الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
الشعبة: علوم اقتصادية التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد

مقدمة من طرف الطالب
بلحول فتحي

تحت إشراف الأستاذ
وهراني مجدوب

أعضاء اللجنة

الصفة	الاسم واللقب	الرتبة	عن الجامعة
رئيسا	بوظراف الجيلالي	أستاذ محاضر	مستغانم
مقررا	وهراني مجدوب	أستاذ محاضر	مستغانم
مناقشا	مكاوي محمد الامين	أستاذ محاضر	مستغانم

السنة الجامعية: 2018/2017

كلمة شكر وتقدير

بسم الله الذي خلق فأبدع وقال فصدق له الشكر كله على نعمه

أتقدم بالشكر الى كل من ساعدني من بعيد أو قريب

بادءا بالأستاذ المؤطر " وهراني مجدوب" الذي لم يبخل علينا بالمعلومات القيمة لإثراء بحثنا هذا.

كما أشكر كل عمال وأساتذة قسم العلوم الاقتصادية.

دون أن أنسى كل الاصدقاء على مساعدتهم من قريب أو بعيد.

والى كل طلبة ماستر 2 تخصص اقتصاد نقدي وبنكي دفعة 2018.

إهداء

أحمد الله عز وجل على منه و عونه لإتمام هذا البحث.

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل أسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد.. والدي العزيز.

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان و التفاني .. إلى بسمة الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب أمي

إلى بهجتي و سروري إخوتي و أخواتي

إلى زملاء الدراسة وكل من يعرفني من بعيد أو قريب.

إلى كل من ساندني من قريب وبعيد، وكل من ساهم في انجاز هذا العمل المتواضع ولو بكلمة طيبة.

فتحي

فهرس المحتويات

محتويات الدراسة

العنوان	الصفحة
شكروتقدير	
إهداء	
قائمة الجداول والأشكال	XI
مقدمة	01
الفصل الأول: ماهية سوق الأوراق المالية	
تمهيد	03
المبحث الأول: سوق الأوراق المالية	04
المطلب الأول: الأسواق	04
1.تعريف السوق	04
2.السوق بشكل عام	04
3.العوامل التي تجمع وتفرق الأسواق	05
4.أنواع الأسواق بشكل عام	05
المطلب الثاني: أسواق المال	07
1.سيادة الاقتصاد النقدي	07

2.تطور وظائف النقود	07
2.تطور تحليل النقود	08
3.أنواع السيولة	10
المطلب الثالث: أسواق المال(المفهوم-النشأة-الوظائف-الأشكال)	10
1.مفهوم أسواق المال	11
2.نشأة أسواق المال وتطورها	11
3.الوظائف الرئيسية لأسواق المال	12
4.أشكال أداء أسواق المال	12
المطلب الرابع: أسواق المال(العوامل-الأركان-الأنواع-الأدوات)	15
1.العوامل	15
2.الأركان	16
3.الأنواع	18
4.الأدوات	19
المبحث الثاني: الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية	21
المطلب الأول: التركيب البنيوي لسوق الأوراق المالية	21
1.مفهوم سوق الأوراق المالية ونشأتها	21

2.الوظائف والأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية	23
3.أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد	25
4.أهمية سوق الأوراق المالية للمؤسسات	25
5.أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد الوطني	25
6.أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برامج الخصخصة	26
المطلب الثاني: الشروط النظرية لإنشاء سوق الأوراق المالية	29
1.توفير مناخ استثماري ملائم	29
2.متطلبات أساسية على المستوى الكلي	30
3.متطلبات نظرية متعلقة بالجانب القانوني	31
4.دور شركات المساهمة والجهاز المصرفي	32
المطلب الثالث: أدوات التعامل في سوق الأوراق المالية	32
1.الأسهم العادية	32
2.الأسهم الممتازة	33
3.السندات	33
المطلب الرابع: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية	36
1.المتعاملون في سوق الأوراق المالية	36

2.قواعد وإجراء التعامل	37
3.الأوامر التي يصدرها العملاء	37
4. كيفية التعامل	38
المبحث الثالث: الجوانب الفنية للسوق المالي	39
المطلب الأول: المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية	39
1.مداخل تحليل سوق الأوراق المالية	39
المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية	43
1.مفهوم سوق الأوراق المالية الكفؤة وأبعادها الاقتصادية	43
2.الأبعاد الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الكفؤة	44
3.السوق الكفؤة والتوقعات العقلانية	47
المطلب الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية	48
1.مفهوم العولمة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وأنواعها	48
2.مفهوم العولمة المالية ومظاهر عولمة سوق الأوراق المالية	49
المطلب الرابع: الأزمات المالية وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية	52
1.تعريف الأزمات المالية	52
2.خصائص الأزمات المالية	52

3.أسباب الأزمات المالية	53
خلاصة	57
الفصل الثاني: مساهمة سوق الأوراق المالية في التمويل	
تمهيد	58
المبحث الأول: الإطار العام للتمويل	59
المطلب الأول: الوظيفة المالية للمؤسسة	59
1.الوظيفة المالية (مفهومها وتطورها)	59
2.الوظيفة المالية (أهميتها وخصائصها)	60
3.أهداف الوظيفة المالية	62
المطلب الثاني: القرارات المالية في المؤسسة	63
1.مفهوم القرارات المالية	63
2.قرارات الاستثمار	63
3.قرارات توزيع الأرباح	64
4.قرارات التمويل	65
المطلب الثالث: ماهية التمويل	66
1.مفهوم التمويل	66

2.نظريات التمويل	66
3.دور التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة	67
4.تأثير التمويل على ربحية المؤسسة	67
المطلب الرابع: المصادر المختلفة للتمويل	68
1.التمويل عن طريق الأموال الخاصة أو الاستدانة	68
2.مصادر أخرى للتمويل	70
3.آليات اختيار التمويل	71
4.آليات اختيار مصادر التمويل	71
المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية	74
المطلب الأول: التأصيل النظري للتنمية الاقتصادية	75
1.مفهوم التنمية الاقتصادية	75
2.محددات التنمية الاقتصادية	76
3.نظريات التنمية الاقتصادية	77
4.أهداف التنمية الاقتصادية واعباؤها	78
المطلب الثاني: تمويل التنمية الاقتصادية	78
1.مصادر التمويل الداخلية	78

2.مصادر التمويل الخارجية	79
3.عوائق التمويل الخارجية	79
المطلب الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية	80
1.الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية	80
2.آلية العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية	80
3.تحليل العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية	82
4.علاقة سوق الأوراق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية	82
المطلب الرابع: تمويل أسواق الأوراق المالية للتنمية الاقتصادية	83
1.المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية الاقتصادية	83
2.دور تمويل سوق الأوراق المالية في تحويل الملكيات العامة إلى خاصة	83
3.دور الاسواق الاولية في تمويل التنمية الاقتصادية	84
4.دور الأسواق الثانوية في تمويل التنمية الاقتصادية	84
المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات	84
المطلب الأول: دخول المؤسسة إلى سوق الأوراق المالية	84
1.الدخول إلى البورصة	85
2.شروط الدخول إلى البورصة	86

3.إجراءات الدخول إلى البورصة	88
4.الطرق المستخدمة في دخول المؤسسة إلى البورصة	88
المطلب الثاني: تمويل المؤسسات عن طريق سوق الاسهم	90
1.اللاوساطة المالية وطبيعة التمويل بالأسهم	90
2. تكلفة التمويل بالأسهم	92
3.تقييم الأسهم كأداة للتمويل	94
المطلب الرابع: تمويل المؤسسات عن طريق سوق السندات	97
1.طبيعة التمويل بالسندات	97
2.تكلفة التمويل بالسندات	97
3.تقييم السندات كأداة للتمويل	98
4.مزايا وعيوب التمويل بالسندات	99
خلاصة	100
خاتمة	101
قائمة المراجع	103

قائمة الأشكـال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أنواع الأسواق	06
02	علاقة الطلب لأغراض المعاملات بمستوى الدخل	08
03	علاقة مرونة الطلب لأغراض المعاملات	09
04	التمويل المباشر	13
05	التمويل شبه المباشر	13
06	التمويل غير المباشر	14
07	أركان أسواق المال	16
08	أنواع أسواق المال	18
09	الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي وسوق الأوراق المالية	20
10	سوق إصدار الأوراق المالية	28
11	سوق تداول الأوراق المالية	29
12	دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية	48
13	علاقة تطور سوق الأوراق المالية بمراحل التنمية الاقتصادية	81

قائمة الجـــــداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الخصائص المختلفة للأوراق المالية	35
02	تحديد قيمة المؤشر ومتوسط العائد على المؤشر في ظل مدخل الأوزان المتساوية	43
03	الأزمات المالية وأسبابها والدول المؤثرة والمتأثرة بها	54
04	النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح	65
05	المنظور الكلاسيكي والحديث حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة	74

مقدمة عامة

تقديم:

تعتبر الأسواق النقدية وأسواق الأوراق المالية من أهم المصادر التمويلية التي تحقق النمو والاستقرار الاقتصادي. تسمح بالقيام بالمشروعات وتوظيف المدخرات، حيث يتلاقى في هذه الأسواق عارضوا السيولة مع طالبيها. فيتحقق غرض كل مؤسسة والذي يتمثل في الحصول على القدر اللازم من التمويل.

حيث نلاحظ بوضوح التغيرات الهيكلية العميقة التي يتعرض لها الاقتصاد الدولي، وتزايد الأهمية النسبية لدور أسواق الأوراق المالية على حساب الدور الذي تلعبه الأسواق النقدية. فلقد ازدادت أهمية هذه الأسواق والتي يطلق عليها اسمية بورصات القيم المنقولة مع زيادة التحرير المالي في ظل العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي.

نشأت أسواق الأوراق المالية مع ظهور الرأسمالية، إذ أن وجود هذه الأسواق عمل على تسهيل التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال وتبادل القيم المنقولة، وتمويل التنمية الاقتصادية خاصة في الدول المتقدمة. حيث تتفتح هذه الأسواق بدرجة عالية من التطور.

أما في الدول النامية تعتبر هذه الأسواق حديثة النشأة، وتزايد الاهتمام بها نظرا لما لها من أهمية في التنمية الاقتصادية.

ويشهد العالم اليوم تغيرات اقتصادية، وسياسية، واجتماعية عميقة، سريعة، ومعقدة.فالاقتصاديات العالمية تتداخل يوما بعد يوم ضمن عولمة اقتصادية، ومالية زالت فيها الحواجز أمام التجارة العالمية. وازدادت فيها تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود لتلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصاد العالمي. والذي أصبحت فيه أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة على حد سواء أهم مصادر التمويل.

ومما سبق نطرح الإشكالية التالية :

❖ **كيف تساهم سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد؟**

وللإجابة على هذه الإشكالية نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي الأسواق المالية وما هي أشكالها؟
- كيف تساهم سوق الأوراق المالية في التمويل؟

- **أهمية البحث:**

تكمن أهمية البحث في أهمية أسواق الأوراق لمالية ودورها في تمويل الاقتصاد والمؤسسات المالية خاصة،وقد اهتم العديد من الباحثين والاقتصاديين ومتخذو القرار بعملية التمويل .

- **أهداف البحث:**

يسعى البحث الى تحقيق الأهداف التالية:

- عرض أهم المفاهيم المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، والبحث في أنماط التمويل ومزاياه
- تحديد مدى مساهمة أسواق الأوراق المالية في عملية التمويل.

- **أسباب اختيار الموضوع:**

يندرج البحث ضمن مجال التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

اعتبار أسواق الأوراق لمالية مصدرا هاما، وأداة فعالة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

- **منهج البحث:**

اعتمدنا المنهج التحليلي الوصفي بما يتناسب مع موضوع البحث وذلك من خلال التطرق في الإطار النظري لسوق الأوراق المالية ومن ثم مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية والمؤسسات المالية.

- **خطة البحث:**

قمنا بتقسيم البحث حسب ما يخدم الموضوع الى فصلين. في الفصل الأول سنتناول ماهية سوق الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني معرفة مساهمة سوق الأوراق المالية في التمويل.

- **الدراسات السابقة والمشابهة:** تم الاطلاع على العديد من الدراسات والمقالات العلمية التي تناولت موضوع سوق الأوراق المالية ودوره في التنمية الاقتصادية:

1.مداخلة "زيدان محمد، نورين بومدين"، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، المنعقد يومي 21 و22 نوفمبر 2006، بجامعة محمد خيضر، بسكرة، حيث هدفت هذه الورقة البحثية إلى تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظرا منها، وتبين أن دور البورصة ضئيل جدا في الاقتصاد الوطني بالنظر إلى رأسمالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي.

وأوصت الدراسة بالإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة والعمل عل ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية والجهوية بهدف الاستفادة منها.

2.دراسة أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مع دراسة حالة سوق الأوراق المالية في العراق، مقال منشور بمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، عدد خاص، العراق، 2013، لتبيان أثر الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية استخدم الباحث نموذج قياسي لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وبعض المتغيرات منها: المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، وعدد الشركات، وتوصل إلى انعدام العلاقة وهذا ما يدل على ضعف وعدم فاعلية أسواق المال في معدلات النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

وأوصت الدراسة بمعالجة صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي، وإلى التطلع لاختيار نظام تداول الكتروني يتناسب مع البنية العراقية للوصول إلى سوق عالمية.

الفصل الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تمهيد:

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين إحداهما مادية وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية وتكون في شكل انتقال السلع والخدمات؛ ويطلق عليها الأسواق الحقيقية. والأخرى ماليه تتعلق بحركات التدفقات النقدية وتداول الأصول المالية، ويطلق عليها أسواق المال.

تمثل أسواق المال مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة القطاعات إلى مثيلاتها في شكل تيار مالي مستمر، وهي على هذا النحو تؤدي دورا بالغ الأهمية في استقطاب مدخرات وتحريك رؤوس الأموال. وفي مقدمة هذه الأسواق يوجد سوق المالية الذي يشمل جميع الأسواق المنظمة والمؤسسات التي تتعامل بأدوات الدين الطويل الأجل. فسوق الأوراق المالية هو بمثابة وسيط بين الأفراد والبنوك ومؤسسات الادخار المختلفة التي هي في حاجة إلى رؤوس أموال لتمويلها، وهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية مما يجعل وجودها ضروري في أي اقتصاد، إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق آن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب لها.

في هذا الفصل نسعى إلى التأكيد على الأهمية الاقتصادية والتمويلية لأ سواق المال عامة وسوق الأوراق المالية خاصة والدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في تعبئة الموارد المتاحة للاستثمارات الاقتصادية ويتضح ذلك من خلال التفصيل في المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: الجوانب الفنية لسوق الأوراق المالية؛

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية

تمثل أسواق المال بمختلف أنواعها مركزا حيويا في المدن الاقتصادية الحديثة، إذ تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية و تدعيم أهداف السياسات.نظرا لما تتمتع به هذه الأسواق من أهميه خاصة ونظرا لما تزاوله من نشاط فهي بمنزلة المرآة العاكسة للنظم والسياسات الاقتصادية في أي بلد.

المطلب الأول: الأسواق

من الضروري جدا إعطاء صورة موجزة لمختلف الأسواق الموجودة، ليكون هذا المنطلق لفهم أسواق المال التي تهم به هذه الدراسة

أ- تعريف السوق: للسوق تعريفات عديدة منها:

- الإطار أو المجال الذي يجمع البائعين، والمشترين لسلعة أو خدمة أو أصل مالي أو أصل نقدي أو لعناصر الإنتاج، خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة.[1]
- المكان الذي إليه البضائع بمختلف أنواعها، حيث يتم مبادلتها أو بيعها أو استهلاكها، وهو المكان الذي يتم فيه نقل ملكية السلع.[2]

ب- السوق بشكل عام:[3]

والتي تتمثل في العناصر أو المكونات التي يجب أن تتجمع معا حتى تنشأ السوق وهي:

- وجود الشيء محل التبادل سواء كان سلعة أو خدمة أو أصول مالية؛
- وجود الراغبين في الحصول على السلعة أو الخدمة أو الأصل المالي(المشترين)، حيث تكون لديهم القوة الشرائية بسعر معين يرى انه يتناسب مع المنفعة االتي يحصل عليها من استهلاك السلعة أو الخدمة؛
- وجود راغبين في بيع السلعة أو الخدمة(بائعين)؛
- وغياب أي عنصر من هذه العناصر الثلاث يبطل قيام السوق. وبالإضافة إلى تلك العناصر يوجد عنصرين آخرين:
- وجود وسطاء يسهلون العملية ويشكلون همزة وصل بين المتعاملين في السوق؛
- وجود قواعد تحكم التعامل؛

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، ط 1،عمان،2010،ص 66.

[2] محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي،ط1، مصر،2008،ص 21.

[3] زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**،ط1 ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة،قلسطين،2008،ص 06.

ت-العوامل التي تجمع وتفرق بين الأسواق:[1]

هناك مجموعة من العوامل التي تجمع الفرق بين الأسواق بشكل عام:

أولا: عوامل الجمع أهمها:

- آليات للتعامل ولتبادل السلع والخدمات والأموال عن طريق البيع والشراء؛
- تخدم الاقتصاد الوطني بشكل أو بآخر؛
- تسهيل الحياة على المواطنين؛
- لها انظمة وقوانين وإجراءات تحكم عملها؛
- توفر المعلومات و سهولة الحصول عليها ومدى مصداقيتها، وأمور مهمة أخرى لحسن سير العمل فيها .

ثانيا: عوامل التفرقة: تتلخص في:

- نوعية السوق: سوق عوامل الإنتاج أو سوق منتجات أو سوق تمويلية؛
- نوعيه المتعاملين: صناعيون أو مقدمو خدمات أو مؤسسات وساطة مالية؛
- نوعية الأنظمة والقوانين التي تحكم كل نوع أو فئة من فئات المتعاملين في السوق والتي تختلف باختلاف السوق؛
- نوعية المعلومات المطلوبة لكل سوق تختلف باختلاف السوق؛
- نوعية الهيئات التي تشرف على هذه الأسواق وتنظيمها ومراقبتها؛
- نوعيه أدوات السياسة النقدية والاقتصادية الملائمة تختلف باختلاف السوق.

ث-أنواع الأسواق بشكل عام:

قبل تناول أسواق المال لابد من الإشارة إلى بنية الأسواق في الاقتصاديات المعاصرة، حيث هنالك ثلاث أنواع من الأسواق تعمل ضمن النظام الاقتصادي هي:

أولا: أسواق عوامل الإنتاج:

حيث يتم التعامل بعوامل الإنتاج بيعا وشراء، مثل الأرض و المعلومات والموارد الإنتاجية الأخرى. فتساعد هذه الأسواق على توزيع عوامل الإنتاج وعلى توزيع الدخل.

ثانيا: أسواق المنتجات :

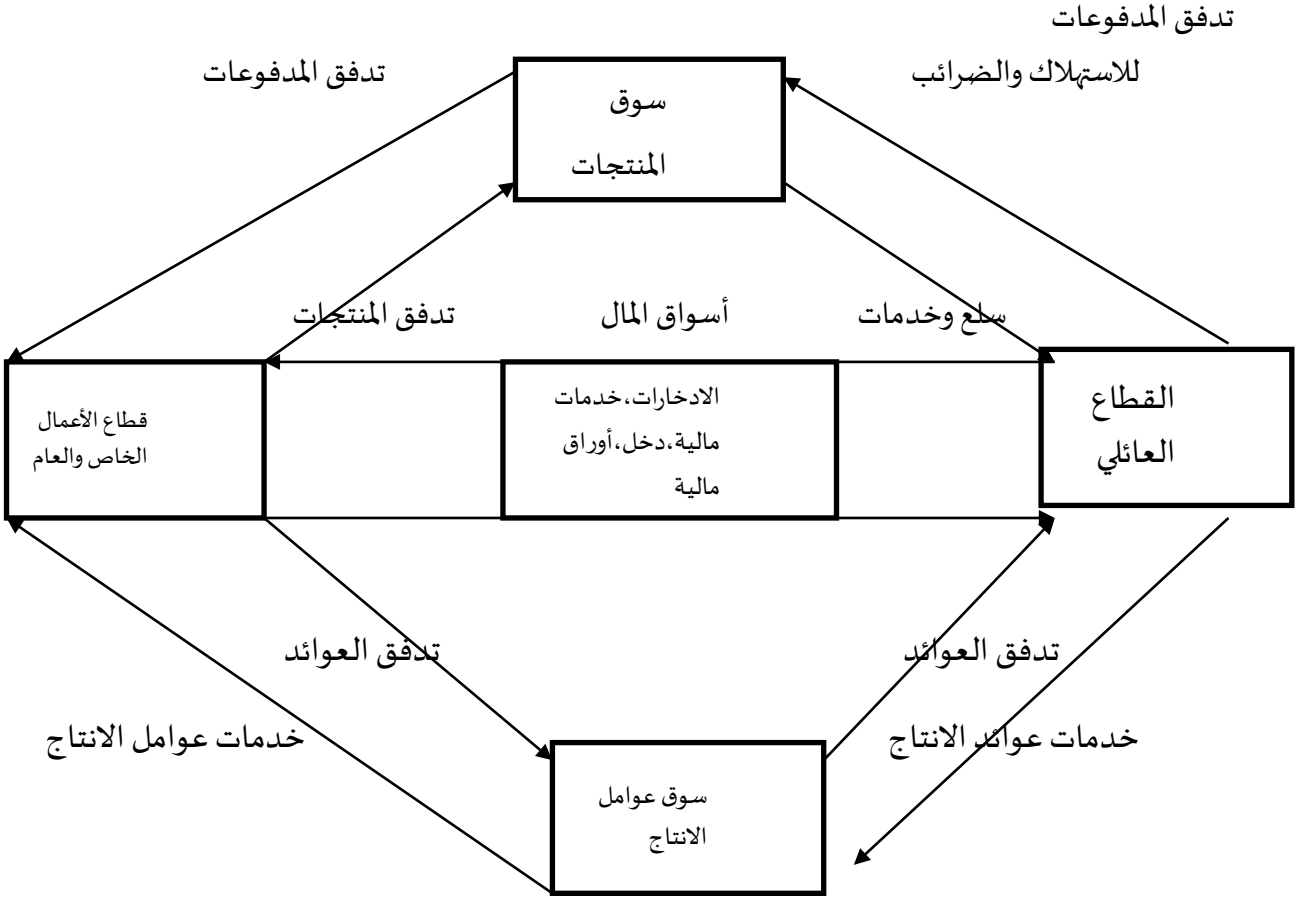
وتنقسم إلى أسواق سلع وأسواق خدمات، أما أسواق السلع فهي أسواق يتم التعامل فيها بالسلع المختلفة مثل: الأغذية، الكتب ووسائل المواصلات وما شابه. أما سوق الخدمات فيتم التعامل فيها بالخدمات المتنوعة مثل خدمات الانترنت .

ثالثا: أسواق المال:

تعتبر بمنزلة القلب النابض في الجهاز المالي لأنها عنصر مهم من عناصره، وسيتم تفصيل فيها أكثر في العناصر الموالية الموضحة في الشكل رقم01.

1 :زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص ص 21،22.

الشكل رقم (01): أنواع الأسواق



المصدر: مصطفى يوسف الكافي، **بورصة الأوراق المالية**، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن،2009، ص 64.

يوضح الشكل أعلاه الأسواق الثلاثة وعلاقتها ببعضها البعض، حيث يتم بيع الوحدات الاستهلاكية (قطاع عائلي) والموارد الأخرى إلى وحدات الإنتاج في سوق العوامل، فيتم الحصول على التدفق المالي (الدخل) حيث يستخدم هذا الأخير لشراء السلع والخدمات في سوق المنتجات من قبل وحدات الإنتاج.

وهناك جزء من الدخل المتدفق كعوائد لعوامل الإنتاج لا يستخدم للحصول على المنتجات، و هناك جزء أخر من الدخل يذهب للاحتياطات والاحتياجات المستقبلية.

وأسواق المال تقوم بأداء دور محوري في الاقتصاد المعاصر فهي تمثل قناة الربط المالية ما بين الادخارات المتدفقة من العوامل والأعمال باتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الاستثمار والاستهلاك وبذلك فان أسواق المال تمثل قلب النظام الاقتصادي، إذ تجذب وتخصص الادخارات من خلال مجموعة معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية (سندات، أسهم).

يمكن القول أن الأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، وكذلك وسائل و أساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعا لتطور الدروس الاقتصادية والاجتماعية وتبعا لتغير احتياجات أفراد ولارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم.

المطلب الثاني: أسواق المال

لا تختلف أسواق المال عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقع لالتقاء تياري الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن السعري والكمي، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق، إلا أن ما يميز أسواق المال هي طبيعة التعامل فيه، إذ أنها أسواق للتمويل، وهي تتضمن عرض وطلب رؤوس الأموال، وما يتبع ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن.

إن كون رأس المال احد عناصر الإنتاج المهمة يضفي على أسواق المال صفة أسواق عوامل الإنتاج وبالتالي لابد من معالجة نظرية على مستوى أدوات التحليل و التطور التاريخي وأساس نشوء هذا السوق قبله الولوج في تفاصيله لغرض تهيئة مدخل نظري لفهم أسواق المال.

أ.سيادة الاقتصاد النقدي: [1]

إن سيادة النقود في عمليات التبادل في الاقتصاد حولت العلاقات الاقتصادية الحقيقية إلى نقدية، ولا يمكن أن يوصف أي اقتصاد إلا بكونه اقتصادا نقديا. إن مثل هذا الدور للنقود في الاقتصاد، أعطى ميزة استثنائية للأصول المالية وجعلها بمثابة صلة الربط لأي عملية اقتصادية بين المتعاملين في الأسواق المختلفة، سواء كانت السلع والخدمات لعوامل الإنتاج، لذلك أصبحت الحاجة إلى السيولة النقدية شرطا لازما لقيام التبادل.

إن وظائف النقود التقليدية (وسيط للتبادل، أداة للقياس، تسوية المدفوعات الآجلة) كانت كافية لقيام النقود بتعريفها الواسع (أي شيء يحظى بقبول عام ويصلح وسيطا للتبادل، ومقياسا للقيمة وتسوية المدفوعات الآجلة) بأداء دور فعال في الاقتصاد، كما أن الأشكال السلعية للنقود التقليدية(معدنية، سلع أخرى) تنسجم هي الأخرى مع وظيفة الوساطة للنقود في تسوية التعاملات بين الوحدات الاقتصادية المختلفة، لذلك لم تكن هناك حاجة للتحليل بعمق في الطلب وعرض وتحديد التوازن. سوى ما يتعلق بتحديد كمية النقود المطلوبة للمعاملات.(لابد من النقود لقيام أي نشاط اقتصادي).

ب. تطور وظائف النقود:[2]

إن التطور الموضوعي للاقتصاد التبادلي المتمثل في توسع التعاملات التجارية بصورة تفوق قدرة السيولة بشكلها التقليدي على توفير النقود لإنجاز هذه التعاملات دفع باتجاه استخدام النقود الائتمانية(تباين القيمة الذاتية) لتلبية مطلب السيولة الإضافية. وبالتالي دخلت النقود الائتمانية (سواء القانونية أو الودائع) إلى النشاط الاقتصادي ليس بصفتها وسيطا للتبادل وتحديد القيمة فقط بل تجاوزت ذلك إلى كونها مخزنا للثروة.
وبذلك يعد قيام النقود بوظيفة مخزنا للقيمة تطور المهمة في سياق تحويل النقود الى اصل قابل للعرض والطلب بعيدا عن مجرد القياس لحاجة المعاملات. (تحول النقود الى اصل مالي نتيجة وظيفته مخزنا للثروة).

[1] محمود محمد داغر، **الأسواق المالية «مؤسسات-أوراق-بورصات"**، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط 2، الأردن،2007، ص ص 19،20.

[2] محمود محمد داغر، مرجع سبق ذكره، ص20.

ج. تطور تحليل النقود:[1]

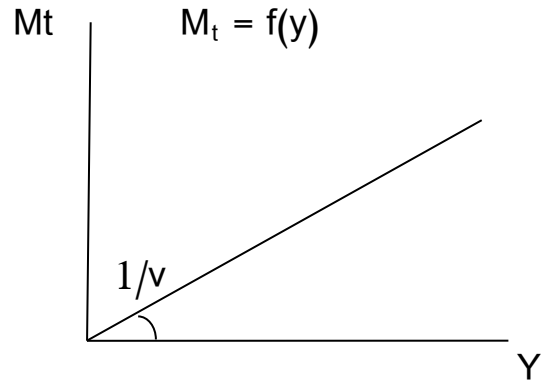
إن متابعة سريعة لتطور التحليل الاقتصادي للنقود يسهل مهمة فهم الأسس التي قامت عليها أسواق المال. فبعد إن انحصرت دوافع الطلب على النقود الفكر التقليدي على المعاملات وما تبع ذلك من اعتراف بتلقائية تساوي عرض النقود مع الطلب عليها معززة بدافع المعاملات، وحصر اثر تغير كمية النقود في مستويات الأسعار، جاء الفكر الكينزي ليعترف بان الطلب على النقود لا ينحصر في المعاملات بل اوجد حزمة من الدوافع تقف وراء طلب النقود: دافع المعاملات، دافع الاحتياط، دافع المضاربة.

إن قبول التحليل النظري للطلب على النقود كمبدأ للمضاربة أضاف بعدا لتحول النقود إلى أصل مالي يطلب ويعرض، واستدعى مثل هذا القبول تحديد إليه تحليليه مناسبة لتحديد تكلفه هذا الأصل(الفائدة)، بعد تاريخ نظري كان يرى إن الفائدة هي انعكاس للعلاقات الحقيقية(الاستثمار، الادخار) ولا يوجد ما يبرر كونها تكلفة الحصول على النقود.

لذلك فان التحليل الكينزي مهد الطريق أمام نشوء أسس عملية أسواق المال، فمتابعة سريعة لدوافع الطلب الكينزي على النقود توضح ذلك:

إن دافعي الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط يرتبطان بمستوى الدخل(y) ، ويعد معدل سرعة دوران النقود(v) (عدد مرات انتقال الوحدة النقدية من وحدة اقتصادية إلى أخرى خلال وحدة الزمن) محددا الكمية المطلوبة منها. فإذا دمج الدافعين تحت عنوان الطلب لأغراض المعاملات(Mt) لوصلنا إلى صيغة دالية مبسطة فضلا على علاقة كمية مرافقة. حيث إن الدافعين المتمثلان في(Mt) يتأثران بالدخل(y)، ويرتبطان معه في علاقة طردية، كما هو واضح في الشكل رقم 2:

الشكل رقم 02: علاقة الطلب لأغراض المعاملات (M_t)بمستوى الدخل(y)



المصدر: محمود محمد داغر، **الأسواق المالية "مؤسسات-أوراق-بورصات"**، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط 2، الاردن،2007، ص 22.

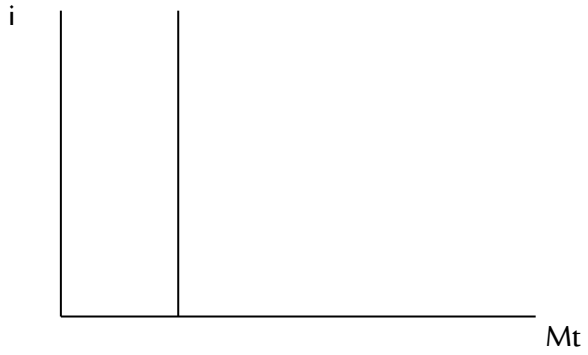
[1] المرجع السابق، ص 21.

ويمكن تحديد حجم النقود المطلوبة لأغراض المعاملات (Mt) من خلال معرفة معدل سرعة دوران النقود(ν) وحجم الدخل(y).

$$M_t = 1/\nu\ (y)$$

وتأثر الدافعين بالدخل جعلهما غير حساسين لتغيرات سعر الفائدة (i)، حيث تمثل ذلك في عدم الدافعين المتمثلين في M_t اتجاه تغير سعر الفائدة (i)كما في الشكل رقم 03:

الشكل رقم 03: علاقة مرونة الطلب لأغراض المعاملات (M_t)اتجاه تغير سعر الفائدة(i)



المصدر: محمود محمد داغر، **الأسواق المالية "مؤسسات-أوراق-بورصات"**، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط 2، الاردن،2007، ص 22

وقد لا يبتعد التحليل الكينزي كثيرا عن التقليدي لغاية هذه النقطة، إلا أن تحليل الطلب على النقود لأغراض المضاربة يشكل البروز النظري الأهم.

ويرتبط الطلب لأغراض المضاربة (M_s) بعلاقة دالية بسعر الفائدة، وهذه العلاقة عكسية.

$$(M_s)= f(i)$$

$$dM_s/di >0$$

يجب أن لا يغيب عن الذهن بأن هذا الدافع تأصيلا لوظيفة النقود مخزنا للقيمة، حيث أصبحت النقود تطلب لذاتها، كما هو الحال بالنسبة للسلع الأخرى، ويمكن لحاملها أن يحصل من ورائها على عائد إذا ما قبل التضحية الحاضرة مقابل المستقبل. إن الوحدة الاقتصادية التي تحوز على النقود قادرة على استخدامها في الحصول على عائد متى قررت تخليها عن السيولة النقدية خلال مدة زمنية محددة، وتحاول تحقيق أكبر عائد ممكن من نقودها متمثل في سعر الفائدة عن طريق مقارنته بعائد آخر من أصول مالية أخرى (أسهم، سندات).
فالوحدة الاقتصادية التي تتحول من سيولة إلى سندات ترى أن أسعار الفائدة مرتفعة حاضرا بينما سعر السند منخفض، ولديها توقع بانخفاض أسعار الفائدة مستقبلا، أما الوحدة التي تتحول إلى السيولة، فترى أن سعر الفائدة منخفض آنيا بينما سعر السند مرتفع وتتوقع ارتفاع سعر الفائدة وانخفاض سعر السند مستقبلا.

لذلك فإن التوقع وعدم التأكد هو أساس قيام المضاربة، وهذا يعني أن الوحدة الاقتصادية المضاربة (المستثمرة) تعمل على تحقيق مكسب (أو تجنب الخسارة) نتيجة التغيرات الحاصلة في سعر الفائدة (i).

د. أنواع السيولة:[1]

إن التوسعات السريعة في النشاط الاقتصادي استلزمت توسعا هائلا في وسائل الدفع باتجاه إيجاد أشكال متعددة تؤدي وظائف النقود، ولم يعد الأمر مقتصرا على المفهوم الضيق (النقود القانونية + الودائع تحت الطلب) بل توسع نحو وسائل دفع توفر السيولة للوحدات الاقتصادية خارج إطار المفهوم الضيق، وقد كان هذا التوسع انعكاسا لهيكل التمويل للوحدات الاقتصادية.

لذا أصبح مفهوم السيولة أكثر من مجرد سيولة نقدية بل اتجه نحو السيولة العامة طالما توفرت إمكانية التحول إلى السائل، على الرغم من اختلاف سرعة التحول وتكلفته من أجل انجاز متطلبات النشاط الاقتصادي. فالتطور الحاصل في التحليل النظري لدور النقود (سيولة كاملة) وإدماجية في إطار محفظة الأصول (المحفظة الاستثمارية) من جهة وتوسع إمكانية الوحدات لتسهيل أصولها، مكن من تحديد تقسيم للسيولة في الاقتصاد إلى:

أولا: أصول تامة السيولة: وتشمل النقود القانونية والمساعدة والودائع تحت الطلب (الحسابات الجارية)، وميزتها التحول إلى أصول أخرى (سلع وخدمات) حالا.

ثانيا: أصول متوسطة السيولة: إذ تتمتع بدرجة سيولة أقل من التامة، ولابد من تكلفة (و/أو)زمن لتحولها إلى أصول، وتأخذ صور متعددة مثل الودائع الادخارية، والأوراق التجارية، والسندات القصيرة الأجل، وأذونات الخزينة وغيرها، وبمكن للوحدات الاقتصادية المختلفة استخدامها حسب قواعد معينة لأداء دور النقود السائلة.

ثالثا: أصول منخفضة السيولة: وهي أصول تتطلب تكلفة معينة لتحولها إلى سيولة تامة عند الحاجة، إلا أن التطورات في أسواق المال قللت من مخاطر وتكاليف التحول نسبيا. وغالبا ما تأخذ أشكال أصول الملكية (الأسهم والسندات متوسطة وطويلة الأجل) للوحدات العامة والخاصة، ويعد وجود سوق كفء للأوراق المالية الحيز المناسب لتحول هذه الأصول الى سيولة عند الحاجة.

يمكن القول أن النوع الأول (نقود قانونية + ودائع تحت الطلب) أكثر الأصول سيولة ثم تتدرج الأصول الأخرى في سيولتها، إلا أنها جميعا عاجلا أو آجلا ممكنة التحول إلى سيولة، وبالتالي فجميع الأشكال للسيولة في الاقتصاد تعد بدائل لبعضها، ويتوقف التحول من واحدة إلى أخرى على مبدأ العائد والمخاطرة ومدى عمق البنية المؤسسية لسوق الأصول (أسواق المال).

