالمفهوم الضيق ، بالإضافة إلى إمكانية تدخل بعض المؤسسات المالية غير المصرفية ذات الفائض بصفتها مقرضة لتمويل نشاط السوق النقدية.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تبين أن للوظيفة المالية دور جد أساسي وفعال باعتبارها أحد الركائز الأساسية التي تساعد المنشأة على بلوغ أهدافها المسطرة والمرجوة بكل ثقة حيث تعتبر هذه الوظيفة الحساسة المسير الرئيسي لأموال المؤسسة وترشيدها وحسن استغلالها من حيث رسم استراتيجية ومحكمة والالتزام بها وكذا من خلال امدادها بالتمويل المطلوب في الوقت وبالقدر الملائمين.

ويشكل السوق المالي بتنظيماته المختلفة، ركنا أساسيا من أركان النظام التمويلي في النظم الإقتصادية لما له من دور فعال في تجميع المدخرات ، وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية. لذا سنحاول في الفصل الموالي تسليط الضوء على أهم المفاهيم المتعلقة به

الفصل الثاني: مدخل للأسواق المالية

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية المنظمة والمرنة دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة ودفع عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد ومستمر. حيث تساهم في جذب الاستثمارات على المستويين المحلي والأجنبي فنجاح النشاط الاقتصادي وازدهاره بات مرهونا بوجود سوق مالية نشطة، تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة.

ومما لا شك أن نجاح واستمرارية نشاط الأسواق المالية مرتبط بوجود إطار تشريعي وتنظيمي واضح ومحدد مع توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي والأمني. وفي الوقت الحاضر فإن موضوع الأسواق المالية يشغل الأكاديميين والممارسين للنشاط المالي والمصرفي والنقدي من خلال البحث عن المشاكل المعرقة لنشاط هذه السوق الضرورية والآفاق المستقبلية لنشاطاتها المالية.

ويكون السوق كفوًا اعتمادًا على مقدار الثقة التي يصفها المستثمرون بالمعلومات

المتاحة والمعلن عنها، وعندما يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات بأفضل استثمارات

لا بد وأن يكون كفاءً. جاء هذا الفصل للتعريف بالسوق المالي، نشأته وكذا لتسليط الضوء

على أهميته القصوى في الاقتصاد والتحدث عن عوامل وشروط نجاحه، مع إبراز أهمية

وكفاءة هذا السوق من خلال المبحثين التاليين:

المبحث الأول: مفهوم السوق المالي

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

المبحث الأول: مفهوم السوق المالي

عادة ما ينصرف مفهوم سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات ، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتكون من فرعين أساسيين، هما سوق رأس المال وسوق النقد.

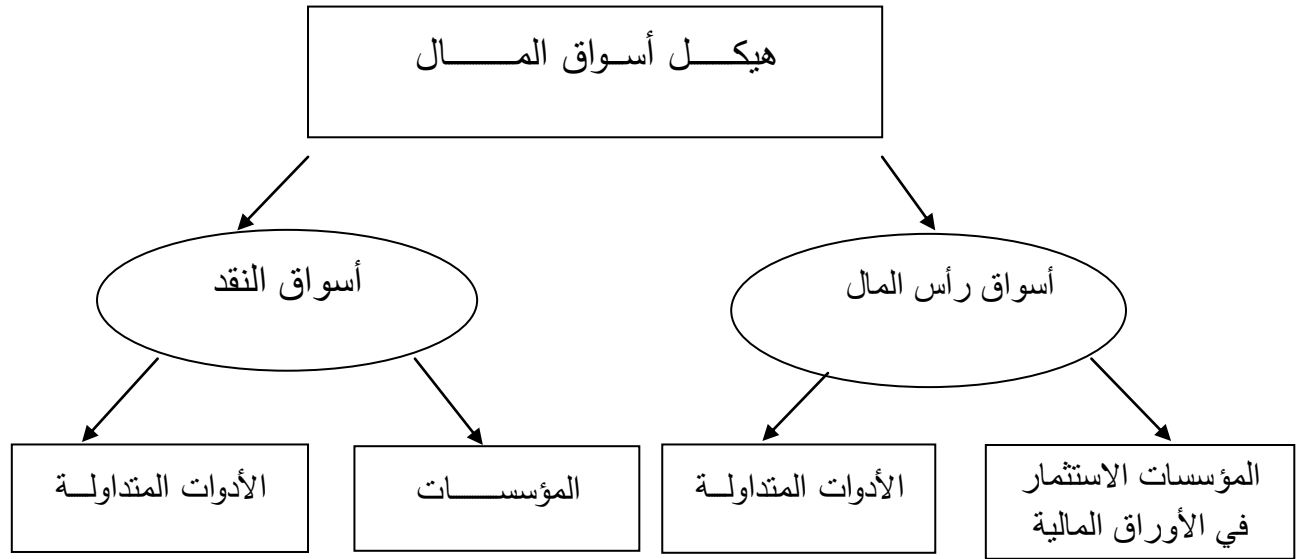
1. تعريف السوق المالي:

السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.¹

تعد الأسواق المالية وسيلة مهمة لجمع المدخرات وذلك لما لها من دور فعال في تمويل الأنشطة الاقتصادية. ويمكن النظر إلى الأسواق المالية من زاويتين أولهما الأدوات المالية المتداولة فيها وعلى أساسها يمكن تقسيمها إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال وثانيها كيفية التعامل داخل السوق ويتم على أساسها تقسيمها إلى نوعين هما الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

¹ - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2012، ص16.

الشكل رقم 01: هيكل الأسواق المالية



- | | | | |
|----------------------------------|-------------------|--------------------------|--------------------|
| - أدوات الخزنة | - البنك المركزي | - الأسهم العادية | - سوق الإصدار |
| - شهادات الإيداع القابلة للتداول | - البنوك التجارية | - الأسهم الممتازة | - أمناء الاستثمار |
| - القبولات المصرفية | | - سندات حكومية | - أمناء الاكتتاب |
| - الأوراق التجارية | | - سندات غير حكومية | - شركات الأموال |
| | | - سندات خزنة | - سوق التداول |
| | | - شهادات الإيداع الدولية | - البورصة |
| | | - المشتقات | - شركات السمسرة |
| | | | - شركة المقاصة |
| | | | - البنوك بأنواعها |
| | | | - صناديق الاستثمار |

المصدر: علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص 172.

2. نشأة وتطور الأسواق المالية:

الأسواق المالية هي مصطلح معرب لكلمة بورصة التي هي من أصل لاتيني ولاحقا فرنسي وتعني الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها والكلمة تشير أيضا إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في قصر المصرفي burses Vanda في منتصف القرن السادس عشر. وتستند فكرة الأسواق المالية على نظرية (آدم سميث) الاقتصادي الانكليزي والتي تركز على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق و على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية. وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، وما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية. وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم بها التعامل في تلك السوق. فقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل يمكن إيجازها على النحو الآتي:¹

المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى بذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، وبالتالي كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أدى إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة

¹ - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، الأردن، 2013، ص 162-163.

الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط أو طويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجاتها من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي باصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الايداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية إندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة: إندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

3. عوامل نجاح السوق المالي: نجاح الأسواق المالية يقتضي توفر شروط بعضها موضوعي وبعضها آخر شكلي على النحو التالي:¹

(1) **الشروط الموضوعية :** والتي يمكن تحديدها على النحو التالي:

- أ- تنظيم الأسواق المالية وتوفير المعلومات المختلفة.
- ب- إنشاء بورصات داخل الدول، تمهيدا لتكوين سيولة كافية بتوفير ونشر البيانات والمعلومات عن أسعار الأوراق المالية.
- ت- جعل الإدخار إختياريا وليس إجباريا

(2) **الشروط الشكلية :** والتي يمكن تحديدها على النحو التالي:

¹ - خالد أحمد فرحان المشهاني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 97-98.

- أ- الموقع الجغرافي : ومدى قرينه أو بعده عن الأسواق المالية.
- ب- الإهتمام بالمرافق العامة: كالمواصلات والإتصالات المختلفة.
- ت- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الإستثمار.
- ث- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- ج- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة ووضع الرقابة على الصرف
- ح- وجود نظام ضريبي مرن وغير مغالي في أسعاره.

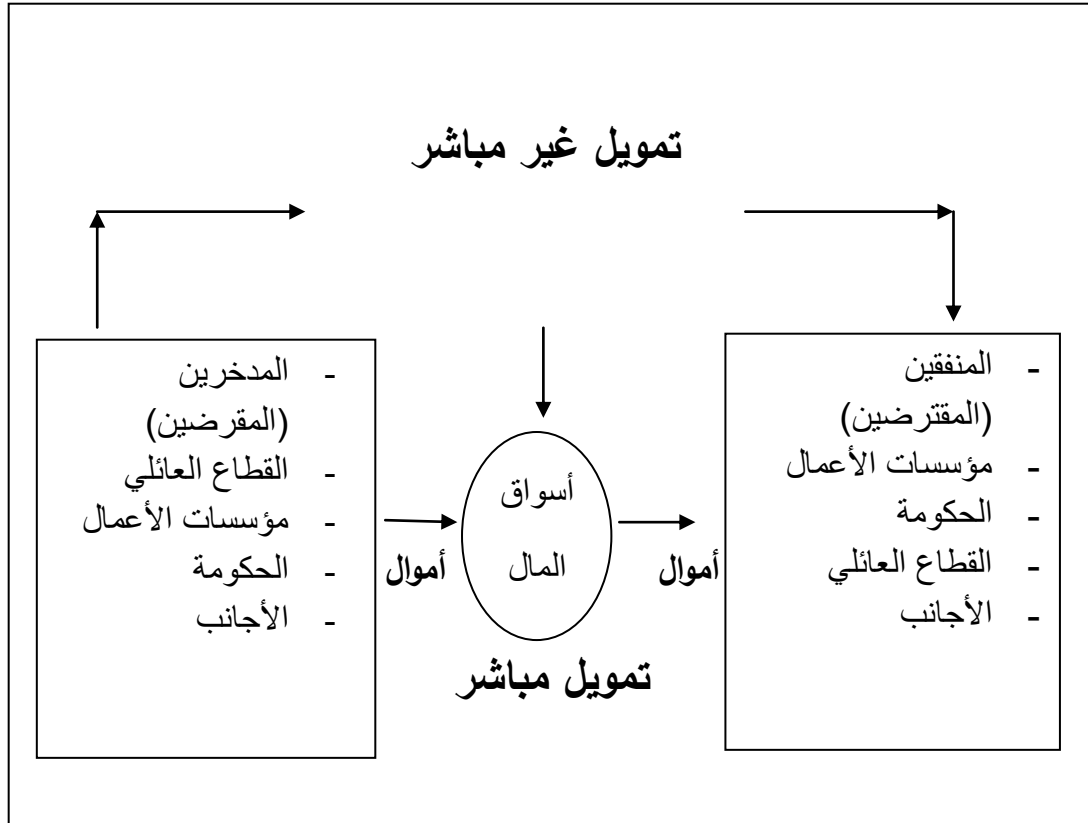
4. أهمية السوق المالي في الاقتصاد:¹

- 1) يلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة.
- 2) يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل.
- 3) يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال.
- 4) يساعد على تنمية الادخار وزيادة وتوجيه المدخرات المالية لماله من تأثير على زيادة تشجيع الاستثمار.
- 5) يساعد وجود السوق المالي على تنظيم ومراقبة الاصدارات للأوراق المالية.
- 6) وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة، ومن هنا فان ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا.

¹ - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص23.

وتؤدي الأسواق المالية وظيفة اقتصادية أساسية تتمثل في توجيه الأموال من أولئك الذين لديهم فوائض مالية مدخرة -لأنهم ينفقون أقل من دخولهم- إلى أولئك الذين لديهم نقص في الأموال بسبب رغبتهم في الانفاق بأكثر من دخولهم وهذه الوظيفة يوضحها الشكل التالي:

الشكل رقم 02: تدفق الأموال عبر النظام المالي



المصدر: محمود يونس، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم

الجامعي، الاسكندرية، 2013، ص 95.