المطلب الثالث: أسواق المال (المفهوم- النشأة- الوظائف- الأشكال):

لقد استحوذت قضية إرساء أسس أسواق المال وتطويرها على اهتمام واسع في السنوات القليلة الماضية من صانعي السياسيات الاقتصادية والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية، وقد جاء ذلك بصورة رئيسية انعكاسا لما خلفته الأزمات المالية التي تعرضت لها عدد من الاقتصاديات الناشئة، مما أبرز أهمية تطوير قطاع هيكل التمويل المحلي، والدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق المال نشطة وكفؤة في هذا الصدد،

[1] محمود محمد داغر، مرجع سبق ذكره، ص 31،32.

ولذلك سعت السلطات في العديد من الاقتصاديات وخصوصا الناشئة منها إلى تبني استراتيجيات وبرامج عمل لتطوير أسواق المال وسوق الأوراق المالية على نحو الخصوص. بناءا على ما تقدم تظهر الحاجة الى نظرة عامة على هيكل أسواق المال وعملها.

1. مفهوم أسواق المال:

يشير مفهوم أسواق المال إلى المجال الذي يتم في اطاره التنظيمي بعمليات إصدار وبيع الأصول المالية من خلال الوسطاء الماليين، حيث أن أسواق المال تشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة. وفيما يلي بعض تعاريف لأسواق المال:

- المجال التي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين). [1]

- أسواق المال هي تنظيم يجمع بين المقترضين والمقرضين معا بما يوفر الموارد المالية للمؤسسات الاقتصادية والحكومة عند سعر معين(سعر فائدة) ويحقق للمقرضين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل عن السيولة.[2]

2. نشأة أسواق المال وتطورها:[3]

إن التطور الاقتصادي لأي بلد لابد أن يصاحبه تطورا ماليا موازيا له في شكله وقوته، لذا يمكن القول عموما أن فكرة أسواق المال ونشوئها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي لأي بلد وهي:

- **المرحلة الأولى:** إن بداية مراحل تطور أسواق المال تمثلت بوجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصيرفة في ظل ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة يعجز الفرد عن تمويلها مما يضطره للجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة نتيجة تأخر السداد وحجم الفوائد.

- **المرحلة الثانية:** تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد أن كانت هذه الأخيرة تمتاز في المرحلة الأولى بحرية اقتصادية مطلقة. إما في هذه المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، ولذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

- **المرحلة الثالثة:** تميزت بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والعقارية وبنوك التنمية وبنوك الاستثمار، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار السندات المتوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تفي بحاجات تمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

- **المرحلة الرابعة:** ارتبطت هذه المرحلة بالتطور الاقتصادي عموما وبالتطور الذي حصل في أسواق المال حيث شهدت زيادة وتنوع للوسائل والأدوات المالية الجديدة في تلك الأسواق، كما ازدادت حركة الأوراق

[1] عبد النافع الزرري، توفيق غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،عمان،الاردن،2000، ص 19.

[2] محمد البناء، أسس النقد والمال" الاسس النظرية والعملية"، زهراء الشرق، الطبعة الاولى،مصر،1996، ص 100.

[3] جمال جويدان الجمل، الاسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، الاردن،2002، ص ص 19،18.

المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في سوق الأوراق المالية.

- **المرحلة الخامسة**: شهدت هذه المرحلة استمرار اندماج الأسواق النقدية مع أسواق الأوراق المالية بحيث تبدو كسوق واحدة، وكذلك اندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية نتيجة لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهرت أسواق الأوراق المالية (البورصات المالية) وأصبحت هذه الأسواق تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل.

3. الوظائف الرئيسية لأسواق المال:

إن وجود أسواق المال يعد أداة مهمة لتوفير المال وتقديمه للأنشطة المختلفة، خصوصا أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال بوصفة المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة، فالسوق التمويلي مقياس يكشف عن حركة الاستثمار والادخار، فالوحدات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا وفي الوقت نفسه فان الوحدات المنتجة بحاجة دائما إلى المصادر التي تعينها على الاستثمار في تأدية وظيفتها الاقتصادية.[1]

يمكن القول أن وظائف أسواق المال هي ما يلي:[2]

أولا: الوظيفة التمويلية: وتتمثل هذه الوظيفة في توفير اللازم للمشروعات والاستثمارات المختلفة من خلال قيامها بدور الوسيط بين الأفراد والبنوك والمؤسسات المالية التي تتجمع لديها المدخرات وبين المشروعات والاستثمارات والشركات في حالة التمويل.

ثانيا: الوظيفة الاقتصادية : وتعتمد هذه الوظيفة على وجود الوظيفة التمويلية أولا، حيث أنه بدون الوظيفة التمويلية لا توجد الوظيفة الاقتصادية وذلك لأنه بتحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين (والتي تعتبر وظيفة تمويلية) يقوم قطاع المستثمرين باستخدام هذه الموارد في استثمارات إنتاجية تزيد من الناتج القومي، وعلى هذا الأساس فإن أسواق المال تساعد على حسن تخصيص الموارد من الناحية الاقتصادية أي أن هذه الأسواق تساهم بدرجة كبيرة في التنمية الاقتصادية.

4. أشكال أداء أسواق المال:

يتكون النظام المالي من الترتيبات التي تستخدم لخلق وتبادل الحقوق المالية، أي الحق في تلقي النقود مثلا أو أي أصول مالية أخرى، وأصبحت الصناعة المالية تساهم بنسبة كبيرة في الاقتصاديات المختلفة المعاصرة، لذلك فإن صورة أداء أسواق المال تعد انعكاسا للنظام المالي في أي اقتصاد.[3]

تتأثر أسواق المال بمؤسساتها المختلفة وأدواتها المتباينة بالتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، كونها صلة الربط ما بين مختلف الوحدات الممثلة للاقتصاد القومي، لذلك تستجيب أشكال قيام أسواق المال بأداء وظيفتها لتطورات النشاط الاقتصادي، من زيادة طلب على الأموال، ومن تطورات تكنولوجية وتغير في البنية القانونية والاجتماعية، فضلا عن طبيعة المنافسة داخل السوق وعلاقته بالأسواق الأخرى. سواء كانت

[1] عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان،الاردن،2010،ص 121.

[2] حسن خلف فليح، الاسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الاولى، الاردن، 2006، ص ص 9-12.

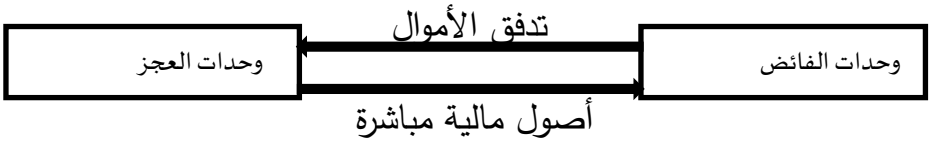
[3] محمود محمد داغر، الاسواق المالية " مؤسسات – أوراق- بورصات"، مرجع سبق ذكره، ص 39.

طريقة التمويل في أسواق المال معقدة أو بسيطة فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار والمستعدين للإقراض باتجاه الراغبين بالاقتراض (الاستثمار) لذلك تأخذ عملية التمويل في أسواق المال الأشكال الآتية:[1]

أولا: التمويل المباشر: يجرى التعامل مباشرة بين المقرضين (وحدات الادخار) والمقترضين (وحدات العجز)، دون وساطة لطرف آخر، اذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره أول مالية مباشرة (أسهم، سندات، أصول مالية أخرى) لصالح المقرض.

وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية لأنها تنتقل من صاحب الالتزام الى صاحب الحق، كما يوضح الشكل رقم (04).

الشكل رقم (04): التمويل المباشر



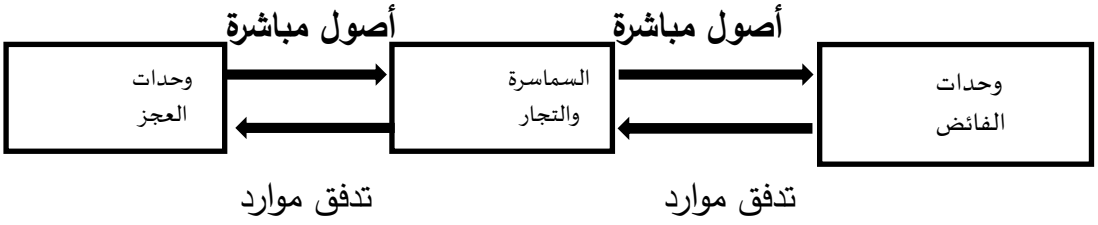
المصدر: مصطفى يوسف الكافي، **بورصة الاوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص67.

يمكن أن يتم التمويل المباشر بدون تدخل أو وجود أجهزة الوساطة المالية غير المصرفية، أو قد يتم بالاستعانة بخدمات بعض الأجهزة مثل : بنوك الاستثمار أو سماسرة الأوراق المالية.

ثانيا: التمويل شبه المباشر: ينشأ هذا النوع من خلا بروز بعض الوحدات (طبيعية، معنوية) لممارسة دور السماسرة والتجار للأصول المالية والذين يؤثرون بشكل واضح في عملية التقاء وحدات العجز ووحدات الفائض وتشكيل السوق التمويلية. وعلى الرغم من اختلاف دور السماسرة عن دور التجار، في إطار تحمل التجار لمخاطر لا يواجهها السماسرة، إلا أن كلاهما يمارس دورا وسيطا في عملية التقاء تيار الطلب وتيار العرض في السوق التمويلية.

ويمكن ملاحظة كيفية أداء السوق عبر شكل التمويل شبه المباشر لدورة من خلال الشكل رقم (05)، إذ يتوسط السماسرة والتجار انتقال الموارد المالية من وحدات الفائض (المقرض) وما يقابلها من أصول مباشرة (المقترض).

الشكل رقم (05):التمويل شبه المباشر



المصدر: مصطفى يوسف الكافي، مرجع سبق ذكره،68.

[1] مصطفى يوسف الكافي، **بورصة الاوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص ص 67-70.

يتميز التمويل شبه المباشر عن سابقه في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض تكلفة المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطالبين على حد سواء، كذلك تساعد هذه الطريقة في تقليل أثر عدم التطابق بين رغبات وحدات العجز وإمكانية وحدات الفائض، فضلا عن دور الوسيط (السمسار والتاجر) في استيعاب الأعداد المتناثرة من المدخرين، إلا أن القيد المرتبط بهذا الشكل هو بقاء وحدة الفائض حائزة على أصول مالية مباشرة وما يترتب على ذلك من تحملها للمخاطر.

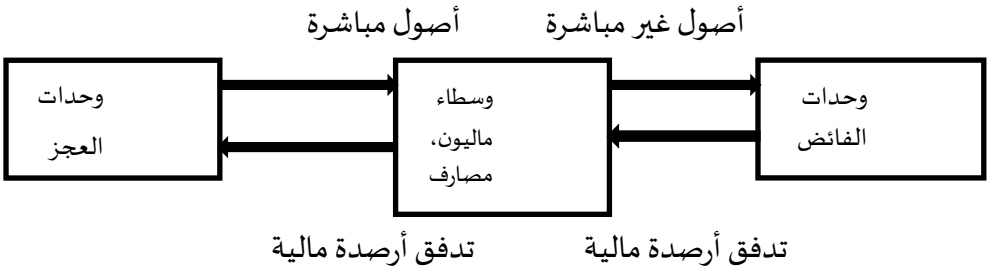
ثالثا: التمويل غير المباشر: يعد البروز الواضح للمؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل لأسواق المال، وقد يتجاوز دور الوساطة الموقع المحلي باتجاه دور وساطة عالمي، ويشمل مؤسسات اقتصادية مثل (المصارف التجارية، شركات التأمين، شركات التمويل، مصارف الادخار، الصناديق المشتركة). حيث تساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض يتجاوز مجرد التوسط (السمسار والتاجر) بل إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز.

وتشمل الأصول غير المباشرة المطروحة من المؤسسات المالية الوسيطة أدوات تمويل شائعة مثل (الصكوك، وحسابات الادخار، وسياسات التأمين والضمان، وحصص الصناديق المشتركة وغيرها). إن ما يميز هذه الأصول درجة سيولتها المرتفعة وقدرة حائزها على تداولها وما يتيحه ذلك من مرونة لوحدات الفائض، فضلا عن انخفاض مخاطرها مقارنة بالأصول المباشرة وبطئ التحول منها.

وتتمثل مزايا هذا النوع من التمويل في:

- القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخارات المتناثرة؛
- قدرتها في تسويق الأصول المالية المباشرة المختلفة لوحدات العجز؛
- ذو تكلفة منخفضة للمعلومات لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة؛
- مرونة المقرض والمقترض في تجنب مخاطر الأصل المالي من خلال التداول.

الشكل رقم (06): التمويل غير المباشر



المصدر: مصطفى يوسف الكافي، مرجع سابق، ص 69.

يلاحظ من خلال الشكل رقم (06) أن الوسطاء الماليون يقبلون الأصول المباشرة من وحدات العجز (طالبوا الأموال(المقترضون)) وبالمقابل يصدرون أصولا مالية غير مباشرة إلى وحدات الفائض لاستقدام تدفقات الأرصدة منهم.

المطلب الرابع: أسواق المال(العوامل- الأركان- الأنواع – الأدوات):

حتى تقوم أسواق المال بوظائفها ودورها لابد أن تقوم على أركان رئيسية تتوفر في مختلف أسواقها، بالإضافة إلى تواجد أدوات استثمارية يتم تداولها في تلك الأسواق.

أولا: العوامل

1.العوامل التي تجمع وتفرق بين أسواق المال: هناك مجموعة من العوامل التي تجمع وتفرق بين أسواق المال وهي:[1] التي تفرق بين أصناف أسواق المال وتجعل كلا منها صنفا متميزا كثيرة جدا:

- أذواق المستثمرين ونظرتهم وتوقعاتهم وأولوياتهم؛
- الأنظمة والقوانين التي تحكم قواعد التعامل في بعض الأدوات والمؤسسات المالية، فتعامل بعض المؤسسات المالية كالبنوك التجارية وشركات التأمين، تختلف عن الأنظمة والأعراف التي تحكم التعامل في أسواق العملات الأجنبية مثلا ؛
- الأدوات التي يتم التعامل بها كالأسهم أو السندات أو شهادات الإيداع أو النقد الأجنبي أو أذونات الخزينة أو الأوراق التجارية؛
- أساليب التعامل: فوري، أو آجل، أو مفتوح(متزايدة) أو تفاوض؛
- حجم المخاطر التي يقبل بها أو يتعرض لها المستثمر مقارنة بحجم العوائد التي يأمل في أن يجنيها من تعامله؛
- نوع العوائد التي يرغب في أن يجنيها هل هي أرباح أو فوائد وهل هي فورية أو مستقبلة وهل هي أرباح إيرادية أم رأسمالية.

2. العوامل التي تجمع بين أصناف أسواق المال: وهي العوامل التي تؤثر على نشاط هذه الأسواق بشكل عام وبغض النظر عن نوع السوق، وهكذا فإننا نرى أنه على الرغم من تعدد العوامل التي تفرق بين أصناف الأسواق التمويلية وتخلق منها هذا الكم الكبير من الأصناف، إلا أن هناك قوة كبيرة تجمع وتوحد هذه الأصناف وتجعل الأسواق كلها تتحرك في تناغم وتوافق بفضل حركة رؤوس الأموال بينها بحثا عن الربح الأكثر والمخاطرة الأقل وهذه العوامل هي: سعر الفائدة والائتمان وتوازن الأسعار.

1. سعر الفائدة:

إن سعر الفائدة في بلد ما يستجيب لمعدل التضخم في ذلك البلد، فإذا ارتفع معدل التضخم ارتفعت أسعار الفائدة. هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقوة الشرائية للعملة، فارتفاع معدل التضخم لبلد ما معناه انخفاض القوة الشرائية لذلك البلد، وهذا يعني انخفاض سعر عملتها مقابل العملات الأخرى. حيث أن تأثير سعر الفائدة يشمل جميع أسواق المال بغض النظر عن نوعها.

2. الائتمان:

يعتبر الائتمان عاملا من عوامل الجمع بين أصناف أسواق المال المتعددة فهو السلعة العامة والأكثر شيوعا من حيث التعامل بها في جميع أصناف أسواق المال.

[1] زياد رمضان، مروان شموط، **الاسواق المالية**، مرجع سبق ذكره ، ص ص 22،25.

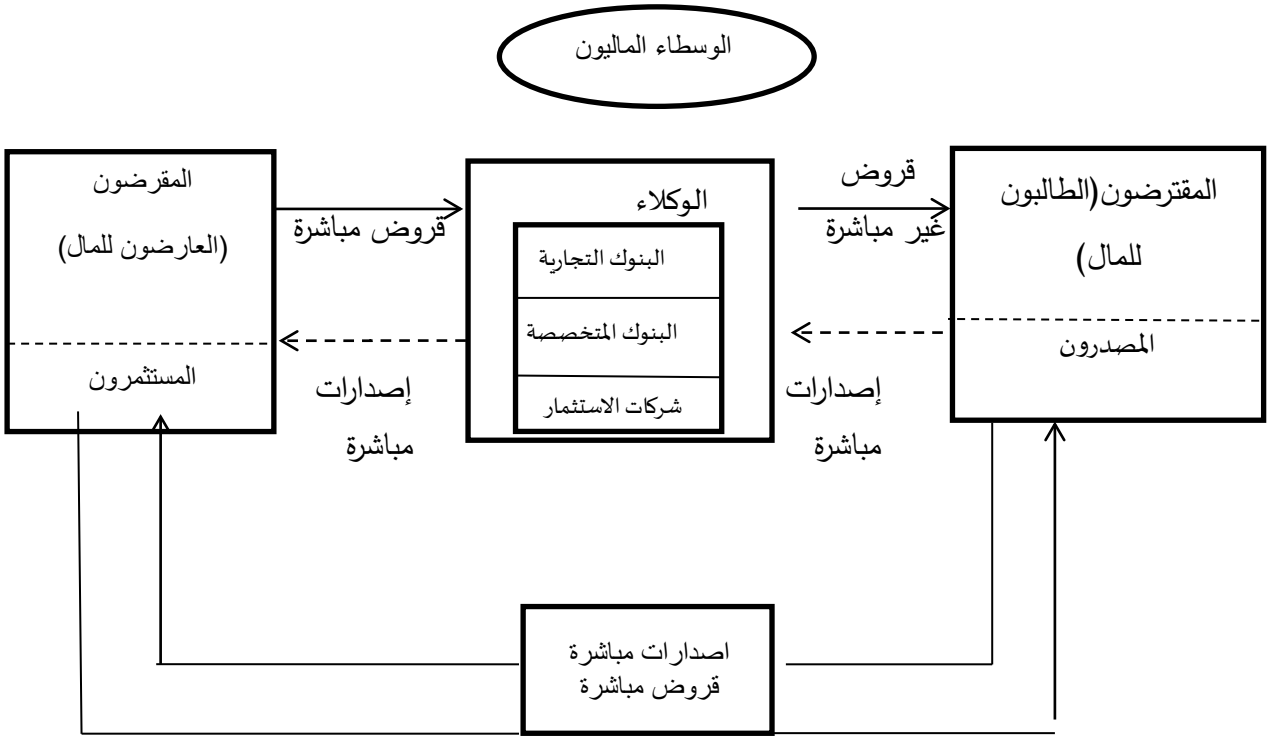
3. موازنة الأسعار:

إن نشاط موردي الأموال المكرس لتعظيم الربح الذي يسعون إليه يؤدي إلى موازنة الأسعار، ويتم ذلك عندما يكون هناك أداة واحدة معروفة في أكثر من سوق ويكون سعر هذه الأداة في إحدى الأسواق أكثر من سعرها في الأسواق الأخرى، فيقوم المستثمرون بهذه الأداة بشرائها من الأسواق الرخيصة وبيعها في نفس الوقت في الأسواق ذات الأسعار العالية. ويؤدي استمرار هذا السلوك لفترة إلى زيادة الطلب على هذه الأداة المالية في الأسواق ذات الأسعار الرخيصة فترفع أسعارها قليلا، وإلى زيادة العرض على هذه السلعة في الأسواق ذات الأسعار العالية فتنخفض الأسعار قليلا، ويؤدي تكرار هذا السلوك إلى موازنة الأسعار وتساويها في جميع الأسواق، وقد ساعدت بسهولة الاتصال والبيع والشراء الالكتروني وانتقال الأموال بالأساليب الالكترونية على دمج الأسواق وجعلها كأنها سوق واحدة.

ثانيا: الأركان الرئيسية لأسواق المال:

يوضح الشكل رقم (07) انسياب الأموال من المقرضين أو المستثمرين إلى فئة المصدرين أو المقترضين بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة عبر فئة الوسطاء الماليين.

الشكل رقم (07): أركان أسواق المال



المصدر: محمد مطر، **ادارة الاستثمارات" الاطار النظري والتطبيقات العملية"**، دار وائل للنشر، الطبعة الخامسة، الاردن، 2009، ص 180.

من الشكل السابق يتضح أن الأركان الرئيسية لأسواق المال تقوم على ثلاث فئات هي:[1]

أ. فئة المقترضين أو المصدرين (الطالبون للمال): تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات (الخاصة والعامة والحكومية والسلطات المحلية الأخرى) الذين تقل دخولهم عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع. ويتم الطلب (الاقتراض) بثلاث طرق: الاقتراض المباشر، إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد (الديون)، إصدار الأسهم (بالمشاركة).

ب. فئة المقرضين أو المستثمرين (العارضون للمال): تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق التمويلي، وتشمل الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فترغب في توظيف مدخراتها في أسواق المال. ويتم العرض أو الإقراض بثلاث طرق:

- الإقراض المباشر: والذي يتمثل في إيداع الأموال في حساب مصرفي الادخار أو دفع أقساط التأمين لشركات التأمين؛
- شراء سندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد؛
- شراء الأسهم؛

جـ. فئة الوسطاء الماليين (المؤسسات المالية): تقوم المؤسسات المالية في أسواق المال بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وتشمل هذه الفئة على المؤسسات المالية التي تعمل بنشاط النقد كالبنوك التجارية والمصارف ومؤسسات الائتمان والادخار والودائع ومؤسسات الإقراض والاستثمار في المشروعات التجارية والصناعية وتأسيسها وإدارتها، بالإضافة إلى المؤسسات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية المرتبطة بالعمليات المصرفية والاستثمارية كاستبدال العملات وصرف الشيكات السياحية، ووسطاء بيع الأوراق المالية والسلع، والوسطاء النقديين والماليين. كما تشمل هذه الفئة على شركات التأمين بأنواعها، بالإضافة إلى وسطاء ووكلاء التأمين والكشف وتقدير الأضرار (وكلاء التسوية بوالص التأمين) وسماسرة التأمين ومنظمات خدمة شركة التأمين.

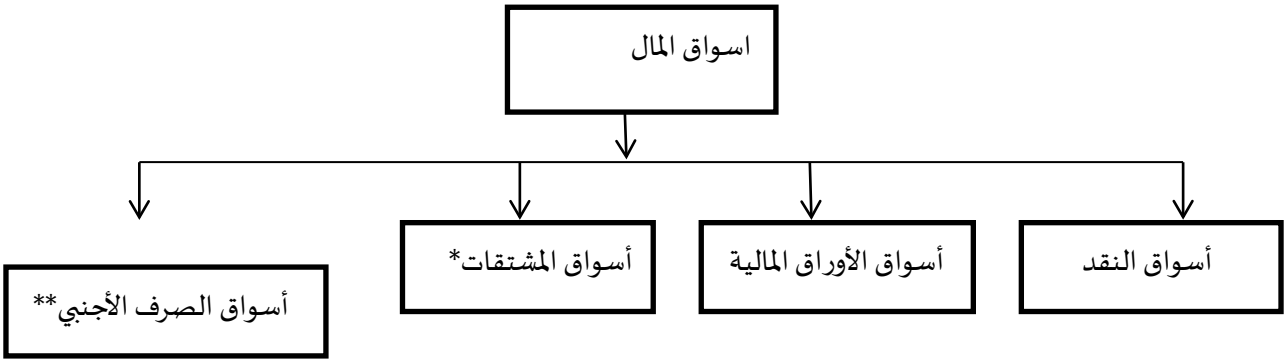
هناك من يصنف المؤسسات المالية العاملة في ميدان الوساطة المالية إلى 04 مجموعات: مؤسسات الإيداع، المؤسسات التعاقدية، مؤسسات الاستثمار، مؤسسات سوق الأوراق المالية. وهناك من يقسمها إلى مجموعتين: مؤسسات المالية الوسيطة، المحكمون والمراقبون.

[1] محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 180 ،181.

ثالثا: أنواع أسواق المال واتجاهاتها الحديثة

الشكل الآتي يوضح أنواع أسواق المال:

الشكل رقم (08): انواع أسواق المال



المصدر: عبد القادر السيد متولي، **الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الاولى، عمان، 2010، ص 93.[1]

ولكن في الواقع إن التقسيم الأكثر شيوعا لأسواق المال قائم على أساس المعاملات المالية (أغراض التمويل)، لهذا فان أسواق المال تقسم إلى سوقين، سوق نقدية (وهي سوق المعاملات قصيرة الأجل) وسوق الأوراق المالية (وهي سوق المعاملات طويلة الأجل).

حيث تستخدم الأموال في المشروعات الاقتصادية بشكل عام في مجالين: إما في تمويل رأس المال الأساسي أو المستثمر، وإما في تمويل رأس المال العامل. وتستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال المستثمر في تمويل الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي، بينما تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال العامل في تمويل شراء الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي.[2]

ونظرا للاختلاف الأساسي بين أغراض التمويل في الحالتين الأولى والثانية، تختلف أساليب التمويل فيهما، إذ بينما يمول رأس المال المستثمر لمشروع بأدوات تمويلية طويلة الأجل، يمول رأسماله العامل بأدوات تمويل قصيرة الأجل.

1. أسواق النقد: يعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل. وقد ارتبطت نشأة أسواق النقد بنشأة الوديعة والبنوك التجارية، لذلك فهي تعد أقدم أسواق المال وتمثل المؤسسات المصرفية(البنك المركزي، البنوك المصرفية) الأطراف الأكثر تعاملا في هذه الأسواق.[3]

*: ظهرت هذه الاسواق حديثا وأصبحت الأكثر انتشارا، وهي اسواق يتم التعامل فيها بالأوراق المشتقة، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومن اهم هذه الاسواق: سوق الاختيارات وسوق المستقبليات. والتعامل في هذه العقود قد يكون في الاسواق المالية.

**: وهي الاسواق التي تسهل التجارة في العملات الاجنبية، وتنقسم الى أسواق عاجلة واخرى آجلة.

[2] محمد مطر، **ادارة الاستثمارات" الاطار النظري والتطبيقات العملية"**، مرجع سبق ذكره، ص 196.

[3] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية " اطار في التنظيم وتقييم الادوات"**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص 60.

تعرف سوق النقد بأنها :"الاطار العام للمتاجرة بالأدوات ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل، هيكلها المؤسسي يتمثل بمجموعة الأطراف المشاركة في السوق والمنتشرة جغرافيا".[1]

وتنقسم سوق النقد إلى:[2]

- **السوق الأولية:**

وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال وحسب مكانة المقترض وسمعته المالية.

- **السوق الثانوية:**

والتي يجرى فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب. ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض القصيرة الأجل.

2- أسواق الأوراق المالية : وهي أسواق يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة، فهي أسواق تعرف بأنها: " أسواق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، بصورة مباشرة بالاكتتاب بالأسهم والسندات".[3]

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى مجموعتين من الأسواق هي:[4] السوق الأولية والسوق الثانوية (سيتم التفصيل في الأسواق المالية في النقاط الموالية لهذا الفصل).

تشير البحوث إلى انه يستخدم البعض مصطلح سوق القيم المنقولة أو البورصة كتسمية لسوق الأوراق المالية في ظل حالة الخلط بين التسميات وعدم توحيدها.

رابعا:الأدوات الاستثمارية المتداولة في أسواق المال

من خلال العنصر السابق فان الأوراق المالية تمثل السلعة التي يتمحور حولها نشاط أسواق المال، حيث تمثل عصب الحياة لهذه الأسواق، وتعرف الأوراق المالية بأنها الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة التي تقوم المؤسسات بإصدارها، وتعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معا، بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية، أما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمرين ويمكن تصنيف الأوراق المالية بطرق عديدة: [5]

1. من حيث الأهمية: تصنف إلى أوراق مالية تمثل ملكية (الأسهم العادية) وأوراق مالية تمثل مديونية (السندات وما شابهها)، وهناك الأسهم الممتازة التي تعد هجينا من الأسهم العادية والسندات، وان كانت في الغالب تصنف لصالح الأوراق المالية التي تمثل ملكية.

2. من حيث الاستحقاق: تصنف إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل.

---

[1] نفس المرجع، ص 60.

[2] عبد القادر السيد متولي، **الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سبق ذكره، ص 93.

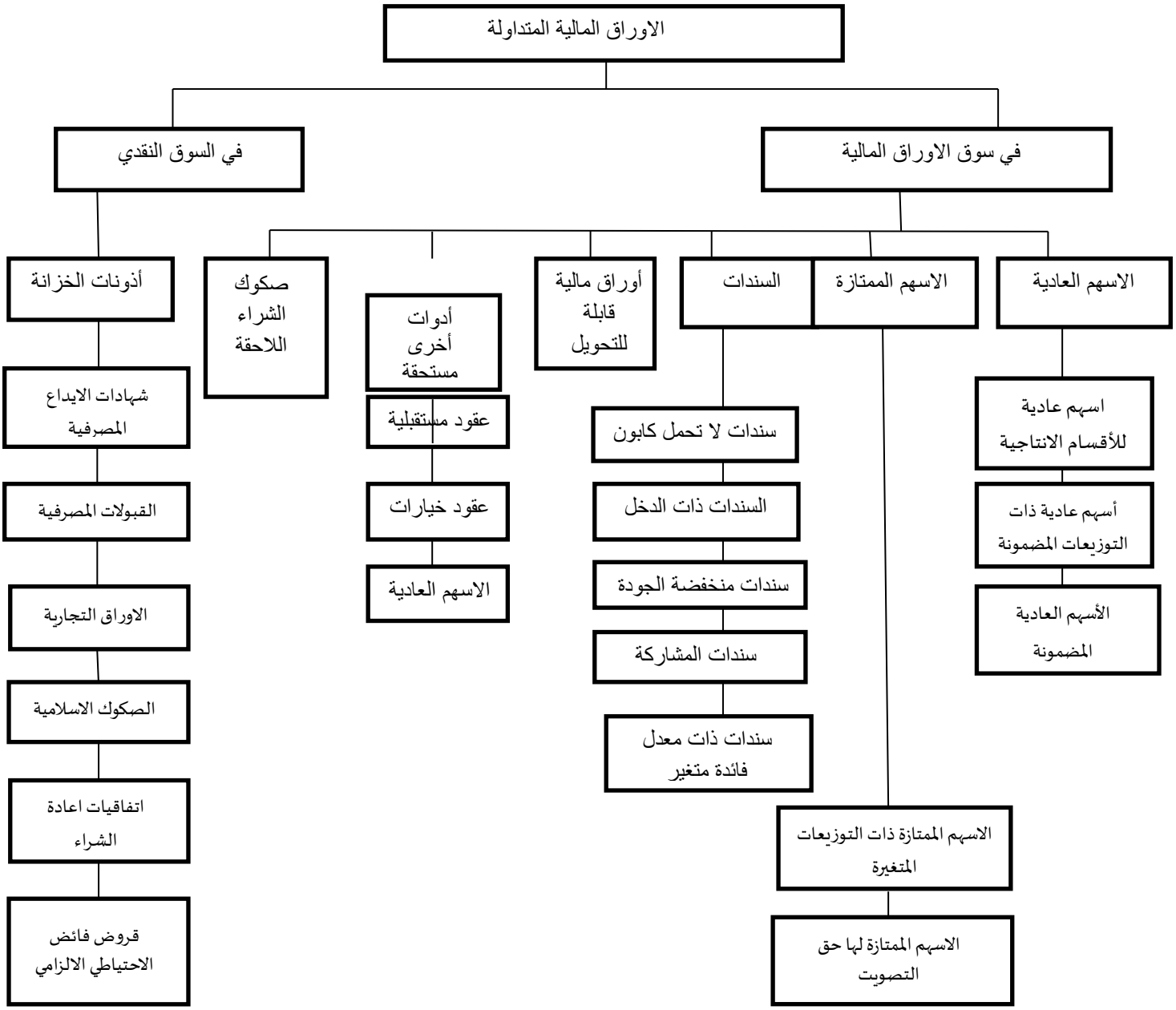
[3] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 120.

[4] عبد القادر السيد متولي، **الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سبق ذكره، ص 95.

[5] عيسى محمد الغزالي، **تحليل الاوراق المالية**، سلسلة دورية العدد 27، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص 05.

3. من حيث التداول: فتصنف الأوراق المالية على أساس السوق الذي يتم فيه التعامل بهذه الأوراق وهي (سوق النقد وسوق الأوراق المالية) والذي مثل التصنيف العام لأسواق المال الذي سبقت الإشارة إليها. لذلك سيكون تصنيف الأوراق المالية قائما على أساس الأسواق التي يتم التعامل فيها بهذه الأوراق. وهذا ما يوضحه الشكل رقم (09):

الشكل رقم (09): الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي وسوق الاوراق المالية



المصدر: عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2010، ص155.

المبحث الثاني: الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية

إن ظهور أسواق الأوراق المالية رافق التحول التدريجي الذي شهده الاقتصاد العالمي بالانتقال من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالي، وذلك بالتحول من التمويل غير مباشر إلى التمويل المباشر عن طريق أسواق الأوراق المالية. وقد تعددت الأسماء التي أطلقت على هذه الأخيرة من طرف الكتاب الاقتصاديين، فالبعض يسميها سوق الأسهم والسندات، وهذا الاسم وان كان يعبر عن واقع أسواق الأوراق المالية القائم اليوم، إلا أن لا يسمح باستحداث أدوات جديدة في السوق، ويسميها البعض سوق رأس المال باعتبار أنها مصدر الأموال الضرورية لتمويل مختلف المشروعات، ويعرفها آخرون باسم سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل تمييزا لها عن السوق النقدية والتي تعتبر سوق الأموال قصيرة الأجل. ونظرا للأهمية الكبيرة التي تحتلها أسواق الأوراق المالية في هذا العصر تظهر الحاجة إلى نظرة عامة على هيكل هذه الأسواق وعمله، لذا فقد تم تخصيص هذا المبحث لعرض صورة مفصلة لأسواق الأوراق المالية من خلال وصف أهم الجوانب النظرية المكونة لها، وذلك من خلال التعرض إلى التركيب البنيوي لسوق الأوراق المالية والشروط النظرية لإنشائه، زيادة على أدوات التعامل وآلية التعامل.

المطلب الأول: التركيب البنيوي لسوق الأوراق المالية

1.مفهوم سوق الأوراق المالية ونشأتها:

مارس سوق الأوراق المالية وظيفتها الاقتصادية كوسيط مالي من خلال أقسامها ومؤسساتها وأدواتها الاستثمارية المختلفة.

أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية: اتفقت تعاريف سوق الأوراق المالية في مجملها على فعالية الدور التمويلي للنشاط الاقتصادي، فقد عرفت سوق الأوراق المالية بأنها:

- سوق منظم تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات والدول.[1]

- عبارة عن سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني.[2]

- شبكة للتمويل طويلة الأجل، مبنية على الإصدار، بمعنى بيع القيم المتداولة- أسهم وسندات- والتي تصدرها الشركات والدول.[3]

- هي سوق تنتقل فيها الأموال من الأفراد والمؤسسات إلى المؤسسات المستثمرة من خلال أدواته المالية طويلة الأجل، فهو إطار لتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المتداولة أو المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القطاع العام والشركات ذات الأسهم.[4]

---

[1] شمعون شمعون، **البورصة**، دار اطلس للنشر،الطبعة الاولى، الجزائر،1993، ص 07.

[2] عصام حسين، **أسواق الاوراق المالية " البورصة"**، دار اسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2008، ص 18.

[3] حدة رايس، **محاضرات في مقياس الاسواق المالية**،جامعة محمد خيضر ببسكرة،2008،ص 38.

[4] صلاح السيد جودة، **بورصة الاوراق المالية**، مكتبة الاشعاع الفني، الطبعة الاولى، القاهرة ، 2000، ص 21.

ثانيا : نشأة وتطور سوق الأوراق المالية: ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولا سيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

وتعتبر فرنسا أول دولة شهدت ميلاد أول سوق لتداول الأوراق المالية، وذلك في القرن 13 ميلادي حيث وجد تطور في النشاط التجاري والاقتصادي والذي تطلب معه اعتماد لنظام الوساطة المالية والتوسع في استخدام الأوراق قصيرة ومتوسطة الأجل. يتم تداولها وفق تنظيم معين وقوانين مساعدة على تسهيل استخدامها وظهرت بذلك الوقت (1268م-1314م) مهنة السماسرة والوساطة.