من خلال نظام التمويل المباشر يتم تحويل الموارد المالية بين المقرض والمقترض دون الحاجة إلى وسيط يعني أن التبادل يتم بشكل مباشر ويتم ذلك عبر السوق المالي وبالضبط في السوق الأوراق المالية ، أين يتم تبادل أو انتقال الأموال من الدائنين إلى المدينين مباشرة ودون الحاجة إلى مساعدة طرف آخر ، وبالتالي فإن ركيزة التمويل المباشر هي الأسواق المالية والتي تمثل أهم ركن في هيكل النظام المالي.

بينما يعتمد التمويل غير المباشر على تدخل وسيط قد يأخذ شكل
سمسار، يتمثل التمويل غير المباشر في تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين
على وجود وسطاء ماليين.

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

تعد نظرية السوق الكفاء إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية، حيث تتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة على أسعار الأوراق المالية، ويمكن تناول كفاءة السوق على النحو الآتي:

1. مفهوم السوق المالية الكفوء:

وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية في سوق المالي وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، من جهة أخرى يعكس سعر الأصل المالي للمنشأة المعلومات المتاحة عنها، فما المقصود بكفاءة السوق المالي؟

1) تعريف السوق المالي الكفوء:

هي تلك السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية، أو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحول بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.¹

تنص نظرية كفاءة السوق المالي على أن أسعار الأوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل، وأن عائدها المتوقع يساوي عائدها المطلوب. وكذلك وعند أي لحظة زمنية، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المنشورة المتوفرة عن الشركات وأوراقها المالية، وأن هذه الأسعار تتفاعل مباشرة مع المعلومات الجديدة. إضافة إلى ذلك، فإن هذه النظرية تنص على أنه لا يوجد حاجة للمستثمرين في هذه السوق إلى

¹ - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

تضييع وقتهم في محاولة إيجاد الأوراق المالية المقيمة بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية.¹

(2) الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:²

أ- **الكفاءة الكاملة:** لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:

✓ أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
✓ عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
✓ للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.

✓ وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.

✓ اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ب- **الكفاءة الاقتصادية:** أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

¹ - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 192.

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010، ص 32.

2. الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:¹

(1) **فرضية الصيغة الضعيفة:** التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما

طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

(2) **فرضية الصيغة المتوسطة:** التي تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس

كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

(3) **فرضية الصيغة القوية:** وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل

المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

3. مقياس كفاءة السوق المالي:

تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفعالية ويعود ذلك للاختلافات في الامكانيات المتاحة والمتوفرة للاستخدام من قبل المتعاملين مع مثل هذه الأسواق.

1) مؤشرات كفاءة السوق المالي:¹

يجب توفر مؤشرين يصلح استخدامهم كمقياس لكفاءة السوق المالي:

أ- انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي: نقصد بذلك تكاليف الصفقات المالية، ونذكر هنا أن هذه الميزة والخاصية في حال توفرها انما تعبر عن الكفاءة الداخلية للسوق المالي.

ب- سرعة التكيف والاستجابة: يقصد بها هنا سرعة التكيف، أو استجابة الأسعار السائدة فيه للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه. ونذكر هنا أن هذه الخاصية تعبر عن مستوى (مؤشر) للكفاءة الخارجية للسوق المالي.

2) شروط كفاءة السوق المالي:

يمكن اجمال أهم الشروط الواجب توفرها لقيام السوق الكفوءة وهي:²

أ- اتاحة المعلومات لجميع المشاركين في السوق بذات اللحظة والسرعة والموضوعية وبدون كلفة، لضمان تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية المتوقعة، وضرورة متابعة ومراقبة وسائل الإعلام للوقوف على المستجدات في الأسواق المالية.

ب- تحويل الادخار المتوفر إلى استثمارات، لأن الأسواق المالية هي سوق استثمار الأموال، تدفع نحو شراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات)

¹ -- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 17-18.

² - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 86-87.

ت- عدم وجود قيود على حجم التعاملات، فليس هناك كلفة صفقة أو ضرائب.

ث- قيامه يؤدي إلى زيادة في عدد وكفاءة المؤسسات المالية في الدولة، لأن المؤسسات المالية هي بمثابة أوعية ادخارية تقوم بعملية الإقراض من أجل الاستثمار لذلك يجب تشجيع الادخار الخاص.

ج- هناك عدد كبير من المشترين والبائعين الذين يتصفون بالرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة.

ح- التعامل الفاعل في بورصات الأوراق المالية، كونها أجهزة أساسية للادخار والاستثمار أو تحويلها إلى أموال سائلة عند الحاجة إليها .

خ- ضرورة تحقيق الاستقرار والأمن داخل البلد، وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال الخارجية إلى الداخل، وعلى الدولة أن تؤمن انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم الأصلية مع الأرباح.

د- ضرورة أن يكون هناك جهاز مصرفي فاعل ومتكامل، قادر الإيفاء بالالتزامات المتبادلة وإجراء التسويات اللازمة والتحويل. وهذا يتطلب إنشاء بنك استثمار متخصص ورأس مال كبير وبسلة عملات متنوعة لهذا الغرض.

4. الصعوبات التي تحول دون الوصول إلى السوق الكفاء:

إن القوة الحقيقية التي تقود السوق إلى الكفاءة هي مدى قدرة المستثمرين على تقييم طبيعة المعلومات الواردة إلى السوق الكفاء فرضية نسبية وليست مطلقة ومبرر ذلك سيعود الى وجود مشاكل حقيقية تجعل من الصعب الوصول إلى السوق الكفؤ ومن هذه الصعوبات:¹

أ- مشاكل تتعلق بتعديل المخاطر: إذ أن عملية اكتساح السوق يتطلب تحديد عوائد إضافية موجبة، لتحديد فيما إذا المعلومات تشير إلى أن مستقبل الاستثمارات سوف تحقق عوائد

¹ - خالد أحمد فرحان المشهاني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص87.

إضافية موجبة، فعلى المستثمرين تعديل مخاطرها، لأن الأسعار المطروحة في السوق في لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار، مما يدفع المستثمرين بالطلب على الورقة المالية وزيادة أسعارها، اعتمادا على أن الأسعار الحالية مخفضة وهذا الطلب بدافع شراء التدفقات النقدية المتوقعة وعلى العكس من ذلك فإن كميات العرض تزداد عندما تكون الأسعار المطروحة في السوق مضخمة كون عملية تعديل المخاطر ألزمت المستثمرين بالتخلي عن الورقة المالية تجنباً للخسائر المحتملة.

ب- مشكلة طبيعة المعلومات من حيث الملائمة: إن مدى ملائمة المعلومات تمثل

مشكلة حقيقية يصعب تشخيصها، فملائمة المعلومة أمر نسبي وليس مطلق يتعلق أساسا بقدرات ومهارات التحليل من جانب ومدى وضوح وموضوعية المعلومات من جانب آخر.

ت- مشكلة ضربة الحظ أو الفرصة المتاحة: حيث يلعب الحظ في بعض الأحيان دورا

كبيرا في اكتساح السوق، فقد يلعب الحظ لدى بعض المستثمرين في تحقيق عوائد لا تستند على عملية تحليل المعلومة ولكن مثل هذه الحالات لا تستمر، وان حدثت فإنها قد تعطي انطباعا خاطئا عن عدم كفاءة السوق وبالتالي إخفاء هذه الحقائق تعد مشكلة أمام المتعاملين بالسوق.

ث- مشكلة التجسس (التلصص): هي معضلة أساسية أمام كفاءة السوق المالية وتويعود

سبب ذلك إلى وجود ما يسمى المطلعين من غير متخذي القرارات، الذين يتلصصون على المعلومات بهدف تحقيق عوائد إضافية مما يعطي مؤشرا غير واضح عن كفاءة السوق المالي وذلك ما يسمى بالكفاءة الاقتصادية والتي تفترض ارتباط كفاءة السوق بطبيعة استجابة المستثمرين للمعلومات الجديدة.

ج- كفاءة التشغيل وصناعة السوق: ان الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات بأسعار

السوق وحده غير كافي لتحقيق مفهوم كفاءة السوق المالي، اذ لا بد أن يرتبط الانعكاس الكامل للمعلومات (كفاءة التسعير) بكفاءة التشغيل في السوق (قدرة السوق على تكوين التوازن بين العرض والطلب) في ظل تخفيض كلفة المعاملات.

خلاصة:

مما سبق يبدو جليا أن الأسواق المالية تتمتع بأهمية بالغة كإطار مؤسساتي قائم

يعمل على تسهيل إنسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وكقناة توجيه واستخدام

للموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل للاستثمار وتوظيف

الاموال وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها.

كما تعكس حقيقة أوضاع المؤسسات المقيدة بها، وتلعب الأسواق المالية المنظمة

والمرنة دورا حيويا في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وكذا في بعث الحيوية في

مختلفة النواحي الاقتصادية ودفع وتيرة النمو بمنحى متزايد .

الفصل الثالث: السوق النقدية

تمهيد:

تعتبر السوق النقدية أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعتمد عليها البنوك التجارية والنشاط الاقتصادي عامة للقيام بالمشروعات وتوظيف المدخرات، حيث يتلاقى عارضوا السيولة مع طالبيها، فيتحقق غرض كل بنك أو مؤسسة والذي يتمثل في الحصول على مزيد من السيولة النقدية .

لذا سنحاول في هذا الفصل مناقشة المفاهيم المختلفة لأسواق النقد معتمدين في ذلك على المبحثين التاليين:

المبحث الأول: مفهوم السوق النقدي

المبحث الثاني: نشاط السوق النقدي

المبحث الأول: مفهوم السوق النقدي

تعتبر السوق النقدية أحد المصادر التمويلية الهامة في النشاط الاقتصادي والمرتكزة أساسا على توظيف المدخرات، حيث يلتقي على مستوى هذا السوق عارضوا السيولة مع طالبيها، ونظرا لأهمية هذا المصدر التمويلي سوف نتناول فيمايلي مختلف المفاهيم والعمليات المتعلقة به.

1. تعريف السوق النقدية:

هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط...¹

2. الفرق بين السوق النقدي وسوق رأس المال:

هناك فروقات جوهرية بين السوق النقدي وسوق رأس المال يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

¹ - رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص9.

الجدول رقم 01: الفرق بين السوق النقدي وسوق رأس المال.

السوق النقدي	سوق رأس المال
سوق ادخار.	سوق استثمار.
يتعامل بالائتمان قصير الأجل.	يتعامل بالائتمان طويل ومتوسط الأجل.
مواجهة عسر في السيولة النقدية.	الاستثمار في رأس المال الثابت.
تزويد المشروعات برأس مالها العامل.	تزويد المشروعات برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد.
يتعامل بالأوراق التجارية من كمبيالات وسندات.	يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية.

المصدر: من إعداد الأستاذة بالإعتماد على رابيس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق، لطلبة سنة رابعة مالية نقود وبنوك، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2008/2007.

وعليه فالسوق النقدية هي سوق ادخار ، أما سوق رأس المال فهو سوق استثمار حيث ينحصر تتعامل الأولى في الائتمان قصير الأجل، في حين يتعامل بالائتمان طويل الأجل على مستوى الثانية - سوق رأس المال - .

ويبرز الاختلاف بين السوقين كذلك من حيث الوظيفة حيث وفي الغالب يلجأ المقترضون للسوق النقدية لمواجهة عسر في السيولة النقدية، في حين أن المقترضين من سوق رأس المال يحصلون على الأموال من أجل الاستثمار في رأس المال الثابت.

هناك اختلاف جوهري آخر من حيث الأدوات المتداولة في كلا السوقين حيث يتعامل السوق النقدي فيما يسمى بالأوراق التجارية من كمبيالات وسندات وغيرها أما سوق رأس المال فيتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية.

والاختلاف قائم أيضا من حيث الغرض من قيام كل سوق حيث تزود السوق النقدية المشروعات برأس مالها العامل، أما سوق رأس المال فهي تزودها برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد.

3. أهمية السوق النقدية:

للسوق النقدي أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد القومي للأسباب التالية¹:

✓ توفير أدوات مالية يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد والمؤسسات مراكز سيولنتهم، إذ تمثل السيولة أهمية خاصة لكل من الأفراد والمؤسسات على حد سواء، فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكن من خلال السوق النقدي استثمار أموالهم في أدواته المالية القصيرة الأجل مقابل عائد، على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم المستقبلية. كما تقبل البنوك والمؤسسات المالية شراء أدوات السوق النقدي قبل تاريخ استحقاقها مقابل عائد، ويسمح لها السوق النقدي بتوظيف أموالها وتمويل البنوك والمؤسسات المالية المحتاجة للسيولة (Sous Liquide) بالسوق ما بين البنوك

(Interbancaire) وذلك لمواجهة سحبوات الودائع أو عقد قروض جديدة.

✓ تتمكن السلطات النقدية وعلى رأسها البنك المركزي من تنفيذ معظم عملياتها في سوق النقد (الرقابة على الأموال، التحكم في أسعار الفائدة القصيرة الأجل وبالتالي في أسعار الفائدة الطويلة الأجل، التحكم في احتياطات البنوك التجارية، سياسة السوق المفتوحة

¹ - بن غلال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس حلقة (مقدمة لطلبة السنة الثالثة شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية سنة 2016/2015)، ص68-69.

وسياسة إعادة الخصم)، ومن خلال تلك العمليات يمكنها تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية.

من جهة أخرى، يمكن للسوق النقدي أن يوفر لصغار المدخرين والمستثمرين وهم الفئات الأكثر والأوسع عددا، الفرصة في استغلال مدخراتهم الصغيرة واستثمارها من خلال هذا السوق، لذلك نجد الأسواق النقدية في الدول النامية خاصة تأخذ مجالا واسعا فيها، ذلك لأن معظم المدخرين والمستثمرين في هذه الدول هم من صغار المدخرين والمستثمرين الأوسع عددا.

كذلك بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية القصيرة الأجل، فهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل القصير الأجل وبالتالي الزيادة في سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها، فتكون محصلة ما سبق الزيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا وازدهارا اقتصاديا.

4. المتدخلون على مستوى السوق النقدية:

ينشط على مستوى السوق النقدية العديد من المؤسسات المصرفية وغير المصرفية ويتباين دورها بين مقرضة، ومقترضة، وبين مقرضة ومقترضة في نفس الوقت ويمكن ذكر أبرزها :

- ✓ البنك المركزي والبنوك التجارية.
- ✓ مؤسسات مالية غير مصرفية (شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات الادخار والتوفير... إلخ).
- ✓ المؤسسات المالية المتخصصة وبنوك التنمية.
- ✓ للخزينة العمومية.

المبحث الثاني: نشاط السوق النقدي

تتكون السوق النقدية بصفة عامة من مجموعة من الأسواق الفرعية على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منها، سواء كانت هذه الأخيرة على المستوى المحلي أو المستوى الدولي، وذلك خلال آجال محددة ومعدلات فائدة معينة . فكيف يتم التعامل في الأسواق النقدية؟

1. تجزئة السوق النقدي: يمكن الحديث في هذا الصدد عن:

أ_ السوق ما بين البنوك:

ويقصد بها السوق النقدية بالمفهوم الضيق حيث يمثل فضاء نشاط مؤسسات الائتمان المتخصصة في القرض والإقراض ممثلة في البنك المركزي - كوسيط مكلف بتسجيل تبادلات السيولة بين مختلف المتعاملين- والبنوك التجارية حيث تتحدد معدلات الفائدة فيه وفق آليات السوق وتتراوح آجال عملياته من اليوم إلى سنتين عادة. وتجدر الإشارة إلى تدخل الخزينة العمومية في هذا السوق من خلال عمليات الاكتتاب في سنداتها والتي تقوم بها المصارف لصالحها أو لصالح عملائها.

ب_ سوق الأصول المالية القابلة للتداول في السوق النقدية:

وهي المفهوم الشامل للسوق النقدية حيث تتمثل في نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية ويتم فيها تداول مختلف الأوراق المالية والتجارية ذات الأجل القصير والمتوسط، ممثلة في البنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير ومتوسط الأجل.

ت السوق النقدية الدولية: وهي أسواق تختص بعمليات الائتمان بالعملات الأجنبية، أي مختلف الصفقات التجارية والمالية والتي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدان إصدارها،

ويمكن أن تأخذ شكل ودائع لأجل تتراوح مدة استحقاقها من عدة أيام إلى خمس سنوات، أو في شكل أصول أو شهادات دين، تتراوح مدة استحقاقها من شهر إلى سنة كاملة، ويقوم بهذا النوع من النشاط كل من البنوك التجارية والبنك المركزي والشركات متعددة الجنسية وبعض الدول ذات الفوائض المالية.

2. معدل وآجال عمليات السوق النقدية:

1) معدل الفائدة في السوق النقدية:¹

إن معدل الفائدة المعمول به في السوق النقدية حر عموماً تابع ظروف العرض والطلب في هذه السوق، لكن تدخل البنك المركزي ضروري ولازم في تحديده. بالإضافة إلى ذلك فإن سعر التوازن في السوق النقدية (سعر الفائدة) يتحدد غالباً بطريقة مسبقة ولكنها غير مباشرة مادام البنك المركزي يحدد بإرادته سعر إعادة الخصم وبالتالي وجود رابطة قوية بين هذين المتغيرين (سعر إعادة الخصم ومعدل الفائدة في السوق النقدية). فمعدل إعادة الخصم يمثل الحد الأدنى لثمن الاقتراض في المدة القصيرة، أي أن المؤسسات التمويلية وغيرها من الوحدات ذات الفائض لا يمكنها أن تمنح قروضها للوحدات ذات العجز في الموارد والتي تحتاج إلى الادخار اللازم لتوفير استثماراتها قصيرة الأجل بأقل من هذا السعر. ويقابل ذلك حداً أقصى لما يمكن أن يكون عليه ثمن الاقتراض، وقد يحدد هذا الثمن القانون أو الظروف الواقعية للسوق النقدية.

وهناك علاقة بين سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة على القروض التي تمنحها البنوك لعملائها، فكلما ارتفع سعر إعادة الخصم كلما زاد سعر الفائدة على القروض، حتى تستطيع

¹ - رابيس حدة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

أن تقوم البنوك بإقراض أموالها وتحقيق هامش ربح معقول لأنها تقترض من البنك المركزي نظير الأوراق التجارية التي تحصل عليها من العملاء.¹

2) آجال عمليات السوق النقدية:²

تعمل السوق النقدية غالبا في سوق الائتمان قصير الأجل، تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض في منح الائتمان قصير الأجل.

وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل لبعض أسواق النقد إلى يوم واحد بحيث يتم تجديد آجال القرض في كل يوم لليوم الموالي، ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم. وعموما فإن مدة العمليات المعمول بها في السوق النقدية تتراوح ما بين يوم إلى خمس سنوات في بعض الدول المتقدمة، وقد يقلص الحد الأقصى لهذه المدة إلى سنتين (حالة الجزائر).

3. الأدوات المتداولة في السوق النقدي:

تتعدد الأدوات المتداولة في السوق النقدي وتتنوع بين التقليدية منها والحديثة

ولعل أبرزها كما هو موضح في الجدول التالي:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك (الأساسيات والمستحدثات)،الدار الجامعية، الاسكندرية، 2010، ص281-282.

² - رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص25-26.

الجدول رقم 02: أدوات السوق النقدي

الأدوات الحديثة	الأدوات التقليدية
<ul style="list-style-type: none"> - زيادة رأس مال البنك عن طريق طرح أسهم جديدة - اللجوء إلى البنك المركزي - الاقتراض من المؤسسات المالية والأسواق المالية - التوريق المصرفي - اتفاقيات البيع وإعادة الشراء 	<p>الأوراق التجارية</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ السند لأمر والسند الاذني ✓ الكمبيالة أو السفتجة ✓ سند الرهن (سند التخزين) ✓ سند الصندوق ✓ القبولات المصرفية سندات الخزينة العامة

المصدر: من إعداد الأستاذة بالاعتماد على ريس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق (طلبة سنة رابعة مالية نقود وبنوك، 2007/2008) قيام نشاط السوق النقدي يرتكز على وجود أدوات تمثل حق مديونية و ضمان للجهات المقرضة ويمكن التفصيل فيها على النحو التالي:

1) الأدوات التقليدية للسوق النقدي:

أ- **الأوراق التجارية العادية:** تمثل مختلف أنواع الأوراق الخاصة ذات الأجل القصير وهي مصدر هام لتمويل جزء من رأس المال العامل في الاقتصاد وأهم أنواعها هي:

- **السند لأمر أو السند الإذني:** وهو صك يتعهد فيه المدين بأن يدفع مبلغ معين، مسجلا في السند في تاريخ معين - لا يزيد هذا الأجل عادة على ثلاثة أشهر - لشخص آخر هو الدائن أو لحامل السند بصفة قانونية. كما أن انتقال السند من دائن لآخر يتم من خلال تظهيره.

- **الكمبيالة أو السفتجة:** وتعتبر الكمبيالة أشهر الأوراق التجارية على الإطلاق وليست الكمبيالة سوى سند إذني يتداخل فيه ثلاثة أشخاص، وبذلك فإن صيغتها تكون عبارة عن أمر يوجهه المدين الساحب إلى مدينه المسحوب عليه بأن يدفع مبلغ معين من المال إلى الدائن المستفيد بتاريخ معين، كما أن السند لأمر يستعمل عادة في سداد دين واحد (بين الدائن والمدين) أما السفتجة فإنها تتيح سداد دينين معا ومن الملاحظ أن أجل استحقاق الكمبيالة قصير لا يزيد عن ثلاثة أشهر.

- **القبولات المصرفية:** المقبولات المصرفية عبارة عن أوامر دفع آجلة مسحوبة على بنك معين بواسطة أحد المصدرين أو المستوردين فإذا قبل البنك دفع قيمة أمر الدفع فإنه يختمه بعبارة مقبول ويعني ذلك أن البنك سوف يقوم بدفع هذه القيمة في تاريخ الاستحقاق بدون شروط وهي نشأت لتسهيل عمليات التجارة الخارجية بين الدول ذات العملات المختلفة.¹

- **سند الرهن (التخزين):** وهو سند يسلم للشخص الذي أودع سلعة في أحد المخازن العامة وهو ذو قسمين، قسم يثبت ملكية الشخص لهذه السلع وقسم يمكن أن يصبح وثيقة رهن أو بيع بمجرد تظهيره لذلك يسمى هذا السند أيضا وهو بذلك مثل الورقة التجارية، فصاحب السند يمكن له أن يحصل على قرض مقابل تسليمه القسم الثاني بعد أن يظهره باسم المقرض، بحيث تعتبر السلع المودعة في المخزن العام مرهونة مقابل ذلك القرض، وهو عموما يشبه السند لأمر في صيغته، لكنه يختلف عنه بكونه مضمونا بسلع.

- **سند الصندوق:** هو سند إذني محرر صادر عن المؤسسات أو عن البنوك ليكتتب به الأفراد، وفيه يلتزم البنك أو المؤسسة التي قامت بإصداره بدفع قيمة السند إلى

¹ - علي سعد محمد داود، مرجع سبق ذكره ، ص177.

المكتبتين عند أجل الاستحقاق، وتقوم البنوك والمؤسسات بإصدار سندات الصندوق كلما كانت بحاجة إلى موارد لأجل قريب ذلك أن مدة استحقاق سند الصندوق تكون محدودة.