وخلال نفس الفترة تطورت المبادلات التجارية في بلجيكا وبدأ التجار يجتمعون لتبادل الصفقات وشهدت هذه الحركة التجارية تطور في التبادل وظهر بذلك مصطلح البورصة لأول مرة ليصطلح على سوق تداول الأوراق المالية، ونتيجة لهذا التطور ظهرت خلال القرنين 16 و 17 الميلادي أسواق لتداول الأوراق المالية في بلدان أخرى كهولندا وبريطانيا والدانمرك وألمانيا.

ومع النمو المستمر للنشاط الاقتصادي وزيادة متطلباته التمويلية زادت الحاجة إلى التوسع في عدد البنوك والمؤسسات المالية من أجل قيامها بالبحث على موارد جديدة توفي بذلك الغرض التمويلي، مما أدى إلى إصدار الأوراق المالية من الحكومات والمؤسسات المالية، وبعض شركات المساهمة خاصة الكبيرة منها وأصبحت أسواق الأوراق المالية مكانا محددا لتداول هذه الإصدارات وأجواء المعاملات بشأنها. مع حلول القرن 19 أصبح التعامل في هذه الأسواق يجرى بشكل رسمي في أغلبية الدول المتقدمة.

أما الدول الإسلامية فقد عرفت أسواق الأوراق المالية من خلال الدول الاستعمارية التي احتلت مناطقها وأنشئت العديد من البنوك والبورصات تطبيقا لنظمها الاقتصادية وضمانا لتصدير بعض منتجاتها بهذه الدول.

وفي هذا الإطار عرفت مصر أسواق الأوراق المالية كأول دولة في الشرق الأوسط حيث يرجع إنشاء سوق الأوراق المالية في مصر في نهاية القرن 19، فتم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية 1883م وبورصة القاهرة عام 1904م، وقد تمكنت هذه السوق في مصر من القيام بدورها كسوق قوية للأوراق المالية حتى أصبحت السوق الأولى في إفريقيا والخامسة على مستوى العالم من حيث النشاط وعدد المؤسسات وحجم رؤوس الأموال المستثمرة، إلا أنه تراجع دور البورصة المصرية مؤخرا ولم تكن ذات نشاط معتبر إلى غاية 1992م، وبعدها أعيد تنظيم سوق الأوراق المالية المصري في ظل سياسة الدولة لتحقيق برنامج الإصلاح الاقتصادي.

أما بالنسبة للبورصات في بعض المناطق العربية الأخرى إلى غاية 1989 لم يكن في العالم العربي سوى 05 بورصات إضافة إلى البورصة المصرية وهي كالتالي:

- بورصة لبنان 1920م، المغرب 1967م، تونس 1968م، الكويت 1977م، الاردن1978م، إلا أن أغلبية هذه البورصات بقيت معطلة في النشاط الى غاية 1995 بسبب ظروف الحروب خاصة في بورصة لبنان، وفي عام

1989م تم إنشاء بورصات في البحرين والعراق، وبدأت سوق الأوراق المالية تنشط كذلك في السعودية، وفي عام 1999م ظهرت بورصات أخرى في كل من السودان وقطر والجزائر وفلسطين، وفي عام 2002م تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في الإمارات المتحدة.

2.الوظائف والأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

من المتفق عليه بين علماء الاقتصاد، أن أسواق الأوراق المالية أصبحت ركنا هاما وأساسيا من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة، وأن أهميتها تنبع من كونها إحدى الأدوات التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات التمويل والاستثمار المناسبة ويتحقق ذلك من خلال قيامها بوظائفها الاقتصادية والتمويلية.

أولا: الوظائف الاقتصادية والتمويلية لسوق الأوراق المالية: تقوم سوق الأوراق المالية في أي اقتصاد سواء اقتصاد نام أو اقتصاد متقدم بالعديد من الوظائف الاقتصادية والتمويلية تتمثل فيما يلي:

أ.الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية: تعد سوق الأوراق المالية من أهم مؤسسات الوساطة المالية في الاقتصاد المعاصر، وهي تؤدي وظيفة متمم لمؤسسات أخرى كالبنوك التجارية ومؤسسات التأمين وغيرها، ويمكن تلخيص الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية فيما يلي:[1]

- **التعامل في الوراق المالية:**

إن أول وظيفة لسوق الأوراق المالية هي بيع وشراء الأوراق المالية (أسهم، سندات)، كما أنها تحدد السعر الحقيقي لهذه الأوراق نظرا لما يكلفه للسوق من ضمانات تمنع من احتكار البائعين لورقة مالية معينة لرفع ثمنها.

- **استثمار رؤوس الأموال:**

يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة الشراء والبيع، وبإمكان كذلك استثمار أي مبلغ كبيرا كان أم صغيرا ولأي مدة طالت أم قصرت، كما لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة، ففي مقدور أي شخص استثمار ماله في أسهم أي مؤسسة، ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح، كما يستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال المؤسسة.

- **تشجيع الادخاروتجميع الأموال:**

من أهم عوامل تشجيع الادخار بالاستثمار في الأوراق المالية هو تخفيض قيمة السهم، وكذلك تشجيع الاكتتاب وضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد. ونشر الوعي الادخاري بين الأفراد من شأن كل ذلك توجيه الأنظار إلى التعامل في شراء الأسهم والسندات وجذب المدخرات بما يتيح الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود فائدتها على الجميع. ولا يفوتنا التنويه عن مزايا تشجيع الادخار عن طريق تجميع رؤوس الأموال اللازم لتمويل شتى المشروعات وما يترتب عن تلك المشروعات من تنمية الدخل القومي.

[1] عبد المطلب عبد الحميد، **اقتصاديات الاستثمارفي البورصة**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، القاهرة، ص ص 69-78.

- **توجيه الاستثمار:**

عند انخفاض أسعار الفائدة بالبنوك مقارنة بسوق الأوراق المالية يلجأ المستثمرون لسحب ودائعهم من البنوك، وبالتالي انتقال رؤوس الأموال من البنوك إلى سوق الأوراق المالية والعكس في حالة ارتفاع معدل الفائدة.

- **خلق رؤوس أموال جديدة:**

بمجرد أن يشتري المستثمر أوراقا وترتفع أسعارها يزيد ماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للأوراق، كما تقوم المؤسسات الناجحة بإيداع جزء من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة وعندما تحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال المؤسسة تزيد رأسمالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الاحتياطات أو بقيمة تقل كثيرا عن القيمة السوقية للسهم وبذلك يزيد رأسمال المساهم.

- **ضمان سيولة أموال المستثمرين:**

يمكن لسوق الأوراق المالية أن تفتح المجال للمستثمرين عند مواجهة الصعوبات النقدية، وذلك عن طريق التخلص من الأسهم بالبيع وبالتالي استرجاع أموالهم واستثمارها في مشاريع أخرى.

- **ترشيد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة:**

في مقدور سوق الأوراق المالية وبشكل خاص المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجمها فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها. فحجم المعاملات التي تبرم فيها يدل على أهمية وكمية الأموال السائلة المتداولة، والمبالغ التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لفائدة المبالغ المستثمرة، وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج.

ب.الوظائف المالية لسوق الأوراق المالية: تساهم آلية نظام أسواق الأوراق المالية في تسهيل عمليات تحويل الأموال الفائضة من بعض القطاعات إلى القطاعات التي تواجه عجزا في الأموال بكفاءة وبأقل قدر من التكلفة. وتعتبر وظيفتا تحويل الخطر وتحويل الانتظار من أكثر الوظائف التمويلية التي تقوم بها سوق الأوراق المالية:[1]

- **وظيفة تحويل الخطر:**

سواء قرر المستثمر إصدار أسهم أو سندات، فإن المستثمرين يتحملون بعض المخاطر الخاصة بالمؤسسة عن طريق وساطة سوق الأوراق المالية الذي يقوم بترتيب الإصدارات للأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات، وبذلك تتضح أهمية سوق الأوراق المالية من خلال السوق الأولي له، حيث يساهم في تحويل مخاطر الاستثمار المادي إلى المستثمرين الماليين. وبذلك يتم تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها شركات المساهمة.

- **وظيفة تحويل الانتظار:**

تستمد هذه الوظيفة أهميتها من إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها. حيث لا يشترط الاحتفاظ بالأوراق المالية حتى تاريخ الاستحقاق.

[1] صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية**، عالم الكتب، الطبعة الاولى، القاهرة، 2003، ص 21.

ثانيا: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية: لقد أًبحت أسواق الأوراق المالية في الوقت الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعائمه، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح.[1]

وللوقوف على أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية، سوف يتم التطرق لأهميتها بالنسبة للأفراد والمؤسسات. كما سيتم التحدث عن الدور البارز الذي تلعبه هذه الأسواق في تشابك قطاعات الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى أهمية أسواق الأوراق المالية في تنفيذ برنامج الخوصصة. والشرح الموالي يوضح ذلك:

1- أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد:

تنبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوبا منظما لتوظيف أموالهم ومدخراتهم-مهما بلغ حجمها- بما يحقق لهم عائدا يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، وفي الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس المال وأيضا المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول. كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على سيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة.

2- أهمية سوق الأوراق المالية للمؤسسات:

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى المؤسسات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. يعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم مؤسسة ما، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، وبناءا عليه فان المؤسسة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي –يفترض أنها متوافرة- هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعني انخفاض تكلفة الأموال، أي انخفاض تكلفة الاستثمار.

أما الدور الغير المباشر، فينجم عن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم مؤسسة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه المؤسسة بما تحتاجه من أموال إضافية، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

3- أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد الوطني:

تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد الوطني، حيث أنها تساعد في الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج الوطني فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو من جهة أخرى، فان سوق الأوراق المالية النشطة توجد وعاءا مناسبا للادخار والاستثمار، كما تعمل على إيجاد فرص عمل جديدة

[1] حسين عبد المطلب الاسرج، **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستر في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر،2002، ص ص 41-44.

تساهم في تخفيف حدة البطالة التي هي إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة، وبالتالي فانه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين.

وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للادخار المحلي – وليست عوضا عنه- وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة.

4- أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة:

دأب الأدب الاقتصادي فيما يتعلق بعمليات الخصخصة على محاولة الربط بينها وبين قيام سوق الأوراق المالية تنافسية وذات كفاءة. وقد اتضحت هذه العلاقة في الكثير من تجارب الخصخصة، حيث تبين أنه كلما كانت هناك سوق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية، وذات كفاءة، كلما نجح برنامج الخصخصة الذي يتم تنفيذه.

ويتعاظم دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات النامية، خاصة تلك التي تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادي، وتتميز بالكفاءة والاتساع، تسهم في إتمام عمليات الخصخصة، من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد في حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة عن طريق شراء المدخرين مباشرة الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات العامة محل الخصخصة.

من ناحية أخرى فان قيام بعمليات الخصخصة سوف يساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها، حيث أن مؤسسات قطاع الأعمال العام المطروح أسهمها للبيع في سوق الأوراق المالية سوف تساهم في زيادة حجم الأوراق المالية المعروضة، مما يؤدي إلى تنشيط حركة التعامل في السوق الثانوي للسوق، ومن ثم ازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية.

ثالثا: خصائص ومواصفات سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، كما أنه ولكي تكون سوق الأوراق المالية سوق جيد، ينبغي أن تتوافر فيها بعض المواصفات.

1- خصائص سوق الأوراق المالية: تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق منها:[1]

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أقل اتساعا لكنها في الوقت نفسه أكثر تنظيما من باقي أسواق المال الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

[1] جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 56.

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فان ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فان اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

2- **مواصفات سوق الأوراق المالية**: تتوافر في سوق الأوراق المالية مواصفات وسمات لكي يقال عنه سوق أوراق مالية جيد تتمثل في:[1]

1. توافر المعلومات والبيانات:

أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة.

2. توفر السيولة :

وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة (صلاحية الأسهم لعرض في السوق). وبسعر محدد ومعروف، إي عدم حصول تغير كبير في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية.

3. العمق:

أي وجود عدد كبير من البائعين والمشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

4. انخفاض تكلفة التعاملات:

كلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة ويفضل المشاركون في السوق أن تعتدل الأسعار بسرعة وفقا للمعلومات الجديدة (الخارجية) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول.

5. مكونات وتقسيمات سوق الأوراق المالية:

ينصرف الاهتمام هنا إلى التعرف على مكونات سوق الأوراق المالية، حيث أن لسوق الأوراق المالية وجهان يكمل أحدهما الآخر، ولا يمكن أن يقوم أحدهما بمعزل عن الآخر وهذان الوجهان هما: السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة، والسوق الثانوية أو سوق التداول وهذه الأخيرة تنقسم إلى أسواق منظمة (البورصات) وأسواق غير منظمة (السوق الثالثة والسوق الرابعة).

[1] عصان حسين، مرجع سبق ذكره، ص 86.

أولا: السوق الأولية أو سوق إصدار الأوراق المالية: وهي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو السوق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة. ويتم بيع الأسهم والسندات في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والمؤسسات مصدرة هذه الأوراق المالية.

يتم هذا التعامل عن طريق ما يسمى بالاكتتاب في سوق الإصدارات الجديدة وتشمل على:[1]

- الاكتتاب في المؤسسات تحت التأسيس تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة؛
- الاكتتاب في زيادة رأسمال مؤسسات قائمة بالفعل من مؤسسات الاكتتاب العام أو بإصدار سندات بغرض زيادة الموارد المالية للوفاء باحتياجات استثمارية مطلوبة وهذا يمثل بديلا للاقتراض من الجهاز المصرفي (سوق النقد) أو مكملا له؛
- الاكتتاب في زيادة رأسمال قائمة بالفعل من مؤسسات الاكتتاب المغلق، وفي هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين والمساهمين الحاليين للمؤسسة.

الشكل رقم (10): سوق إصدار الأوراق المالية

المؤسسة طرف في العملية

المصدر: طارق عبد العال حمادة، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الطبعة الاولى، الاسكندرية،2007، ص 25.

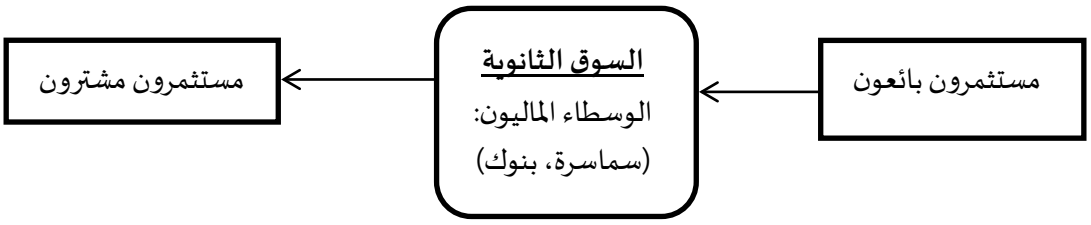
ثانيا: السوق الثانوية أو سوق تداول الأوراق المالية: يتم في نطاق هذا السوق التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها. ويشمل تداول الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر.

لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع، فهم يتحملون لخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)، كما أنهم يجنون الأرباح (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها). ولذلك يمكن تعريف السوق الثانوية على أنها:" الإطار الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، ولا تكون المؤسسات المصدرة للأوراق المالية طرفا في العملية".[2]

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 130.

[2] نفس المرجع، ص 136.

الشكل رقم (11): سوق تداول الأوراق المالية



المؤسسة مصدرة الاوراق المالية ليست طرفا في العملية

المصدر: طارق عبد العل حمادة، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 26.

تعتبر السوق الثانوية سوق مستمرة حيث يمكن بيع الأوراق المالية في أي وقت، كما أن السوق الثانوية تمثل سوق الاستثمار المالي حيث يكون الاستثمار هنا نقلا للملكية من مستثمر إلى آخر دون أن تستفيد المؤسسة المصدرة للورقة. ويمكن التفرقة بين السوق الأولية والسوق الثانوية من خلال الآتي:[1]

- تتميز السوق الثانوية بكبر الحجم عن السوق الأولية؛
- التداول في السوق الثانوية عملية دائمة ومستمرة ومتكررة بينما الطرح في السوق الأولية يتم ويحدث لمرة أولى واحدة للورقة المالية؛
- تحتوي السوق الثانوية على عدد أكبر من المتعاملين بالمقارنة بالسوق الأولية، خاصة أن المتعاملين يمكنهم مضاعفة معاملاتهم وتكرار أكثر من مرة خلال اليوم الواحد في البورصات المتقدمة بينما في السوق الأولية يتم التعامل مرة واحدة فقط عند بداية الاكتتاب أو الطرح لأول مرة؛
- تمتاز السوق الثانوية بأنها أداة تتبع وترصد المتغيرات التي تطرأ وتؤثر على الورقة المالية والمعلومات المختلفة عن الورقة المتداولة في السوق، بينما في الأولية لا تزيد البيانات والمعلومات عن نشرة الاكتتاب المصاحبة لطرح الورقة المالية أول مرة في السوق وكلا السوقين هما جناحا البورصة اللذين بدونهما لا تستطيع العمل، فهما وجهين لعملة واحدة وكلاهم مهم، ولازم للآخر ومكمل بشكل أساسي ورئيسي، فالسوق الثانوية عامل هام في تأمين وتدعيم وتحسين الأداء في السوق الأولية التي بدونها لا تنشأ سوق ثانوية.

المطلب الثاني: الشروط النظرية لإنشاء سوق الأوراق المالية

إقامة سوق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من المقومات التي تعتبر ركائز تقوم عليها أسواق الأوراق المالية، وتتمكن بها السوق من ممارسة أنشطتها بفاعلية وكفاءة، لهذا سيتم من خلال هذا العنصر تناول هذه المقومات.

أ- توفير مناخ استثماري ملائم: يقصد به مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية، والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، وهذا ينب أنه يشمل مجمل الأوضاع والظروف السياسية، الاجتماعية والاقتصادية، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 136.

عاملين أساسيين هما: عامل الثقة وعامل التنظيم، فمن خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه الأسواق.[1]

وينصرف مناخ الاستثمار إلى مجموعة سياسات الاستثمار، فهو الذي يعكس سياسات الاستثمار بالمعنى الواسع، حيث يتضمن مناخ الاستثمار كل السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الاستثمارية، بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على توجهات القرارات الاستثمارية في أي اقتصاد قومي.

وبالتالي فمناخ الاستثمار ينطوي على مجموعة من المكونات والمقومات والأدوات والمؤشرات التي تشير في مجموعها إلى ما إذا كان هناك تشجيع جذب للاستثمار من عدمه، وهذه المكونات تتفاعل مع بعضها البعض خلال مرحلة أو فترة معينة لتهيئة وتكوين بيئة مشجعة.[2]

ب- متطلبات أساسية على المستوى الكلي: يمكن حصر المتطلبات الأساسية لأسواق الأوراق المالية على المستوى الكلي من خلال العناصر التالية:

أولا: مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته: تتغير البنية التمويلية للمؤسسات (المزج بين الوسطاء الماليين وسوق الأوراق المالية) بتطور البلد، ويتضح هذا بمقارنة البنية التمويلية للبلدان في مستويات مختلفة من النمو، أو مقارنة نفس البلد في أزمنة مختلفة.[3]

ثانيا: الادخار: يعتبر جلب الادخار وضخه في الاقتصاد الوطني باستمرار عبر أي قناة من القنوات المتاحة كالبنوك والأسواق المالية، من عوامل تنشيط الحياة الاقتصادية برمتها من خلال تنويع وتوفير مصادر التمويل للأعوان الاقتصاديين وبتكلفة أقل. لهذا تحاول السلطات العمومية والسلطات المالية على وجه الخصوص توفير المناخ الملائم لنم مدخرات المجتمع وتوفير الحوافز الضرورية لذلك، كالحوافز الضريبية، من اجل جلب أصحاب الفوائض المالية ودفعهم إلى تجنب مظاهر الاكتناز بكافة صوره وتوظيف أموالهم في المشاريع ذات الكفاءة، مما يعود على البلد ككل بالتنمية الاقتصادية المرجوة.[4]

ثالثا: مستوى الدخل وهيكل توزيعه: يعتبر الدخل من أهم العوامل المحددة للادخار، باعتباره ذلك الجزء من الدخل المتاح الذي لم يستهلك، وعليه فان الشخص صاحب الدخل المرتفع يكون بمقدوره الادخار أكثر من ذوي الدخول الضعيفة، وهو ما يدل على أن مدا خيل الأشخاص وتغيراتها محدد أساسي للادخار.[5]

رابعا: سعر الفائدة: وهو ذلك المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقترض لقاء التنازل عن مبلغ من المال لفترة زمنية معينة.[6]

---

[1] مصطفى يوسف الكافي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

[2] رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الاوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2006،ص 72.

[3] نفس المرجع، ص 75.

[4] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الاموال "الهياكل، الادوات، والاستراتيجيات"**، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011، ص 11.

[5] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 80.

[6] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 81.

ج- **متطلبات نظرية متعلقة بالجانب القانوني:** من المقومات الرئيسية الفعالة لإنشاء سوق الأوراق المالية الجانب التشريعي الذي ينظم ويحكم هذا السوق، ومن بين القوانين المرتبطة بسوق الأوراق المالية والتي يتناولها هذا العنصر ما يلي:[1]

أولا: قانون الشركات: يعتبر من أهم القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية، فهو القانون الذي يتم بموجبه تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها لتأسيس الشركات المساهمة العامة وتسجيلها، كما يحدد هذا القانون أنواع الأدوات المالية التي يمكن للشركات المساهمة العامة إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار، وإجراءات التخصيص، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده وهيكله وعمليات الاندماج وغيرها من الأمور التي تتضمن شؤون الشركات، كما يتضمن أحكاما تساعد على توفير الحماية، وضمان لحقوق المساهمين والمستثمرين، وسلامة النظام المالي، ومن أهمها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاته.

ثانيا: قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها: يمثل قانون الأوراق المالية الخطوة الرئيسية الأولى في تنظيم وإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، حيث تنظم مراحل تأسيس السوق، والشكل القانوني له، وأهدافه وإدارته وتنظيمه، كما تنظم العلاقات الناشئة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية وتحدد أعضاء السوق والالتزامات المترتبة عليهم.

ثالثا: قوانين الأنظمة الضريبية: تعتبر القوانين الضريبية من القوانين الهامة ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية، وتستخدم الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل الحوافز من جانب الإعفاءات الضريبية لشركات المساهمة العامة، بحيث تكون أقل من العبء الضريبي على الشركات المقفلة والعائلية، بهدف تشجيع تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة عامة، ويرجع ذلك إلى أن طغيان الطابع المغلق لمثل هذه الشركات يعتبر عاملا محددا لنمو الأسواق بالنظر لقدرتها المحدودة نسبيا على التوسع في استثماراتها، مقارنة مع الشركات المساهمة العامة التي تملك نوافذ متعددة للتوسع. كما تشمل الحوافز من جانب آخر الإعفاءات أو تخفيضات الضرائب على أرباح الشركات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية.

رابعا: التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي: تتضمن الأسس والقواعد التي تنظم الاستثمارات الأجنبية ومساهمة المستثمرين الأجانب في المشروعات الوطنية، بما فيها الاستثمارات الأجنبية في أسهم الشركات المساهمة العامة، وتهدف هذه التشريعات بما توفره من مزايا وتسهيلات للمستثمرين إلى جذب الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها أو تحضيرها على الدخول.

خامسا: قانون الخوصصة: تعني القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد في تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسات عمومية، أو جزء منها، أو كل رأسمالها، أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين للقطاع الخاص، وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كيفيات تحويل التسيير وممارسته وشروطه.

[1] نفس المرجع، ص ص 86-92.

ح- دور شركات المساهمة والجهاز المصرفي: لا يمكن تصور إقامة سوق لأوراق المالية دون توفر شركات مساهمة تطرح رأسمالها للاكتتاب، وجهاز مصرفي يعمل على تنظيم عمليات الاكتتاب في سوق الإصدار خاصة، ولتوضيح هذه العناصر يتم التفصيل فيها من خلال النقاط التالية:[1]

أولا: كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى: من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة، إضافة وجود أدوات مالية كثيرة ومتنوعة، ذات آجال مختلفة، ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر، وانخفاض المخاطر، تغري المدخرين للإقبال عليها واختيار المناسب منها مما يساعد على اتساع رقعة السوق. بالإضافة إلى توفر مؤسسات مالية وسطية، من سماسرة الأوراق المالية وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار وغيرها، يقدمون خدمات أساسية في خلق السوق الثانوي للأوراق المالية، والعمل على تحسين تدفق المعلومات بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية.

ثانيا: الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية: تؤدي البنوك دور رئيسيا في عملية إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

- تؤدي دور الوساطة في السوق كوسيط لصالح الغير، وتساعد البنوك سوق الأوراق المالية من خلال الصفقات التي تتم داخلها؛
- تستطيع البنوك المتخصصة المساهمة والمشاركة في إنشاء مؤسسات جديدة في السوق الأولية، وتتولى في سوق التداول تسويق الأوراق المالية الجديدة؛
- تساهم البنوك في سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل، وتكون هذه البنوك جميعا تحت وصاية البنك المركزي الذي يتدخل لتعديل الانحرافات إذا وجدت عن طريق الائتمان، سواء بتوسيع أو الانكماش حسب السياسات التي ترغب الدولة في تطبيقها شرط ألا تعيق نمو السوق.

المطلب الثالث: أدوات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات السلعة الرئيسية التي يتم التعامل بها وتداولها في السوق المالي. وهي من مصادر التمويل طويل الأجل التي ترتبط عادة بالتوسع في أنشطة المؤسسة أو إقامتها للاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستخدامات تحتاج إلى أموال كبيرة ولمدة طويلة نسبيا. من أهم أدوات التعامل في سوق الأوراق المالية الأسهم والسندات.

1. الأسهم العادية: يعرف السهم بأنه " صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأس مال المؤسسة." وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها من الإصدار. تكون الأسهم الصادرة عن شركة المساهمة متساوية القيمة وهي من صكوك الملكية التي يعتبر مالكوها مالكين ومساهمين للمؤسسة المصدرة لها.[2]

[1] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-95.

[2] زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 96.

على غرار أدوات التعامل فان للأسهم العادية خصائص يمكن أن تتميز بها ويمكن إجمالها بالتالي:[1]

- تعد مخزنا للقيمة لكون قيمتها تتزايد بنجاح المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك ربحا وبأسرع وقت؛
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيمة مختلفة؛
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة اقتراض؛
- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة العامة؛
- مسؤولية المساهم تكون بقدرة عدد الأسهم التي يتحملها؛
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم؛
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق وإنما يتم التداول عليه بيعا وشراء في السوق المنظم؛
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على المؤسسة؛
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

2. الأسهم الممتازة: السهم الممتاز يعتبر أداة ملكية ويطلق على حامله مصطلح مساهم ممتاز، ولكن تختلف ملكيته عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي.[2]

تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

أولا: مجمعة الأرباح: وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكن لم يعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ثانيا: مشاركة في الأرباح: توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

ثالثا: القابلية للتحول: تعطي لحاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

رابعا: القابلية للاستدعاء: تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصا عندارتفاع أسعارها السوقية.

3. السندات: السند عبارة عن قرض يمثل دينا على الجهة المصدرة له سواء كانت مؤسسة أو حكومة. وعندما يشتري مستثمر ما سندا، فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى المؤسسات أو للحكومة. وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ وهو مبلغ القرض الأصلي عند حلول موعد الاستحقاق، إلى جانب دفعه لمبلغ محدد من العائد في مواعيد ثابتة كل ثلاثة أو ستة أشهر أو سنة.

[1] مصطفى يوسف الكافي، مرجع سبق ذكره، ص 153.

[2] مصطفى يوسف الكافي، نفس المرجع، ص 102.

وهذا العائد نظير استخدام المؤسسة المصدرة أو الحكومة لأموال المستثمر، خلال فترة حياة السند وحتى تاريخ الاستحقاق المتفق عليه. [1]

مما سبق ذكره يتضح أنه يوجد نوعين رئيسين من السندات:[2]

أولا: سندات المؤسسات: هي سندات تصدرها شركات المساهمة للاقتراض من الجمهور، وقد تكون سندات مضمونة (يقابلها حق قانوني على أصول محددة والتي تعد بمثابة ضمان يتم اللجوء اله عند عدم الوفاء بعائد السندات أو بقيمتها الاسمية) أو سندات غير مضمونة (لا يقابلها أي ضمان لحقوق المستثمرين بها وهي أكثر مخاطرة).

ثانيا: سندات الحكومة: هي سندات تصدرها الدولة لتمويل العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم. وهي أقل الأنواع مخاطرة وتتراوح مدة تلك السندات من 05-30 سنة.

بالمقارنة مع السهم يمكن تلخيص خصائص السند الذي يصدر عن المؤسسات بما يلي:[3]

- **السند أداة دين:** يرتب السند لحامله على المؤسسة المصدرة حق دائنيته. لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح المؤسسة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.
- **السند أداة استثمارية ثابتة الدخل:** يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لان حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة. ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.
- **محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار. ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل السند، وكذلك سعره السوقي.
- **القابلية للتداول:** يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول الأسهم. وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

ويجدر الإشارة إلى انه يصاحب السندات نوعان أساسيان من الوثائق هما:[4]

- **شهادة السند:** وهي وثيقة التي تعبر عن الملكية ويتم الإفصاح عن توقيت وطريقة تسديد الفوائد والقيمة الاسمية للسند.
- **وثيقة عقد إصدار السند:** وهي الوثيقة التي توضح مسؤوليات وواجبات كل من المصدر وحامل السند.

ويمكن تلخيص أهم الفروق بين الأوراق المالية الأساسية سابقة الذكر من خلال الجدول التالي:

---

[1] خاد محمد نصار، **آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية**، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية غزة، فلسطين، 2006،ص 45.

[2] عنايات النجار، وفاء شيف، **دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية**، المنظمة العربية للتنمية الادارية بحوث ودراسات، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، 2009، ص 31.

[3] زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص ص 106-107.

[4] مصطفى يوسف الكافي، مرجع سبق ذكره، ص 149.

الجدول رقم (01): الخصائص المختلفة للأوراق المالية

الورقة المالية / عامل المقارنة	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات
أ/ المفهوم	تمثل جزء صغير من رأس المال.	تمثل جزء من رأس المال وان كانت تجمع بين خصائص رأس المال والقروض	تمثل جزء من قروض طويلة الاجل.
ب/ العائد	المشاركة في الربح والخسارة بعد حصول الأطراف الأخرى على حقوقها.	عادة ما تحصل على فائدة ثابتة وأحيانا يكون العائد متغير.	الأصل أنها تحصل على فائدة ثابتة محددة ولكن ظهرت أنواع أخرى ذات عائد متغير.
ج/ أولوية الحصول على العائد أو فائض التصفية:	آخر من يحصل على هذه الحقوق.	قبل حملة الأسهم العادية.	لهم الأولوية قبل حملة الأسهم العادية أو الممتازة.
د/ استرداد القيمة:	المرتبة الأخيرة.	المرتبة قبل الأخيرة.	المرتبة الأولى.
هـ/ تاريخ الاستحقاق:	ليس لها تاريخ استحقاق.	ليس لها تاريخ استحقاق.	لها تاريخ استحقاق.

المصدر: طارق عبد العال حمادة، مرجع سبق ذكره، ص 16.

- **المشتقات والأدوات الهجينة**: بالإضافة إلى الأسهم والسندات بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

أولا: المشتقات: لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية (المبتكرات) في العقدين الأخيرين من القرن الحالي، سواء من ناحية حجم التعامل أو من ناحية تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لأنواع الأوراق المالية والسلع كافة وغيرها من الأصول أو الموجودات الأخرى، أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات.[1]

يمكن تعريف المشتقات المالية على النحو التالي: عبارة عن عقود فرعية تبنى وتشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية: أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع،.....الخ، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.[2]

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 237.

[2] عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 238.

لذا يمكن القول أنه لا يمكن أن تنشأ المشتقات المالية دون أن يكون هناك الأدوات المالية الأولية أو الأصلية (مثل: الأسهم أو السندات أو العملات). وتشمل عقود المشتقات المالية على العقود الفرعية التالية:

- عقود الخيارات؛
- العقود المستقبلية؛
- العقود الآجلة؛
- عقود المبادلات (المقايضات)؛
- وهناك أيضا مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات مثل عقود المبادلات الخيارية.

ثانيا: الأدوات الهجينة: تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمنع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما وعليه فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، كما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما، لذلك تعتبر الأسهم الممتازة من الأدوات الهجينة.[1]

كما يوجد من الأدوات الهجينة ما يلي:[2]

- **شهادات الاستثمار**: وهي أوراق مالية تمثل جزءا من رأس مال المؤسسة تعطي لصاحبها الحق في توزيعات الأرباح مثل الأسهم العادية ولكن لا تسمح له بالتصويت أو المشاركة في الجمعيات العامة.
- **شهادة المساهمة**: تصدر لأغراض مختلفة مثل تمويل الصادرات والواردات والاستثمار في ميدان السكن.
- **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي**: تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المطلب الرابع: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دورا مهما من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية، ويكون هذا عن طريق آلية تعامل معينة. والعمل في هذه السوق عملية بسيطة وغير معقدة، لكن الأمر يحتاج إلى معرفة تامة بأحوال السوق وتقنيات البيع والشراء.

أ- **المتعاملون في سوق الأوراق المالية**: هناك تصنيف للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية:

أولا: تصنيف المتعاملون 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 تخطيط عمليات البيع والشراء إلى ثلاثة مجموعات رئيسية هي:[3]

- المستثمرون: وهم الذين يدخلون البورصة بغرض وضع مدخراتهم لعدة سنوات.

---

[1] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 70.

[2] Dictionnaire de la finance et de la bourse**, une technique et pratique bancaire financière et boursière**, collectif, grand livres Alger, 2003, p 203.

[3] عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص 18.

- المضاربون: وهم الذين يبحثون عن الربح المالي السريع ولديهم إلمام بالتعامل بالسوق ومتغيراته.
- المقامرون: وهم الذين يدخلون البورصة بغرض الربح السريع دون معرفة بقوانين وقواعد البورصة وأسواق الأوراق المالية.

بالنسبة للنوعين الأول والثاني فانه توجد إستراتيجيتان مختلفتان لديهما من أجل هدف واحد وهو الربح المالي، أما الصنف الثالث فلا إستراتيجية له.

ثانيا: تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبين: 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 والطالبين لرأس المال. ولقد سبق التعرض إلى الصنفين في عنصر سابق (الأركان الرئيسية لأسواق المال).

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، حيث يقوم الوسطاء بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى ويمكن تقسيمهم إلى: السماسرة ووكلاء التبادل، صناديق الاستثمار.

ب-**قواعد وإجراء التعامل:** تمثل قواعد وإجراء التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، لذلك فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة. كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.[1]

أولا: استيفاء شروط القيد للمؤسسات التي يجري التعامل في أوراقها: فبالنسبة للمؤسسات لا يتم التعامل أو تداول أوراق أي مؤسسة إلا بعد استيفاء لشروط القيد في البورصة، بهدف التحقق من سلامة مركزها المالية لحماية المستثمرين.

ثانيا: عقد التفويض: يجب أن يكون هناك عقد مكتوب بين المستثمر والسمسار، وآخر بين العميل وأمين الحفظ. وحتى تتمكن شركات السمسرة من تنفيذ أوامر العميل تقوم بإدراج وتسجيل البيانات الأساسية للعميل على قاعدة بيانات المستثمرين بالبورصة وهو ما يطلق عليه " تكويد العميل" أي إعطاء كودا خاصا للعميل من خلال قسم الاكواد. وهناك كود موحد يعرف به العميل على مستوى البورصة كلها، وكود لآخر خاص يعرف به العميل لدى شركة السمسرة. وبعد استيفاء شروط القيد في البورصة والتوقيع على العقود المطلوبة يتلقى السمسار تعليمات العميل ثم يقوم بتنفيذها (الأوامر).

ت– **الأوامر التي يصدرها العملاء:** هي 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 لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص ص 167-169.

هناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية ترتبط بسعر الأوراق المتداولة كالأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ والأوامر الخاصة.

وأكثر هذه الأوامر دقة وشيوعا أوامر السوق فبموجب هذا النوع من الأوامر فان المستثمر يعطي تعليمات لسماسرة كي يبيع ويشتري عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن.

خ- كيفية التعامل: عند التفكير بشراء مجموعة من الأسهم في البورصة، فان ذلك يكون من خلال وسيط يطلق عليه اسم السمسار أو شركات السمسرة، وهي وكيل المستثمر (العميل) الراغب في إجراء تداول في بورصة سواء بيعا أو شراء. ولا يجوز طبقا للنظم المعمول به دوليا أن يقوم العميل بإجراء التداول بصفته الشخصية، بل عليه الرجوع إلى السمسار الذي يؤدي ذلك العمل داخل البورصة (فيما عدا الأسهم فهي لحاملها).