ب- **أذون الخزانة:** وهذه الأذون عبارة عن صكوك تثبت أن حاملها دائن للحكومة أو لخزينة الدولة بمبلغ معين ولفترة محددة وعادة ما تتراوح هذه الفترة بين ثلاثة شهور وسنة واحدة، ولا يحصل حاملو هذه الأذون على فائدة دورية ثابتة ولكن تباع لهم الأذون بخصم من قيمتها الاسمية.¹

(2) الأدوات الحديثة للسوق النقدي:

هناك طرق متعددة أخرى وحديثة تلجأ إليها المؤسسات المالية لزيادة مواردها المالية وتوفير سيولة إضافية وتمويل النشاطات المختلفة نذكر منها ما يلي:

أ- زيادة رأس مال البنك عن طريق طرح أسهم جديدة:

يعتبر رأس مال البنك مصدراً لتمويل استثماراته طويلة الأجل ولذلك قد يزداد رأس مال البنك بإصدار أسهم جديدة، وهو أمر في متناول هذه المؤسسة لزيادة مقدرتها على الاستثمار، وخاصة في الأحوال غير العادية [عجز في السيولة] من أجل توفير الأموال الإضافية التي تحتاجها بطريقة أسرع من لجوئها إلى مصادر الإقتراض الأخرى، هنا نفرق بين حالتين:

- حالة ما إذا تم الاكتتاب في أسهم الزيادة في رأس المال بواسطة المودعين بنفس البنك.

- حالة ما إذا تم الاكتتاب بواسطة مستثمرين من خارج البنك.

¹ - علي سعد محمد داود، مرجع سبق ذكره ، ص176.

ب- اللجوء إلى البنك المركزي:

يتم اللجوء إلى البنك المركزي في حالة العجز في السيولة بإحدى الطرق التالية :

أولا . لتوفير الائتمان قصير الأجل: إن البنك المركزي باعتباره بنك البنوك يقوم بوظيفة المقرض الأخير للبنوك التجارية ويتم ذلك إما في صورة إعادة خصم للأوراق التجارية التي توجد في محافظ استثمار البنوك التجارية والتي سبق لها وأن قامت بخصمها لعملائها وإما في صورة منح قروض مباشرة في صورة إعادة خصم للسندات الحكومية أو بضمان أوراق مالية حكومية.

ثانيا . استدعاء الفائض في الاحتياط من البنك المركزي: إذا احتاج البنك التجاري لتغطية احتياجاته من السيولة لمواجهة أي ظروف تكون قد طرأت فإنه يمكن استدعاء جزء من الاحتياطي الفائض لديه الذي يكون مودعا لدى البنك المركزي وخاصة أنه لا تحتسب له الفائدة.

ت- شهادات الإيداع:

وهي شهادات تصدرها البنوك التجارية تثبت إيداع مبلغ معين بسعر فائدة معين ولمدة محددة وهي شهادات لحامله حيث ممكن له التصرف فيها بالبيع أو بالتنازل كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ لاستحقاق المدون على الشهادة لتحصيل قيمتها. وعادة ما يكون معدل الفائدة لتلك الشهادات أعلى نسبيا من عوائد الشهادات الشخصية.¹

¹ - علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص176.

ث - الاقتراض من المؤسسات المالية والأسواق المالية:

وتتم هذه العملية وفق مصدرين هامين كالتالي :

أولاً. الاقتراض قصير الأجل من المؤسسات المالية:

ظهرت خلال الستينات من القرن العشرين مراكز مالية في دول مختلفة تحتفظ بودائع ضخمة بالعملة الرئيسية وهي ما عرفت بسوق العملات الأوروبية والتي لم تقتصر على البنوك الموجودة في أوروبا وحدها بل امتدت لتشمل بعض البنوك الآسيوية كما شملت أيضاً مراكز بعض الدول العربية مثل البحرين، وقد أدى وجود مثل هذه البنوك التي عرفت باسم (مراكز النقد) إلى توفير مصدر بديل للسيولة، من خلال اللجوء إلى سوق العملات الأوروبية التي تتميز بانخفاض سعر الفائدة على القروض منها عن سعر الفائدة في السوق النقدية المحلية

ثانياً . الاقتراض من الأسواق المالية:

قد تلجأ البنوك إلى الاقتراض من سوق رأس المال عن طريق إصدار سندات بلا ضمان تطرح للاكتتاب العام وتباع للمستثمرين لتوفير السيولة لدعم طاقاتها الاستثمارية.

ج - التوريق المصرفي:

ويتعلق الأمر بتوريق القروض المصرفية ونقصد به إمكانية تحويل هذا النوع من الأصول المالية غير السائلة إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام للوفاء بالدين، وتعتبر عملية التوريق بمثابة دمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال لأنها تزيل الحدود بين القروض المصرفية والأوراق المالية.

ح- اتفاقيات البيع وإعادة الشراء:

قد يأخذ الاقتراض من البنوك التجارية شكل اتفاق إعادة الشراء وهو عبارة عن عقد قصير الأجل يبيع البنك بموجبه أوراق مالية إلى بنك آخر على أن يقوم البنك البائع (المقترض) بإعادة شراء هذه الأوراق أو أوراق معادلة لها (عادة ما تكون أوراق مالية أو أدون خزانة) في تاريخ لاحق بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما، وهي بذلك تعتبر شكلا من أشكال الاقتراض بضمان عيني.

خلاصة:

يتضح من خلال هذا الفصل أهمية السوق النقدية كمصدر تمويلي في الاقتصاد ودورها الفعال في سيرورة النشاط الاقتصادي من خلال توفير السيولة اللازمة بالقدر المطلوب وفي الوقت المناسب، وذلك من خلال توظيف أدواته التقليدية منها والحديثة لآجال محددة وبمعدلات فائدة معينة. تهدف في مجملها إلى الجمع بين أصحاب الفائض في السيولة - والذين يرغبون في توظيف فوائضهم - وأصحاب العجز في السيولة .

الفصل الرابع: أسواق رأس المال

تمهيد:

تمثل أسواق رأس المال مؤسسة مالية رئيسية لتمويل النشاط الاقتصادي المعاصر، وبدون رواجها لا يمكن لأي اقتصاد تحريك المدخرات نحو قنوات الاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق وظائف الأسواق المالية وأهدافها. وذلك من خلال أدوات التمويل طويلة الأجل واستخدامها لأحدث تقنيات التمويل، وفي هذا الإطار، يهدف هذا الفصل لتبيين الأهمية الاقتصادية والتمويلية لهذه السوق ودورها في تعبئة الموارد المتاحة للاستثمارات الاقتصادية ويتضح ذلك من خلال التفصيل في المبحثين التاليين:

المبحث الأول: مفهوم أسواق رأس المال

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق رأس المال

المبحث الأول: مفهوم أسواق رأس المال

سنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بسوق رأس المال، خصائصه، أقسامه وأهم العمليات الخاصة به على النحو التالي:

1. تعريف سوق رأس المال:

يعرف سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية بأنه المكان أو الزمن الذي يتم فيه عقد الصفقات المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل.¹

مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل، والطالبين لها. وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وفق شروط معينة.

كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية.²

2. خصائص سوق رأس المال:³

- 1) يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- 2) له دور فعال في تمويل المشروعات الانتاجية طويلة الأجل.
- 3) سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.

¹ - خالد أحمد فرحان المشهاني، مرجع سبق ذكره، ص 93.

² - A. CHOINEL, et G, ROUYER, Les marchés financiers structures et acteurs, Revue banque, Paris, 2^{ème} édition 1997, p 35.

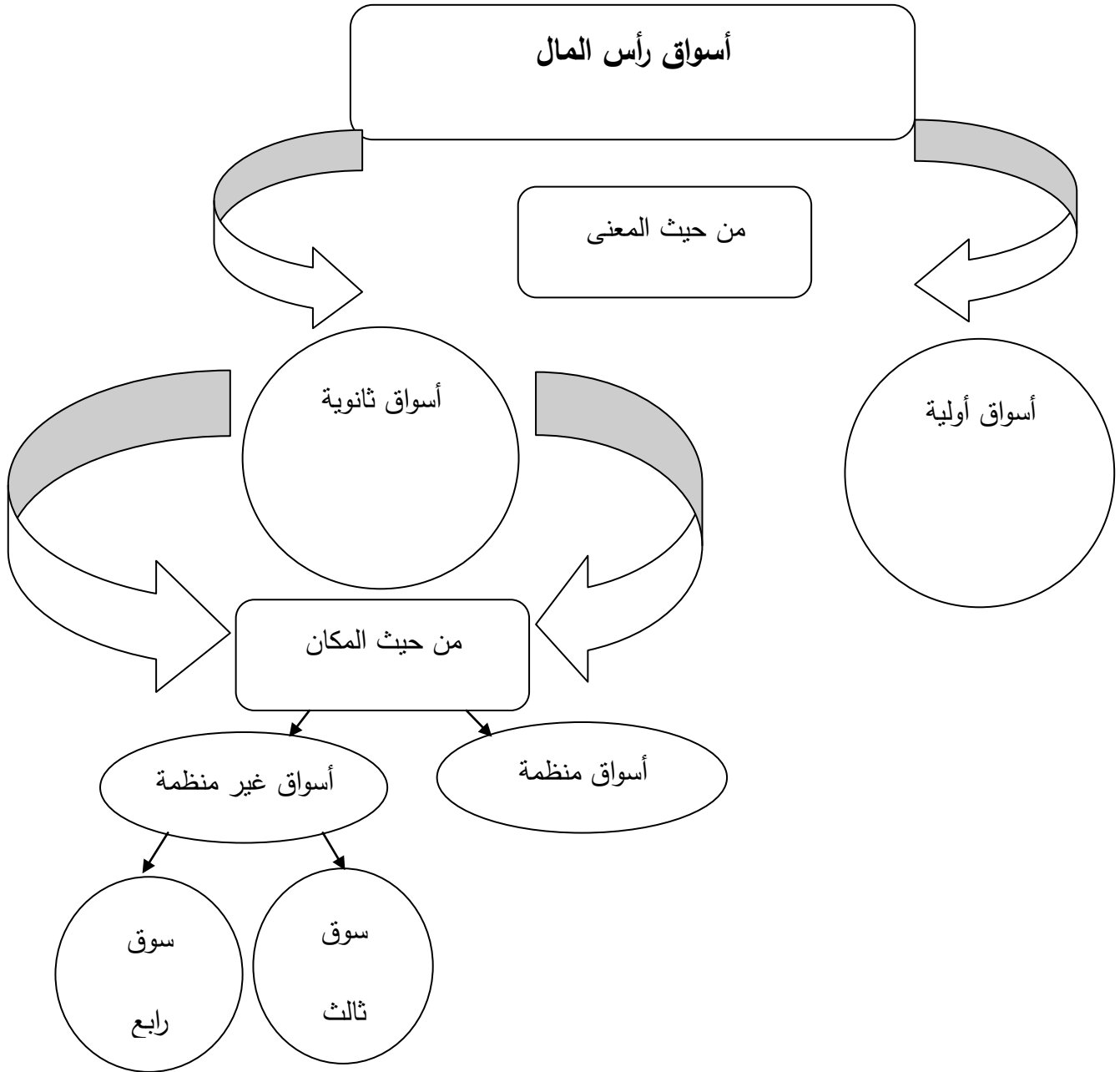
³ - وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية - دراسة مقارنة -، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2012، ص 32.

4) الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضا.
5) العوائد مرتفعة نسبيا للأسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى.

6) يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.

2. أقسام سوق رأس المال: يمكن تناول أقسام سوق رأس المال من حيث المعنى ومن حيث المكان كما هو مبين في الشكل أدناه:

الشكل رقم 03: أقسام أسواق رأس المال



المصدر: من إعداد الأستاذة بالاعتماد على علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص 173-174.

يتناول التقسيم - للأسواق المالية- الموضح في الشكل السابق التقسيم من حيث المعنى ومن حيث المكان في نفس الوقت.