يقوم السمسار بأداء عمله من واقع الترخيص له بذلك رسميا من الجهات الحكومية الرقابية في الدولة، ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها، والسؤال هو : كيف يعرف أن هذه الأسهم جيدة خصوصا إذا كانت هذه الأسهم حديثة التداول في البورصة؟

والإجابة على هذا السؤال تكون عن طريق دراسة خصائص الأوراق المالية من خلال فحص خصائص المؤسسات المصدرة لها، حيث أن كل مؤسسة تصدر ما يسمى بالقوائم المالية (ميزانيات)، وكل مؤسسة مرخص لها بالعمل في السوق يجب أن تتطابق معايير وأنظمة محاسبية تساعد وتنظم عملية إصدار القوائم المالية لها.

حيث تفيد القوائم المالية في إجراء ما يعرف باسم التحليل المالي للمؤسسة (التحليل الأساسي) للوصول على استقراء ومعرفة حقيقة الموقع المالي من حيث نقاط القوة والضعف والتجانس من خلال تحليل المؤسسة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، ويتضمن التحليل الأساسي أيضا أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة، معدلات البطالة لكي يتم في النهاية تقييم قرار الاستثمار في أسهم أو سندات المؤسسة.

ويمكن أيضا أن يتم معرفة الأسهم التي لها أكثر من سنة في المعاملات من حيث جودتها، من خلال التحليل الفني لتلك الأسهم الذي يدرس السهم من خلال اتجاه حركته وعدة مؤشرات إحصائية أخرى، ويمكن استقراء الحركة المستقبلية لتلك الأسهم من خلال العود والهبوط.

يصدر المستثمر أمرا بشراء الأسهم التي يريدها بمطلق حريته، وهذا الأمر يتولى تنفيذه السمسار أو شركة السمسرة التي وافق المستمر على التعامل معها، وهنا تقوم المؤسسة بتكليف السمسار الذي ينوب عنها البورصة بإتمام العملية.

المبحث الثالث: الجوانب الفنية للسوق المالي:

تتجلى الجوانب الفنية لسوق الأوراق المالية في المؤشرات وكفاءة سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى العولمة المالية والأزمات المالية التي تعرضت لها أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المؤسسات التي يتم تداولها في السوق المنظمة (البورصة) أو غير منظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية والذي يستهدف المؤشر قياسه.

1.مداخل تحليل سوق الأوراق المالية: إن الاعتراف بأن المعلومات بأشكالها المختلفة هي العنصر الحاسم في سوق الأوراق المالية، يعد اعترافا بأن تحليلها هو الآخر أمرا حاسما في تشكيل سوق الأوراق المالية إلى درجة أنها تؤكد لنا أن المعلومات بمنزلة البناء التحتي للسوق، ولذلك فان الهدف من القيام بتحليل الأوراق المالية هو الوصول إلى جميع المعلومات والتفاصيل التي تساعدنا على تحديد قيمة الأسهم والسندات بصورة عامة فتحليل المعلومات ينقسم إلى:

أولا: المدخل الأساسي في التحليل: وهي الطريقة العلمية في تحليل الأوراق المالية، إذ تباشر بتحليل الاقتصاد القومي ككل. ويعرف التحليل الأساسي بأنه انصراف القائمين به ويدعون بالأساسين إلى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية منها وعلى مستويات بهدف التعرف على عوائدها المتوقعة والمخاطر المصاحبة لذلك، وهو ما يمثل مادة حساب القيمة المحورية للورقة المالية، إذ لا يمكن تحليل مقترحات أو قرارات الاستثمار في السوق المالي من دون تحليل أو تفسير المتغيرات الاقتصادية والسياسية المحيطة بها.[1]

يرتكز التحليل الأساسي على ثلاث وسائل هي:[2]

- تحليل الاقتصاد: أي تحديد النمو المتوقع، التعرف على عوامل اقتصادية مهمة مثل معدل البطالة ومعدل التضخم، الوفرة أو العجز بميزانية الدولة.
- تحليل الصناعات: يهدف الى التعرف على مستقبلها في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعني.
- التحليل المالي: يقصد به فهم وتفسير وقراءة القوائم المالية للمؤسسة ويهدف إلى تحديد العوائد المالية ومستوى المخاطر للأصل المالي.

ثانيا: المدخل الفني في التحليل: وهذه الطريقة ترتكز على تحليل السوق وتعتمد في ذلك على جوانب العرض والطلب التي تؤثر في أسعار الأسهم، إذ يركز هذا التحليل بصفة أساسية على تحركات الماضي لأسعار أسهم المؤسسة أو مجموعة المؤسسات أكثر من التركيز على المحددات الأساسية لربحية المتوقعة، ويعتقد المختصون أن تحركات الأسعار الماضية وحجم التعاملات المالية مؤشرا على تحركات الأسعار في المستقبل.[3]

وينصرف القائمون بالتحليل الفني (ويدعون بالفنيين) إلى تحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على الورقة المالية، واكتشاف تلك الأنماط من التغيرات بما يسمح بتحديد قيمة الأوراق مستقبلا.

---

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 172.

[2] عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 158-160.

[3] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 173.

أ. **مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهم مزاياها:**

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، حيث تفيد في التعرف السريع على ما يجري في الأسواق وإعطاء صورة سريعة وعامة عن تطورها وكونها متوسطات وأرقام قياسية، ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا اتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، كما تستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية كمعايير لقياس أدائها. وفيما يلي توضيح أكثر لمفهوم مؤشرات السوق وأهم المزايا التي تتمتع بها.

أولا: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية: مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس المتغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشرا للاقتصاد ككل.[1]

ويمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مقياسا شاملا لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم أي قياس حالة السوق بصفة عامة.

ثانيا: مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية: تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق والتي منها:[2]

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي؛
- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة وتنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى؛
- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فاذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقصان) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين؛
- يمكن للمستثمرين مقارنة مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فان هناك شروط وأسس يجب توافرها في المؤشرات ولعل أهم هذه الشروط:

- يجب أن يكون فيه (المؤشر) عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية؛
- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة للمستثمر العادي؛
- يجب أن يتضمن حجما كبيرا من الأسهم؛
- يجب أن يحجج وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفا.

ث- **مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية:** هناك معايير عدة (مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فان هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، 174.

[2] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 175.

الوقت نفسه تعكس أداءها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة سوق الأوراق المالية ونضجها وتقدمها هي:

أولا: المؤشر العام لأسعار الأسهم: تحرك السهم يحرك عادة ما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر لهن حيث يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية.[1]

ثانيا: حجم السوق: غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:[2]

- **مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):** وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.
- **مؤشر عدد الشركات:** فزيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية.

ثالثا: سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران هما:[3]

- **مؤشر حجم التداول:** وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم المؤسسات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي. إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معا لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.
- **مؤشر معدل الدوران:** هو إجمالي الأسهم المتداولة مقسوما على رسملة السوق، وهذا المؤشر يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق اذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض. إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول " السيولة" بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.

رابعا: درجة التركز: ويقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من المؤسسات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز، نحسب نصيب أكبر عشر مؤسسات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول.[4]

---

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 176.

[2] ريحان شريف، حمداوي الطاوس، **بورصة الجزائر"رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية"**، مقال في مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 34، عنابة، الجزائر، جوان 2013، ص52.

[3] نفس المرجع، ص 52.

[4] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 181.

د- **أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية:** هناك العديد من الطرق والأساليب لاحتساب مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، هذا ما يجعل من الضروري فهم كيفية تكوين أسلوب احتساب المؤشر قبل استخدامه لقياس الأداء أو لتكوين تصور عن السوق أو بناء إستراتيجية استثمارية معينة.

ويعد الإشارة إلى أن هناك نوعين من المؤشرات:[1]

- المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة؛
- مؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة.

يمر بناء مؤشر الأوراق المالية بالخطوات التالية:[2]

أولا: مدى ملائمة العينة: تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها " مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب تلك المؤشر". وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب:

- **الحجم:** فان القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق؛
- **الاتساع:** فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق؛
- **المصدر:** فالمقصود به " مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية".

ثانيا: تحديد الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المداخل هي:

- **مدخل الأوزان على أساس السعر**: أي نسبة سعر السهم الواحد للمؤسسة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر؛
- **مدخل الأوزان المتساوية**: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر؛

ولتوضيح كيفية تحديد مؤشر السوق وفق هذا المدخل سيتم افتراض أن المؤشر يبنى على عينة من أربعة أسهم أ، ب، ج، د. وسعر كل سهم في بداية فترة زمنية معينة هو 10، 20، 25، 40. وبافتراض أنه في نهاية نفس الفترة الزمنية تغيرت الأسعار وأصبحت 20، 30، 40، 60 على التوالي بالنسبة للأسهم الأربعة. والجدول الموالي يوضح كيفية حساب قيمة المؤشر وفقا لمدخل الوزن النسبي.

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 193.

[2] نفس المرجع، ص 195.

الجدول رقم (02): تحديد قيمة المؤشرومتوسط العائد على المؤشرفي ظل مدخل الأوزان المتساوية.

السهم	السعر دج بداية المدة(2)	كمية صورية 1/2=3	الوزن لمتساوي 3×2=4	السعر دج نهاية المدة(5)	الوزن المتساوي 3×5=6
أ	10	0.1	1	20	2
ب	20	0.05	1	30	1.5
ج	25	0.4	1	40	1.6
د	40	0.025	1	60	1.5
قيمة المؤشر			4		6.6
متوسط عائد المؤشر=		0.65=4/(4−6.6)			

المصدر: حمداوي الطاوس، **الاستثمارفي الاوراق المالية وادارة الخطر**، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2007، ص ص 299، 300.

- **مدخل الأوزان على أساس القيمة**: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

تشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات الى مفهوم حضي باهتمام الكثير من الباحثين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو على مستوى الدراسات التطبيقية، ويتمثل هذا المفهوم في كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد للمتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم.

أ. **مفهوم سوق الأوراق المالية الكفؤة وأبعادها الاقتصادية:** من المفاهيم الأساسية التي تم اكتشافها بالصدفة مفهوم كفاءة السوق، وذلك عندما حاول موريس كاندال دراسة سلوك أسعار الأسهم في محاولة منه لضبط نماذج متكررة من تلك الأسعار وفي مدة زمنية من الرواج والكساد. كما أن اتضح أنه كلما كان السوق المالي كفئ كلما كان ذو أهمية بالغة لكل من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري.

أولا: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية: يمكن إعطاء مجموعة من التعاريف عن كفاءة سوق الأوراق المالية:[1]

- تتسم سوق الاوراق المالية الكفء بالتنافسية أي تتحدد فيها اسعار الاصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشاد مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات؛

[1] بن اعمر بن حاسين، وآخرون، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية" دراسة حالة بورصة السعودية"**، مقال في مجلة المؤسسات الجزائرية، العدد 02،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 236.

- كما يمكن تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية أيضا: أنها سوق تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة؛

- ثم عرض Beaver تعريفا بسيطا وواضحا استطاع أن يتغلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن سوق الأوراق المالية تكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة".

بناءا على ما سبق فان كفاءة سوق الأوراق المالية تتحقق إذا ما استجابت أسعار الأسهم في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة تر ى إلى المتعاملين فيه سواء كانت أحداث سياسية أو مالية أو اقتصادية أو أية أحداث أخرى والتي من شأنها آن تغير نظرتهم (المتعاملين) إلى المؤسسة أو الجهة المصدرة للسهم، إذا غالبا ما تتجه الأسعار صعودا وهبوطا تبع لطبيعة الأنباء إذا ما كانت تفاؤلية أو تشاؤمية.

وعليه يمكن القول أن مفهوم كفاءة السوق هو مفهوم مثير للاهتمام، فلكي يكون السوق كفؤا لا بد أن يوجد عدد لا بأس به من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفؤ، وبالتالي فان هذا التوقع أو الاعتقاد يدفع كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للإفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، مما يؤدي الى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمته الحقيقية، وحينئذ تتحقق للسوق الكفاءة التي تنشدها، دون أن يحقق أي منهم الأرباح غير العادية التي كان يسعى الى تحقيقها.[1]

ثانيا: الأبعاد الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الكفؤة: إن سوق الأوراق المالية الكفؤة ذو أهمية بالغة لكل من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري ويتجلى ذلك عمما من خلال ما يؤديه من أهمية اقتصادية:[2]

- توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح، اذ أن أسعار الاوراق المالية المحددة في ظل سوق الأوراق المالية الكفؤة تعكس كليا جميع المعلومات المناسبة المتوفرة، وبالتالي فهي بمنزلة إرشادات دقيقة للقيم الحقيقية؛

- إن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة ومن دون تكاليف أو بحدها الأدنى مما يضمن انسيابية تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة فيه، ومن ثم يتجه رأس نحو المجالات الاستثمارية المنتجة أو المربحة؛

- التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة، ففي ظل فرضية سوق الأوراق المالية الكفؤة فان مشتري الورقة المالية يتوقع أن يدفع السعر العادل مقابل الورقة المالية التي يشتريها، وبالمقابل فان البائع يتوقع الحصول على السعر العادل مقابل ما قام ببيعه، وبالتالي فليس هناك مشتري أو بائع بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية من معاملاته المتداولة؛

- حالة التوازن مستمرة في ظل السوق الكفء، طالما أن الأسعار السوقية فيها تكون مساوية للقيم الحقيقية لها، وذلك بسبب توافر المعلومات مما يسمح لجميع المتعاملين أو المستثمرين من الحصول عليها واستخدامها في صياغة توقعاتهم المستقبلية للأسعار؛

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 201.

[2] نفس المرجع، ص 202.

- الحد من حالات المضاربة المالية اذ أن أسعار سوق الأوراق المالية الكفء تستجيب للمعلومات الجديدة والصحيحة ولا تستجيب للمعلومات الغير صحيحة التي يستخدمها المضاربون لتحقيق عوائد غير عادية.

ب. **أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية ومستوياتها:** لسوق الأوراق المالية نوعين من الكفاءة، كما أنه تتخذ صيغ الكفاءة في سوق الأوراق أشكالا ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشمولها.

أولا: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية: أن تعكس الأسعار بصورة فورية المعلومات الواردة الى السوق دون وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحرك السعر الى المستوى الذي يعبر عن السعر الجديد هو شرط واقعي للحكم على السوق بأنها كفؤة، إلا أن هذا الشرط قاسي نوعا ما وغير ممكن في الحياة العملية ولذلك انتقل الحديث عن كفاءة السوق من سوق ذات كفاءة كاملة (تحقق الشرط المشار إليه) إلى سوق ذات كفاءة اقتصادية.[1]

- الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة، بشأن سعر السهم حيث يؤدي الى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين ، اين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الاوراق المالية المتداولة؛
- رشاد المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

- الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي الى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سهي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق الى تعظيم ثروتهم.

ثانيا: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية: صنفت معظم الأدبيات المالية كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات بالاعتماد على فرضية كل شكل حول وفرة المعلومات وكلفتها، وبالتالي فان السوق قد تكون كفئة بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفئة بالنسبة لنظام آخر. لذلك قام (FAMA 1970 بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية متمثلة في ثلاثة فرضيات هي:[2]

- **فرضية الصيغة الضعيفة:** تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن يعكس سعر التداول للأوراق المالية المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات، وعوائد

[1] صالح مفتاح، فريدة معارفي، **متطلبات كفاءة السوق الاوراق المالية" دراسة لواقع أسواق الاوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"**، مقال، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، ص 183.

[2] بن اعمر بن حاسين، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 239، 240.

- الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة، وعليه فان المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى للمستثمر. وهناك طريقتين لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من أهمها:

- **اختبار الأنماط**: يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي:

+ تعني حركة سعرية بالزيادة

- تعني حركة سعرية بالانخفاض

0 تعني عدم وجود حركة

- **اختبار سلسلة الارتباط**: يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى FAMA في الخمسينيات، عندما قام باختبار 30 سهما متكون لمؤشر داوجونز وذلك من خلال دراسة معمل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى أيام. وقد بين أن نسبة ضئيلة من السهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأييد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.

- **فرضية الصيغة المتوسطة:** تقتضي هذه الصيغة المتوسطة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية وكبار العاملين فيها: بحيث تستجيب السوق للأوراق المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير. وقد تم اختبار فرضية الصيغة المتوسطة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كالأرباح والتوزيعات، التغيرات في عرض النقود، التغيرات أو أساليب المحاسبة الجديدة، اشتقاق الأسهم، حجم التعامل على الأوراق المالية.

- **فرضية الصيغة القوية**: تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأسعار وحجم التبادلات للأوراق المالية في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، الى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة المؤسسة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها وأنها غير متاحة للسوق ككل.

ب. **سمات سوق الاوراق المالية الكفؤة:** بشكل عام توجد أربعة سمات للسوق الكفء تتمثل في: [1]

[1] بن اعمر، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 237.

أولا: دقة وسرعة وصول المعلومات: إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي الى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

ثانيا: كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق: يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية. أما كفاءة التسعير يقصد بها الكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل الى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

ثالثا: السيولة: يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. ان للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك ان المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة.

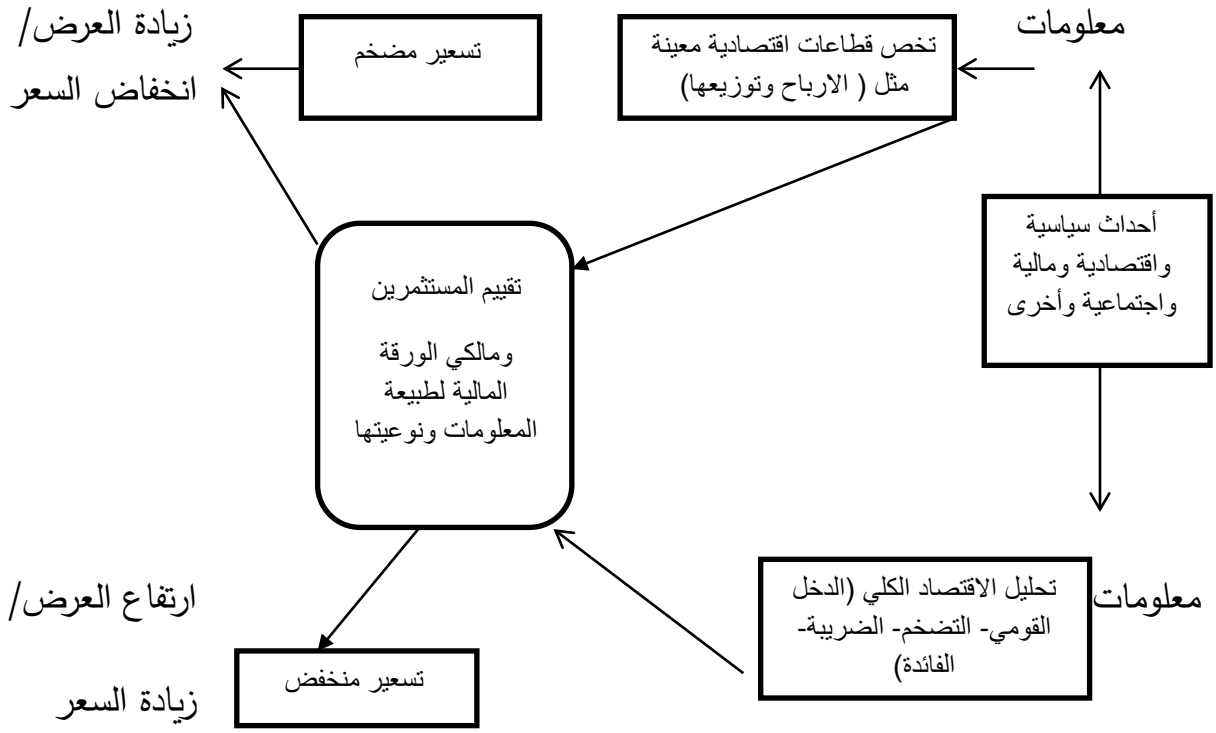
رابعا: عدالة السوق: تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع أسواق الأوراق المالية تعمل الجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فان هذه اللجنة عادة ما تلجأ الى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

ج. **السوق الكفؤة والتوقعات العقلانية:** ان معظم ما يجري في أسواق الأوراق المالية من قرارات للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات تحققها، لذلك يكاد هذا السوق (الكفء) سببا لإسقاطات المستقبلية والتوقعات كونها أساس القرار الاستثماري في الأسواق المالية لا تعني رجاحة التنجيم على العقلانية، بل العكس هو الصحيح، اذ أن التوقعات العقلانية منهج أساس في التحليل والتنبؤ بالأحداث، فتحديد القيمة المحورية للورقة المالية قائم على توقعات العائد المستقبلي خلال عمر الورقة، وكذلك معدل الخصم القائم على معدل الفائدة المرغوب للمستثمر أو من خلال سلوك التحوط وحتى اختيار أسلوب تنويه المعاملات بواسطة الحساب الهامشي، اذ أنها جميعا مداخل للتوقعات العقلانية تستهدف تعظيم الانتفاع بالقرار الاستثماري.[1]

إن ترجيح العقلانية في عمليات التنبؤ بالأحداث المستقبلية تتطلب تدفقا معلوماتيا كبيرا من حيث الحجم والدقة والتفاصيل، مشكلة بذلك الميزة الرئيسية للأسواق المالية، اذ تعد المعلومات بمنزلة البناء التحتي للبورصات والأساس العقلاني الرشيد لبناء التوقعات، طالما كانت عمليات الاستثمار ذات مضمون مستقبلي فالمقرضون والمقترضين وصانعو سياسات التمويل يحتاجون الى بيانات عن الأسعار والعوائد على القروض والأوراق المالية لبناء تصور عن تلك الأسعار والعوائد مستقبلا.

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 213، 214.

الشكل رقم (12): دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية



المصدر: عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 215.

المطلب الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية

تعتبر عولمة أسواق الأوراق المالية من بين أهم مظاهر الاتجاهات الجديدة، اذ أصبح التمويل عن طريق هذه الأسواق العنصر المحرك لجميع العمليات الأخرى، فبعدما كانت العولمة التجارية هي القائم بهذه الوظيفة، حلت العولمة المالية.

أ- **مفهوم العولمة الاقتصادية وأنواعها:** لا تعتبر العولمة ظاهرة حديثة بل تعود نشأتها الى قرون مضت، الا أنها عرفت انتشارا واسعا في السنوات الأخيرة.

أولا: مفهوم العولمة: أصبحت العولمة من أبرز الظواهر في التطور العالمي على جميع المستويات الاقتصادي، الثقافي والسياسي ويظهر الأدب الاقتصادي تباين في الآراء حول تحديد مفهوم العولمة الاقتصادية وذلك على النحو التالي:[1]

- تشير الأنكتاد (Unctad 1991)الى أن العولمة هي المرحلة الثالثة من مراحل التدويل حيث تتمثل أولى هذه المراحل في التجارة الدولية، أما المرحلة الثانية والتي بدأت في السبعينيات فقد تمثلت في الاندماج المالي الدولي، وفي بداية الثمانينيات بدأت المرحلة الثالثة وهي العولمة والتي أصبحت السائدة في العصر الحالي.

[1] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 125.

- ينظر وترز (Waters 1995) الى العولمة على أنها العمليات الاجتماعية التي يترتب عليها تراجع القيود الجغرافية على الترتيبات الثقافية والاجتماعية ويتزايد في نفس الوقت إدراك الأفراد لذلك التراجع.

وخلاصة القول يمكن استنتاج مفهوما للعولمة الاقتصادية من خلال المفاهيم السابقة وهو أن العولمة الاقتصادية هي نتيجة لترابط واندماج أسواق العالم في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة ضمن إطار الرأسمالية حرية الأسواق من جهة والى اختراق الحدود الدولية والى انحسار الكبير في سيادة الدولة من جهة أخرى.

ثانيا أنواع العولمة الاقتصادية: لعل المتتبع للتطورات المتلاحقة للعولمة الاقتصادية يلاحظ أن هناك مجموعة رئيسية من التغيرات العالمية التي حدثت على نطاق واسع والمتمثلة في النمو السريع للمعاملات الحالية الدولية وكذلك النمو السريع للاستثمار الأجنبي المباشر، وبصفة عامة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتصاعد الثورة التكنولوجية وتكامل نظام الاتصالات بشكل كبير بالإضافة إلى تكامل الأسواق في مجال السلع، والمتأمل في هذه التغيرات العالمية يكشف النقاب عن أن العولمة الاقتصادية تتحدد في نوعين رئيسيين هما:

- **العولمة الإنتاجية:** إن العولمة الإنتاجية لا تعرف أزمات على عكس العولمة المالية وتتحقق من خلال الشركات المتعددة الجنسيات بدرجة كبيرة وتنقسم الى قسمين: عولمة التجارة الدولية وعولمة الاستثمار الأجنبي المباشر.
- **العولمة المالية:** وهي عمليات التحرير المالي والتحول الى الانفتاح المالي الذي يؤدي الى تكامل أسواق الأوراق المالية وارتباطها .

ب-**مفهوم العولمة المالية ومظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية:** تعتبر العولمة المالية النتاج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول الى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى الى تكامل وارتباط أسواق الأوراق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن تم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق الأوراق المالية العالمية بحيث أصبحت أسواقا أكثر ارتباطا وتكاملا.

أولا: مفهوم العولمة المالية: كثيرة هي التعاريف المتعلقة بالعولمة المالية شأنها شأن العولمة، ولا يمكننا هنا سرد كل التعاريف وإنما نحاول وضع تصور عام لمفهوم العولمة المالية.

فالعولمة المالية من وجهة نظر " دومنيك بليون" هي عملية مرحلية أو مخطط لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط، في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر.

يمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما: [1]

- المؤشر الأول: نمو حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول المتقدمة؛
- المؤشر الثاني: تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي.

[1] صالح مفتاحي، **العولمة المالية**، مقال، مجلة العلوم الانسانية، العدد 07، جامعة بسكرة، 2002، ص 217.

ثانيا: مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية: هناك مظاهر عديدة تتجلى عند الحديث على عولمة أسواق الأوراق المالية، فهناك المضاربات الشديدة، الأزمات، الابتكارات،...الخ. لكن وحسب رأينا أن معظم تلك المظاهر كانت نتيجة لترابط أسواق الأوراق المالية وتشابكها، والى عولمة الأسهم والسندات وتزايد دور تكنولوجيا المعلومات. وفيما يلي تلك المظاهر:

- ترابط أسواق الأوراق المالية: يتم ربط أسواق الأوراق المالية بنماذج مختلفة تتوقف على درجة التنافس والاختلاف بين البورصات العالمية المطلوب ربطها والتي تسمح بربط أسواق الأوراق المالية:[1]

- الربط الالكتروني: ويقتضي ذلك وجود شبكة من الحاسوب الالكترونية في مختلف السواق عن طريق الانترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية.
- الربط بالوسطاء الماليون: وذلك يتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بالتسجيل فيها.
- الربط بالمؤسسات المالية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه المؤسسات في الدول والمراكز المالية.
- الربط بمحفظة استثمارية موحدة: من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.
- الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية فيها.
- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.
- الربط التشريعي: تكتفي بعض البورصات الراغبة في الربط بتطبيق التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية نفسها، حيث يسهل ذلك تبادل التداول في الأوراق المالية المختلفة.
- الربط المتكامل: تحقق الدول في الاتحاد الأوروبي ربط للبورصات بأكثر من طريقة نموذج من النماذج المذكورة أعلاه حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح.

- عولمة الأسهم والسندات: بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات بإصدار سندات من طرف المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك، وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة فاختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وآجال وشروط إصدار السندات كل ذلك خلق فرص كبيرة للمؤسسات بإصدار سنداتها على المستوى الدولي بأحسن الاحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني. ولقد أدى ميل المستثمرين لأوراق القابلة للتفاوض الى

[1] فريد النجار، **البورصات والهندسة المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 1999، ص ص 172-174.

تمكين البنوك الدولية الى قطع مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وهذه المرحلة تم اجتيازها بتدشين سوق الأورو-أسهم، حيث يتم إصدار هذه الأسهم في سوق دولية، إما بشكل مترافق مع الإصدارات الوطنية أو بشكل منفرد عبر التوظيفات الدولية ويمكن القول أن ميلاد سوق الأورو-الأسهم تعود إلى سنة 1983 وهو تاريخ متأخر مقارنة بالسندات.[1]

- تزايد دور تكنولوجيا المعلومات: ان التقدم العلمي في عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر العولمة اذ أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عامل في تقدم الأسواق المالية حيث توجد سوق مالية عالية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الاتصالات والمعلومات متعددة الخيوط مع أسواق عالمية أخرى منتشرة في كل أجزاء العالم، اذ تستطيع الحواسب الالكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية.[2]

ج- **التحرر المالي وعوامل اندماج أسواق الأوراق المالية المتقدمة:** يعتبر التحرر المالي من أهم العناصر التي ساعدت على إبراز ظاهرة العولمة المالية، وهو قناة مهمة في سير هذه ظاهرة.

أولا: التحرر المالي: يتحدد مفهوم التحرر المالي "بالمعنى الشامل" بمجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته، أما بالمفهوم الضيق " تحرير عمليات سوق الأوراق المالية من القيود المفروضة عليها، والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستوى والدولي".[3]

ثانيا: عوامل اندماج أسواق الأوراق المالية المتقدمة: يمكن إدراج العوامل التي أدت الى اندماج أسواق الأوراق المالية في النقاط الآتية:[4]

- تطور سوق العملة الأوروبية الدولية: وتضم سوق الأورو دولار، والسوق العملة الأوروبية الدولية وهي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية وقد ساعد على نمو سوق الأورو دولار، عجز الميزان المدفوعات الأمريكي في الستينيات وما ترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة الى اتساع نشاط شركات متعددة الجنسيات، وقد ساعد في إعطاء دفعة قوية لسوق الأورو دولار الارتفاع الشديد في أسعار البترول بعد سنة 1973 وإيداع الدول النفطية لفوائدها في البنوك العالمية في هذا السوق.

- ثورة المعلومات والتطور التكنولوجي: من شأن ذلك أن يفسر الأثر المتبادل بين التقدم التكنولوجي وتحرر أسواق الأوراق المالية، فمن جهة يزيد التقدم التكنولوجي من سيولة أسواق الأوراق المالية وسهولة تدفق

---

[1] علال بن ثابت، **الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد**، مذكرة ماجستير في العلوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003، ص65.

[2] عبد المجيد قدي، مقدم عبيرات، **العولمة وأثرها على الاقتصاد العربي**، مقال، مجلة الباحث، العدد 01، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2002،ص ص 39، 40.

[3] عماد محمد علي العاني، **اندماج الأسواق المالية الدولية "أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي"**، بيت الحكمة، بغداد، العراق، 2002، ص 148.

[4] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 131.

رؤوس الأموال، ومن جهة أخرى تؤدي ضغوط المنافسة المتزايدة في مجال الخدمات المالية الى مزيد من التقدم والإبداع في استخدام الحاسب الآلي لإتمام هذه الخدمات.

- وجود الابتكارات المالية الحديثة: ارتبطت العولمة المالية بظهور عدد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت تجتذب العديد من المستثمرين. فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة في أسواق الأوراق المالية كالأسهم والسندات أصبح هناك المشتقات التي تتعامل مع المستقبل والتي من أدواتها المبادلات والمستقبليات والخيارات والتي سبق إشارة إليها في عنصر سابق، والتي تطورت عبر الزمن بشكل سريع، وأزالت الكثير من العقبات أمام المستثمرين للتعامل في أسواق الأوراق المالية الدولية وبسرعة فائقة.

المطلب الرابع: الأزمات المالية وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية

لقد تعرضت الأسواق المالية العالمية على مر التطور الاقتصادي للعديد من الأزمات تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وابرز هذه الأزمات الأزمة المالية العالمية 2008.

أ- **الأزمات المالية**: من اجل تناول ظاهرة الأزمات المالية، لابد من التطرق إلى تعريف للأزمات الاقتصادية وذلك لأن الأزمة المالية يمكن أن تكون مظهرا لأزمة اقتصادية أو مفجرا لها. كما يمكن أن تكون مستقلة عنها لكن لها انعكاسات على الاقتصاد حيث تعرف الأزمة الاقتصادية بأنها: " فترات اضطرابات عنيفة واختلالات اقتصادية حادة تقطع سير عملية إعادة الإنتاج الرأسمالي الموسع والتي تظهر في الفرق الشاسع بين مستوى الإنتاج ومستوى الطلب المحقق".[1]

أولا: تعريف الأزمات المالية: لقد تطرق العديد من الكتاب والباحثين الى تحديد مفهوم الأزمات المالية من وجهات نظر متعددة، فقد عرفت الأزمة المالية بأنها " التدهور الحاد في أسواق الأوراق المالية لدولة ما أو مجموعة دول، والتي من أبرز سمات فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين أسواق الأوراق المالية الدولية".[2]

ثانيا: خصائص الأزمات المالية: تبرز الخصائص الأساسية للأزمات المالية في النقاط التالية:[3]

- حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، واستقطابها لاهتمام الجميع؛
- التعقيد، التشابك والتداخل في عواملها وأسبابها؛
- نقص المعلومات الكافية عنها؛
- تصاعدها المتواصل يدي الى درجات عالية من الأحداث المتسارعة؛
- سيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة وتداعيتها.

---

[1] كمال العقريب، بلحميدي سيدي علي، **أهم الازمات المالية الناتجة عن انشطة الاسواق المالية التقليدية وخيار الاسواق المالية الاسلامية كبديل**، مداخلة، الملتقى الدولي الثالث حول " الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، يوم 06/05، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، ص 06.

[2] علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، **الازمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج**، مداخلة، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول " تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات، الفرص، الآفاق"، يومي 11/10، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، 2009، ص 07.

[3] السيد عبد الحافظ بدوي، **ادارة الاسواق المالية " نظرة معاصرة"**، دار الفكر العربي، الطبعة الولى، مصر، 1999، ص 39.

ثالثا: أسباب الأزمات المالية: يمكن التمييز بين مجموعتين لأسباب الأزمات المالية وهما:[1]

المجموعة الأولى: تتضمن الأسباب التي تؤدي الى تحريك الأزمة المالية وهي: عجز ضخم في الميزان التجاري، انخفاض كبير في الإنتاجية، انخفاض حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي، ضعف رقابة البنك المركزي على كل من أسواق الصرف والجهاز المصرفي.

المجموعة الثانية: تتضمن الأسباب التي تؤدي الى زيادة سرعة وحدة الأزمة المالية، وتتمثل في: ضخامة حجم الدين الخارجي قصير الأجل الممنوح للقطاع الخاص، ضعف رقابة البنك المركزي وعدم تلقيه معلومات عن الاقتراض الخارجي للقطاع الخاص، انخفاض أداء الجهاز المصرفي، ارتفاع نسبة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة داخل البورصة.

وكلا من هذه الأسباب تؤثر مباشرة على أداء سوق الأوراق المالية وتؤدي الى حدوث هلع ناتج عن التقلبات المفاجئة لثقة المستثمرين، بحيث أنه بمجرد حدوث خطوات سياسية خاطئة أو بمجرد ورود معلومات متشائمة سرعان ما يتحول ذلك إلى ذعر مالي شامل واختلال كبير في النظام المالي.

ب-**عرض بعض الأزمات في أسواق الأوراق المالية:** يعرض الجدول الموالي أهم الأزمات المالية وأسبابها والدول المتأثرة بها.

[1] السيد عبد الحافظ، البدوي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

الجدول رقم (03): الأزمات المالية وأسبابها والدول المؤثرة والمتأثرة بها.

وقت الأزمة	الدولة التي سببت الأزمة	الدول والأسواق المتأثرة	أسباب الأزمة
1933-1929	الولايات المتحدة الأمريكية وأسواق أمريكا اللاتينية.	العالم أجمع وأمريكا، وانجلترا، اوروبا، أمريكا اللاتينية.	أزمة سيولة، وعجز مالي
1980	البرازيل، الارجنتين.	معظم دول أمريكا اللاتينية	أزمة ديون خارجية
1982	العجز في دولة المكسيك.	كولومبيا، تشيلي، كوستاريكا	عجز وأزمة ديون في البنوك.
1987	الولايات المتحدة الامريكية	معظم الاسواق المالية حول العالم	مشاكل السيولة، زيادة في تقييم الأصول، سلوكيات غير مبررة من المستثمرين.
1992	انجلترا، ايطاليا.	انجلترا، ايطاليا، ومعظم الدول الأوروبية.	انخفاض العملة: الجنيه والعملة الايطالية(الليز).
1994	المكسيك.	دول أمريكا اللاتينية (البرازيل، الأرجنتين، دول أخرى في الاقليم)	انهيار في نظام الصرف وانخفاض العملة، وانهيار القطاع المصرفي
1997	تايلند، هونج كونج.	أمريكا الشمالية، جنوب افريقيا، أوروبا، وأغلب دول آسيا.	هونج كونج ديون خارجية قصيرة الأجل بالإضافة لرفع المالي، عجز كبير في ميزان المدفوعات، انسحاب رؤوس الأموال.
1998	الأزمة الروسية.	بولندا، البرازيل، وبعض الدول المتطورة.	أزمة انخفاض واضطراب في العملة، ازمة الديون وسندات.
2000	المكسيك.	الارجنتين والبرازيل	ديون طويلة الاجل وعجز في ميزان مدفوعات المكسيك.