(1) السوق الابتدائي أو الأولي:¹

يتم عرض الأوراق المالية المقترح إصدارها أول مرة في السوق الابتدائي وهي الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثاً أو عند زيادة رأسمالها بهدف توسيع أعمالها بعد التأسيس لغرض الاستثمار في الأصول المنتجة، ولذلك يسمى بسوق إصدارات الأوراق المالية للشركات التي يتم الاكتتاب بأسهمها لأول مرة أي أنه سوق البيع الأولي للورقة المالية من قبل المصدر إلى عامة المستثمرين، أو بسبب توسيع المشاريع القائمة حالياً.

ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار لأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.²

(2) السوق الثانوي:

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق تداولها في السوق الأولية وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر.³

كما يسمى هذا النوع من الأسواق بسوق التداول - المكان المخصص لتداول الإصدارات السابقة-

¹ - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2010، ص101.

² - Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, p27.

³ - علي سعد محمد داود، مرجع سبق ذكره، ص 173-174.

وينبغي التأكيد على أن السوق الثانوي هو الذي يشكل موضوع السوق المالي ككل، بمعاملاته ومؤسساته وعملياته الحاضرة والآجلة، المنظمة وغير المنظمة . حيث تنقسم السوق الثانوية إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- السوق المنظمة:

"بورصة الأوراق المالية" وهي أسواق مالية يجري العمل بها وفقا للقوانين واللوائح الحكومية الصادرة بشأنها وتخضع لرقابة الحكومة فيما يتعلق بالأوراق المالية بيعا وشراء أو فيما يتعلق بانتقال ملكيتها، وتتمثل أهم وظائف بورصة الأوراق المالية فيما يلي:¹

✓ تهيئة سوق دائمة ومستمرة لتداول الأوراق المالية بيعا وشراء بين مختلف المستثمرين.

✓ ترجمة النفع المالي والاقتصادي على المستوى القومي والمحلي ويتم التعامل في البورصة علانية كما يتم تسجيل أسعار البيع والشراء في جداول ونشرات رسمية وبما يمكن من تتبع حركة التعامل على الأوراق المالية ويؤمن المستثمر من خطر تقلبات الأسعار.

ب- السوق غير المنظمة: (الموازي)²

يتم تداول الأوراق المالية غير المستوفية لشروط الإدراج في البورصة في السوق الموازي من خلال الوسطاء الماليين في السوق الموازي وهو سوق افتراضي.

✓ السوق الثالثة: قطاع من السوق غير المنظمة الذي يكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق، وتنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل

¹ - علي سعد محمد داود، مرجع سبق ذكره، ص 174.

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 104.

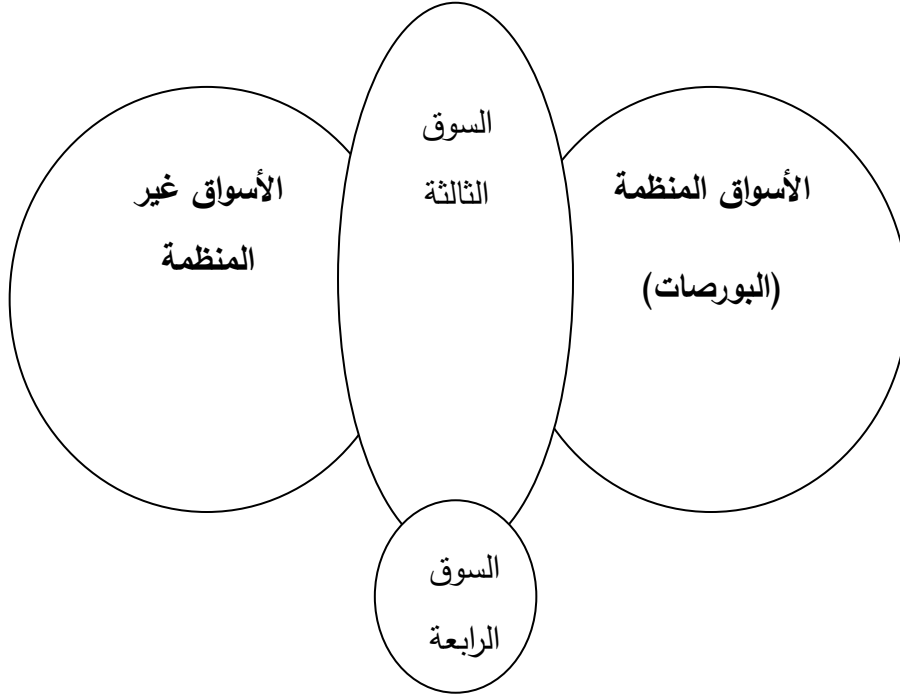
عليها السماسرة خصوصا عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق المعاش.¹

✓ السوق الرابعة: تنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى.

ويوضح الشكل رقم 04 أدناه العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، وبين كل من السوق الثالثة والسوق الرابعة، والتي تمثل في مجموعها السوق الثانوية، ويشير هذا التداخل إلى أن السوقين الثالثة والرابعة هما جزء من السوق الثانوية - وفي نفس الوقت هما أسواق غير منظمة - ويمكنها التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

¹ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص55.

الشكل رقم 04: مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها



المصدر: عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص.56

4. عمليات سوق رأس المال: تنقسم عمليات السوق المالي بدورها إلى:

✓ **عمليات حاضرة أو فورية،** يتم تسليم استيلاء الأوراق المالية فور إتمام الصفقة وسواء كان ذلك في السوق المنظمة، أو في السوق غير المنظمة (السوق الموازي). والهدف الأساسي من العمليات الحاضرة هو توظيف الأموال واستثمارها لتحقيق عائد دوري من خلال التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء، أو تحقيق عائد رأسمالي متمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للأوراق المالية أو تدنية خسارة رأسمالية متوقعة في حالة البيع.

✓ عمليات آجلة، وذلك من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، في أسواق العقود المستقبلية بمختلف أنواعها. وتأسيسا على ذلك يمكن القول أن ثمة فاصل زمني بين توقيت إبرام العقد وتنفيذه. ويهدف هذا النوع من العمليات إلى مواجهة خطر تقلب الأسعار .

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق رأس المال

تمثل أدوات الاستثمار في سوق رأس المال في الأوراق الأساس في معاملات السوق المالي وهي في طبيعتها محررات كتابية قد تكون حق ملكية وحصّة في الربح المحقق مع الحق في الإدارة مثل الأسهم، أو حق دائنية مقابل فائدة ثابتة مثل السندات، أو حق ملكية وحصّة في الربح بدون حق في الإدارة مثل صكوك الاستثمار، صكوك التمويل، أو حق في الربح فقط مثل حصص التأسيس. فما هي أهم الأدوات المتداولة في السوق المالي؟

تنقسم أدوات الاستثمار في سوق المال عموماً إلى:

1. الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة: وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الأسهم

العادية والأسهم الممتازة.

1) الأسهم العادية: هو عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول ذات دخل متغير تصدرها شركة أسهم تضمن حق الشريك في هذه الشركة، وهو ينطوي على حق ملكية وحق دائنية في آن واحد، ويكون قابل للتداول عن طريق القيد في دفاتر الشركة. يتم إصدار السهم العادي بقسيمة إسمية تحدد في العقد التأسيسي للشركة ويكون الإكتتاب في السهم العادي من خلال إكتتاب عام أو إكتتاب محدد (مغلق)، ويمكن أن يكون السهم لحامله أو إسمي أو لأمر كما يمكن أن يكون سهم نقدي أو عيني أو حصص تأسيس.

أ- حقوق حملة الأسهم العادية:

للمساهم العادي عدة حقوق من بينها: الحق في الأرباح الموزعة، الحق في التصويت في الجمعية العامة، حق نقل الملكية، حق حضور الجمعيات العامة، حق الأولوية في الإكتتاب، حق الاطلاع على وثائق الشركة وسجلاتها، حق الحصول على حصّة من موجودات الشركة بعد التصفية.

2) الأسهم الممتازة: هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة دفترية، قيمة إسمية، قيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع سنوياً أو في إقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تصفيتها.

أ- خصائص الأسهم الممتازة:

✓ **الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة**: إلا أنها تأتي بعد أصحاب الديون من حيث الأولوية.

✓ **خاصية التجميع**: أي تجميع الأرباح وبالتالي عدم توزيع الأرباح لسنة أو أكثر، مما يؤدي بالشركة المصدرة إلى دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

✓ **إمكانية الإستدعاء والإستبدال**: بالرغم من أن الأسهم الممتازة تعتبر مستند ملكية ليس له تاريخ إستحقاق، إلا أن الشركة بإمكانها إسترداد تلك الأسهم، وهذا إما بشرائها أو بإستبدالها بأسهم عادية.

✓ **إمكانية مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح**: أي مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح المتبقية، وهذا بعد حصول كل من حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية أيضاً على أرباحها.

2. الأوراق المالية التي تمثل ديناً : وتتضمن السندات:

حيث يمثل السند ورقة مالية تعتبر قرضاً طويلاً أو متوسط الأجل ولحامله الحق في

الحصول على فوائد سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.¹

وتعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع

الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر "

¹ J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993, P 27.

بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.¹

- خصائص حملة السندات:

✓ يحصل حملة السندات على دخل ثابت سنويا يتمثل في الفائدة سواء حققت الشركة ربحاً أم لا.

✓ للسند تاريخ استحقاق، فيه تلتزم الشركة بإرجاع القيمة الاسمية لحاملها وهو قابل للتداول.

✓ لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعية العامة للمساهمين.

✓ لحملة السند الحق في الحضور في جمعيات حملة السندات والإطلاع على الوثائق التي تنشر لجمعيات حملة السندات.

✓ عند التصفية يكون لحامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته قبل حامل الأسهم العادية، لكن لا يحق له الحصول على الأرباح التي تقرر توزيعها على حملة الأسهم.

3. الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين:

وهي تمثل أوراق مالية هجينة، حيث تجمع بين خصائص الأسهم و السندات، فبالإضافة إلى الأسهم الممتازة التي صنف من طرف البعض من الأوراق المالية الهجينة، فإنه من الممكن إضافة أوراق مالية أخرى، من بينها:

(1) **سندات المساهمة:** وهي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة، يتكون دخلها من جزء ثابت وجزء متغير حسب النتائج المحققة.

(2) **سندات بقسيمة الإكتتاب في الأسهم:** أوراق مالية تجمع بين صفات الأسهم و صفات السندات، حيث يمكن لحملتها الإكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث يحصل على

¹ B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990 p18.

قسيمة تابعة لسندات ، وتؤهلها للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية معينة، وبالتالي فحامل هذه السندات يمكن أن يصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين بالإضافة لكونه دائن بالنسبة للشركة.

3) شهادات الإستثمار: عبارة عن ورقة مالية تصدرها الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لإستثمارها، و تمثل مقابل للأموال التي تلقتها الشركة من المدخر، و يتحصل بمقتضاها على نصيبه من الأرباح الموزعة أو يتحمل الخسائر المحتملة، وللمدخر الحق في إسترداد قيمتها في نهاية الأجل المتفق عليه، وتختلف شهادات الإستثمار عن الأسهم، في أن حاملها لا يحق له التصويت شأنه في ذلك شأن حملة السندات.

4. المشتقات المالية:

لقد قام المهندسون الماليون بإستحداث أدوات إستثمار مالية جديدة، إضافة إلى الأدوات القديمة تسمى هذه الأدوات " المشتقات المالية"، وقد أخذت هذا الإسم وذلك لأن قيمتها مشتقة من قيمة مرجعية كقيمة السهم العادي أوالسند أو غيرها، ويهدف إستعمالها إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول. كما تستعمل لغرض المضاربة.

1) تعريف المشتقات المالية:

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها إلتزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي. وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات) وتعد المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق المال.¹

¹ - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، 2008.

(2) المتعاملون في عقود المشتقات:¹

- المتحوظون: يهتم المتحوظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.
- المضاربون: يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.
- المراجحون: يدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

(3) أنواع المشتقات المالية: تنقسم المشتقات المالية إلى:

أ- عقود الخيارات:

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها. وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شرائها أو بيعها في المستقبل. وتسمى هذه العقود "حقوق أو عقود إختيار" نظرا لأنها تعطي مشتري العقد الحق (وليس إلزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه. وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة.²

تعرف الخيارات عموما بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق، ولكن ليس الإلزام، لشراء أو بيع موجود محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفا. الموجود المحدد بالعقد يسمى الموجود الأساس أو الموجود محل التعاقد كما ويطلق عليه

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة- ، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2001، ص08.

² - محمد الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 228.

بعض الأحيان اصطلاح المصلحة الأساس. وهو يعني الأداة التي أشتق منها عقد الخيار. والسعر المحدد بالعقد يسمى سعر التنفيذ أو سعر الصفقة أو سعر المصافقة. وهو سعر ثابت منصوص عليه في عقد الخيار وربما يشتري أو يباع به الموجود الأساس إذا ما تم تنفيذ الخيار. والتاريخ المحدد بالعقد يعرف بتاريخ الاستحقاق أو تاريخ انتهاء الصلاحية. وإذا لم ينفذ الخيار عند أو قبل هذا التاريخ فلن تعود له قيمة. لأنه لن يكون ساري المفعول بعد انتهاء صلاحيته.¹

هو عقد بين طرفين يعطي لمشتريه الحق في أن يشتري أو يبيع كمية معينة من أصل معين بسعر تنفيذ معين ، خلال فترة سريان العقد ، ويدفع مشتري الخيار مقابل هذا الحق مبلغا معيناً يسمى ثمن الخيار (العلاوة) ، وهو مبلغ بسيط من سعر الأصل المالي.

تنقسم عقود الخيارات المالية إلى نوعين رئيسيين هما : خيار الشراء، وخيار

البيع :

- **خيار الشراء** : وهو عقد يمتلك مشتريه أو مالكه (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 .

- **خيار البيع** : وله مسميات منها : "خيار الدفع ، وخيار العرض" ، وكلها بمعنى واحد ، وهو عقد يعطي مشتريه أو مالكه 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 .

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص 486.

2- العقود المستقبلية: على غرار العقد الآجل فإن العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين ، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم.¹

يحتوي الجدول رقم 03 أدناه أبرز الفروقات المستخلصة بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية:

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص16.

الجدول رقم 03: الفرق بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية

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

المصدر: من إعداد الأستاذة بالاعتماد على محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2013. و طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة - ، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2001.

خلاصة:

تعتبر أسواق رأس المال المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي كمصدر تمويلي رئيسي جنبا لجنب والأسواق النقدية، فالتطور الاقتصادي بات مرهونا وبشكل وثيق بوجود سوق لرأس المال نشط ومتطور، ومن جهة أدى تنوع الأصول المالية المتداولة في هذا السوق والمفاضلة بينها من حيث العائد والمخاطرة إلى زيادة نشاط هذا السوق. وتوسعه حيث أصبح التنوع في الاستثمار بين هذه الأدوات الشغل الشاغل لغالبية المستثمرين وأصبح الحديث عن الاستثمار في المحفظة المالية أكثر من الحديث عن الاستثمار في الأصول المالية منفصلة وهذا ما سنحاول الحديث عنه في موضوع آخر.

وتختص معاملات هذا السوق بالأجل المتوسط والطويل حيث يجمع بين أصحاب الفائض المالي من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم لأمد طويل وأصحاب العجز المالي الراغبين في استثمار أموالهم في مشروعات طويلة الأجل. أن الأوراق المالية تتداول في هذه السوق بشكل قروض عن طريق السندات أو بشكل حقوق ملكية عن طريق أسهم أو بشكل أوراق مالية منقولة أخرى.

الفصل الخامس: تسيير المحافظ المالية

تمهيد:

يؤدي الإستثمار بالأوراق المالية دورا هاما في النشاط الإقتصادي خاصة مع التحولات الجارية, لذا فإن وسائله و أساليبه تعددت و تنوعت وفقا لرؤية المستثمر ميوله, و لعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة مالية التي وضع نظريتها MARKOWITZ عام 1956 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة و التطوير .

و يهدف تكوين المحفظة إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة, إضافة إلى التقليل من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر، و لكن الإشكالية المطروحة هنا ماهي المبادئ الأساسية لتسيير محفظة من الأصول المالية. سنحاول من خلال هذا الفصل معالجة هذه الاشكالية من خلال مبحثين:

المبحث الأول: مفهوم المحفظة المالية

المبحث الثاني: أسس تسيير المحفظة المالية

المبحث الأول: مفهوم المحفظة المالية

تتأتى أهمية المحفظة المالية من طبيعة التنوع في الأصول المالية المتاحة للاستثمار فيها، هذا التنوع الذي يهدف بدرجة كبرى إلى التقليل من المخاطرة.

1. تعريف المحفظة المالية:

عرف الاقتصاديون المعاصرون المحفظة المالية الاستثمارية بعدة أفاظ منها:¹
التعريف الأول: " هي عبارة عن تشكيلة من الأوراق المالية التي يمتلكها المستثمر " يؤخذ على هذا التعريف اقتصاره على بيان مكونات المحفظة المالية، دون التعرض للهدف من تكوينها.

التعريف الثاني: " هي تشكيلة من الأوراق المالية المتنوعة، يتم اختيارها بعناية ودقة فائقتين، لتحقيق الغاية من تشكيلها (تحقيق العائد المناسب -توفير السيولة اللازمة- ضمان الاستمرار)."

التعريف الثالث: "هي الأسهم والسندات التي يمكنكم الحصول عليها، بغرض تحقيقعائد دوري، أو رأسمالي، أو الاثنين معا، سواء كانت هذه الأوراق من نوع واحد أو من أنواع متعددة، بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن ، وأقل خطر ممكن".

يؤخذ على التعريفين الثاني والثالث التركيز على بيان مكونات المحفظة، والهدف من تكوينها دون التعرض لجهة القيام بإدارة المحفظة.

التعريف الرابع: " هي سلة من الأوراق المالية، قد يديرها المستثمر بنفسه، أو ينوب عنه شخص، أو شركة للقيام بهذه المهمة".

اهتم هذا التعريف بذكر طرق إدارة المحفظة المالية، دون ذكر الهدف من تكوينها.

¹ - وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية -دراسة مقارنة-، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2012، ص 62-63.

على العموم يمكننا اعطاء تعريف شامل للمحفظة :

هي مجموعة من الأوراق المالية المختارة بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف وبذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب من الأوراق المالية كالأسهم و/أو السندات و/ أو المشتقات المالية تختلف قيمة كل منها من حيث معدل العائد الناتج عنها و من حيث مدة استحقاقها، يديرها المستثمر بنفسه، أو ينوب عنه غيره.

2. الفرق بين الحافظة الاستثمارية وحافظة الأوراق المالية:

- يمكن تعريف الحافظة الاستثمارية على أنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم و السندات والمشتقات و الودائع و الأدونات ...و حسابات الصرف الأجنبي، و أدوات حقيقية كالعقارات و المعادن النفيسة ...و كل مايكس للأغراض الاستثمارية و تحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة.
- أما حافظة الأوراق المالية فهي تشكيلة من الأوزان النسبية لأوراق مالية، بعبارة أخرى هي مجموعة النسب للأوراق المملوكة لمستثمر ما والتي تساوي في مجملها 100%. ويمكن القول أن المحفظة المالية محتواة في المحفظة الاستثمارية كون هذه الأخيرة تتكون من أصول مالية و أخرى حقيقية.

3. أهداف المحفظة المالية:

تتمثل أهداف المحفظة المالية تحقيق أكبر عائد بأقل درجة مخاطرة، مع توفر عنصر السيولة و لعل أهم أهدافها كما يلي:

- **المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة:** إن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تستلزم الاستعداد لتقبل الخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يبتعد عن المخاطرة برأس المال الأصلي والتي تتحقق عن طريق تنويع الأصول المالية المكونة لها.
- **تحقيق العائد الأمثل للمحفظة بأقل مخاطرة:** إذ تمثل عوائد و أرباح محفظة الأوراق المالية نسبة هامة من الأرباح الإجمالية للمؤسسة، مما يمكن المؤسسة من التوسع وتحقيق النمو وتقليل المخاطر.
- **الحفاظ على قدر من السيولة:** و ذلك من خلال الاستثمار في أدوات قابلة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي و التعثر لدى الشركات.
- **تأمين الحصول على دخل مستمر:** وذلك لتلبية احتياجات المستثمرين وفقا لاحتياجاتهم وتسديد مصاريفها التشغيلية.
- **المرج بين الأوراق المالية:** يعد التنويع أحد أهم أهداف المحفظة، و ذلك بالمرج بين الأصول المالية الأسهم أو السندات، أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة أي تحديد الأوزان النسبية .

4. أنواع المحافظ المالية :

تتنوع المحافظ المالية باعتبار أهدافها إلى ثلاثة أنواع هي:¹

(1) محافظ الدخل: وهي التي تهدف الى تحقيق دخل جار، للمستثمرين وذلك في إطار محدود من المخاطر لذا عادة ما تشتمل تشكيلة هذه المحافظ على سندات حكومية، وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل، وعلى أسهم منشآت كبيرة مستقرة، وتناسب هذه المحافظ المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم.

(2) محافظ النمو: وهي التي تهدف الى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي تتكون منها المحفظة، لذا عادة ما تشمل على أسهم عادية تابعة لشركات وقطاعات ذات درجة عالية من النمو، وتناسب هذه المحافظ المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مرتفع، في نفس الوقت الذين يخضعون فيه لشريحة ضريبة عالية، كما تناسب محفظة النمو المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم.

(3) محافظ الدخل والنمو: وهي التي تهدف إلى المحافظة على أصولها بجانب تحقيق دخل دوري، فضلا عن النمو الرأسمالي طويل ومتوسط الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة، لذا عادة ما تتكون هذه المحافظ من تشكيلة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، والأسهم العادية، وتناسب هذه المحافظ المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، ويرغبون في نفس الوقت في تحقيق قدر من النمو أيضاً.

¹ - وليد محمد علي كرسون، مرجع سبق ذكره، ص 69-70.

المبحث الثاني: أسس تسيير المحفظة المالية

يعتمد تكوين المحفظة المالية على مجموعة من المبادئ والقواعد المدروسة بعيدا عن العشوائية، عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعي المستثمر السياسة التي ينوي اتباعها والتي يتم بناءا عليها اختيار الأصول التي تكون المحفظة مع مراعاة العلاقة عائد مخاطرة.

1. قواعد إدارة المحفظة المالية:

أ- **التخطيط:** قبل عملية بناء المحفظة يجب علينا تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرضنا إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر . عليه تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تتسجم وأهداف المستثمر .

ب- **التوقيت:** تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فنتيجة لتقلب الأسعار باستمرار نجد أنه من الصعوبة علينا الشراء باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى . لذا فإن دراسة السوق واحتمالات نشاطه يساعدنا بتوقيت الدخول إلى السوق أو الخروج منه، وتجنب التقلبات غير المبررة في الأسعار.

ت- **التحفظ والعقلانية :** يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية، طبقا لمبدأ المنفعة . فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير المتوقعة، التي تؤثر على رأس مال المحفظة.

ث- **الإشراف والمتابعة :** إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي بها، تدعونا إلى القيام بمراجعة دورية وإشراف مباشر لمكونات محفظته، إذ

أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر، التي قد تطل رأس المال المستثمر.