2000	أزمة الارجنتين.	أزمة الأرجنتين، البرازيل، الأوروغواي	انعدام الاستقرار السياسي، فقاعة قطاع التكنولوجيا.
2001	الولايات المتحدة الامريكية	سقوط أغلب الأسواق المالية في العالم.	حادثة انهيار برجي التجارة العالميين في نيويورك، أزمة تجارة دولية.
2001	تركيا	الأرجنتين	تخفيض وتعويم أسعار العملات الأجنبية، تخفيض معدلات الفائدة.
2008	الولايات المتحدة الامريكية	سقوط أغلب الأسواق المالية في العالم.	مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الامريكية.

المصدر: بنان محمد سعيد الفلاح، **انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة تحليلية مقارنة**، أطروحة دكتوراه مقدمة لقسم العلوم المالية والمصرفية، عمان،2010،ص 26.

ج- **الأزمة المالية العالمية 2008**: مر الاقتصاد العالمي منذ سنة 2008 بأزمة مالية تعد هي الأبرز في الأزمات التي عرفها التاريخ الاقتصادي، والتي نتجت عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية. ومنذ ذلك التاريخ والأزمة تتمدد وتتفاقم في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق الاستثمار، وشملت تداعيات الأسواق المالية والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة ومتتالية للمؤشرات، وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود بدأ يخيم على حركة الأسواق، وانخفاضات في معدلات النمو.[1]

ان الأزمة المالية العالمية (2008) عبارة عن أزمة سيولة كما أنها أزمة ثقة، وكانت نتيجة الأسباب التالية:[2]

- الانفصال بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي؛
- التوسع الكبير في منح القروض من جانب المؤسسات المالية (المصارف الاستثمارية بشكل خاص) دون وجود الضمانات البنكية؛
- الفساد الإداري المتفشي في الشركات والمصارف الاستثمارية؛
- انعدام الرقابة والاشراف الكافي على المؤسسات المالية المتخصصة وبالتحديد شركات الاستثمار في منح القروض واصدار السندات، ففي الوقت الذي تخضع فيه المصارف التجارية الى رقابة البنوك المركزية، من

[1] بنان محمد سعيد الفلاح، مرجع سبق ذكره، ص 22.

[2] محمد خليل فياض، خالد علي الزائدي، **الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسعار النفط الخام**، بحث مقدم للندوة العلمية الثالثة حول الأزمة المالية العالمية وسوق الطاقة، يوم 20 جانفي، مركز بحوث العلوم الاقتصادية، طرابلس، 2009، ص 06.

حيث الالتزام بشروط المحافظة على ملاءة رأس المال كما تشير اتفاقية بازل، فان شركات الاستثمار لا تخضع لمثل هذه الرقابة؛

- ارتفاع أسعار الفائدة وما ترتب عنه من تزايد لأعباء القروض، من حيث خدماتها وسداد أقساطها، وعدم قدرة المقترضين على سداد أقساط القروض نتيجة سجلاتهم الائتمانية السيئة.

على رغم أن التداعيات المباشرة للأزمة المالية العالمية على الدول العربية لم تكن ذات وقع كبير (اذا ما اعتمدنا على البيانات الرسمية الصادرة عن تلك الدول) قياسا بما حصل في الدول المتقدمة، فان ذلك لا يعني أنها تجنبت الأسوأ، وأنها استطاعت أن تحيد نفسها عن التداعيات المحتملة اللاحقة، فقد شهدت الدول العربية خسائر ضخمة ناجمة عن الانخفاض الكبير الذي شهدته أسواقها المالية، إضافة الى تعرض مصارفها لمشكلة الشح في السيولة مصحوبة ببعض الخسائر لدى بعض المؤسسات الكبرى التي تعاملت في المشتقات المالية والتي كانت سببا في اندلاع الأزمة المالية العالمية. وتشير التقديرات أيضا إلى أن الصناديق السيادية لهذه الدول تعرضت لخسائر بقيمة نحو 400 إلى 450 مليار دولار.

فلقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة وتراجعات غير مسبوقة في مؤشراتها. فبعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 وفي بداية عام 2008 عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وبشكل كبير خلال النصف الثاني من عام 2008 وانخفضت أحجام التداول باستثناء سوق العراق وبورصة تونس للأوراق المالية.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تم التعرف على أسواق المال بشكل عام وذلك من خلال مختلف الجوانب التي تقوم عليها، حيث اتضح أن هذه الأسواق من أهم عناصر النظام المالي لأي بلد، فأسواق المال وأصولها تمثل جوهر النظام المالي الذي تتخذ فيه المؤسسات بأشكالها المختلفة قراراتها التمويلية والاستثمارية. من جهة أخرى فقد تبين أن أسواق الأوراق المالية والتي تعتبر نوع من أنواع أسواق المال ما هي إلا مكان التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال فتساهم بذلك في تعبئة الموارد وتحفيز المدخرين على الاستثمار. ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله.

وبعد دراسة مؤشرات أسواق الأوراق المالية، كفاءتها وأثر العولمة المالية عليها وكذا الأزمات المالية التي عصفت بها، يمكن استخلاص النقاط التالية:

- قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية يتم استخدام المؤشرات التي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة ولهذا فهي تقدم تصورا تحليليا للمتعاملين في سوق الأوراق المالية؛
- تكون سوق الأوراق المالية ذات كفاءة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية وبأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليلا جدا باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار؛
- العولمة المالية تشكل سوق موحد لرؤوس الأموال تكونت من خلال التكامل المستمر لأسواق الأوراق المالية الدولية، بما يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية بين مختلف المناطق وهذه السلسلة من التكاملات تعتبر نتيجة طبيعية للانفتاح الاقتصادي؛
- لقد كان أثر الأزمة المالية العالمية قويا على تدفقات رؤوس الأموال وكذلك على التنويع الدولي في كل من أسواق الأوراق المالية الكبرى والناشئة معا، وقد انعكس ذلك على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول العربية، حيث تأثرت كل من معدلات العوائد وكذا نشاط تلك الأسواق.

الفصل الثاني: مساهمة سوق الأوراق المالية في التمويل

تمهيد:

شهدت العقود الأخيرة تطورا هائلا في مصادر التمويل وأصبح أمام المؤسسات والهيئات الطالبة لتلك المصادر بدائل عديدة، الأمر الذي حتم عليها انتهاج إستراتيجية مالية محددة لاختيار أفضل البدائل. إذ تأتي مسائل مثل تكاليف التمويل وآجال الأموال المتاحة وطبيعتها في مقدمة المعايير التي ترتكز عليها المؤسسات والحكومات في اختيار البدائل أو المجموعة من البدائل التي يقع عليها اختيارها لتحقيق أهداف تلك الإستراتيجية. ولقد برزت أسواق الأوراق المالية كأحد البدائل التي ما فتئت تزداد أهميتها في ضمان التمويل المتنوع لمختلف الأعوان الاقتصاديين من خلال إتاحة المجال والإطار لإصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام وتداولها، لا سيما مع المرونة التي أصبحت تتميز بها في ابتداع الأدوات المالية الكفيلة بتزويدهم بما يحتاجونه من الأموال وجلب الشرائح المختلفة من المدخرين. وعليه أصبحت تلك الأسواق بمثابة حجر الزاوية في تمويل التنمية الاقتصادية من ناحية، وتحسين الموارد المتاحة للمؤسسات وتوجيهها إلى المشاريع الأكثر مردودية ونجاعة من ناحية أخرى.

تتجلى أهمية الفصل الثاني في إبراز مساهمة سوق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية وتمويل المؤسسات. ويتضح ذلك في المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار العام للتمويل؛

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية؛

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات.

المبحث الأول: الإطار العام للتمويل

أصبح التمويل يمثل حجر الأساس في الإدارة المالية لأي مؤسسة اقتصادية. وكذا لدى المجتمع ككل لما يلعبه من دور فعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وإذ كانت هذه الأخيرة قد احتلت مركزا هاما في الفكر الاقتصادي المعاصر، فان التمويل قد استأثر بحصة الأسد من هذا الاهتمام، ذلك أن نقصه أو عدم توفره في الوقت المناسب يمثل عقبة أمام تنفيذ بعض المقترحات الاستثمارية المربحة والمتاحة للمؤسسة، وبالتالي تفويت الفرصة أمامها.

المطلب الأول: الوظيفة المالية للمؤسسة

تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة، فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق أو غيرها من وظائف المشروع دون توفر الأموال اللازمة لتمويل أوجه النشاط المختلفة وأوجه الإنفاق المتنوعة.

أ- الوظيفة المالية (مفهومها وتطورها):

اختلف تعريف الوظيفة المالية باختلاف تطور مفهومها، حيث أنه تدريجيا بدأت الوظيفة المالية تأخذ مفهوما أكثر شمولا.

أولا: مفهوم الوظيفة المالية: فيما يلي أهم التعريفات التي قدمت للوظيفة المالية:

- الوظيفة المالية هي مجموعة الخطط أو البرامج التي تبين كيفية الحصول على الأموال اللازمة، واستخدامها لتنفيذ العمليات الضرورية للمؤسسة، وتوزيع الأرباح الناتجة.[1]
- الوظيفة المالية هي عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتقرير حجم الأموال اللازمة، وكيفية الحصول عليها واستثمار الأموال المتاحة لتحقيق إنتاجية عالية للمؤسسة وتمكينها من الوفاء بالتزاماتها المستحقة عليها في مواعيدها. [2]

يتضح مما سبق أن الوظيفة المالية هي مجموعة القرارات المالية المتفاعلة فيما بينها والمؤثرة والمتأثرة بشكل الأدوات التحليلية والكمية المستخدمة في حل المشاكل المالية.

ثانيا: التطور التاريخي للوظيفة المالية: واكبت الوظيفة المالية التطور الفكري في مجال الإدارة المالية والتقدم التكنولوجي في مجال الحسابات والمعلوماتية. وقد مرت الوظيفة المالية بمرحلتين خلال السنوات الماضية وهي:[3]

المرحة الأولى: مرحلة الاهتمام بالتمويل: في بداية التطور كانت المشاريع صغيرة والبدائل قليلة والتمويل شخصي لم يكن للوظيفة المالية أهمية أو وضوح واكتفى المشروع بالوظيفة المحاسبية. ومع تطور الاقتصاد وكبر المشاريع بدأت تتشكل الوظيفة المالية والتي تهتم بالتمويل لتلك المشاريع.

---

[1] محمد سعيد عبد الهادي، **الادارة المالية**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2008، ص 43.

[2] منير ابراهيم الهندي، **الفكر الحديث في مصادر التمويل**، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998، ص 07.

[3] سليمان أبو صبحا، **الادارة المالية** ، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2009، ص ص 22-25.

-بعد الحرب العالمية الأولى عزف الجمهور عن شراء الأوراق المالية وأصبح التلاعب بالأوراق المالية والمعلومات مما أدى إلى تدهور الكثير من المؤسسات وعليه بدأت الإدارة المالية تهتم بالنواحي القانونية من اندماج، واتحاد لتجنب الخسارة والبقاء في السوق.

-وفي الثلاثينات ساد الكساد الاقتصادي الكبير مما أفشل الكثير من المشاريع وأدى ذلك إلى اهتمام الإدارة المالية والتركيز على حالات الإفلاس وإعادة تنظيم إدارة السيولة والتحليل المالي.

-مع ظهور المنافسة أصبح الهيكل الأمثل للتمويل محور اهتمام المدراء الماليين، بالإضافة الى الاهتمام بتكلفة التمويل قبل الضريبة واختيار الأنسب.

المرحلة الثانية: مرحلة الاهتمام بالتمويل والاستثمار: لقد تسارع النمو الاقتصادي في بداية الخمسينات من القرن الماضي مما أدى الى التوسع في مهام الإدارة المالية.

-ظهور المنافسة الشديدة لتخصيص نظم مالية وتطوير طرق منظمة لإدارة الأموال والتخطيط المالي عن طريق استخدام أدوات رياضية مثل بحوث العمليات – طرق التحليل المالي- تحليل المخزون السلعي- تحليل القوائم المالية.

-في فترة السبعينيات بدأ الاهتمام بإدارة المحافظ الاستثمارية واختيار الأصول.

باختصار تغير مفهوم الوظيفة المالية من مجرد وظيفة تخصيص بإجراءات تدبير الأموال اللازمة للمشروع الى وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار وفي مجال التمويل والتخطيط المالي.

ب-الوظيفة المالية (أهميتها وخصائصها):

تنبع أهمية الوظيفة المالية من الدور المحوري لها في عمل المؤسسات، حيث يبقى اهتمام هذه الوظيفة بالمال وما ينميه، لهذا تتمتع الوظيفة المالية بخصائص أو سمات داخل المشروع ضمن العديد من الأبعاد.

أولا: أهمية الوظيفة المالية

إن الهدف الأساسي للمؤسسة اليوم هو ضمان بقائها في ظل القيود المفروضة عليها من المحيط، فعليها إذا أن تضمن نوعا من التوازن المالي الذي يسمح لها بمواصلة نشاطها لذلك فان الجانب المالي ركيزة أساسية بالنسبة للمؤسسة، كما أنه لا يخفى أن عدم كفاية الأموال أو نقصها في المؤسسة يؤدي إلى عواقب وخيمة تضرها وتزعزع استقرارها، ويمكن أن تؤدي بها إلى الزوال هذا لأن نقص المال يؤدي في أغلب الأحيان الى ضياع الفرص الاستثمارية وبالتالي يقل الربح، وقد تتعرض المؤسسة الى الخسارة لأن صحتها ونموها مرتبط بتوازن مختلف أجزاء الميزانية ومراقبة هيكلها المالي باستمرار، بالإضافة إلى ذلك أن القرارات المتخذة في المؤسسة لها انعكاسات مالية باعتبار أن الوظيفة المالية في الاقتصاديات الحديثة أصبحت تتعدى جمع الأموال الى المشاركة في اتخاذ القرارات اتجاه نوعية الأموال المطلوب تدبيرها رغم أنه لا توجد قاعدة عامة تمكن من معرفة الوظيفة المالية لمجموع المؤسسات، إلا أن هذه الأهمية تتوقف أساسا وترتبط إلى حد كبير بحجم المؤسسة.[1]

[1] يوسف حسن يوسف، **التمويل في المؤسسات الاقتصادية**، الطبعة الأولى، دار التعليم العالي الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص 34.

ثانيا: خصائص الوظيفة المالية: تتميز الوظيفة المالية بالخصائص التالية:[1]

- تتعامل الوظيفة المالية مع شبكة مالية معقدة وفي جو يغلب عليه عدم التأكد لأن وظائف الادخار والاستثمار تتم في عصرنا الحالي في وحدات اقتصادية مختلفة، قادت الى قيام طيف عريض متنوع من المؤسسات والأسواق والأدوات المالية؛
- هدف الوظيفة المالية يكون هو نفس هدف المشروع وهو تعظيم ثروة ملاك المشروع؛
- صعوبة تحديد مجال للوظيفة المالية فهي تتداخل وظائف المؤسسة الأخرى في إشراكهم باتخاذ القرارات ووضع السياسات؛
- استجابة الوظيفة المالية للظروف سواء المشاكل اليومية الداخلية أو المتغيرات الاقتصادية الخارجية؛
- مركزية الوظيفة المالية حيث أن القرارات المالية تتخذ بدرجة عالية من المركزية وذلك لعدة عوامل منها:
- ان القرارات المالية حاسمة في بقاء المشروع أو نموه؛
- تؤثر القرارات المالية على سيولة المشروع وأي قرار خاطئ يعرض المشروع للضائقة المالية؛
- مركزية القرارات المالية تعود على المشروع بالوفر الاقتصادي عند الاقتراض وعند شراء الأصول.

ج- الوظيفة المالية (مهامها وأهدافها):

إن مهام الوظيفة المالية تعتبر جزءا من المهام الشاملة للمؤسسة، ولا تختلف عن المهام الأخرى من حيث ماهيتها ومضمونها إلا فيما يتعلق بالمجال، فبالنسبة للتخطيط فهو تخطيط مالي، والتنظيم فهو تنظيم مالي، والرقابة فهي رقابة مالية. كما تهدف الوظيفة المالية دائما الى تحقيق أهداف عامة وأخرى خاصة.

أولا: مهام الوظيفة المالية: فيما يلي عرض لأهم المهام التي تتولاها الوظيفة المالية:[2]

- **التخطيط المالي:** تتضمن الوظيفة المالية قيام المدير المالي بالمهام التالية:
- تحديد الأهداف في كل من المدى القصير، المتوسط والطويل؛
- رسم السياسات والقواعد الموجهة لتفكير الأفراد في الشؤون المالية والتي من أهمها: سياسات التمويل، المفاضلة بين سياسة شراء الأصول أو استئجارها، سياسة الائتمان والتحصيل، سياسة توزيع الأرباح والاحتياطات، سياسة الاستثمار الخارجي؛
- التنبؤ المالي ووضع الخطط باربحية والتدفقات النقدية والمصروفات الرأسمالية لمشاريع جديدة وللتوسعات والتجديدات وخطة المركز المالي. ويجب التعرف على الاحتياطات المالية للمؤسسة الطويلة والقصيرة لهذا يستعين المدير المالي بالميزانيات التقديرية؛
- ربط العمليات المالية بعنصر الوقت وفق برامج زمنية محددة.
- **التنظيم المالي:** أي تصميم الهيكل التنظيمي وتنمية الهيئة الإدارية وتحديد الاختصاصات والمسؤوليات في الادارة المعنية بالشؤون المالية بما يضمن تنسيق الجهد الجماعي.

---

[1] سليمان أبو صبحا، مرجع سبق ذكره، ص ص 10-12.

[2] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص ص293-295.

- **الرقابة المالية:** وتتم من خلال:
- تحديد معايير الرقابة المالية على الأداء والتي تعتمد على النسب المالية الخاصة بالتحليل المالي ودراسة الميزانيات ونسب كفاءة التشغيل ومعدلات التكاليف المعيارية ومقاييس الرقابة على الائتمان والمخزون السلعي؛
- تحديد أساليب وأدوات الرقابة على الأداء والتي من بينها التقارير المكتوبة؛
- قياس انحرافات التنفيذ على التخطيط والإيجاد أو التعديل المناسب لمعالجة هذه الانحرافات.

ثانيا: أهداف الوظيفة المالية: يمكن تقسيم الأهداف التي تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيقها لهدفين أساسين:[1]

1- الأهداف العامة:

تتمثل الاهداف العامة للوظيفة المالية في هدفين هما: تعظيم الربح، وتعظيم الثروة حيث يعتبران الأساس الذي يبنى عليه كل القرارات سواء كانت مالية أو غيرها من القرارات المرتبطة بالوظائف الأخرى في المؤسسة.

2- الأهداف الخاصة:

تعكس هذه الأهداف كفاءة الأداء والتسيير في الوظيفة المالية، والتي تتمثل في توفير الشروط لبقاء المؤسسة واستمرارها والتي تجد تعبيرها المالي في مفهوم السيولة، الملائمة المالية، المردودية، النمو والتوازن المالي والمحافظة على الاستقلالية المالية.

د- مكانة الوظيفة المالية في المؤسسة:

هناك اختلاف ملحوظ في الطرق التي تسلكها المؤسسات المختلفة وذلك في تنظيم الوظيفة المالية، ففي المشروعات الصغيرة يكون صاحب المشروع أو مديره هو المسؤول الوحيد عن الإنتاج والتسويق والتمويل بالإضافة إلى وظائف أخرى، أما في المؤسسات المتوسطة والكبيرة عادة ما تكون لها إدارة مستقلة تهتم بالشؤون المالية، ويعرف رئيسا بالمدير المالي كما يلاحظ في المؤسسات الكبرى قيامها بتجزئة مستويات النشاط المالي بين كل من المدير المالي والمراقب المالي. حيث يضاف الى عمل المراقب ألا وهو الإشراف على الحسابات مسؤولية إعداد التنبؤات المالية والموازنات التخطيطية وتقويم فاعلية استخدام الأموال في الجهات المختلفة للمشروع. غالبا ما يكون في هذه الحالات المراقب مسؤولا أمام المدير المالي وفي حالات أخرى يكون كلاهما مسؤولا أمام مجلس الإدارة. ويمكن عرض مكانة الوظيفة المالية في المؤسسة من خلال ثلاث نقاط كما يلي:[2]

أولا: دراسة وتحليل البيانات المالية: تختص هذه الوظيفة بتحويل البيانات المالية إلى شكل أو نمط معين بحيث يمكن استخدامها لمعرفة جوانب القوة والضعف بالمركز المالي للمؤسسة وتخطيط عمليات التمويل في المستقبل وتقدير مدى الحاجة لزيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، وبالتالي تقدير حجم التمويل الإضافي المطلوب.

[1] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص ص 36-40.1

[2] نفس المرجع، ص 291.

ثانيا: تحديد شكل هيكل أصول المؤسسة: يحدد المدير المالي نمط هيكل الأصول وأنواعها والتي تظهر بقائمة المركز المالي ويعني ذلك تحديد كمية الأموال المستثمرة في كل الأصول من الأصول الثابتة والأصول المتداولة. وبعد تحديد هيكل الأصول يحدد بقدر الإمكان الحجم الأمثل للاستثمار في كل نوع من أنواع الأصول المتداولة وأن يحدد أيضا ما هي الأصول الثابتة الذي ينبغي استخدامها ومتى يتم استبدالها أو تطويرها.

ثالثا: تحديد الهيكل المالي للمؤسسة : تتصل هذه الوظيفة بالجانب الأيسر من قائمة المركز المالي، حيث يوجد نوعان من القرارات الخاصة بالهيكل المالي، يتصل النوع الأول من القرارات بتحديد المزيج الملائم للتمويل القصير والطويل الأجل ويعتبر ذلك من أهم القرارات لما لها من أثر على الربحية والسيولة العامة، أما النوع الثاني من القرارات ذات أهمية أيضا كالقرار السابق حيث يدور حول تحديد أيهما أكثر منفعة للمؤسسة القروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل في وقت معين، فقد تفرض الظروف وأنواعا معينة من القرارات وقد يتطلب البعض منها تحليلا مستفيضا ودراسة متعمقة للبدائل المتاحة وتكلفة كل بديل والآثار المترتبة على كل منهما في الأجل الطويل.

المطلب الثاني: القرارات المالية للمؤسسة

يستند التسيير المالي للمؤسسة إلى مجموعة من القرارات تختلف أهميتها بحسب مستويات اتخاذها. وتعد القرارات المالية (قرار الاستثمار، التمويل وقرار توزيع الأرباح) قرارات تمس حياة ومستقبل المؤسسة في المدى المتوسط والطويل، كونها تعكس مختلف السياسات المنتهجة (سياسة التمويل، الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح) في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة.

أ-مفهوم القرار المالي: يعتبر القرار أمرا ضروريا في حياة كل مؤسسة حيث لا يمكن لها أن تنمو وتحافظ على بقائها إلا من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات التي بتنفيذها تستمر المؤسسة. من بين هذه القرارات المالية المذكورة سابقا.

القرار المالي هو كل قرار يوازن ين الحصول على الأموال وامتلاك أصول (طبيعية، مالية) بحيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح.[1]

فالقرار المالي يهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال التوليفة الجيدة بين قرارات الاستثمار، التمويل، وتوزيع الأرباح التي تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة، بحيث أن هناك ارتباط وثيق بين مختلف هذه القرارات. حيث يحدث تفاعل بين القرارات الثلاث ليكون لها في الأخير تأثيرا مشتركا على قيمة المؤسسة والمنطق المالي لنموها الداخلي.

ب- قرارات الاستثمار: تتعلق هذه المجموعة من القرارات بحجم ونوع كل أصل من الأصول التي يجب أن تملكها المؤسسة، وهي تسعى الى تحقيق الاستغلال الأمثل للأموال التي تحصل عليها المؤسسة كحجم ومكونات هيكل الأصول، العائد على هذه الأصول والمخاطر الناجمة عن الاستثمار فيها[2]. وتشمل هذه المجموعة القرارات التالية:

---

[1] Pierre conso, Farouk Hemici, **gestion financiere de l'entreprise**, 9e édition, dunod , paris, 1999, p 438.

[2] أحمد محمد غنيم، **الادارة المالية " مدخل التحول من الفقر الى الثراء"**، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2006، ص 11.

- قرارات الاستثمار طويل الأجل في أصول عينية (آلات، معدات، مباني، مشروعات جديدة، توسعات)؛
- قرارات الاستثمار قصير الاجل (الأصول المتداولة) أو ما يعرف تقليديا رأس المال العامل؛

إن قرارات الاستثمار تعتبر من أهم القرارات التي يتخذها الفرد أو الإدارة في المؤسسة، وذلك لما يترتب عليها من التزامات مالية كبيرة وطويلة الأمد نسبيا، بالإضافة إلى انه (إذا شابها بعض الأخطاء) يصعب العودة عنها أو هناك شبه استحالة في الرجوع عنها دون تحمل أية خسائر، من هنا يمكن القول بأن نجاح أو بقاء المؤسسات في دنيا الأعمال يعتمد بشكل أساسي على مدى نجاح قرارات الاستثمار التي تم اتخاذها في الماضي أو الحاضر.[1]

ج- قرارات توزيع الأرباح: تتعلق هذه القرارات بتحديد مقدار الأرباح التي يمكن للمؤسسة أن توزعها على المساهمين، وبيان الأسلوب الذي يمكن استخدامه لتوزيعها. ويعد قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تقوم المؤسسة باتخاذها لما لهذا القرار من انعكاسات. فبين تأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة وجدت الإدارة المالية نفسها بين تيارين: الأول مؤيد لتأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة، والآخر ينفي هذا التأثير.

ويمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها: " معدل التدفق النقدي (وقد تكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم".[2]

تجدر الإشارة الى أنه توجد ثلاثة نظريات أساسية تدرس سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم، حيث يقوم جوهر هذه النظريات على تفضيلات المستثمر للتوزيعات الحالية لقاء المستقبلية. ويمكن تلخيص هذه النظريات في الجدول التالي:

---

[1] فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الأسس النظرية والعملية"**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 35.

[2] **محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة " دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر"**، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص 85.

الجدول رقم (4): النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

النظرية	صاحب النظرية	أسس ومبادئ النظرية
نظرية عدم ملائمة التوزيعات	**ميلروموديكلياني**	• عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة. • عدم وجود سياسة توزيع مثلى. • لا وجود لأي ضرائب على الدخول الشخصية للأفراد أو على أرباح الشركات • سياسة الاستثمار الرأسمالي بالمؤسسة مستقلة عن سياسة التوزيعات. • ليس لتقسيم الربح بين التوزيع والاحتجاز أثر في تكلفة الأموال المملوكة.
نظرية عصفور في اليد	**ميرون قوردن وجون لتنر**	• نقد نظرية مودكلياني وميلر. • يجب على المؤسسة أن توزع نسبة عالية في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي الى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات ومن ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويؤدي بالتالي الى تخفيض تكلفة الأموال. • التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل باعتبار أن المستقبل غير مؤكد.
نظرية التفضيل الضريبي	**ليزن بيرجي وراما سواني**	• المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات. • يجب على المؤسسات أن تدنى التوزيعات النقدية الى أدنى مستوى اذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم.

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مقال محمد زرقون، **أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة " دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر"**، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص 86.

إن كل من النظريات السابقة تعطي نتائج ونصائح مختلفة ومتباينة لمتخذي القرار، ذلك لان لكل منها وجهة نظر خاصة بها، فبينما يرى مودكلياني وميلر عدم الاهتمام بسياسة التوزيعات لعدم تأثيرها على قيمة السهم، فان جوردون ولينتز يفضلا أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن، أما نظرية التمييز الضريبي فيفضل روادها تدنية ذلك المعدل إلى أدنى مستوى.

د- قرارات التمويل: تبحث قرارات التمويل في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات. فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء الى الاستدانة. هذا القرار مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله. وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة ،فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص أخطاء الإفلاس .

حيث يلعب قرار التمويل دورا فاعلا في تحديد جهة تمويل المشروع في المؤسسة اي هيكل التمويل من أموال الملكية وأموال الاقتراض، وأيضا تحديد نسبة التمويل من مصادر التمويل القصيرة الأجل و مصادر

التمويل طويلة الأجل و بالتالي تحديد المزيج الأمثل و المناسب للتمويل بعد دراسة و تحديد كلفة كل مصدر ونسبة مساهمته في رأس المال ،و تتعدد مصادر التمويل بهدف تخفيض الكلفة المرجحة للأموال[1].

المطلب الثالث: ماهية التمويل

يكتسي التمويل أهمية خاصة في حياة المؤسسة، حيث يحافظ على استمراريتها على مدى اجيال من الزمن، لهذا يعتبر النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية ،و تسديد جميع مستحقاتها و نفقاتها، حيث حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المؤسسات. لهذا سيتم التطرق الى مفهوم التمويل و مختلف النظريات التي ارتبطت به بالإضافة الى دور التمويل و تأثيره على ربحية المؤسسة .

أ- **مفهوم التمويل:** لقد أعطيت تعاريف كثيرة للتمويل منها:

-التمويل هو عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين او المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي وتجسيد هذا الأخير في الميزانية التي تحتوي على جانبين: جانب الخصوم (الموارد) و جانب الأصول (الاستخدامات).[2]

-التمويل تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بين عدة مصادر من خلال دراسة التكلفة والعائد.[3]

مما سبق يمكن اعتبار التمويل بأنه مختلف العمليات التي تمكن المؤسسة من الحصول على الاموال اللازمة لتمويل نشاطها سواءا كان من مصادر داخلية أو مصادر خارجية، أي انه الفعالية المتعلقة بتخطيط وتجهيز الأموال ورقابتها وإدارتها في المؤسسة .

ب-**نظريات التمويل** : تطورت نظريات التمويل في ضوء التغيرات في أهداف وفلسفة إدارة التمويل في المؤسسات ومن ابرز هذه النظريات:[4]

أولا : النظرية التقليدية للتمويل: تقوم هذه النظرية على إبراز كفاءة المؤسسة في تحقيق العائد ويكون دور الوظيفة المالية من خلال تجميع أنشطة المؤسسة اي تحديد حجم ونوع وعمر الأصول التي تختارها وقيمتها ثم دراسة كيفية تمويل هذه الأصول من مصادر التمويل المتاحة وهذا يعني ان هذه النظرية تنطلق أساسا من وظيفة التمويل باعتبارها هي وظيفة الإدارة المالية .

ثانيا: النظرية الاقتصادية في تحليل المنظومات المالية: تعتمد هذه النظرية على فرضية وجود عرض وطلب على البضاعة في السوق وتأثير استخدام مفهوم الكلفة الحدية والإنتاج الحدي للمؤسسة واختيار أفضل مزيج من المدخلات التي تؤدي الى تخفيض التكاليف كأساس لعمل المؤسسة (بمعنى عندما يتعادل الإيراد الحدي لأي نوع من عوامل الإنتاج مع سعر بيع الوحدة الواحدة فيؤدي ذلك الى تخفيض التكاليف). إن هذه النظرية تنظر إلى رأس المال كأحد المدخلات و ليس جميعا.

---

[1] دريد كامل آل شبيب، **ادارة مالية "الشركات المتقدمة"**، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 24.

[2] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 210.

[3] نفس المرجع، ص 25.

[4] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-53.

ثالثا: نظرية منظومات التمويل: إن هذه النظرية هي تطور للنظريات السابقة إذ أنها تنظر الى التدفقات الأساسية الثلاث في المؤسسة وهي التدفقات النقدية ،التدفقات المادية، والتدفقات المعلوماتية الأساس الذي تقوم عليه نظرية التمويل.

ج- **دور التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة:** يعتبر التمويل عصب المؤسسة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال، فبدون التمويل تظل خطط المؤسسة على الورق دون تنفيذ، فيحتاج بناء المؤسسات الاقتصادية الى توفير الأموال اللازمة لشراء مستلزمات الإنتاج من الأصول الثابتة والأصول المتداولة، فبدون التمويل تتوقف الأعمال. كما أن نقصه يؤدي إلى تأخير المشروعات وضياع الفرص وبالتالي انخفاض الإيرادات. كما أن التمويل بمبالغ أكثر من الحاجة يعني تعطيل الأموال مع دفع تكلفتها دون أن تنتج عنها إيرادات.[1]

فالتمويل يحرك عجلة الإنتاج سواء للمنتجات أو الخدمات ولكن يجب التحقق من الاختيار السليم لمصادر التمويل بأقل تكلفة ومخاطر، وأيضا يجب اتخاذ قرار استثماري مثالي يعطي عائدا مناسبا على الأموال المستثمرة ومخاطر محسوبة وتنافسية. وهو كذلك يساعد وظائف التسويق والبيع في تمويل المبيعات الآجلة عن طريق الائتمان الذي يقدم الى العملاء والحصول على الائتمان التجاري والبنكي لتمويل المؤسسات، كما يؤثر التمويل على تكلفة التخزين وتكلفة التسويق من النقل والتعبئة والتغليف والتأمين والترويج.

وكخلاصة لكل هذا يمكن القول أن التمويل هو الدورة الدموية في المؤسسات ويجب أن تضخ الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تتحقق الأهداف التشغيلية والإستراتيجية.

د- **تأثير طريقة التمويل على ربحية المؤسسة:** تعتبر عملية تحديد هيكل التمويل من أهم القرارات المالية التي تواجه الوظيفة المالية في المؤسسة، اذ أنها تحدد نسبة الدائنين الى حق الملكية سواء اعتمدت المؤسسة لتمويل مشاريعها على المصادر الداخلية أو أنها اعتمدت على المصادر الخارجية، ولكل مصدر من هذه المصادر تأثيره على العائد وبالتالي على ربحية المؤسسة.

وتشترك مصادر التمويل الداخلية والخارجية في مجموعة من الخصائص يكون لها دور في القرار المالي الذي تتخذه الوظيفة المالية وهذه الخصائص تتمثل فيما يلي:

أولا: الدخل المتوقع تحقيقه: أن قرار الاعتماد على التمويل الداخلي يكون أفضل في حالة كون تكلفة الفائدة المدفوعة على التمويل الخارجي أكبر من معدل عائد السهم منسوبا لسعره مع الأخذ بعين الاعتبار عنصري المخاطرة والمرونة.

ثانيا: الاستحقاق: أي أن للقرض أجلا واضحا ومحددا يجب سداده في تاريخ محدد سلفا عند الاقتراض بين المؤسسة والدائنين، وفي حالة عدم سداد القرض لأي سبب من الأسباب فإن المؤسسة تتعرض لوضع خطير قد يهدد وجودها واستمرارها في ميدان العمل لأن الدائنين قد يستولون على الأصول أو قد يضعون المؤسسة في موضع تصفية أعمالها، في حين تعتبر أموال المالكين المتمثلة في حق الملكية استثمارا دائما في المؤسسة اذ أنه لا يوجد تاريخ محدد لاستردادها ولا يوجد أي اتفاق بهذا الخصوص.

[1] فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-17.

المطلب الرابع: المصادر المختلفة للتمويل

تعبر مصادر التمويل عن مجموعة من الخيارات وطرق التمويل التي يمكن أن تؤدي الى توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة، ولقد وسعت العولمة المالية من تلك الخيارات والمصادر فمنها ذات مصادر داخلية، ومنها من مصادر خارجية.

أ- التمويل عن طريق الأموال الخاصة أو الاستدانة: يحوي هذا العنصر سبل تمويل الاحتياجات والتي تم تقسيمها الى مجموعتين، الأولى تخص التمويل بالأموال الخاصة والثانية تتعلق بالتمويل بالاستدانة.

أولا: التمويل عن طريق الأموال الخاصة: تمثل الأموال الخاصة أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل مشاريعها الاستثمارية حيث تتشكل من مصادر داخلية متمثلة في التمويل الذاتي أو مصادر خارجية عن طريق الرفع في رأس المال نقدا.

- **التمويل الذاتي:** يعرف على أنه إمكانية المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة دورة أعمال المؤسسة.[1]

يمكن أن يتحدد مفهوم التمويل الذاتي من خلال منظورين، مباشر وغير مباشر:[2]

- **المنظور المباشر:** من خلال هذا المنظور يمثل التمويل الذاتي حاصل الفرق بين التدفقات المقبوضة والتدفقات المدفوعة، أي أنه يأخذ في الاعتبار التدفقات الفعلية دون الوهمية (الاهتلاكات، المؤونات)؛
- **المنظور غير المباشر:** يظهر التمويل الذاتي هنا كتدفق نقدي فعلي تحققه المؤسسة.

وللتمويل الذاتي ثلاث مكونات أساسية:[3]

- الأرباح المحتجزة: وهي ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها، ولم يدفع في شكل توزيعات؛
- الاهتلاكات: يعرف الاهتلاك على أنه طريقة لتجديد الاستثمارات، أي أن الهدف من حساب الاهتلاك هو ضمان تجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي؛
- المؤونات: تعرف المؤونة على أنها انخفاض من نتيجة الدورة المالية ومخصصة لمواجهة الأعباء والخسائر المحتملة الوقوع في المستقبل أو الأكيدة الحصول مع عدم إمكانية تحديد مبلغها بدقة.

وللتمويل الذاتي مزايا عديدة تتمثل في:

- يحافظ على الاستقلالية المالية ويسهل التفاوض مع المؤسسات الائتمانية؛[4]
- يعد ضمانا لسداد القروض؛[5]
- يرفع من نسبة الأموال الخاصة إلى الاستدانة مما يؤدي إلى زيادة القدرة الاقراضية للمؤسسة؛[6]

---

[1] علاء الدين جبل، هائل أبو رشيد، **تقييم تكلفة مصادر التمويل في الشركات الاقتصادية**، مجلة بحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 55، 2008، ص 3.

[2] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي "الادارة المالية"**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 259.

[3] علاء الدين جبل، هائل أبو رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 03.

[4] Patrice vizzavona, **pratique de gestion « analyse financière »**, tome I, Berti édition,alger,1991, p 66.

[5] Pierre conso, Farouk hemici, op.cit., p 47.

[6] عاطف وليم اندرواس، **التمويل والادارة المالية للمؤسسات**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 379.

- يشكل التمويل الذاتي بالنسبة للمسير مورد متاح يوفر له المرونة بحيث لا يتطلب موافقة المساهمين أو الدائنين.

كما أن للتمويل الذاتي حدود تتمثل في:

- يرتبط مبلغ التمويل الذاتي جزئيا بالنتائج وينخفض عندما تحقق المؤسسة خسائر؛
- التمويل الذاتي غير كاف لمتابعة نمو المؤسسة.[1]
- الاعتقاد بأن التمويل الذاتي لا يؤدي الى أي مصاريف في حساب النتيجة هي فكرة خاطئة، فمجرد علم المساهمين باحتجاز الأرباح وعدم إمكانية تحصيلها في شكل توزيعات تتمثل لديهم تكلفة الفرصة البديلة؛
- احتجاز الأرباح من شأنه أن يخفض مبلغ التوزيعات على المساهمين وهذا ما يجعل المؤسسة تفقد جاذبيتها تجاه المستثمرين المحتملين عندما ترغب في التمويل عن طريق السوق المالي.
- **الرفع في رأس المال نقدا:** تلجأ المؤسسة إلى رفع رأسمالها نقدا في حالة عدم كفاية مواردها الداخلية، المتمثلة في التمويل الذاتي لتغطية احتياجاتها المالية، تطرح أسهم جديدة في السوق المالي بسعر ثابت الى المساهمين الحاليين أو الجدد مقابل نقود سائلة يحصلون بذلك على حصة من رأس مالهم تكسبهم صفة الشريك. وذلك بقرار من الجمعية العامة الاستثنائية في حدود الرفع في رأس المال نقدا تعديلا على المستوى توزيع السلطة بين المساهمين، وهذا ما حفز الى ظهور أوراق مالية هجينة.[2]

ثانيا: التمويل عن طريق الاستدانة: تعد الاستدانة مصدرا تمويليا تعتمد عليه المؤسسة، نظرا لما توفره من أشكال بحسب طبيعة القروض وآجال استحقاقها.

- **الاستدانة متوسطة وطويلة الأجل:** تندرج ضمن هذا النوع من الاستدانة كل من:
- **القروض متوسطة طويلة الأجل:** يعرف القرض على أنه عقد بين المقترض والمقرض يقدم بموجبه هذا الأخير مبلغا من المال ويلتزم المقترض بإعادة المال للمقرض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها بالإضافة للفوائد.[3]

تحصل المؤسسة على هذه القروض من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في الموارد المالية طويلة الأجل، من خلال التفاوض المباشر معها والذي يحدد نوع الشروط فيما اذا كانت حقيقية أو مشددة.[4]

- **القرض السندي:** تتجه المؤسسات الى القرض السندي، والذي يعد قرضا طويل الأجل يتم بواسطة إصدار علم لأوراق مالية تكون قابلة للتداول للبيع والشراء، لقد تم التطرق اليها سابقا وهي ما يعرف بالسندات. سيتم التطرق الى كيفية التمويل بالسندات في النقاط الموالية من هذا الفصل.

---

[1] Boubaker Medkouri, **la gestion des ressources financières de la firme « entre sécurisation interne et fragilisation externe »**, thèse doctorat, université de sciences sociales de Toulouse I, France, 2000, P185.

[2] Lionel honoré, **gestion financière**, Edition Armand colin, Nathan, 2004, p 96.

[3] Pierre cabane, **l'essentiel de la finance à l'usage des managers**, 2éme édition, groupe EYROLLRS Edition d'organisation, paris, 2004, p 182.

[4] مفلح محمد عقل، **مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص119.

- **الاعتماد (الائتمان) الايجاري:** هو عملية استئجار أصل معين لمدة توافق مدة حياة الأصل المستأجر.[1] وبالتالي فان الائتمان الايجاري هو عقد بين المؤسسة والبنك يقوم من خلاله البنك بتأجير أصل معين حسب طلب المؤسسة، بحيث يمكن للمؤسسة شراء هذا الأصل في نهاية العقد.

يتميز الائتمان الايجاري بالخصائص التالية:[2]

- المؤسسة تختار الأصل الذي تريده، مع وضع خصائص تركيب الأصل ، وشروط الشراء التي تريدها؛
- آجال الائتمان الايجاري عادة تتمثل في مدة الاهتلاك الجبائي للأصل، أو في الحياة الاقتصادية حسب هدف العقد؛
- خلال هذه المدة لا يمكن للمؤسسة التراجع عن العقد.

وعند انتهاء عقد الإيجار يمكن للمؤسسة:

- إرجاع الأصل الى المؤجر في حال انتهاء المؤسسة من استعماله؛
- إعادة تجديد العقد، ولكن التأجير بسعر ضئيل لأن الأصل قد اهتلك؛
- حيازة الأصل بسعر محدد في العقد، وفي العادة يكون هذا السعر متمثل في القيمة المتبقية للأصل.

- **الاستدانة قصيرة الأجل:** تلجأ المؤسسة الى التمويل المصرفي لتمويل احتياجاتها المالية، الضرورية لدورة استغلالها والذي يكون في شكل اعتمادات خزينة أو اعتمادات بنكية تجارية.

ب-مصادر أخرى للتمويل: إن اجتياح موجة العولمة كان له الأثر الكبير على القطاع المالي، حيث جعل أغلبية دول العالم تعمل على الانفتاح على الاقتصاد العالمي لمسايرة التحولات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، وفي ظل هذه التطورات كان لابد على القطاع المالي التكيف مع مستجدات الصناعة المصرفية والمالية العالمية، ومن بين العوامل التي ساعدت القطاع البنكي على زيادة القدرة التنافسية في ظل التحرير المصرفي، القيام بدور البنوك الشاملة وترك المجال لمؤسسات مالية غير مصرفية متخصصة في مجالات تمويلية مستحدثة وهذا كله أدى الى ظهور مصادر تمويلية جديدة تساير النمو المتزايد للمؤسسات الاقتصادية وتساير التطورات العالمية الراهنة. وفيما يلي أهم هذه المصادر:

أولا: التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة: تعتبر عملية شراء أو خصم الذمم أداة من أدوات التمويل، والتي تقوم خلالها مؤسسة مالية متخصصة في هذا النشاط تسمى الفاكتور، أو إحدى البنوك التجارية التي تتوافر لديه هذه الخدمة المصرفية، بشراء حسابات أوراق القبض والعملاء الموجودة بحسابات المؤسسة الصناعية أو التجارية والتي تتراوح مدة استحقاقها بين 20 يوما و 120 يوما. ومن هنا فان هذه العملية تتيح للمؤسسة الحصول على نقدية جاهزة ومستمرة دون الحاجة الى انتظار تواريخ الاستحقاق وتحصيل ديونها من العملاء والمدينين.[3]

ثانيا: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر: هي عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو

---

[1] Zvi bodie, robert Merton, **finance**, 2 éme édition, nouveaux horizons, Pearson, paris, 2007, p 468.

[2] Pierre conso, Farouk hemici, op.cit., p 458.

[3] أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 110.

الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا فهذه التقنية تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات. في هذه التقنية يتحمل المخاطر (المستثمر) كليا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع الممول. ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر فان هذا النوع من التمويل لا يكتفي بتقديم النقد فحسب بل يساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها.[1]

ثالثا: التمويل الإسلامي: التمويل الإسلامي هو أسلوب يستند الى قاعدة فقهية معروفة ومهمة وهي أن الربح يستحق في الشريعة الإسلامية بالملك أو بالعمل، وهو ما يعني أن عنصر العمل يمكن أن يدخل النشاط الاقتصادي على أساس الربح، وبما أن التمويل المصرفي يعتمد على الملك أساس الربح فان القاعدة تقتضي أن من ملك شيئا استحق أية زيادات تحصل في ذلك الشيء. [2]

ج- آليات اختيار مصادر التمويل (السلوك التمويلي): يتم اختيار المزيج التمويلي الذي سيوجه لتغطية احتياجات المؤسسة المختلفة حيث سيتم الشروع في تنفيذ إستراتيجية المؤسسة وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية.

أولا: العوامل المحددة لآليات اختيار مصادر التمويل: يعتبر قرار اختيار نمط التمويل من قبل المسير المالي من أصعب القرارات المالية كونه يخضع لمجموعة من العوامل لا يمكن تجاهلها أبرزها:

- **السيطرة:** غالبا ما يحرص أصحاب المؤسسة للمحافظة على سيطرتهم عليها مما يجعلهم يعزفون عن استخدام الأموال الخاصة لزيادة رأس مال المؤسسة، وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلا عنها، لأن استعمالهم للأموال الخاصة سيؤدي الى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المؤسسة؛
- **الملائمة:** ويقصد بهذا العامل هو الملائمة (المطابقة) بين أنواع الأموال حسب أجلها وبين استخدامات هذه الأموال، فتنقسم الى الأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل، مثل الاحتياجات الموسمية والأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل؛
- **الميزة الضريبية:** تنتج الميزة الضريبية لأموال الاقتراض من حقيقة أن فوائد هذه القروض تعتبر مصاريف تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة؛
- **المرونة:** ويقصد بها الحرية في إرجاع الأموال إلى أصحابها عند عدم الحاجة إليها أو استبدال مصادر الأموال وهذا الأمر ممكن في حالة الاقتراض، إذا ورد نص على ذلك في عقد القرض أي عقد إصدار السندات، كأن تكون السندات قابلة للاستدعاء. ولكن عامل المرونة غير وارد في الأموال الخاصة (المساهمين) لأنه ليس

---

[1] سعيد بريبش، **رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر" دراسة حالة شركة SOFINANCE"**، مقال في مجلة الباحث، العدد 05، 2007، ص 05.

[2] بوفليح نبيل وآخرون، **التمويل الاسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية**، مداخلة في ملتقى الولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الاسلامية، المنعقد يومي 06و 09، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص 13.

للأسهم موعد للاستحقاق ولا يجوز للمؤسسة إرجاع الأموال إلى حملة الأسهم وإلغاء الأسهم عند عدم الحاجة إليها؛

- **التوقيت:** والمقصود به هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه إلى السوق المالي مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى تكلفة ممكنة وبأفضل الشروط، ولكن حاجة المؤسسة إلى الأموال في بعض الأحيان قد تلغى قدرتها على التوقيت إذ تضطر إلى الدخول للسوق للاقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت، وفي كل الأحوال يجب أن ينظر إلى التوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة؛
- **الظروف الاقتصادية العامة:** قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي على توسيع المؤسسات في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال؛
- **التصنيف الائتماني:** هو عبارة عن رأي فني في ملائمة المؤسسة المصنفة، فكلما كان هذا الرأي ايجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال؛[1]
- **طاقة الاقتراض:** قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا لها من الناحية الضريبية لأن الفائدة تشكل نفقة، وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض بدون حدود؛
- **حجم المؤسسة:** فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.[2]

د- الهيكل المالي وتكلفته (الذكاء التمويلي): يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، إلا أنه لحد الآن لا يوجد إجماع أو اتفاق على أن نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد، وخاصة قضية أمثلية الهيكل المالي، بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاد السوق. وإذا تم افتراض إمكانية حصول المؤسسة على قدر معين من الموارد المالية مقدمة على شكل قروض، فان نجاحها يتوقف على حسن استغلالها لتلك الموارد، أي يجب أن تتمتع المؤسسة بالذكاء التمويلي (بمعنى أن تعمل المؤسسة على إحداث نوع من التركيب المالي، بهدف توجيه مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات مردودية).

أولا: مفهوم الهيكل المالي: يعرف الهيكل المالي بأنه: الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة[3]. أي أن الهيكل المالي هو الجانب الأيسر من الميزانية والذي يبين كيفية تمويل أصول المؤسسة.

يترجم الهيكل المالي (أو البنية المالية) للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها. فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فان

[1] مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص158.

[2] نفس المرجع، ص 159.

[3] Florence Delahaye, jacqueline Delahaye, **finance d'entreprise manuel et applications**, 2 éme édition, DUNOD, paris, 2009, p 122.

المؤسسة في وضع مخاطرة، نظرا لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال. عندئذ فالمؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة. بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فان الأمر يختلف تماما، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال المؤسسة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين[1]. وعليه فان المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق المردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم. كما أنه قد كون مصدر تمويل المؤسسة مزيجا من الموردين السابقين، وهي الحالة الأكثر شيوعا، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة)، عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال.

ثانيا: مفهوم تكلفة رأس المال: تعرف تكلفة رأس المال بأنها: المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة[2]. وبذلك فهي تكلفة مصادر التمويل، وتحسب بالعلاقة التالية:[3]

$$CMP= t\ (V_{cp}/(V_D+V_{cp}) + i\ (V_D/\ (V_D+V_{cp})$$

حيث:

CMP: التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال)؛

V_{CP}: قيمة الأموال الخاصة؛

V_D: قيمة الديون؛

t: تكلفة الأموال الخاصة؛

I: تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

يعتبر التعريف السابق لتكلفة رأس المال تعريفا رياضيا، لأنه في الواقع يتم اعتبارها على أنها: معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون. فيكتسي مفهوم تكلفة رأس المال أهمية كبرى في إطار مالية المؤسسة نظرا لكونه يسمح بتحديد الاستثمارات ذات المردود الجيد، لذلك فهو يندرج ضمن أهم المعايير المستعملة في طرق تقييم المؤسسات.[4]

وعليه يمكن تقييم المخاطرة التي تتعرض لها الأصول الاقتصادية للمؤسسة، وبالتالي يمكن إدراك مفهوم الأمثلية في اختيار الهيكل المالي، حيث تسعى المؤسسة إلى تدنية المخاطر الناجمة عن مختلف أنماط التمويل. وبتعبير أدق تحاول تدنية تكلفة رأس المال قدر الإمكان. فبصفة عامة يعد استعمالا مفهوم تكلفة رأس المال مسعى استراتيجيا للمؤسسات التي تميل الى استهداف هيكل مالي أمثل يجعل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أدنى ما يمكن قصد التقليل من المخاطرة.[5]

---

[1] دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي "الاسهامات النظرية"**، مقال في مجلة الباحث، العدد 04، 2006، ص 107.

[2] Jean barreau, jacqueline Delahaye, gestion financière, manuel et applications, 9 éme édition, DUNOD, paris, 2000,p 157.

[3] Pierre vernimmen, finance d'entreprise, 3 éme édition, Dalloz, paris,1998, p 487.

[4] هواري سويسي، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مقال في مجلة الباحث، العدد 05، 2007، ص ص 107-119.

[5] Jean-Luc Arrègle, Eric Cauvin, Michel Ghertman, bernard Grand, **les nouvelles approches de la gestion des organisations**, ECONOMICA, paris, 2000, p 49.

ثالثا: أمثلية الهيكل المالي: يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل (تمويل الأصل الاقتصادي) معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن. وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. ولقد ظهرت عدة نظريات لإثبات وجود هيكل مالي أمثل أهمها المنظورين الكلاسيكي والحديث.[1]

الجدول رقم (05): المنظور الكلاسيكي والحديث حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة.

المنظور	النتيجة
الكلاسيكي	يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن، وبالتالي يعمل على تعظم قيمة المؤسسة.
غياب الجباية	لا يوجد هيكل مالي أمثل.
وجود الجباية	-قيمة المؤسسة التي تعتمد الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد الاستدانة. -لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة.

المصدر: jean barreau, jacqueline Delahaye, gestion financière, manuel et application, 9 éme édition, DUNOD, paris, 2000, p 150.

يمكن القول أن الهيكل المالي هو نتيجة لعدة تسويات معقدة، لذلك توجد العديد من العوامل لاختيار المؤسسة لهيكلها المالي طالما لا يوجد هيكل مالي أمثل، وهي:

- محاولة الاحتفاظ بمرونة مالية، بمعنى عدم كون المؤسسة مجبرة باختيار معين مستقبلا جراء قرار اتخذته سلف؛
- الأخذ في الحسبان الخصائص الاقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة ومدى تطوره؛
- وضعية المساهمين فيما يتعلق بعنصر المخاطرة (التفاؤل/التشاؤم)؛
- التحسب لوجود فرص أو قيود؛
- أهداف وإستراتيجية المؤسسة.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية

لقد عملت الليبرالية المالية التي انتشرت وتدعمت شيئا فشيئا في أنحاء العالم على الحد من سيطرة النظام البنكي، وذلك بالانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية. حيث أصبحت هذه الأخيرة الركيزة الأساسية في التنمية الاقتصادية في كل من الدول النامية والمتقدمة على حد سواء

[1] Josette Peyrard, **gestion financière internationale**, 5 ème édition, Vuibert, paris, 1999, p 332.

فالدول ذات الأسواق المالية المتطورة غالبا ما يكون مستوى التكوين الرأسمالي فيها مرتفعا وتشمل نسبة نمو عالية وتزود خدمات مالية أفضل لجميع طبقات المجتمع وبالتالي تتجه لأن تكون مستقرة من الناحية المالية والاقتصادية.

المطلب الأول: التأصيل النظري للتنمية الاقتصادية

تعتبر المواضيع التي اهتمت بالنمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية عموما من أهم المواضيع التي تمت مناقشتها من طرف الاقتصاديين على اختلاف توجهاتهم وانتماءاتهم خلال القرن الماضي وبداية القرن الحالي، حيث تعتبر التنمية بمفهومها الشامل والمعاصر عملية تخص جميع مستويات الحياة ومجالاتها، وهي فكرة ولدت بين الحربين العالميتين واتسعت الآن وتجسيد هذه العملية يتوقف على عدة عوامل تتفاوت أهميتها من ظرف لآخر ومن بلد لآخر.

أ- مفهوم التنمية الاقتصادية: عند الحديث عن التنمية كان يتبادر لدى الخبراء الاقتصاديين وخاصة الليبراليين تلك الزيادة في نصيب الفرد من الدخل وما يترتب على ذلك من مؤشرات اقتصادية بحتة وهذا في حقيقة الأمر هو مفهوم النمو الاقتصادي لأنه يتعلق بجوانب كمية إحصائية، ويتغاضى عن مراعاة بعض الاعتبارات الإنسانية والاجتماعية ذات التأثير المباشر على مستوى حياة كل أفراد المجتمع. ونظرا للتباين الواضح في المفاهيم والتعريفات التي أعطيت للتنمية الاقتصادية سيتم استعراض مجموعة من التعاريف لكتاب تناولوا بالتحليل موضوع التنمية الاقتصادية:

- التنمية الاقتصادية هي مجموعة الإجراءات والتدابير الهادفة إلى بناء آلية اقتصادية ذاتية تتضمن زيادة حقيقية في دخل الفرد لفترة طويلة من الزمن.[1]
- التنمية الاقتصادية هي العملية التي يتم بمقتضاها دخول الاقتصاد الوطني مرحلة الانطلاق نحو النمو الذاتي.[2]
- التنمية الاقتصادية عملية نقل الاقتصاد القومي من حالة التخلف إلى حالة التقدم، بمعنى أدق هي عملية الانتقال من الوضع الاجتماعي المتخلف الى الوضع الاجتماعي المتقدم. هذا الانتقال يقتضي تغيرا في أساليب الإنتاج المستخدمة وفي البنيان الثقافي المتلائم مع هذه الأساليب الإنتاجية.[3]

ب-محددات التنمية الاقتصادية: تتوقف التنمية الاقتصادية على العديد من المتغيرات والمحددات، ومن جهة أخرى تنطوي التنمية الاقتصادية على العديد من المنافع، لكن تختلف التنمية الاقتصادية من دولة إلى أخرى ما يجعلها تشكل فجوة بين مجموعتين من الدول.

---

[1] عبد الرحمن بوادقجي، **التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، دار الكتب الجامعية، دمشق، 1978، ص 14.

[2] مدحت القريشي، **التنمية الاقتصادية "نظريات وسياسات وموضوعات"**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007،ص 122.

[3] عمروا محي الدين، **التخلف والتنمية** ، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 2000، ص 210.

أولا: محددات التنمية الاقتصادية: من بين محددات التنمية الاقتصادية:[1]

- كمية النقود المحلية المتاحة سنويا لتنفيذ استثمارات جديدة؛
- حجم الحصيلة السنوية من العملات الأجنبية؛
- درجة الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي،
- المزايا التي تمنح للمستثمرين الأجانب؛
- درجة تحسن مستوى التعليم والتدريب والصحة والظروف الاجتماعية؛
- درجة تحسن نوعية الاستثمار الإجمالي؛
- درجة تغير الهيكل الاقتصادي لغير صالح القطاع ذي الإنتاجية الأقل.

ثانيا: منافع التنمية الاقتصادية: نتيجة لعملية التنمية يمكن للمجتمع أن يحقق العديد من المنافع التي تعود بالإيجاب على رفاهيته وتقدمه، ويمكن للتنمية الاقتصادية أن تحقق ثلاثة منافع متميزة وذلك من خلال ما تتركه من آثار على كل من مستوى المعيشة، توزيع الدخل الوطني، نمط المعيشة.[2]

ثالثا: فجوة التنمية: عرف العالم بعد الحرب العالمية الثانية نموا اقتصاديا قويا، غير أن هذا النمو كان مصحوبا بعدم عدالة بين الدول والمجتمعات حيث أن 20%من دول العالم تمتلك 85%من الناتج العالمي الإجمالي وتستحوذ على 84% من التجارة العالمية ويمتلك سكانها 85%من مجموع المدخرات العالمية.[3]

يتم التمييز في الغالب بين مجموعتين من الدول:

- **دول الشمال**: والتي تشمل الأقطاب الاقتصادية الثلاث:[4]
- الولايات المتحدة الأمريكية التي تعد أكبر قوة اقتصادية وتحتل المرتبة الأولى في القوة الزراعية والصناعية، وتسيطر على الميادين المفتاحية كالإعلام الآلي والاتصالات، كما أنها تتربع على مكانة بارزة في التبادلات الدولية جراء امتلاكها للتكنولوجيا المتطورة؛
- اليابان والذي يعد قوة اقتصادية عالمية رائدة بامتلاكه لصناعة قوية واستثمارات واسعة في آسيا الشرقية،
- الاتحاد الأوروبي الذي يضم 6.5% من سكان العالم وينتج لوحده أكثر من ثلث الثروة في العالم؛
- **دول الجنوب:** وتضم الدول السائرة في طريق النمو، وهي تتميز بوضعية جد صعبة في مختلف الميادين، حيث يتميز المناخ السوسيو اقتصادي بضعف الإنتاجية، وارتفاع معدل البطالة، ونظام تكوين غير ملائم، ومشاكل النقل والمواصلات، وانخفاض توقع الحياة، وتدهور مستويات التعليم والصحة، بالإضافة إلى المديونية وتدهور شروط ومعدلات التبادل في غير صالح هذه البلدان.
-

[1] عبد اللطيف مصطفى، **تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 37.

[2] أسامة بشير الدباغ وأتيل عبد الجبار الجومرد، **مقدمة في الاقتصاد الكلي**، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2002، ص 411.

[3] نفس المرجع، ص 38.

[4] Gabriel Wackermann, **géographie de développement**, ellipses Market, universités géographie, France, 2005, p 213.

ج- نظريات التنمية الاقتصادية: إن عملية التنمية الاقتصادية متعددة الجوانب وهذا راجع لتعدد النظريات التي ألقت الضوء عليها بالإضافة إلى مختلف القضايا التي تهتم بها:

أولا: نظريات التنمية الاقتصادية: يمكن استعراض أهم اتجاهاتها فيما يلي: [1]

- القاسم المشترك بين مختلف النظريات هو التركيز على أهمية التراكم الرأسمالي، فضلا عن العوامل التي تدعمه أو تعوقه ؛
- بالنسبة للاقتصاديين الكلاسيك بينوا كيف أن التنمية الاقتصادية يمكن أن تعاق بسبب الضغوط السكانية مقترنة بندرة الموارد الطبيعية؛
- أضاف النيوكلاسيك تحليل عملية الادخار والاستثمار والآثار الموالية للتقدم التكنولوجي؛
- أما كارل ماركس فأكد أن علاقات الإنتاج في ظل النظام الرأسمالي تتعارض مع التقدم التكنولوجي فيه، ومن ثم حدوث كساد دوري في الاقتصاد ثم لركود حتمي، كما أشار على التكاليف الباهظة والمتكررة لعملية النمو الاقتصادي في ظل النظام الرأسمالي والتي تتمثل في صورة التمزق الاجتماعي والاقتصادي الذي يحل بالمجتمع؛
- قدمت بعض التعديلات الأساسية على التغيرات السابقة وخصوصا كيفية تحقق التراكم الرأسمالي المتحقق عن التنمية الاقتصادية وتتمثل هذه التعديلات في:
- نظرية شومبيتر بإضافته الهامة في ابراز دور المنظم في قيادة عملية التراكم.
- كينز بدمج نظرية أفضل عن الطلب الكلي مع نظرية التنمية الاقتصادية غير أنه لم يكن الا جزئيا، وبقي للكينزيين تكملة مسألة تزاوج نتائج التكامل الرأسمالي في مجال خلق الطلب وخلق العرض.
- نشأ اهتمام كبير منذ الحرب العالمية الثانية حول التنمية الاقتصادية، وقد كانت هناك محاولة من بعض المحللين لتطبيق نظريات التنمية الاقتصادية على الدول النامية، كما برزت بعض الإضافات الجديدة والهامة التي سارت في اتجاهين ركز الاتجاه الأول بتحليل أسباب فشل الدول النامية في تحقيق معدل سريع للنمو رغم إمكانية الاستفادة من التكنولوجيا الأكثر تقدما.

بينما ركز الاتجاه الثاني على دراسة العوامل الأساسية التي تنتج على النمو والعمليات المتداخلة المتشابكة والتي يأخذ كل ن التراكم الرأسمالي والنمو مكانه، كما أعطى اهتمام للعلاقة الهامة بين الزراعة والصناعة أثناء عملية التنمية، وخصوصا مدى إمكانية استخدام العمل الزراعي الفائض كأداة لتمويل التنمية الصناعية.

ثانيا: القضايا الأساسية للتنمية: في جولة من أدبيات التنمية وتجاربها لابد من تسليط الضوء على عدد من القضايا الرئيسة التي لعبت دورا محوريا في تشكيل الفكر التنموي وتطوره في محاولة للكشف عن أهم العناصر المحركة لعملية التنمية:[2]

- التركيز على تكوين رأس المال المادي كمحدد رئيسي للتنمية مع اعطاء الأولوية للتنمية الصناعية؛
- ضرورة أن يكون تكوين رأس المال على نطاق كبير أو تطبيق ما عرف بمبدأ "الدفعة القوية"؛

[1] محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، **التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكنرية،2001، ص ص 64-65.

[2] صبحي تاروس قريصة، **مذكرات في التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1986، ص 71.

- البحث عن إستراتيجية ملائمة للدفعة القوية حيث لابد من التركيز ومناقشة إستراتيجيتين متنافستين هما: إستراتيجية النمو المتوازن، وإستراتيجية النمو غير المتوازن؛
- نظرة اقتصادية لنظرية التنمية وتجاربها والمطالبة بإستراتيجية جديدة.

د- أهداف التنمية الاقتصادية وأعباءها: تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وفي المقابل فقد أكدت تجارب الكثير من الدول خاصة الصناعية أن للتنمية الاقتصادية أعباء وتكاليف.

أولا: أهداف التنمية الاقتصادية: تتمثل أهداف التنمية الاقتصادية في: [1]

- استخدام الموارد الطبيعية لتحقيق الرفاه الاقتصادي للجماعة والفرد، وهذا يتأتى بالسيطرة الكاملة على مختلف موارد الطبيعة واستغلالها؛
- زيادة الدخل القومي والارتقاء بمستوى معيشة الإنسان وتقليل الفجوة الداخلية مع تعديل تركيبة هيكل الاقتصاد القومي لصالح قطاع الصناعة والتجارة؛
- بالإضافة إلى تحقيق العدالة الاجتماعية فالهدف النهائي للتنمية الإنسانية ويمكن في استخدام نتائج التقدم الاقتصادي لنشر العدالة الاجتماعية مشتله عن القيم الإنسانية الرفيعة في جميع نواحي المعمورة.

ثانيا: أعباء التنمية الاقتصادية: أما بالنسبة للأعباء فلعل من أهمها تلك التضحيات التي يتوجب على المجتمع تحملها في الحاضر في سبيل الحصول على منافع التنمية في المستقبل (أو تكلفة الفرصة الضائعة للتنمية). أضف إلى ذلك ما تتسبب به التنمية أحيانا من أعباء اجتماعية وأخرى فردية. فالتنمية تخلق ضغطا على الموارد المتاحة، وتتطلب استثمارا مكثفا لها في إنتاج السلع والخدمات وتطوير وتحسين التعليم والصحة والبنية التحتية، ولا يتوقع لهذه الاستثمارات أن تعود على المجتمع بمنافع فورية وإنما تعكس مدى استعداد الجيل الحاضر في المجتمع للتضحية في سبيل منافع تجنيها الأجيال اللاحقة في المستقبل وتعتبر هذه التضحية التكلفة الرئيسية لعملية التنمية. ومما يصاحب عملية التنمية ازدياد الأعباء والتكاليف الاجتماعية كالبطالة وسوء توزيع ثمار التنمية.[2]

المطلب الثاني: تمويل التنمية الاقتصادية

يعتبر التمويل حجر الزاوية في أي عملية للتنمية الاقتصادية، ويرتكز التمويل على المدخرات الوطنية بصفة أساسية، ويستعان بالمدخرات الأجنبية لاستكمال النقص في المدخرات الوطنية، ومن هنا فان دراسة تمويل التنمية تقتضي الإحاطة بمصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية.[3]

أ. مصادر التمويل الداخلية: تتكون مصادر التمويل الداخلية من عدة أنواع أهمها:

أولا: الادخار الاختياري: ويقصد بالادخار الاختياري ذلك الذي يقبل عليه الأفراد والمشروعات طواعية واختياريا، ويتمثل في مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال.[4]

[1] محدت القريشي، مرجع سبق ذكره، ص 129.

[2] عبد اللطيف مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 38.

[3] نفس المرجع، ص 79.

[4] محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، مرجع سبق ذكره، ص 288.

ثانيا: الادخار الإجباري: يقصد به ذلك الجزء الذي يقتطع من دخل الأفراد –بعيدا عن حاجة الاستهلاك- بطريقة إلزامية دون أن يقبل عليه الأفراد طواعية.[1]

ب. عوائق مصادر التمويل الداخلية: هناك عدة عوائق تعيق تمويل التنمية بالمصادر الداخلية أهمها:

- أثر المحاكاة: أي تقليد الأفراد في الدول النامية لأنماط الاستهلاك في الدول المتقدمة؛
- عدم استقرار القوة الشرائية للنقود حيث أن الأموال التي يدخرها الأفراد بالامتناع عن الإنفاق، تضعف مقدرتها في المستقبل على شراء السلع والخدمات؛
- عدم وجود حدود فاصلة بين قطاع الأعمال والقطاع العائلي. نظرا لتخلف النظم والقوانين في هذه الدول، كما أن مدخرات قطاع الأعمال قد لا توجه إلى عملية التنمية؛
- انخفاض الإيرادات الجارية في الدول النامية وقصور نظامها الضريبي.

ج. مصادر التمويل الخارجية: إن قصور المدخرات المحلية عن تمويل كافة مشروعات التنمية يؤدي بالدول النامية خاصة إلى اللجوء إلى مصادر خارجية لسد عجز المدخرات المحلية.

أولا: المديونية الدولية: تمثل المديونية الدولية لدى البنوك الخاصة، الحكومات والمؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك العالمي، البنوك الدولية للتنمية) مصدر تمويل خارجي للتنمية الاقتصادية، ففي سنوات السبعينات، رأت الحكومات خاصة في أمريكا اللاتينية أنها سوف تكون أقل تبعية للمؤسسات المقرضة منها شركات متعددة الجنسيات، لكن التاريخ أثبت عكس ذلك، حيث فرض عليها خلال الثمانينات من القرن الماضي برامج تعديل هيكلية مجحفة أدت في أغلب الأحيان بتراجعات وانتكاسات اقتصادية.

ثانيا: المنح والإعانات: تتمثل في تمويل موارد من الدولة المانحة إلى الدولة النامية الممنوح إليها، وقد تكون هذه الموارد في شكل نقدي أو عيني والنقد يكون في شكل عمولات قابلة للتحويل والعيني في شكل سلع أو خدمات استهلاكية واستثمارية.

ثالثا: الاستثمار الأجنبي المباشر: يتعلق الأمر بالاستثمارات المنتجة المحققة من طرف الشركات الأجنبية، والتي تسمح في العديد من الحالات لهذه الأخيرة بالتأثير أو السيطرة على المؤسسات المحلية. لذلك فان سياسات التأميم التي قامت بها دول العالم الثالث قد وقفت في طريق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، إذ تؤكد النظرية الاقتصادية أن رؤوس الأموال تمر من الدول التي تكون فيها وفرة إلى تلك التي تفتقر إليها، انطلاقا من أن مردودية فرص الاستثمار الجديدة هي أكثر أهمية عندما تكون رؤوس الأموال محدودة. والاستثمارات الجديدة هي أكثر إنتاجية في الدول التي تمتلك أيدي عاملة مؤهلة وهياكل قاعدية متطورة بالقدر الكافي، وهذا ما يفسر عدم توجه رؤوس الأموال إلى الدول الفقيرة.

د. عوائق مصادر التمويل الخارجية: إن أول ما يواجه الدول ويعترض سبيلها في تحقيق التنمية هو العراقيل التي تواجه صادراتها ومنها:[2]

- عدم توفر الأيدي العاملة الماهرة بالقدر الكافي؛

---

[1] عبد اللطيف مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 83.

[2] السبتي وسيلة، **تمويل التنمية المحلية في اطار صندوق الجنوب "دراسة واقع المشاريع التنموية في ولاية بسكرة"**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2005، ص ص 17-18.

- ضيق حجم السوق المحلية إذ يصعب دخول مجال التصدير للسوق الدولية قبل الاستفادة من مزايا الإنتاج في السوق المحلية؛
- صعوبة القدرة على المنافسة في الأسواق الدولية بسبب استيراد معظم لوازم الإنتاج للعملية الصناعية؛
- عدم توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي في البلدان النامية؛
- عدم توفر الإحصاءات الصحيحة التي تمكن المستثمر من دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع؛
- فرض معاملة ضريبية مجحفة على إرباح المستثمر الأجنبي.

المطلب الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية

تعتبر الأسواق المالية أحد الأدوات المهمة في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية المتواصلة أو المستدامة في الدولة. إن أدبيات النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية تبين بوضوح أن طبيعة العلاقة بين الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية هي علاقة تبادلية تربط الاتجاهين من خلال أدوات عديدة كالسياسة المالية، والسياسة النقدية، ومعدل التضخم، ومعدل أسعار الفائدة، وسعر الصرف، والناتج المحلي الإجمالي وغيرها.

أ- الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية: إن أهم تطور مس المحيط المالي الحديث، هو الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية، حيث يتميز اقتصاد الاستدانة بالتمويل غير المباشر، أين يتم انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز أو الحاجة للتمويل عن طريق الوسطاء الماليين من بنوك وهيئات مالية، ونتيجة لذلك فقد تميزت المؤسسات بمستوى عال من المديونية وهذا راجع إلى أن الوساطة المالية كانت ترمي في الأساس إلى الرفع من ديون المؤسسات دون تعزيز أموالها الخاصة، بهدف الاستفادة من الأثر الايجابي للرفع أما اقتصاد الأسواق المالية فانه يتميز بالتمويل المباشر، حيث تمول الوحدات ذات العجز أو الحاجة للتمويل المباشر من طرف الوحدات ذات الفائض من السيولة، ويتم ضمان هذا النوع من التمويل عن طريق هذا السوق المالي الذي يلعب الدور البارز في تمويل المؤسسات عن طريق الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات التمويلية ومنه تمويل التنمية الاقتصادية والدفع بها إلى الأمام.

ب- آلية العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية: تستمد أسواق الأوراق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثارا جديدة. كما تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي تقوم بها الأفراد أو المؤسسات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخيل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والارتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

كما تمثل حافزا للمؤسسات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة؛
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي؛
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي الى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول.