2. تشكيل محفظة الأوراق المالية:

للشروع في تشكيل المحفظة التي نرغب بها نحدد كخطوة أولى العناصر الرئيسية التالية:

- أ- الأسواق التي سيتم الاستثمار فيها
- ب- القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها من كل سوق
- ت- الأصول التي سيتم الاستثمار فيها من كل قطاع
- ث- الوزن النسبي لكل أصل من قيمة المحفظة

3. سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية:

عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعي المستثمر السياسة التي ينوي اتباعها والتي يتم بناء عليها اختيار الأصول التي تكون المحفظة، وهناك ثلاث سياسات رئيسية لإدارة المحفظة:

1) الاستراتيجية الفعالة: Active Strategy

هذا النوع من إدارة المحفظة يهدف بشكل رئيسي للحصول على أرباح رأسمالية نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة. وهذه المحفظة تسمى محفظة رأس المال. تمتاز هذه المحافظ بالمخاطر العالية وفي الغالب تتكون من الأسهم العادية. وتحقق هذه المحافظ أفضل النتائج في الأوقات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الأسهم.

2) الاستراتيجية السلبية: Passive Strategy

هدف مدير المحفظة هو التركيز على الأمان ، والحد من المخاطر قدر الإمكان .
وأنسب أدوات مالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت مثل الأسهم الممتازة
والسندات .(ويطلق على هذه المحافظ محافظ الدخل، لأنها تؤمن ثبات واستمرارية الحصول
على الدخل، كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس المال المستثمر .

3) الاستراتيجية المتوازنة Balanced Strategy

تحقق هذه الإستراتيجية استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة .
إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات
بأنواعها (تؤمن فرص الحصول على دخل مستقر نسبياً، في حدود لا تمنع مدير المحفظة
من الاستثمار في فرص تحقق له عائد رأسمالي . سمة هذه المحافظ هي الجمع بين
الهجومية والدفاعية، قاعدتها الأساسية الموازنة بين السيولة والأمان والدخل.

4. مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

المحفظة المالية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من
الأصول أو الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك
المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى
مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أن المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات
التالية:

- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان .
- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي .
- أن تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء
أي تعديلات جوهرية .

و تتلخص أهم مبادئ بنائها في:

- 1- إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.
- 2- إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.
- 3- إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

خلاصة:

تحتل المحفظة المالية مكانة بارزة في الأسواق المالية، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظرا للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق ولتنوع أدواتها المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بها أكثر فأكثر .

حيث تعتبر محفظة الأوراق المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الإستثمارية التمويلية، حيث يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المتنوعة تنوعا يضمن له التخفيف من المخاطر، وذلك بغرض الحصول على المحفظة الكفأة، هذا وتأتي بعد مرحلة التكوين مرحلة الإدارة، هذه الأخيرة التي تتطلب معرفة علمية وخبرة كبيرة في مجال الإستثمار في الأوراق المالية، كما أن إستراتيجيتها تتغير بتغير الأهداف المرجوة منها.

الفصل السادس: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تمهيد:

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضا المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر. بوجه عام هناك نوعان من المخاطر في مواجهة الاستثمار في الأوراق المالية لا بد على المستثمر من التعرف عليهما إما للتحوط من خلال التنويع أو المجابهة عن طريق ما يعرف العائد الذي يعوض المخاطرة سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق لأهم سماتهما من خلال مبحثين:

المبحث الأول: المخاطر المنتظمة

المبحث الثاني: المخاطر غير المنتظمة

المبحث الأول: المخاطر المنتظمة

ما من عقد من العقود، ولا مجال من مجالات الاستثمار إلا وينطوي على نسبة من المخاطر، فكل معاملة يقدم عليها الإنسان تحتل الربح والخسارة.

فالمخاطرة في إطار الاستثمار بالأوراق المالية هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع، وطبقاً لهذا المفهوم فإن المخاطرة ترتبط بالعائد وفي كثير من الأحيان يستخدم مصطلح المخاطرة وعدم التأكد بشكل مترادف للإشارة إلى تقلب عوائد الاستثمار.

ويمكن حصر المخاطر التي تواجه المستثمر في المحافظ المالية في نوعين أساسيين مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة¹

وهي المخاطر التي تمس عوائد كافة الأصول المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لهذه الأوراق، أو بتعبير آخر هي المخاطر المسببة لتشتت عوائد الأصول المالية ككل (بدون استثناء) وبدرجات متفاوتة، ومن هذه المخاطر نذكر خطر سعر الفائدة، خطر انخفاض القوة الشرائية، خطر التضخم، المخاطر السوقية.

¹ - وليد محمد علي كرسون، مرجع سبق ذكره، ص 122-123.

1. تعريف المخاطر المنتظمة :

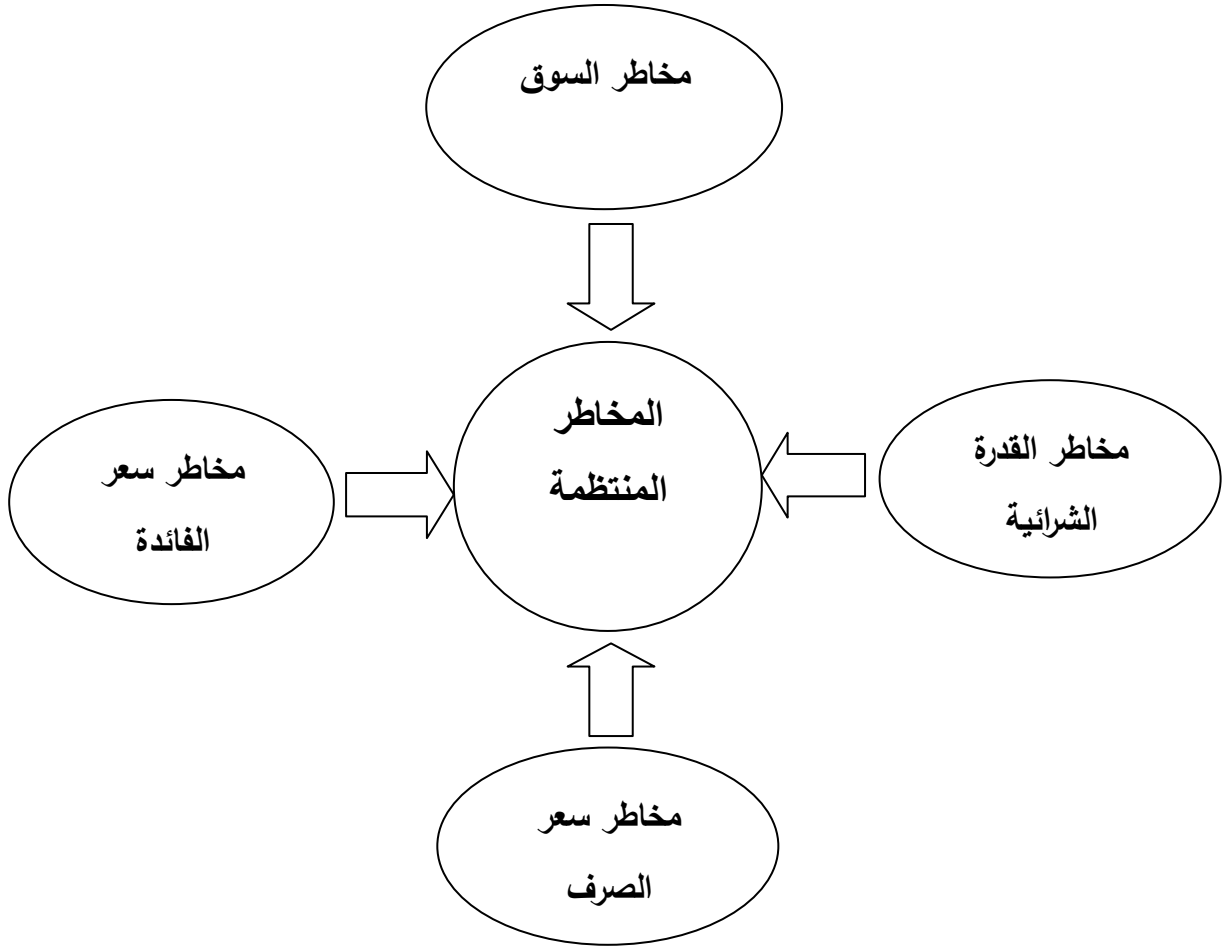
وتسمى أيضا بمخاطر السوق أو مخاطر عدم التنوع. وهي المخاطر الناجمة عن العوامل التي تؤثر في السوق بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية كالحروب والاضطرابات والكساد والتضخم وارتفاع معدلات أسعار الفائدة، حيث تتأثر أسعار جميع الأوراق المالية بهذه العوامل بدرجات متفاوتة.¹

2. أنواع المخاطر المنتظمة:

عادة ما يكون مصدر المخاطر المنتظمة ظروف عامة اقتصادية أو سياسية ويمكن توضيح أبرز أنواع المخاطر المنتظمة في الشكل التالي:

¹ - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 150.

الشكل رقم 05: أنواع المخاطر المنتظمة



المصدر: من إعداد الأستاذة بالاعتماد على فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة،

دار الحامد، الأردن، 2010.

ويمكن استخلاص أن المخاطر النظامية هي تلك المخاطر التي تسببها عوامل تؤثر بشكل متزامن على كافة أسعار الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق، ويمثل الشكل أعلاه أبرز هذه المخاطر ويمكن شرحها على النحو التالي:

1) مخاطر السوق:

يشار إلى مخاطر السوق بالتغيرات أو التقلبات في عوائد الأسهم نتيجة للتغيرات في توقعات المستثمرين. وتحدث تلك المخاطر نتيجة لرد فعل المستثمرين تجاه بعض الأحداث المادية والمعنوية التي تسهم في تشكيل توقعات المستثمرين. وفيما يتعلق بالعوامل غير الملموسة التي تشكل التوقعات فهي تلك التي تتصل بسلوكية السوق. والأصل في الأسواق أنها عادة ما تتأثر بردود الأفعال تجاه الأحداث الحقيقية، غير أن عدم الاستقرار النفسي للمستثمرين بشكل جماعي قد يؤدي إلى رد فعل مضاعف ومغالي فيه.

وفيما يتعلق بالعوامل المادية المؤثرة في توقعات الأفراد فهي ترتبط بالأحداث السياسية، ومن أمثلتها التحولات الاقتصادية والسياسية التي حدثت في أوروبا الشرقية وامتدت آثارها لأسواق رأس المال في دول أخرى.

2) مخاطر القوة الشرائية:

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

3) مخاطر سعر الفائدة:

المقصود بمخاطر سعر الفائدة التقلب في كل من القيمة السوقية للسهم وحجم العائد المتوقع الناتجة عن التغير في أسعار الفائدة.

و يتعلق مخطر الفائدة بعمليات الإقراض و الاقتراض، بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية أو تفويت فرص لتخفيضها، أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدلات الفائدة ، تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة، و تؤثر مخاطرة سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية.

4) مخاطر سعر الصرف:

تنشأ مخاطر أسعار الصرف عن:

- وجود مركز مفتوح بالعملات الأجنبية سواء بالنسبة لكل عملة على حدة أو بالنسبة لإجمالي مركز العملات.
- تنشأ عن التحركات غير المواتية في أسعار الصرف
- يشمل المركز المفتوح العمليات الفورية والعمليات الآجلة بأشكالها المختلفة والتي تتدرج تحت اسم المشتقات المالية .

المبحث الثاني: المخاطر غير المنتظمة

يوجد شكل من المخاطر تنفرد به مؤسسة ما أو أصل مالي معين هذا النوع يطلق عليه بالمخاطر غير المنتظمة أو غير النظامية وهي المخاطر التي يمكن للمستثمر حماية نفسه منها بالتنوع الكفؤ فما هي أبرز هذه المخاطر؟

1. تعريف المخاطر غير المنتظمة :

وتسمى أيضا بمخاطر الشركة، أو مخاطر التنوع. وهي مخاطر الشركة أي المخاطر الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتكون مستقلة عن العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي ككل ومن الأمثلة عليها حدوث اضطراب في تلك الشركة، الأخطاء الإدارية داخل الشركة، المنافسة التي تواجهها الشركة من قبل الشركات التي تعمل في نفس مجال عملها.¹

فهي مخاطر تختلف من منشأة لأخرى، وترتبط بحجم المخاطر الناشئة عن ظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، فقد تحدث بعض الاضطرابات التي تؤثر على فرع معين فتؤثر على القيمة السوقية لسهم الشركة المعنية، ومن بين أهم هذه المخاطر نلمس مخاطر تشغيلية ، المخاطر الإدارية، مخاطر قانونية ... إلخ.