والشكل رقم 13 يحدد علاقة تطور سوق الأوراق المالية بمراحل التنمية الاقتصادية.

الشكل رقم (13): علاقة تطور سوق الأوراق المالية بمراحل التنمية الاقتصادية

مراحل التنمية الاقتصادية	منخفضة	متوسطة	متقدمة
	تنمية اقتصادية مرتفعة مع تخلف سوق الأوراق المالية	تنمية اقتصادية مرتفعة مع أداء متوسط لسوق الأوراق المالية	تنمية اقتصادية مرتفعة مع سوق الأوراق المالية متقدمة
مرتفعة			
	تنمية اقتصادية متوسطة مع تخلف سوق الأوراق المالية	تنمية اقتصادية متوسطة مع سوق الأوراق المالية متوسطة الأداء	تمية اقتصادية متوسطة مع سوق الأوراق المالية متقدمة
متوسطة			
	تنمية اقتصادية منخفضة مع تخلف سوق الأوراق المالية	تنمية اقتصادية منخفضة مع سوق الأوراق المالية متوسطة الأداء	تنمية اقتصادية منخفضة مع سوق الأوراق المالية متطورة
منخفضة			

المصدر: فريد نجار، **البورصات والهندسة المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999، ص 141.

ج- تحليل العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية: يوجد ثلاث مناهج تناولت تحليل العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية:[1]

المنهج الأول: أن سوق الأوراق المالية هو المؤدي إلى التنمية الاقتصادية.

المنهج الثاني: أن التنمية الاقتصادية هي المؤدية الى تنمية سوق الأوراق المالية.

المنهج الثالث: يسمى بمنهج التغذية العكسية أو التبادلية، أي أن سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية يؤثران ويتأثران ببعضهما البعض.

يمكن القول أن علاقة التأثير والتأثر التي تربط سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية تتجلى في مجموعة من المعايير والوسائل التي يضطر جميع المهتمين من مستثمرين ومختصين لقياسها من أجل الوصول الى اتخاذ القرار المناسب، وتحسين وضعية الاقتصاد الوطني والتنبؤ بها، حيث تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية حيث تنتقل الأرصدة القابلة للإقراض من الوحدات التي لديها فائض الى الوحدات التي تعاني عجز.

د- علاقة سوق الأوراق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية: هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب عل المستثمر أن يراقب تغيراتها من أجل أن يتنبأ بمستقبل مؤشرات السوق المالي (اتجاه السوق).

أولا: الناتج المحلي الإجمالي: يعد من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي بلد، والناتج المحلي يمثل السلع والخدمات التي أنتجت في البلد خلال مدة زمنية غالبا ما تكون سنة. لقد أثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية، واتجاهات الناتج، بأن هناك علاقة طردية وقوية بين المتغيرين. فالمستثمر يجب أن يكون ملما بالناتج المحلي الإجمالي، لأن البيانات التي يتكون منها الناتج المحلي تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية.[2]

ثانيا: تغيرات سعر صرف العملة: يؤثر سعر الصرف بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي الى انخفاض أسعارها.

ثالثا: معدل التضخم: إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار وذلك لسببين، أحدهما مباشر ويتمثل في أن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه، وهذا يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية نتيجة ذلك. والسبب الثاني غير مباشر ويتعلق بالنظام الضريبي، ففي فترات التضخم تنخفض القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة وتنخفض تبعا لذلك القيمة السوقية لأسهما في سوق الأوراق المالية.

---

[1] فخر الدين الفقهي، **أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي**، سوق الأوراق المالية الليبي، ليبيا، 2008، ص ص 3-4.

[2] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 346.

رابعا: مؤشرات اقتصادية أخرى: هناك عدد من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد، ولعل من أهم هذه المؤشرات نسبة البطالة، معدل الادخار. وهي من المؤشرات الاقتصادية التي لها الدور المباشر في تحديد أسعار الأصول المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية.

المطلب الرابع: تمويل أسواق الأوراق المالية للتنمية الاقتصادية

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح أسواق الأوراق المالية إلى تحقيقه هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأطراف وبتكلفة ملائمة. فالأسواق المالية تعتبر محركا للتنمية الاقتصادية من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات والعمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. لذلك تعتبر أسواق الأوراق المالية (بشقيها الأسواق الأولية والأسواق الثانوية) الركيزة الأساسية للتنمية الاقتصادية.

أ- **المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية الاقتصادية:** إن الحديث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية يفرض تحديد للمقصود بتمويل التنمية الاقتصادية. في هذا الصدد يمكن القول أن المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية الاقتصادية هو الانصراف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية والتي تتمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة التي يجرى التعامل على أسهمها في سوق الأوراق المالية.[1]

حيث ارتبط وجود أسواق الأوراق المالية بوجود شركات المساهمة بل هي وبحق لازمة من لوازم بقائها واستمرار مسيرتها وتدعيم اقتصادياتها.

ب-**دور سوق الأوراق المالية في تحويل الملكيات العامة إلى خاصة:** لقد حاول الأدب الاقتصادي الربط بين عمليات الخوصصة وسوق أوراق المالية، وقد اتضحت هذه العلاقة في الكثير من تجارب الخوصصة، حيث تبين أنه كلما كانت هناك أسواق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية، وذات كفاءة، كلما نجح برنامج الخوصصة الذي يتم تنفيذه.[2]

إن الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية ترتكز على مجموعة أسس ومبررات لا يمكن تجاهلها:

- سوق الأوراق المالية هي المكان الطبيعي والتقليدي لتغيير ملكية المؤسسات، لا فرق في ذلك بين المشروعات الخاصة والعامة، ومن ثم فان تغيير ملكية المشروعات العامة عن طريق السوق الثانوية لسوق الأوراق المالية يمثل إنهاء لحالة القطيعة والخصام بينهما وبين السوق، تلك القطيعة التي غرست بذورها مع تأميم المشروعات، وانتقاله إلى ملكية الدولة؛
- الخصخصة عن طريق السوق الثانوي يحقق مبدأ العدالة في التوزيع: فالعرض في سوق الأوراق المالية عرض حر لا تميز فيه لمكتتب على آخر، وبالتالي لا تتأثر بشأنها أوجه النقد التي قيلت بخصوص بعض

[1] سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، القاهرة، 1996، ص 181.

[2] حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص 44.

المؤسسات التي خصخصت بالطرق الأخرى، والتي تتسم بتفضيل مكتتب على آخر لاعتبارات قد تكون سياسية.

ج- دور الاسواق الاولية في تمويل التنمية الاقتصادية: تعتبر الأسواق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي وذلك للأسباب التالية: [1]

- تعد الأسواق الأولية أحد الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية؛
- تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيرا محسوما على مصادر الادخار في مرحلة التجميع، وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف؛
- تعد السوق الأولية مصدرا رئيسيا لضمان تدفق الأموال وبغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.

د- دور الاسواق الثانوية في تمويل التنمية الاقتصادية: تعتبر الأسواق الثانوية من العوامل الهامة في نمو الاقتصاد الوطني لأنها تساهم في تخصيص المدخرات المتوفرة على المؤسسات المستحقة لها كما أن نجاح السوق الثانوية وزيادة نشاطها يضفي على الأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين، وهذا ينعكس ايجابيا على السوق الأولية للإصدارات حيث يؤدي إلى زيادة اقبال المستثمرين وتفاعلهم مع عمليات السوق الأولية المتمثلة في الإصدارات والاكتتابات الجديدة سواء كانت مؤسسات جديدة تؤسس لأول مرة، أم لزيادة رؤوس أموال المؤسسات القائمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية. وهذا بلا شك يعظم من فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة جديدة وهو ما تسعى أسواق الأوراق المالية إلى تحقيقه خدمة للاقتصاد الوطني وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية.

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات

لقد ساد النموذج غير المباشر في التمويل لحقبة طويلة، حيث كانت البنوك تضطلع بمهمة الوساطة بين أصحاب الفوائض من رؤوس الأموال وأصحاب العجز. لكن مع انتشار ظاهرة التوريق والاعتماد أكثر على الإصدارات في تمويل المشاريع توسعت إستراتيجية اللاوساطة المالية وزاد التوجه إلى التمويل المباشر، أي مرور رؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يحققون فائضا إلى الأعوان الذين يحققون عجزا دون حاجة لوساطة بنكية، الأمر الذي أدى إلى تطوير أسواق الأوراق المالية توسيعا وعمقا، حيث أصبحت هذه الأسواق أداة مهمة لتمويل المؤسسات وتزويدهم بالاحتياجات التمويلية.

المطلب الأول: دخول المؤسسة إلى سوق الأوراق المالية

يعتبر قرار تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، قرارا مهما يحتاج لكثير من الدراسة والتحليل، فهو بمثابة انتقال المؤسسة من حالة رأس مال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين، إلى حالة انفتاح لرأس المال يمكن أن يشترك في حيازته عدد كبير من المكتتبين، يتمثلون أساسا في العائلات، المستثمرين التأسيسيين والمتعاملين المحتملين، مثل الجمعيات ذات الطابع الربحي، المؤسسات والبنوك.

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 185.

أ-الدخول إلى البورصة : تعد البورصة من أهم المؤسسات العاملة في سوق الأوراق المالية، بل ومن أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، وهي في حالة تميزها بالثبات والقوة والاستقرار والنشاط تصف وتعكس حالة اقتصاد تلك الدولة، وبالتالي تعتبر المرآة التي تعكس اقتصاد دولة ما.

أولا: علاقة المؤسسة بالبورصة: تعتبر قيمة الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسة والتي يتم تداولها على مستوى البورصة، خير معبر عن القيمة السوقية للمؤسسة إلى حد بعيد، فالمؤسسات تكون على نوعين فمنها من لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصة وهناك التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، وتعمل آلية السوق على تحديد قيمها استنادا إلى المعطيات والتوقعات الحالية والمستقبلية المتوفرة.

إن القيم السوقية للأوراق المالية لأي مؤسسة تكون ذات أهمية بالغة في تحديد قيمتها، وهذا انطلاقا من تحديد قيمة خصومها والتي بالضرورة ستساوي إلى قيمة الأصول. وبالتالي عند تقييم المؤسسة، بدءا بحقوق الملكية التي يتم الحصول عليها من خلال القيم السوقية لحظة التقييم لمجموع الأسهم العادية المتداولة التي يتكون منها رأس المال، ونفس الطريقة بالنسبة لباقي مكونات هيكل رأسمال المؤسسة (أسهم ممتازة، سندات) في حالة تداولها أيضا في البورصة، وتكون القيمة الدفترية للديون خير معبر عن قيمتها، مع الأخذ في الحسبان للتغيرات الممكنة لأسعار الفائدة، وكذا القيمة الحالية لها.[1]

وتعتبر الأسهم العادية أهم ممثل للقيمة السوقية للمؤسسة، وهذا من خلال الاعتماد على القيمة السوقية لهذه الأسهم والتي تعكس أداء المؤسسة.

ثانيا: أسباب دخول المؤسسة إلى البورصة: لقد تعددت وتنوعت الأسباب والدوافع التي تحث المؤسسات على الدخول إلى البورصة، من بين هذه الأسباب:[2]

- **تحسين فعالية المؤسسة:** وهذا نتيجة لعاملين أساسيين هما:
- **نمو شهرة المؤسسة:** نتيجة دخول المؤسسة إلى البورصة، تتاح لها إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى.
- **دعم الطاقات الداخلية للمؤسسة:** وذلك من خلال العمل على تحقيق النقاط التالية:
  - تعبئة كل موظفي ومساهمي المؤسسة، من إطارات وعاملين، وبزيادة التسيير الحسن لموارد المؤسسة ونشاطاتها، كما يمكن إشراك هؤلاء الموظفين في رأس مال المؤسسة.
  - حيازة وسائل الإعلام فعالة بما تقتضيه عملية الدخول في البورصة، وذلك بتحديد الإستراتيجية والوسائل التي تتيح الاستجابة لمصداقية وسرعة المعلومات. هذا ما يدفع المؤسسة الى ضرورة الحصول على وسائل تسيير ومراقبة أكثر ملائمة وكفاءة.
- **زيادة إمكانية التمويل:** يؤدي دخول المؤسسة إلى البورصة إلى تدعيم أموالها الخاصة، والحد من الاستدانة، ومن ثم تسهيل عملية زيادة رأس المال، وبالمقابل ينتج عنه تحسين قدراتها التفاوضية مع المتعاملين الماليين من خلال تنوع مواردها التمويلية، مما ينعكس ايجابيا على إمكانية حصولها على أفضل

[1] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل المؤسسات**، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص 505.

[2] Fereres mair, riviere gérard, **l'introduction en bourse**, edition d'organisation, France, 1999, p p 15-25.

شروط التمويل. كما يمكن أن يؤدي هذا الدخول إلى مضاعفة إمكانية التمويل، بما يحقق للمؤسسة عدة امتيازات منها:

- ضمان تحقيق التمويل في حالة مواجهة المؤسسة لصعوبات مالية، وذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم وهذا للتخفيف من قلق المدخرين؛
- تجنب المؤسسة لتقلبات معدلات الفائدة، وذلك بإصدار سندات سعر عائم يتغير حسب تقلبات أسعار الفائدة في السوق، وهذا لتجنب الآثار السلبية للتضخم؛
- تحقيق التمويل دون فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة، عن طريق إصدار الأسهم الممتازة.
- **تحقيق سيولة الأوراق المالية وتوسيع دائرة المساهمين:** إن دخول المؤسسة للبورصة يمنح للمساهمين فيها إمكانية تحويل أسهمهم إلى سيولة عند الحاجة، فضلا عن إمكانية تسعير أوراقهم في البورصة وتحقيق فوائض القيم. كما يتم تحدي وتوسيع دائرة المساهمين عند إشراك كل من العمال، المتعاملين الاقتصاديين والمؤسسات الاستثمارية التي تقدم تدعيما ماليا معتبرا.
- **تسهيل عمليات النمو الخارجي:** يسمح الدخول للبورصة بتمويل عدة عمليات من اندماج وامتصاص، وكذا عملية تسهيل تبادل الأوراق المالية المسعرة في البورصة مع الأصول، كما يتم تحقيق إيرادات مالية معتبرة ذات تكلفة منخفضة.
- **تحسين الوضعية المالية للمؤسسة:** من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقرارا، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء المؤسسة في البورصة. وبالتالي فان المؤسسة المسعرة في البورصة تكون أكثر فعالية بالمقارنة مع المؤسسات غير المسعرة، وذلك من حيث القدرة على النمو، زيادة الأرباح، الشهرة، الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

ب-شروط الدخول إلى البورصة: إن تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، يستوجب على المؤسسة ضرورة تحقيق مجموعة من الشروط قبل عملية الدخول في البورصة. تتحدد شروط دخول المؤسسة في البورصة انطلاقا من السوق المالي الذي تختاره لممارسة عملياتها ونشاطاتها المالية، وهذا بما يتوافق مع حجم المؤسسة، رأس مالها وكذا بما يتوافق مع النسبة من رأس المال التي ترغب المؤسسة في فتحها للجمهور.

إن خضوع المؤسسة للشروط القانونية أعلاه، يمكنها من الاختيار بين ثلاثة أنواع من أسواق الأوراق المالية، تتمثل أساسا في السوق خارج التسعيرة، السوق الرسمية والسوق الثانية.

أولا: شروط دخول المؤسسة في السوق خارج التسعيرة: تعرف السوق خارج التسعيرة على أنها سوق حرة، أين يمكن للمؤسسات الصغيرة الحجم التي تبحث عن كيفية تمكنها من التكيف مع ميكانيزمات البورصة قبل الدخول إلى الأسواق ذات الحجم الكبير. يمكن لهذه المؤسسات ولجميع المساهمين الصغار الدخول في هذه السوق بدون شروط استثنائية، وأن يقوموا بتسعيرة أوراقهم المالية. يكفي فقط أن يستدل على الوجود القانوني للمؤسسة.[1]

[1] Jacques Teilié, Patrick Topsacalian, **finance**, 2 éme édition, Vibert, France, 1999, p p 201-202.

لابد من الإشارة إلى عدم وجود أي تحديد لرأس المال أدنى يطلب توفره عند الدخول لهذه السوق أو لعدد معين من الأسهم ينبغي طرحها للادخار العام.

وبالتالي يكفي للدخول إلى هذه السوق استحضار المؤسسة للقانون التأسيسي لها، بالإضافة إلى ميزانيتين للسنتين الأخيرتين.

ثانيا: شروط دخول المؤسسة في السوق الرسمية: تعتبر السوق الرسمية سوقا مالية مخصصة فقط للمؤسسات الكبيرة، التي يشترط عند دخولها لهذه السوق ضرورة الالتزام بالشفافية في نشر المعلومات، فضلا عن الاستجابة للشروط القانونية:

- فتح المؤسسة لنسبة معينة من راس المال عادة ما تكون 25% من رأس مالها للجمهور[1]. ذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم وتستثنى من هذه العملية جميع الأوراق المالية المخصصة لأعضاء مجلس إدارة أو مجلس مراقبة المؤسسة، وكذا جميع الأوراق المالية المخصصة للعمال والموظفين الحائزين على نسبة 5% من رأس مال المؤسسة، متضمنة في شكل أوراق مالية مخصصة للجمهور؛[2]
- إن أوراق الاقتراض المطروحة في السوق الرسمية، يجب أن تكون موزعة على عدد كاف من حملة السندات (مثلا 100 حامل للسندات على الأقل، بقيمة إجمالية لا تقل عن 100 مليون دينار جزائري) وهذا عند تقديم طلب القبول إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- يجب تقديم تقرير لتقييم أصول المؤسسة، معد من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين من طرف الدولة؛
- القيام بمراجعة دقيقة للحسابات، وهذا بطلب من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مع ضرورة وضع هيكل للمراجعة الداخلية، تكون موضوع تقدير من طرف محافظ الحسابات عند إعداد تقريره حول المراقبة الداخلية للمؤسسة؛
- تقديم المؤسسة ملف الترشح للدخول في السوق الرسمية إلى رئيس مجلس البورصة، حيث يحتوي هذا الملف على طلب التسجيل، بالإضافة إلى وثائق عامة حول المؤسسة، تشمل قائمة أعضاء مجلس الإدارة، وصف عام للأنشطة المؤسسة وفروعها، قائمة المؤسسات المكلفة بالخدمات المالية للمؤسسة، كما يجب أن يحوي هذا الملف أيضا وثائق متعلقة برأس مال المؤسسة، كالمبلغ الكلي للإصدار، العدد الكلي للسندات المصدرة، المعلومات المتعلقة بدفع ربح حصص الأسهم، من جهة أخرى وجب أن يشتمل ملف الترشح على وثائق اقتصادية ومالية، منها نسخ من حسابات النتائج، نسخ من الميزانية المرصودة، تقارير محافظي الحسابات، محاضر اجتماع الجمعية العامة للسنوات الخمس الأخيرة؛
- تعيين وسيط لعمليات البورصة، يتولى هذا الأخير متابعة إجراء قبول المؤسسة وانتماءها الى السوق الرسمية؛

[1] تختلف هذه النسبة من دولة الى أخرى.

[2] Georfges Depallons, Jean-Pierre jobard, **gestion financiere de l'entreprise**, 11 éme Edition, Dalloz, paris,1997,p 910.

ثالثا: شروط دخول المؤسسة في السوق الثانية: إذا كان الدخول إلى السوق الرسمية حكرا على المؤسسات الكبيرة نظرا لصعوبة العملية وتكلفتها، بالتالي فان الدخول إلى السوق الثانية أكيد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعتبر السوق الثانية وسيلة مراقبة دائمة للوضعية المالية للمؤسسة وتسييرها، وبذلك تلعب دورا هاما في تحديد السياسة المالية للمؤسسة المقيدة في البورصة.[1]

ج- إجراءات الدخول إلى البورصة: بعد التعرف على مختلف أسواق الأوراق المالية، التي يمكن للمؤسسة أن تختار من بينها ما يناسب حجمها، أهدافها وطموحاتها، تأتي بعد ذلك مرحلة الدخول إلى البورصة، هذه المرحلة التي يجب على المؤسسة أن تحضر لها على الأقل لمدة سنتين، وأثناء فترة التحضير هذه وجب عليها القيام بما يلي:[2]

- تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية الدخول الفعلي، من نشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، إمكانية فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة. كما أنه لابد من التأكد من أن هذه العملية ستحقق أهداف المؤسسة فيما يتعلق بالنمو؛
- قبل مباشرة عملية بيع الأوراق المالية في السوق، لابد من أن يتفق المساهمون القدامى بالمؤسسة على مستوى معين لأسعارها، حتى لا تؤثر عليهم سلبا، وأن تلقى رضا الجمهور؛
- من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم لا يتحقق ذلك إلا بالتغيير في رأس مال المؤسسة، حيث تعمد إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، بالتالي يتغير القانون الأساسي للمؤسسة، حسب متطلبات عملية الدخول في البورصة؛
- التحسين من نوعية المراقبة الداخلية وإجراءاتها، مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية؛
- اختيار المؤسسة لوسيط مالي يساعدها في التحضير لعملية الدخول في البورصة، ويتابع تطورها بدقة أثناء وبعد الدخول الفعلي. ونشير إلى هذا الوسيط يمكن أن يكون مؤسسة مالية (بنك)، أو مؤسسة البورصة في حد ذاتها؛
- أخيرا تكون المؤسسة الملف المطلوب حسب السوق الذي ترغب الدخول فيه.

د- الطرق المستخدمة في دخول المؤسسة إلى البورصة: بعد استيفاء المؤسسة لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في البورصة، يمكنها أن تتبع مجموعة من الإجراءات بهدف تحقيق الدخول الفعلي في البورصة. يتسنى للمؤسسة من خلال هذه الإجراءات الدخول بصفة مباشرة إلى البورصة، باعتماد إحدى طرق العرض العمومي للبيع، أو الدخول بصفة غير مباشرة من خلال إتباع الإجراءات العادية.

أولا: الإدراج المباشر: في هذه الحالة تقوم المؤسسة بتوظيف الأوراق المالية من خلال طرحها للادخار العام لدى الجمهور بصفة مباشرة، وهذا بمساعدة الوسطاء الماليين، وهنا يمكنها الاختيار بين طريقتين، إما العرض العمومي للبيع بسعر نهائي أو العرض العمومي للبيع بالسعر القاعدي.

---

[1] Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, op.cit., p 202.

[2] Jacquillat, Bertrand, Solnik, Bruno**, marchés financiers gestion de portefeuille et des risques**, 2 éme édition, DUNOD, paris, p p 41-44.

ثانيا: العرض العمومي للبيع: هناك نوعين للعرض العمومي للبيع:

- **العرض العمومي للبيع بسعر نهائي (OPV):** تطرح الأوراق المالية للادخار العام حسب هذه الطريقة بسعر عرض محدد ونهائي، حيث تقوم المؤسسة خلال عدة أسابيع على الأقل قبل تاريخ العملية بالإعلام عن العرض (تحديد السعر وعدد الأسهم). كما تبين المؤسسة هوية مصدر الأوراق المالية وشروط قبول أوامر الشراء. هذه الأوامر يجب أن تحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بالمكتتب، ويشترط أن يمثل العرض 20% من رأس مال المؤسسة يوزع على 300 مساهم على الأقل.[1]

في حالة تجاوز الطلب على الأوراق المالية لنسبة رأس المال المعروضة للادخار العام، بإمكان مؤسسة البورصة التصرف مع هذه الحالة وفق إحدى الطريقتين التاليتين:[2]

- يمكن التعامل مع هذه الحالة حسب هذه الطريقة من خلال التوفيق بين عدد الأوراق المالية المعروضة مع عدد الأوراق المالية المطلوبة، وذلك من حيث عملية التوزيع؛
- القيام بعرض عمومي للبيع مرة ثانية وبسعر أعلى من السعر الأول بنسبة زيادة تتحدد وفق خصائص السوق الملزم الدخول إليه، كما يمكن لمؤسسة البورصة أن تطلب من المؤسسة وضع أوراق مالية إضافية للادخار العام، وهذا من أجل تسهيل عملية الاكتتاب. ونشير إلى اعتماد هذه الطريقة من قبل عدة مؤسسات في حالة فشل الطرق الأخرى للدخول إلى البورصة، فضلا عن ايجابياتها من حيث تسهيل دور الوسطاء في مراقبة تطور الأوراق المالية، كما تساعد على تجنب المضاربة التي تؤدي إلى زيادة مستقبلية لأسعار الأوراق المالية في السوق.
- **العرض العمومي للبيع بأدنى سعر:** تقوم المؤسسة بتحديد سعر أدنى قبل الدخول في البورصة، يكون بمثابة السعر القاعدي لجميع أوامر الشراء. وفي هذه الحالة تقوم مؤسسة البورصة أسبوعيا قبل حلول تاريخ الدخول الفعلي بالإعلان عن العرض مع تحديد سعر وكمية الأوراق المطروحة للادخار العام للجمهور.[3]

عند حلول تاريخ الدخول للبورصة تفرز أوامر الشراء المقترحة من قبل المستثمرين، حيث تلغى جميع الأوامر التي تتجاوز السعر الأدنى المحدد من قبل المؤسسة بنسبة كبيرة.

ويشترط لقبول عملية الدخول أن تكون النسبة الموزعة من جميع أوامر البورصة على الأقل 6% على مجموع طلبات الشراء. في حالة عدم إمكانية تكييف طلبات الشراء مع النسبة المحددة من مجموع الطلب (6%) يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى خيار تأجيل عملية الدخول لمدة أسبوع، وبالتالي تلغى جميع أوامر الشراء السابقة وتبعا للعملية من جديد وفق طريقة العرض العمومي للبيع.

ثالثا: العرض العمومي للشراء: هي نوعا ما عملية متوازنة مع العرض العمومي للبيع، فالعرض العمومي للشراء يتمثل بالنسبة لشخص مادي أو طبيعي، في التعريف على الملأ للمساهمين في المؤسسة بأن أسهمهما مقبولة في السوق المنظم، وفي نيتها شراء أسهمها بسعر عموما يكون أعلى من السعر في السوق.

---

[1] Georges Depallons, Jean-Pierre jobard, op.cit., p 915.

[2] Voir, **société de gestion de bourse de valeurs (sgbv), offre publique de vente (opv) privatisation par la bourse**, bulletin n° 02, septembre, boursed'alger, algérie, 1998, p p 09-12.

[3] Georges Depallons, Jean-Pierre jobard, op.cit., p 916.

هذا الإجراء يسمح بمراقبة المؤسسة المستهدفة، بشراء فئة من أوراقها تتضمن حق الانتخاب على نحو تأخذ أو تزيد مساهمة في رأس مال المؤسسة. ويمكن أن يتم هذا الشراء مقابل دفع نقدي، حينئذ يكون الحديث عن العرض العمومي للشراء، كما يمكن أن يتم مقابل تبادل الأوراق المالية، يكون هنا الحديث عن العرض العمومي للتبادل. للعرض العمومي مبادئ تتمثل أساسا في:

- يجب على المقترح أن يطبق نفس الشروط على كل الحاملين للأوراق التي هي محل العرض وتطبيق القواعد النسبية في حيازة الأوراق في حالة ما إذا ينصب العرض العمومي للشراء على قسم من رأس مال المؤسسة المستهدفة (العرض أكثر من الطلب). انه مبدأ المساواة في المعالجة المخصصة لكل حاملي الحصص؛
- المبدأ الثاني يرتكز على قاعدة الشفافية، فالمقترح مطالب بوضع وإرسال لكل المساهمين في المؤسسة المعينة، تعليمة والتي يوضح الشروط الخاصة بالعرض وعدد ونسبة الحصص التي هي بحوزته. تودع هذه المذكرة لدى لجنة للاستشارة وترسل نسخة إلى المؤسسة المعنية، هذه المفكرة الإعلامية يمكن أن تكتسي إشعار ويمكن أن تكون محل اسمها من خلال بيان صحفي، إذا ما تم العرض في البورصة؛

رابعا: العرض العمومي للتبادل: العرض العمومي للتبادل إجراء من خلاله يمكن للشخص الطبيعي أو المعنوي أن يعرف علنا المساهمين في المؤسسة التي أسهمها مقبولة للتفاوض في السوق المنتظم، نيته ليملك أسهمهم بسعر محدد، يدفع بتسليم أوراق مالية أخرى.

يخضع هذا العرض لنفس إجراءات العرض العمومي للشراء، فالاختلاف بينهما، هو أن حامل السهم يحصل على مقابل نقدي في العرض العمومي للشراء، لكن في العرض العمومي للتبادل يحصل المساهم على أوراق مؤسسة أخرى. ربما يصبح فيها مساهما، هذا المساهم يجد نفسه نوعا ما مضطرا لقبول تشكيلة أسهمه، فيجب عليه بيع الأوراق التي حصل عليها مقابل الحصول على السيولة، يسمح كل من المعرضين بمراقبة المؤسسة المستهدفة.

المطلب الثاني: تمويل المؤسسات عن طريق سوق الأسهم

لم يعد النظر إلى الأسهم على إنها أحاديه الجانب بكونها أداة للاستثمار فقط وإنما هي ذات جانبين الجانب الأساسي منها هو مصلحة المؤسسة في إصدار الأسهم للحصول على التمويل المطلوب إذ تمثل الأسهم من وجهه نظر المؤسسة وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل حيث تمثل الأسهم العادية و الأسهم الممتازة اشكال التمويل عن طريق سوق السهم.

أ-**اللاوساطة المالية وطبيعة التمويل بالأسهم:** تميز المحيط المالي الجديد ببروز عنصر اللاوساطة المالية كنتيجة للانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي. وتخلي المؤسسات عن التمويل غير المباشر و التوجه الى التمويل المباشر من خلال استعمال مختلف المالية التي تشكل أداة التمويل في سوق الأوراق المالية.

أولا: اللاوساطة المالية: إن التخلي التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة لزيادة أهمية رأس المال الخاص في التمويل، الشيء الذي يقلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة.

من بين مختلف التعاريف الخاصة باللاوساطة المالية يمكن ذكر التعاريف التالية:[1]

- ان مفهوم اللاوساطة حسب الأستاذ Pierre Biacabe يحمل في طياته جانبين أساسيين جانب إحصائي وجانب اقتصادي:
- **الجانب الإحصائي**: يعني هذا الجانب توجه المتعاملين الاقتصاديين للتمويل أو التوظيف في القيم المنقولة بدلا من التوجه للبنوك، الأمر الذي أدى إلى انخفاض حصة البنوك في التمويل وذلك لحساب التمويل المباشر.
- **الجانب الاقتصادي**: ويتعلق هذا الجانب بتحويل علاقة التمويل غير مباشرة بين المتعاملين الاقتصاديين الى علاقة مباشرة بدون وساطة المؤسسات المالية.

على هذا الأساس يمكن إعطاء تعريف شامل لظاهرة اللاوساطة المالية كالتالي:

" إحلال العمل التقليدي الخاص بالمؤسسات المالية المتمثل في وساطة الميزانية بالتمويل المباشر الذي يتم في سوق الأوراق المالية، أين أصبحت العلاقة مباشرة بين أعوان الفائض وأعوان العجز."

من هنا تتجلى مظاهر اللاوساطة المالية في النقاط التالية :

- تناقص حصة البنوك في التمويل؛
- تزايد حصة التمويل المباشر؛[2]
- تحول العلاقة بين المتعاملين الاقتصاديين من علاقة غير مباشرة إلى علاقة مباشرة.

ثانيا: طبيعة التمويل بالأسهم: فيما يلي سيتم عرض طبيعة التمويل بالأسهم العادية والأسهم الممتازة:[3]

- **طبيعة التمويل بالأسهم العادية**: تعد الأسهم العادية أحد أشكال التمويل طويل الأجل الخارجي المتاحة أمام المؤسسة ومن المصادر الأساسية للتمويل الممتلك والمصدر الأول في المراحل الأولى لتأسيس المؤسسة وكذلك عند ظهور الحاجة للأموال بعد سنوات التأسيس لمواجهة متطلبات الاستثمار في الفرص الاستثمارية الجديدة، فقد يجد المدير المالي نفسه أما ضرورة القيام بإصدار أسهم عادية جديدة لتمويل برنامج التوسع الرأسمالي، وخصوصا عندما تشير نتائج الدراسة لسوق الأوراق المالية بما يوافق أو يؤيد إصدار هذا النوع من التمويل، وعادة ما يتفق إصدار هذا النوع من الملكية مع التسعير المضخم لها في سوق الأوراق المالية، ويبرر المدراء الماليين ذلك في أن الإصدار بهذا التوقيت بإمكانه أن يضيف قيمة الى مساهميهم الحاليين لأنهم يبيعون أسهم لقاء أكثر مما يستحق، والعكس يحدث عند التسعير المنخفض له.

إن أكثر ما يحد من رغبة المؤسسة في إصدار هذا النوع من الملكية هو اللاتماثل المعلوماتي الذي عادة ما يجعل من سعر السهم منخفض القيمة في سوق الأوراق المالية لعدم تماثل المعلومات بين المطلعين والمستثمرين الخارجين، فالمؤسسة هنا غالبا ما تؤجل إصدار الأسهم العادية حتى بعد إطلاق المعلومات (إذا

---

[1] بقة شريف، بباس منيرة، **البنوك في مواجهة تحديات اللاوساطة المالية**، مداخلة في الملتقى الدولي للسوق المالي بين النظري والتطبيقي في اطار تجارب الدول العربية، المنعقد يومي 24 و25 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2008، ص 315.

[2] بقة شريف، بباس منيرة، مرجع سبق ذكره، ص 315.

[3] محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الاولى، دار اثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 702، 703، 709، 710.

كانت جيدة) وضمان الزيادة في سعر السهم. فضلا عن أنه غالبا ما ينظر المستثمرون إلى المؤسسة التي تصدر الأسهم بأنها إشارة إلى توقعات المؤسسة عن مستقبلها سلبية، ولهذا تبدأ أسعار الأسهم في الانخفاض.

وفي مضمار دراسة المؤسسة لقرار التمويل بإصدار الأسهم العادية، يتوجب عليها أن تأخذ بعين الاعتبار الكيفية التي تقيم بها المستثمرون المؤسسة في السوق الأوراق المالية، وبافتراض أن المعلومات في السوق تكون موزعة توزيعا غير متماثل (أي تكون سوق الأوراق المالية غير كفؤة كفاءة قوية)، هنا يقيم المستثمرون المؤسسة بأقل من قيمتها، وعندما تسود هذه الحالة اللاتماثل المعلوماتي في السوق، ينبغي على المؤسسة أن تلجأ إلى إصدار الدين بدل الملكية بأكثر من قيمتها، فهنا تكون الفرصة متاحة للمؤسسة من إصدار هذا النوع من الملكية، ومن ذلك يتضح أن المؤسسة توقت إصدارها لهذا النوع من التمويل بالأسهم العادية على وفق ما تكون عليه قيمة هذه الأسهم في السوق.

- **طبيعة التمويل بالأسهم الممتازة:** يعد هذا النوع من الأسهم ذات طبيعة هجينة أو مشتركة تجمع بين صفات التمويل المقترض والتمويل الممتلك، حيث أنها تعتبر مزيجا من الاقتراض وحقوق الملكية فالسهم الممتاز يماثل أدوات المديونية لأن نصيبه من الأرباح محدد بنسبة من القيمة الاسمية فضلا عن أنه من حالة التصفية يحق لحامله المطالبة بنصيبه من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية. وعل الرغم من أنه ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في التوقيت لاحق وذلك على نحو مشابه للسندات.

ومن ناحية أخرى فهي تشبه الأسهم العادية من حيث كونها تمثل ملكية ليس لها تاريخ استحقاق معين وأن مسؤولية حاملة محدودة بمقدار مساهمته في المؤسسة، كما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيع الأرباح، غير أنه من الناحية الأخرى فان عدم دفع المؤسسة لمقسوم الأرباح الثابت على الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى إفلاسها بل يكن تدوير ذلك المقسوم الى السنة القادمة.

وبما أن الأسهم الممتازة تعتبر تمويل خارجي هجين يجمع بين صفات الدين والملكية في آن واحد، لذلك يمكن للمؤسسة الاستفادة من هذه المرونة في التغلب على ما يعيق التمويل بأي الشكلين الآخرين (الدين والملكية) أي السندات والأسهم العادية

ب-تكلفة التمويل بالأسهم: يقتضي تقدير تكلفة التمويل بالأسهم الوقوف على تكلفة كل من التمويل بالأسهم العادية والتمويل بالأسهم الممتازة.

أولا: تكلفة التمويل بالأسهم العادية: تحسب تكلفة الأسهم العادية بأحد نماذج حسابها الآتية:

1- **نموذج تسعيرة الموجودات الرأسماليةCAMP:** يحتل هذا النموذج مكانة متميزة في سوق الأوراق المالية، لأنه يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم، والمخاطرة التي يعتمدها النموذج هي المخاطرة السوقية المقاصة بمعامل (Beta) عند حساب كلفة الأسهم العادية (معدل العائد المطلوب) ويقصد بالمخاطرة السوقية هنا، تلك التي تترك آثارها على جميع الأسهم في سوق الأوراق المالية ولا يمكن تجنبها بتنويع محفظة الأوراق المالية. لذا فان هذه المخاطرة تبين المدى الذي يتغير به عائد السهم عند عائد محفظة سوق الأوراق المالية. وتحكم النموذج متغيرات تفصح عنها معادلة النموذج الرياضية الآتية:

$$Ks= Rf+B\ (\overline{RM}-RF)$$

2- **نموذج خصم مقسوم الأرباح:** قدم هذا النموذج كوردن، حيث يحسب الكلفة على أساس مقسوم الأرباح للسهم الواحد(D)، وسعر السهم (P) بعد طرح كلفة الإصدار، كما أنه ينسب معدل النمو (g) الى مقسوم الأرباح للسهم الواحد وعلى وفق الصيغة الآتية:

$$Ks=D/P+g$$

أقر هذا النموذج بوضوح اثر قرارات مقسوم الأرباح ومعدلات النمو فيه في كلفة الأسهم العادية، وأشار ضمنا إلى عنصر المخاطرة من خلال التغيير في المقسوم، الذي اعتبر متغيرا يؤثر في كلفة الأسهم العادية، ولكن النموذج أهمل مساهمة الرافعة المالية في تحقيق هذا النمو، وبدوره أهمل مخاطر تلك الرافعة. كما أنه افترض ثبات النمو واستمرار عملياته إلى مالا نهاية، إذ أن مثل هذا الافتراض يصعب التنبؤ به واستقراره اذ أن الأرباح تتقلب لعوامل داخلية وخارجية للمؤسسة. يستخدم هذا النموذج ربحية السهم الواحد الى صافي الإيراد المتحقق من بيع السهم العادي (P) معدل العائد المتحقق، بعد طرح تكاليف الإصدار (المصاريف الإدارية، نفقات التسجيل، النفقات القانونية، المخاطرة المرافقة لتوليد الأموال، خصوصا عند إصدار ورقة مالية جديدة التي تتحملها المؤسسة مضافا الى ذلك معدل النمو في ربحية السهم الواحد(g) وعلى وفق الصيغة الآتية:

$$Ks = E/P+g$$

وعند تصحيح ربحية السهم الواحد المحاسبية من خلال إزالة عامل التضخم من معدل النمو، تصل على التكلفة الحقيقية للسهم العادي وعلى وفق الصيغة الآتية:

$$Ks = E/P+g-P^t$$

حيث أن:Pt يمثل معدل التضخم.

اذ أن (g-Pt) تمثل معدل النمو الحقيقي في ربحية السهم الواحد، ثم تحسب كلفة الأسهم الحقيقية على أساس وزنها النسبي في هيكل رأس المال.

- **نموذج مستوى سوق الأوراق المالية:** يعتمد هذا النوع على نوعين من علاوة المخاطرة، عند حساب كلفة الأسهم العادية (كلفة التمويل الممتلك)، الأولى تمثل عائد مقسوم الأرباح والثانية علاوة المخاطرة السوقية وهي مساوية لتلك العلاوة المستخدمة في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. صيغة النموذج تحدد وفق الآتي:

$$Ks =D/P+B\ (\overline{RM}-RF)$$

D/P :هي عائد مقسوم الأرباح كعلاوة لمخاطر الأسهم.

ثانيا: تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة : تمثل الأسهم الممتازة نوعا خاصا من حقوق الملكية في المؤسسة، فهي تعطي لحاملها الحق في استلام مقسوم أرباح دوري ومحدد قبل توزيع أية أرباح على حملة الأسهم العادية ولأن الأسهم الممتازة تعتبر نوعا من حقوق الملكية فان إيرادات بيعها من المتوقع أن يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية غير محددة ومن أهم المجالات المتعلقة بالأسهم الممتازة هي مقسوم الأرباح.[1] حيث أن هذه التدفقات النقدية المعبر عنها بالمقسوم الممتاز لا تخضع للميزة الضريبية مثل الفائدة، وهذا المقسوم يستقطع من

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 710.

الدخل المتاح لحملة الأسهم العادية فهو يحصل على الأولوية في التوزيع على الأسهم العادية. وبالتالي لغرض تحديد كلفة الأسهم فانه يمكن التعبير عنها بالمعادلة الآتية:

$$Kp= D /P(1-Fc)$$

حيث أن :

Kp: كلفة الأسهم الممتازة؛

D: مقسوم الأرباح الدوري؛

P(1-Fc): صافي سعر الإصدار بعد خصم تكاليف الإصدار.

ج- تقييم الأسهم كأداة للتمويل: عندما يتم تمويل المؤسسة عن طريق البورصة من الضروري أن تحدد قيمة للمؤسسة من خلال تحديد التقييم لإصداراتها المالية المتداولة في السوق والتي تشمل (الأسهم عندما تكون المؤسسة ممولة بتمويل ممتلك بالكامل، يضاف إليها السندات). حيث تقيم كل من الأسهم والسندات بطرق تقييم مختلفة.

أولا: تقييم الأسهم العادية كأداة للتمويل: نال موضوع تقييم الأسهم العادية اهتمام العديد من المختصين والباحثين فضلا عن المستثمرين، حيث يتطلب التقييم حساب دخل المؤسسة والتدفقات النقدية المتأتية من أصولها، وذلك من خلال نماذج رياضية يستخدمها المدراء الماليين والمستثمرون لإيجاد قيمة السهم[1]. سيتم توضح قيم السهم العادي ثم عرض النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية.

- **قيم السهم العادي:** إن التمييز بين أنواع القيم الخاصة بالأسهم العادية من الأمور الأساسية التي تهم المستثمر خاصة، حيث يتم التمييز بين أنواع قيم السهم العادي التالية:
- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تتحدد عند تأسيس المؤسسة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها وهي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم.[2]
- **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم بالدفاتر وتستخرج حسب المعادلة التالية:[3]

القيمة الدفترية= حقوق الملكية/عدد الأسهم= قيمة الموجودات – قيمة المطلوبات/عدد الأسهم

- **القيمة السوقية:** وهي قيمة السهم في السوق المالي، أي السعر الذي يتم التعامل به بين المتعاملين في السوق، وهذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتذبذب والتغير تبعا لتغير العوامل المؤثرة في تحديد قيمتها (القيمة الدفترية، ظروف العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، الظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم والانكماش، توقعات المحللين الماليين لمستقبل وأوضاع المؤسسة، المركز المالي للمؤسسة).

وعليه فان هذه القيمة هي التي تهم المساهمين والمستثمرين على حد سواء وتبنى عليها كافة التحليلات والتنبؤات عند اتخاذ وإجراء التداول اليومي في السوق المالي.[4]

ويمكن تحديد القيمة السوقية وفقا لمتغيرين وحسب المعادلة التالية:

---

[1] سامر فخري محي الدين عبيدات، **استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية " دراسة تطبيقية في بورصة عمان"**، مذكرة ماجستير كلية ادارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان، 2008، ص 54.

[2] زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 100.

[3] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 161.

[4] زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 100.

القيمة السوقية= العائد المتوقع/ درجة المخاطرة

●**القيمة التصفوية:** تمثل قيمة الإيرادات المتبقية مع بيع موجودات المؤسسة التي يتوقع المساهم الحصول عليها مقابل السهم العادي الذي يحمله من قيمة تلك الإيرادات، بعد تسديد حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة. وتستخرج هذه القيمة وفقا للمعادلة الآتية:[1]

القيمة التصفوية= قيمة الموجودات في السوق - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة/عدد الأسهم العادية

●**قيمة السهم بحسب العائد:** وتمثل القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم التي يعطيه العائد الذي يطمح في الحصول عليه، وتستخرج بالمعادلة التالية:

قيمة السهم حسب العائد= القيمة الاسمية للسهم*نسبة التوزيع/معدل العائد الذي يطلبه المستثمر

●**القيمة الحقيقية:** أو القيمة السوقية العادلة، تحددها الأرباح المتوقع توزيعها على المساهمين، ومعدل النمو، ومعدل العائد المطلوب (معدل الخصم)، فقيمة السهم المحسوبة على هذا الأساس هي التي يهتم به المستثمر.[2]

د- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم: لكل من التمويل بالأسهم العادية والتمويل بالأسهم الممتازة مزايا وعيوب.

أولا: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية: تتمثل فيما يلي:

- **مزايا التمويل بالأسهم العادية:** من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم العادية:[3]

● لا تتضمن الأسهم العادية نفقات ثابتة لأن المؤسسة غير ملزمة قانونا بتوزيع أرباح على حاملي الأسهم العادية بدون قرار من الجمعية العامة؛

●تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل فهي لا تستحق في تاريخ محدد، لا يجوز استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها؛

●إصدار الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، وهو أمر يترتب عليه زيادة المقدرة الائتمانية للمؤسسة؛

●تكون معدلات الضريبة على عوائد الفرد من الأسهم العادية أقل من الضريبة على عوائده من الفوائد من الأدوات المالية الأخرى التي يحملها؛

●تعد الأسهم العادية من مصادر التمويل المرغوبة من وجهة النظر الاجتماعية لأنها تجعل المؤسسات أقل عرضة للضرر الناجم عن الانخفاض في المبيعات والمكاسب، وبما أن التمويل بالأسهم العادية لا يتضمن نفقات ثابتة فان الانخفاض في الأرباح لا يجبر هذه المؤسسة على إعادة التنظيم أو إعلان الإفلاس.

- **عيوب التمويل بالأسهم العادية:** إذا كان ما سبق يمثل المزايا، فان للأسهم العادية عيوب تتمثل في: [4]

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 161.

[2] سامر فخري محي الدين عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص 56.

[3] سمير محمد عبد العزيز، **التمويل واصلاح الهياكل المالية**، الطبعة الأولى، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، ص 24.

[4] سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 25.

- يؤدي إصدار وبيع الأسهم العادية إلى مساهمين جدد مما يؤدي الى زيادة عدد من لهم حق الرقابة على المؤسسة، ولهذا السبب غالبا فان إدارات المؤسسات الصغيرة والجديدة تتجنب استخدام الأسهم العادية للحصول على تمويل إضافي لأنها لا تريد أن تشاركها أطراف خارجية في الرقابة على المؤسسات؛
- يؤدي بيع أسهم عادية جديدة إلى إعطاء عدد أكبر من المستثمرين الحق في المشاركة في أرباح المؤسسة، لذلك فان الاعتماد على الاستدانة يمكن المؤسسة من الحصول على التمويل اللازم بتكلفة ثابتة وأقل، بينما الاعتماد على الأسهم العادية في التمويل يؤدي إلى وجود مالكين جدد لهم حقوق متساوية في المشاركة في صافي دخل المؤسسة؛
- عادة ما تكون تكاليف إصدار وبيع الأسهم العادية أعلى من تكاليف إصدار وبيع السندات والأسهم الممتازة ويرجع السبب في ذلك إلى:
  - إن تكاليف استقصاء وتقويم الاستثمار باستخدام الأسهم أعلى من تكاليف استقصاء عن طريق السندات.
  - أن الأرباح التي تولدها الأسهم العادية على عكس فوائد السندات أو القروض لا تعتبر من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، مما يفوت على المؤسسة المصدرة فرصة الاستفادة من الوفر الضريبي.
  - تتضمن الأسهم العادية مخاطرة أعلى من المخاطر التي تتضمنها السندات والأسهم الممتازة مما يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية.

ثانيا: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة هجينة لأنها تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، لهذا فان استخدام الأسهم الممتازة في التمويل له عدة مزايا وعيوب:

- **مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:** من بين المزايا: [1]

- لا يترتب على إصدار الأسهم الممتازة نفقات ثابتة، فالمؤسسة غير ملزمة قانونا إجراء توزيعات للأرباح في كل سنة تحقق فيها أرباحا؛
- إصدار أسهم ممتازة جديدة يمنح المؤسسة شرط المساهمة المتساوية في المكاسب والذي يتطلب بيع أسهم عادية إضافية؛
- إصدار أسهم ممتازة جديدة يمنح المؤسسة موارد مالية إضافية دون تدخل أطراف أخرى في الرقابة عليها؛
- تعتبر الأسهم الممتازة أكثر مرونة من السندات لأنها ليست لها تاريخ استحقاق ولا تخصص أموال لاستردادها؛
- إصدار الأسهم الممتازة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال وهو أمر يترتب عليه زيادة المقدرة الائتمانية للمؤسسة.

- **عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:** كما أن إصدار الأسهم الممتازة لا يخلو من بعض العيوب:[2]

- إن عائد الأسهم الممتازة ليس مصروفا لغاية الضرائب، وهذا ما يجعل تكلفتها مرتفعة مقارنة بالسندات؛

[1] سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 51.

[2] سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 52.

●تتضمن الأسهم الممتازة مخاطر أعلى من المخاطر التي تتضمنها السندات مما يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطالبه المستثمر، كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة هذه الأسهم بعد الدائنين.

المطلب الرابع: تمويل المؤسسات عن طريق سوق السندات

تحظى نسبة التمويل عن طريق السندات بعناية خاصة من طرف مسيري المؤسسة وملاكها، وهذا نظرا لما يتمتع به هذا النوع من التمويل من خصوصية تميزه عن غيره من مصادر التمويل الأخرى. كونه يمارس تأثيرا على تكلفة التمويل وكذا عوائد المؤسسة ومخاطرها، الأمر الذي يجعل التمويل بالسندات على علاقة مباشرة مع قيمة المؤسسة.

أ-**طبيعة التمويل بالسندات**: تعد السندات أحد أشكال التمويل الخارجي المتاحة، حيث أن المدى الذي تستخدم فيه المؤسسة الأموال المقترضة، أي استخدام الرافعة المالية، يختلف من قطاع الى آخر وكذلك الحال بالنسبة للمجموعات الفرعية ضمن القطاع الواحد، حيث أن نسبة الرافعة تزداد في بعض المؤسسات وتنخفض في بعضها الآخر.[1]

ومن جانب آخر فان استخدام المديونية يمثل إشارة إلى أنباء جيدة عن مستقبل المؤسسة وبذلك فان المديونية تحمي المؤسسة من تأثير الأخبار السيئة على قيمتها في السوق. وبسبب وجود المعلومات اللامتماثلة، فان المؤسسة تحافظ على سعة مديونيتها لغرض الحصول على الفرص الاستثمارية ذات القيمة لتجنب إصدار الأسهم في الأوقات العصبية وعند انخفاض أسعارها. وعلى وفق ذلك فقد أشار (مايرز 1984) بهذا الصدد، أن تأثير تماثل المعلومات على الدين يكون أقل من الملكية بسبب أن مدفوعات الديون تكون مثبتة تعاقديا، وطبقا لهذا الخط من المنطقية، فان المؤسسات إذا ما استخدمت التمويل الخارجي فإنها تفضل إصدار الأوراق المالية أبعدها تأثيرا بالتماثل المعلوماتي (أي أبعدها تأثيرا بانخفاض السعر) مثل السندات.

ب- **تكلفة التمويل بالسندات**: تعد المديونية مصدر تمويل خارجي ذي كلفة رخيصة، ولهذا علاقة بتدنية كلفة رأس المال من خلال الرفع المالي، وتؤدي إلى زيادة الدخل المتاح لحملة الأسهم. لكن مقابل ذلك تتحمل المؤسسة مخاطر مالية إضافية، تتمثل بدرجة النزول بأصل المبلغ والفائدة. حيث أن هذا النوع يحدث تغيرات في مقسوم الأرباح المتوقع ومعدل العائد المطلوب على حق الملكية. تتحمل المؤسسة من استخدامها للمديونية كلفة ثابتة بشكل فائدة، تعد من وجهة نظر الضريبة مصروفا تنزل من الأرباح الخاضعة للضريبة، مما يؤدي الى وفر ضريبي يعادل مقدار الفائدة مضروبا بنسبة الضريبة. وهذا الوفر بمثابة تخفيض لتكلفة المديونية، لذا فان التكلفة الحقيقية للمديونية تحسب على وفق الصيغة الآتية: [2]

$$Kd=Kn(1-T)Wd$$

حيث أن:

Kd: تكلفة الفائدة الحقيقية أو الفعلية.

Kn: معدل الفائدة الاسمية أو التعاقدية

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص706-707.

[2] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 708.

T: معدل الضريبة على دخل المؤسسة.

Wd: وزن المديونية في الهيكل المالي (الأهمية النسبية).

من جهة أخرى، فان تكلفة المديونية في حالة تعد أدواتها (إصدار المؤسسة لأنواع مختلفة من السندات من حيث الفائدة والاستحقاق ومبلغ السند، أو قروض متنوعة في الاستحقاق يعود السبب في ذلك إلى أن هذه القيم تعكس معدلات الفائدة السائدة في السوق، ويستخدم النموذج في قياسها:

$$ABD= K_1(B_1/D)+K_2(B_2/D)+....+K_n(B_n/D_n)$$

حيث أن :

ABD: متوسط معدل الفائدة.

B_n: إجمالي القيمة السوقية للمديونية.

D_n: إجمالي القيمة السوقية للمديونية.

K_n: معدل الفائدة لكل نوع من أنواع المديونية.

بعد إيجاد المعدل أو المتوسط للفائدة يتم حساب المتوسط الموزون لكلفة المديونية وعلى وفق الصيغة السابقة وميل الاتجاهات الحديثة نحو إدخال عنصر التضخم عند حساب كلفة المديونية لأثره في تخفيض القوة الشرائية لأصل المديونية والفائدة على الكلفة للأصول الحقيقية على المديونية، وهذا وفق الصيغة التالية:

$$K_d= K_n (1-T) -P^t$$

حيث أن: Pt يمثل معدل التضخم.

ج- **تقييم السندات كأداة للتمويل:** يتأثر تقييم السندات بصورة مباشرة بمعدلات الفائدة السائدة في السوق المالي، كما أن السندات التي تستحق آجالها لسنوات طويلة تختلف قيمتها من تلك المتوسطة الأجل وكلما زادت مدة الاستحقاق زادت احتمالات الخسائر والخطورة.[1]

ان قيمة السند هي القيمة الحالية لمجموع دفعات الفائدة الدورية مضافا الى قيمته بتاريخ الاستحقاق.

$$Pn= C/(1+R)^t+F/(1+R)^n$$

حيث أن:

Pn: القيمة الحالية للسند الذي يستحق بعد عدد من السنوات مقدارها n.

C: دفعات الفائدة السنوية أو الدورية، سعر الفائدة الاسمية* القيمة الاسمية للسند.

F: القيمة الاسمية للسند والتي يجب دفعها بتاريخ الاستحقاق.

R: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

من خلال المعادلة السابقة يتم استنتاج ما يلي:

- تزايد قيمة السند كلما قل معدل الخصم به التدفقات النقدية وقيمة الأساس؛
- كلما ازداد معدل الفائدة الاسمي (معدل الكوبون) كلما ازداد سعر السند؛

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره،ص 507.

- كلما قل أجل السند كلما ارتفعت قيمته مقارنة بقيمته السوقية إذا كان يباع بخصم وكلما انخفضت قيمة السند إذا كان يباع بعلاوة.

د- مزايا وعيوب التمويل بالسندات: فضلا عن كل ما تقدم ذكره عن التمويل بالسندات فانه يمكن القول أن هذا التمويل كسابقه له مزايا وعيوب.

أولا: مزايا التمويل بالسندات: يمكن أن يلمس أهمية التمويل بالسندات من خلال المزايا التي تميز هذا النوع من التمويل والتي من الممكن أن يحصل عليها باستخدامه هذا النوع والمتمثلة في:[1]

- يعد التمويل بالسندات البديل الأمثل للتمويل في حالة كون سوق الأوراق المالية غير كفؤ في صيغتها القوية. لأنه يكون أبعد أشكال التمويل الخارجي تأثيرا بعدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية؛

- استخدام السندات في التمويل يعطي للمؤسسة حرية التصرف دون قيود لأن حامل السند لا يجوز له التصويت أو التدخل في الشؤون العمومية للمؤسسة؛

- المرونة في التمويل حيث تستطيع المؤسسة التي أصدرت السندات أن تستغل مصادر التمويل الأخرى مثل القروض المصرفية وإصدار أسهم إضافية؛

- الكلفة القليلة والثابتة للمؤسسة حتى ولو حققت المؤسسة أرباحا كبيرة؛

ثانيا: عيوب التمويل بالسندات: رغم المزايا الكثيرة التي تميز بها التمويل بالسندات فان هذا النوع من التمويل لا يخلو من العيوب:[2]

- إن ثبات تكلفة السندات قد يشكل خطرا على المؤسسة عند تذبذب الأرباح وتصبح المؤسسة غير قادرة على دفع هذه التكلفة؛

- إن السندات عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق معين مما يستوجب على المدير المالي تحديد طريقة لتسديدها دفعة واحدة في نهاية المدة أو التكوين احتياطي لها؛

- تشعب وتعقد الوثيقة التعاقدية عند إصدار السندات وعليه فان المؤسسة يمكن أن تواجه كثيرا من المشاكل والقيود عما إذا استخدمت القروض المصرفية أو أصدرت أسهما عادية لتمويل احتياجاتها المالية؛

- هناك حد معين لاستخدام المصادر التمويلية ويجب أن يراعى هذا الحد المعايير العامة المقبولة للسياسة المالية، حتى لا تتكبد المؤسسة خسائر أو تقع في الأثر السلبي للرفع المالي.

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص707.

[2] سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 127.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تبين أن المؤسسة تمارس وظائف عديدة ومتنوعة منها الوظيفة المالية التي تعتبر من أبرز وأهم الوظائف، إذ هي التي تحدد مستقبل المؤسسة، ومدى استمراريتها وهيكلها المالي، وغيرها من المهام، فهي تلعب دورا حاسما في نجاح المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق وغيرها من الوظائف دون توفر الأموال لتمويل أوجه النشاط المختلفة. وضمن الوظيفة المالية يتخذ قرار التمويل الذي يعتبر قرار استراتيجيا في المؤسسة فهو المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة لطبيعة المشروع اختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثل بما يتوافق مع تحقيق أكبر عائد بأقل خطر وتكلفة ممكنة.

من جهة أخرى فانه يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وتنقسم مصادر التمويل الى قسمين مصادر مالية داخلية كالتمويل الذاتي ومصادر خارجية كالتمويل عن طريق سوق الأوراق المالية. فرغم تعدد مصادر التمويل الدائم، واختلاف أشكالها، إلا أن الاهتمام ينصب أكثر حول التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية، التي عادة تلجأ إليها المؤسسات لتغطية حاجاتها من التمويل طويل الأجل.

فأسواق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة في الاقتصاد الوطني، حيث تبين أن هناك علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بوجه خاص والتنمية الاقتصادية بوجه عام وذلك أنه طالما تشكل سوق الأوراق المالية جزءا من النشاط الاقتصادي فلابد أن يؤثر فيه وتتأثر به ويتوقف التأثير بينهما على مدى كفاءة السوق ودرجة التقدم الاقتصادي.

خاتمة عامة

خاتمة:

تعتبر السوق المالية ذات أهمية كبرى في النشاط الاقتصادي، ونتيجة لظهور العولمة المالية والانفتاح على أسواق المال العالمية تطوير الأسواق المالية اصبح أمرا بالغ الأهمية، بالنظر إلى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

وقد تبين من خلال استعراض ماهية الأسواق المالية كحتمية اقتصادية وفعالة في النشاط الاقتصادي وكذلك تم التطرق إلى كفاءة السوق المالية في ظل فرضية السوق الكفء الذي يفترض توفر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين حتى لا يكون هناك مشاكل مثل عدم تماثل المعلومات. كل هذا من أجل نجاح وفعالية سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى التطور والنمو الاقتصادي.

ان إنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية يعد شرطا ضروريا في إنجاح جهود التنمية الاقتصادية في البلد، إلا أن ذلك لا يعد شرطا كافيا وذلك لأنه يتطلب توافر عوامل أخرى عديدة منها ضرورة تطوير البنية المؤسساتية وتحرير وحداتها من اللوائح والقيود الإدارية، كذلك تطوير المصارف وإدخال التكنولوجيا الحديثة للاتصالات والمعلومات وتحديث الأدوات المالية التي لا تقتصر فقط على مجرد أوراق مالية عادية. ورفع كفاءة الأسواق من خلال النشر المكثف لمعلومات الشركات والمؤسسات المدرجة في السوق.

نستخلص من دراسة موضوع مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد ما يلي:

- يعد الجانب الأساسي لإقامة سوق الأوراق المالية توفر مناخ استثماري مستقر وهذا من خلال حالة الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي، وكذا زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تحسين القرارات وشروط الإدراج مع تنوع الأوراق المالية التي تعتبر أداة تحفيزية من خلال قلة المخاطر وتنوع آجال استحقاقها بالإضافة إلى توفر المؤسسات المالية الوسيطة لدورها الهام داخل السوق من خلال تسهيل اختيار الأوراق المالية والترويج لها والتسيير الحسن للمحافظ المالية للمستثمرين، كما يجب على السوق الإفصاح المالي وإشهار المعلومات لتمكين المستثمرين من ترشيد قراراتهم الاستثمارية. بالإضافة إلى ذلك وجود هيكل مؤسسي فعال ومتكامل يمكن لإقامة سوق أوراق مالية تساهم في زيادة المعاملات الاستثمارية ومنه زيادة معدلات النمو الاقتصادي.
- إن الغاية الأساسية لأ سواق الأوراق المالية هو إشباع رغبات وحاجيات المتعاملين ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات، لذا فقد تعددت القنوات الرئيسية لانتقال أثر أسواق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي بين مؤيد وناقد حيث تعتبر أسواق الأوراق المالية أداة لجذب العملة الصعبة من خلال رؤوس أموال الشركات الأجنبية التي تنشط داخل السوق. وتعتبر السيولة أحد أهم أهداف المستثمرين حيث يتم تحويل الأصول المتداولة إلى نقد في فترة زمنية قصيرة دون أن يفقد أكثر من قيمته.
- تعبر كفاءة سوق الأوراق المالية عن قدرة هذه الأخيرة على عكس كافة المعلومات التي ترد إليها وتقسم كفاءة السوق إلى كفاءة كاملة وأخرى اقتصادية، حيث يتطلب على السوق دورا مباشر من خلال تسهيل

عمليات إصدار الأسهم وبيعها بثمن مناسب، وأخرى غير مباشرة أي إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

نتائج البحث:

- تتمتع سوق الأوراق المالية بأهمية بالغة في عملية التنمية، حيث تلعب دورا فعالا ومهما في تمويل آليات التنمية الاقتصادية؛
- سوق الأوراق المالية هو المكان المناسب لتمويل المؤسسات واستثمار مدخرات الأفراد حيث تقوم السوق بتوفير الموارد اللازمة للمشاريع؛

التوصيات:

- العمل على إنشاء المؤسسات المالية المتخصصة في إحداث وابتكار الأدوات المالية الجديدة؛
- استخدام استراتيجيات التقسيم والتوزيع بهدف خفض سوق الأوراق المالية وهذا ما يساهم في تحسين السيولة؛

آفاق البحث: النتائج التي توصلت إليها تحتاج إلى تعمق أكثر وهذا ما يفتح آفاقا لدراسات جديدة كأن نطرح إشكالية أخرى:

- **ما مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر؟**

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1.المراجع باللغة العربية

أولا: الكتب

1. .أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية " اطار في التنظيم وتقييم الادوات"**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.

2. .السيد عبد الحافظ بدوي، **ادارة الاسواق المالية " نظرة معاصرة"**، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، مصر، 1999

3. .مدحت القريشي، **التنمية الاقتصادية "نظريات وسياسات وموضوعات"**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

4. أحمد محمد غنيم، **الادارة المالية " مدخل التحول من الفقر الى الثراء"**، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2006.

5. أسامة بشير الدباغ وأتيل عبد الجبار الجومرد، **مقدمة في الاقتصاد الكلي**، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2002.

6. جمال جويدان الجمل، **الاسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، الاردن،2002.

7. حسن خلف فليح، **الاسواق المالية والنقدية**، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الاولى، الاردن، 2006.

8. دريد كامل آل شبيب، **ادارة مالية "الشركات المتقدمة"**، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

9. زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**،الطبعة الأولى ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين،2008.

10. سليمان أبو صبحا، **الادارة المالية** ، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2009.

11. سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، القاهرة، 1996

12. سمير محمد عبد العزيز، **التمويل واصلاح الهياكل المالية**، الطبعة الأولى، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر.

13. شمعون شمعون، **البورصة**، دار اطلس للنشر،الطبعة الاولى، الجزائر،1993.

14. صبحي تاروس قريصة، **مذكرات في التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1986.

15. صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية**، عالم الكتب، الطبعة الاولى، القاهرة، 2003.

16. صلاح السيد جودة، **بورصة الاوراق المالية**، مكتبة الاشعاع الفني، الطبعة الاولى، القاهرة ، 2000.

17. عاطف وليم اندرواس، **التمويل والادارة المالية للمؤسسات**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.

18. عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان،الاردن،2010.

19. عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2010.

20. عبد الرحمن بوادقجي، **التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، دار الكتب الجامعية، دمشق، 1978.

21. عبد المطلب عبد الحميد، **اقتصاديات الاستثمار في البورصة**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، القاهرة.

22. عبد النافع الزرري، توفيق غازي، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،عمان،الاردن،2000.

23. عصام حسين، **أسواق الاوراق المالية " البورصة"**، دار اسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2008.

24. عماد محمد علي العاني، **اندماج الأسواق المالية الدولية "أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي"**، بيت الحكمة، بغداد، العراق، 2002.

25. عمروا محي الدين، **التخلف والتنمية** ، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 2000.

26. عنايات النجار، وفاء شيف، **دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية**، المنظمة العربية للتنمية الادارية بحوث ودراسات، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، 2009

27. فريد النجار، **البورصات والهندسة المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 1999

28. فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الأسس النظرية والعملية"**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

29. متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، الطبعة الأولى،عمان،2010.

30. محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الاموال "الهياكل، الادوات، والاستراتيجيات"**، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011.

31. محمد البناء، **أسس النقد والمال" الاسس النظرية والعملية"**، زهراء الشرق، الطبعة الاولى،مصر،1996.

32. محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي،الطبعة الأولى، مصر،2008.

33. محمد سعيد عبد الهادي، **الادارة المالية**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.

34. محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، **التنمية الاقتصادية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكنرية،2001.

35. محمد علي ابراهيم العامري، **الادارة المالية المتقدمة**، الطبعة الاولى، دار اثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010

36. محمود محمد داغر، **الأسواق المالية "مؤسسات-أوراق-بورصات"**، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط 2، الاردن.

37. محمود محمد داغر، **الأسواق المالية «مؤسسات-أوراق-بورصات"**، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط 2، الاردن،2007.

38. مصطفى يوسف الكافي، **بورصة الأوراق المالية**، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الاردن،2009.

39. مفلح محمد عقل، **مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

40. منير ابراهيم الهندي، **الفكر الحديث في مصادر التمويل**، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998.

41. منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل المؤسسات**، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003

42. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي "الادارة المالية"**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

43. يوسف حسن يوسف، **التمويل في المؤسسات الاقتصادية**، الطبعة الأولى، دار التعليم العالي الجامعي، الاسكندرية، .2012

الرسائل الجامعية:

44. بنان محمد سعيد الفلاح، **انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة تحليلية مقارنة**، أطروحة دكتوراه مقدمة لقسم العلوم المالية والمصرفية، عمان،2010.

45. حسين عبد المطلب الاسرج، **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستر في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر،2002.

46. رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الاوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2006.

47. سامر فخري محي الدين عبيدات، **استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية " دراسة تطبيقية في بورصة عمان"**، مذكرة ماجستير كلية ادارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان، 2008.

48. السبتي وسيلة، **تمويل التنمية المحلية في اطار صندوق الجنوب "دراسة واقع المشاريع التنموية في ولاية بسكرة"**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2005

49. عبد اللطيف مصطفى، **تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

50. علاء الدين جبل، هائل أبو رشيد، **تقييم تكلفة مصادر التمويل في الشركات الاقتصادية**، مجلة بحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 55، 2008.

51. علال بن ثابت، **الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد**، مذكرة ماجستير في العلوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.

52. فخر الدين الفقهي، **أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي**، سوق الأوراق المالية الليبي، ليبيا، 2008.

53. محمد نصار، **آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية**، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية غزة، فلسطين، 2006.

الأوراق البحثية:

54. بقة شريف، بباس منيرة، **البنوك في مواجهة تحديات اللاوساطة المالية**، مداخلة في الملتقى الدولي للسوق المالي بين النظري والتطبيقي في اطار تجارب الدول العربية، المنعقد يومي 24 و25 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2008

55. بن اعمر بن حاسين، وآخرون، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية" دراسة حالة بورصة السعودية"**، مقل، مجلة المؤسسات الجزائرية، العدد 02،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

56. بوفليح نبيل وآخرون، **التمويل الاسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية**، مداخلة في ملتقى الولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الاسلامية، المنعقد يومي 06و 09، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، 2009.

57. حدة رايس، **محاضرات في مقياس الاسواق المالية**،جامعة محمد خيضر ببسكرة،2008.

58. دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي "الاسهامات النظرية"**، مقال في مجلة الباحث، العدد 04، 2006.

59. ريحان شريف، حمداوي الطاوس، **بورصة الجزائر "رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية"**، مقال في مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 34، عنابة، الجزائر، جوان 2013

60. سعيد بريبش، **رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر " دراسة حالة شركة SOFINANCE"**، مقال في مجلة الباحث، العدد 05، 2007.

61. صالح مفتاح، فريدة معارفي، **متطلبات كفاءة السوق الاوراق المالية" دراسة لواقع أسواق الاوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"**، مقال، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.

62. صالح مفتاحي، **العولمة المالية**، مقال، مجلة العلوم الانسانية، العدد 07، جامعة بسكرة، 2002.

63. عبد المجيد قدي، مقدم عبيرات، **العولمة وأثرها على الاقتصاد العربي**، مقال، مجلة الباحث، العدد 01، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2002.

64. علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، **الازمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج**، مداخلة، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول " تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات، الفرص، الآفاق"، يومي 11/10، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، 2009.

65. عيسى محمد الغزالي، **تحليل الاوراق المالية**، سلسلة دورية العدد 27، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.

66. كمال العقريب، بلحميدي سيدي علي، **أهم الازمات المالية الناتجة عن انشطة الاسواق المالية التقليدية وخيار الاسواق المالية الاسلامية كبديل**، مداخلة، الملتقى الدولي الثالث حول " الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، يوم 06/05، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر.

67. محمد خليل فياض، خالد علي الزائدي، **الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسعار النفط الخام**، بحث مقدم للندوة العلمية الثالثة حول الأزمة المالية العالمية وسوق الطاقة، يوم 20 جانفي، مركز بحوث العلوم الاقتصادية، طرابلس، 2009.

68. محمد زرقون، **أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة " دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر"**، مجلة الباحث، العدد 08، 2010.

69. هواري سويسي، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مقال في مجلة الباحث، العدد 05، 2007.

2. المراجع باللغة الفرنسية

أولا: الكتب

70. Dictionnaire de la finance et de la bourse**, une technique et pratique bancaire financière et boursière**, collectif, grand livres Alger.

71. Florence Delahaye, jacqueline Delahaye, **finance d'entreprise manuel et applications**, 2 éme édition, DUNOD, paris, 2009

72. Fereres mair, riviere gérard**, l'introduction en bourse**, edition d'organisation, France, 1999.

73. Gabriel Wackermann, **géographie de développement**, ellipses Market, universités géographie, France, 2005.

74. Georfges Depallons, Jean-Pierre jobard, **gestion financiere de l'entreprise**, 11 éme Edition, Dalloz, paris,1997

75. Jacquillat, Bertrand, Solnik, Bruno**, marchés financiers gestion de portefeuille et des risques**, 2 éme édition, DUNOD, paris

76. Jacques Teilié, Patrick Topsacalian, **finance**, 2 éme édition, Vibert, France, 1999

77. Jean barreau, jacqueline Delahaye, **gestion financière, manuel et application**, 9 éme édition, DUNOD, paris, 2000

78. Jean-Luc Arrègle, Eric Cauvin, Michel Ghertman, bernard Grand, **les nouvelles approches de la gestion des organisations**, ECONOMICA, paris, 2000.

79. Josette Peyrard, **gestion financière internationale**, 5 ème édition, Vuibert, paris, 1999.

80. Lionel honoré, **gestion financière**, Edition Armand colin, Nathan, 2004.

81. Patrice vizzavona, **pratique de gestion « analyse financière »**, tome I, Berti édition,alger,1991.

82. Pierre vernimmen, finance d'entreprise, 3 éme édition, Dalloz, paris,1998

83. Pierre cabane**, l'essentiel de la finance à l'usage des managers**, 2éme édition, groupe EYROLLRS Edition d'organisation, paris, 2004.

84. Pierre conso, Farouk Hemici, **gestion financiere de l'entreprise**, 9e édition, dunod , paris, 1999

85. Zvi bodie, robert Merton**, finance**, 2 éme édition, nouveaux horizons, Pearson, paris, 2007..

ثانيا: الرسائل والأطروحات

86. Boubaker Medkouri**, la gestion des ressources financières de la firme « entre sécurisation interne et fragilisation externe »**, thèse doctorat, université de sciences sociales de Toulouse I, France, 2000.