¹ - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 149.

2. الفرق بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة

يمكن ابراز أهم الفروقات بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من خلال الجدول

التالي:

الجدول رقم 04: الفرق بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

المخاطر المنتظمة	المخاطر غير المنتظمة
✓ مخاطر تنجم عن العوامل التي تؤثر في السوق بشكل عام. ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة.	✓ مخاطر ناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتكون مستقلة عن العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي ككل.
✓ لا يمكن للمستثمر تجنبه بأي حال من الأحوال، لأنه خطر عام يصيب كل الأصول.	✓ يمكن للمستثمر تجنبها عن طريق عمليات التنويع في الأصول المكونة للمحفظة.
يتم الحد منها عادة عن طريق التنبؤ بها والتحوط لها والتخطيط لمواجهتها.	✓ تعتبر هذه المخاطر مخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنويع.

المصدر: من إعداد الأستاذة بالاعتماد على عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية،

الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.

3. أنواع المخاطر غير المنتظمة:

من أهم أنواع المخاطر غير المنتظمة نذكر:

(1) مخاطر النشاط:¹

تعد مخاطر النشاط دالة للعديد من الظروف التشغيلية التي تواجه الشركة، وأي تغير في تلك الظروف يؤثر على الدخل التشغيلي ومن ثم على الأرباح الموزعة. وتنقسم مخاطر التشغيل بدورها إلى مخاطر داخلية ومخاطر خارجية.

وترتبط المخاطر الداخلية بكفاءة أداء الشركة لعملياتها في إطار بيئتها التشغيلية، بينما تنتج المخاطر الخارجية من الظروف التشغيلية المفروضة على الشركة من عوامل خارجية لا يمكن للشركة التحكم فيها ومن أهمها الدورات التجارية.

(2) مخاطر التمويل:

ترتبط مخاطر التمويل بأسلوب تمويل الشركة لمعاملاتها، وترتبط بقدرة الشركة على السداد، ويمكن تجنبها بخفض درجة اعتماد الشركة على الإقراض في تمويل أنشطتها. فعدم الاعتماد على الإقراض يعني عدم مواجهة الشركة لمخاطر مالية، في حين أن اعتماد الشركة على الإقراض بشكل كبير (ارتفاع نسبة الرفع المالي) في تمويل معاملاتها يرتب أثارا هامة على حائزي الأسهم أهمها:²

✓ زيادة درجة تقلب عوائد الأسهم.

✓ تؤثر على توقعات حائزي الأسهم بشأن العوائد.

✓ تزيد من خطر الافلاس.

¹ - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، 108.

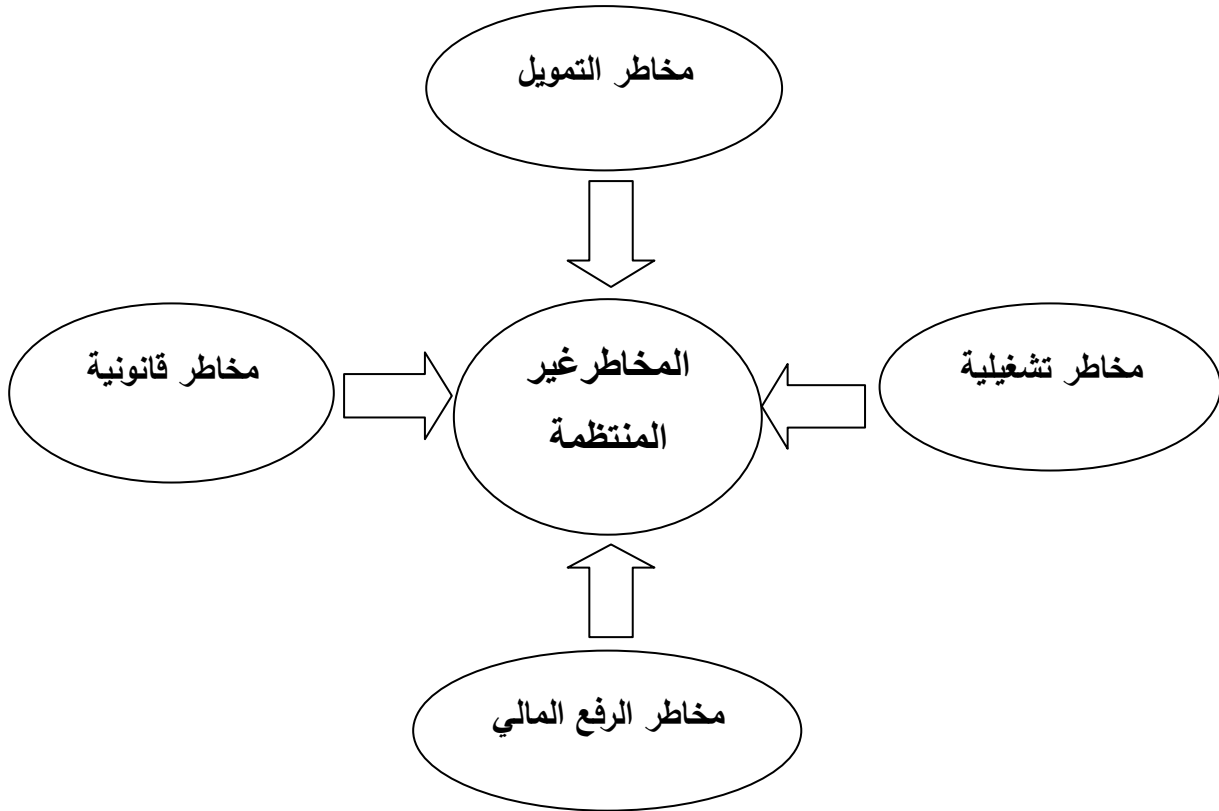
² - عاطف وليم اندراوس، نفس المرجع السابق، 108.

بالإضافة الى العديد من المخاطر لعل أهمها:

- **مخاطر قانونية:** والمقصود بها تغييرات تنظيمية فتغير النظام القانوني للمؤسسة يؤدي الى تغيير التشريعات والى عرقلة النشاط الجاري للمؤسسة وبالتالي التأثير على أدائها ككل.
- **مخاطر الرفع المالي:** تحدث نتيجة استخدام المؤسسة لأموال ذات أعباء ثابتة.

ويمكن تمثيل المخاطر غير المنتظمة بالشكل التالي:

الشكل رقم 06: أنواع المخاطر غير المنتظمة



المصدر: من إعداد الأستاذة بالاعتماد على عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية،

الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.

خلاصة:

يمكن القول بأن المستثمر في الأوراق المالية يتعرض للعديد من المخاطر المتباينة حيث يتوجب عليه أن يتتبع استراتيجيات جيدة لإدارة هذه المخاطر بهدف تغطيتها أو تجنبها أو السيطرة عليها.

منها مخاطر منتظمة وهي مخاطر ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة ولكنها ترتبط بالسوق الذي تعمل فيه المؤسسة. وأخرى منتظمة تخص أصل مالي بعينه أو تنفرد بها مؤسسة ما . حيث يمكن للمستثمر حماية نفسه من النوع الثاني من المخاطر - المخاطر المنتظمة- وذلك من خلال تنويع محفظته المالية تنويعاً كفوفاً في حين لا يمكن تجنب النوع الأول - المخاطر المنتظمة- بالتنويع لأنها تؤثر بشكل متزامن على كافة الأصول المالية التي يتم التعامل بها في السوق.

خاتمة عامة:

تهدف هذه المطبوعة إلى تقديم معارف تمكن الطالب من إدراك ومعرفة الأسواق المالية، التي تعتبر المرآة العاكسة لحقيقة وضعية المؤسسة ومدى نشاطها و تعتبر أداة لتقويمها، انطلاقاً من هذه الأهمية .

تناولنا في الفصل الأول منها الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية فضمن الوظيفة المالية يتخذ قرار التمويل الذي يعتبر قرار إستراتيجيا في المؤسسة فهو المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة لطبيعية المشروع اختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثل بما يتوافق مع تحقيق أكبر عائد بأقل خطر وتكلفة ممكنة.

ويشكل السوق المالي بتنظيماته المختلفة، ركنا أساسيا من أركان النظام التمويلي في النظم الإقتصادية لما له من دور فعال في تجميع المدخرات ، وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية. وذلك ما حاولنا توضيحه في الفصل الثاني، باعتبار الأسواق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن نتيح قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وعليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاءة.

جاء الفصل الثالث ليوضح أهمية السوق النقدية كمصدر تمويلي في الاقتصاد ودورها الفعال في سيرورة النشاط الاقتصادي من خلال توفير السيولة اللازمة بالفدر المطلوب وفي الوقت المناسب، وذلك من خلال توظيف أدواته التقليدية منها والحديثة لآجال محددة وبمعدلات فائدة معينة.

ومن خلال الفصل الرابع حاولنا إبراز الأهمية الاقتصادية والتمويلية لأسواق رأس المال، ودورها في تعبئة الموارد المتاحة للاستثمارات الاقتصادية . باعتبارها مؤسسات مالية

رئيسية لتمويل النشاط الاقتصادي المعاصر، تهدف إلى تحريك المدخرات نحو قنوات الاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق وظائف الأسواق المالية وأهدافها. وذلك من خلال أدوات التمويل طويلة الأجل واستخدامها لأحدث تقنيات التمويل.

حاولنا من خلال الفصل الخامس تسليط الضوء على المحفظة المالية وطرق تسييرها في الأسواق المالية باعتبارها توليفة لمجموعة من البدائل الإستثمارية التمويلية، حيث يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المتنوعة تنوعاً يضمن له التخفيف من المخاطر، وذلك بغرض الحصول على المحفظة الكفأة.

وخصصنا الفصل السادس للحديث عن مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية حيث وضعنا من خلاله أبرز المخاطر غير النظامية والتي يمكن تجنبها عن طريق التنوع وتناول في الجانب الآخر منه المخاطر النظامية والتي لا يمكن بأي حال من الأحوال تجنبها بالتنوع.

قائمة المراجع:

أولا قائمة المراجع باللغة العربية:

1. بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس حلقة لطلبة السنة الثالثة شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، المركز الجامعي نور البشير البيض 2016/2015.
2. حسين حريم، مبادئ الإدارة الحديثة -النظريات، العمليات الإدارية، وظائف المنظمة-، الطبعة الثانية، دار الحامد، 2010.
3. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، الأردن، 2013.
4. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2010.
5. ريس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق المالية، لطلبة سنة رابعة - مالية، نقود وبنوك-، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008.
6. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة- ، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2001،
7. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
8. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك (الأساسيات والمستحدثات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2010.
9. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010.

10. علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2012.
11. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الأردن، 2010.
12. محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، السيد الصيفي، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007.
13. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
14. محمود يونس، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2013.
15. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2012.
16. وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية -دراسة مقارنة-، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.

ثانيا قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

1. A.CHOINEL, et G, ROUYER, Les marchés financiers structures et acteurs, Revue banque, Paris, 2^{ème} édition, 1997.
2. André FARBER, Marie–Paule LAURENT, Kim OOSTERLINCK, Hugues PIROTTE, Finance, 2^{ème} édition, synthèse de cours & exercices corrigés, Pearson Education France, 2009.
3. B–lagnet, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.
4. J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3^{ème} édition, 1993.
5. Joseph ANTOINE, Marie–Claire CAPIAU–HUART, Dictionnaire des marches financiers, 3^{ème} édition, de boeck, 2015.
6. Mario Dehove, Le marché monétaire, Mario Dehove – INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE – , 2001.
7. Paul–Jacques Lehmann, Économie des marches financiers, 2^{ème} édition, de boeck, 2014.
8. Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid–Hill, New Work, 1988.