

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



## مطبوعة محاضرات في مقياس النظرية المالية

لطلبة السنة أولى ماستر

علوم تسيير (مالية المؤسسات)

من اعداد الدكتور: سليم مجلخ

2021/2020

## مقياس النظرية المالية

### الوحدة الأساسية

#### الرصيد 6 المعامل 2

#### البرنامج

المحور الأول: التأكيد بظروف القرار في حالة المخاطرة وعدم التأكيد؛

المحور الثاني: مناهج السيادة العشوائية؛

المحور الثالث: مدخل للأسواق المالية؛

المحور الرابع: نظرية الأسواق المالية (الكفاءة والسكونية)؛

المحور الخامس: النظريات المفسرة لهيكل المالي.

## المحور الأول

### التأكيد بظروف القرار في حالة المخاطرة وعدم التأكد

1- نظرية القرار؛

2- أنواع القرارات؛

3- مراحل صناعة القرار وأساليبه؛

4- نماذج القرارات ونظرياتها؛

5- حالات اتخاذ القرار.

## 1- نظرية القرار

هي من العلوم والفنون المختصة في صناعة القرارات الإدارية، التي تناول أسس، منهج وقواعد اتخاذ القرار الإداري ومبادئ صياغته ومتابعة تنفيذه على المستويين الكلي والجزئي وتقوم هذه النظرية على مدخل تحليل كمي متناسق ومنظم وفقا لمعايير وأهداف محددة مسبقا.<sup>1</sup>

### 1-1- تعريف القرار

هناك مجموعة من التعاريف نذكر منها:

- ✓ هو الاختيار المدرك بين البدائل المتاحة في موقف معين؛<sup>2</sup>
- ✓ هو مسار يختاره متخذ القرار باعتباره أنسب اختيار في ظل الظروف السائدة أمامه؛<sup>3</sup>
- ✓ هو اختيار منهج للتصرف من بين البدائل المتاحة يحدث أثرا أو يحقق نتيجة؛<sup>4</sup>

### 2-1- خصائص اتخاذ القرار، أهميته وأهدافه

#### 1-2-1- خصائص اتخاذ القرار

تتمثل خصائص اتخاذ القرار في ما يلي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> بن جلول خالد، مطبوعة اتخاذ القرار، موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم اقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير المنظمات، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2018/2019، ص 7.

<sup>2</sup> قبائلي أمال، أثر صنع القرار على مستوى الرضا الوظيفي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مركب المجارف والرافعات قسنطينة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص ادارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، الجزائر، 2010-2011، ص 3.

<sup>3</sup> عزي سهام، دراسة المقاربة الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية دراسة حالة مؤسسة عمومية: المستشفى الجامعي مصطفى باشا ووكالة التامين سلامة، مذكرة ماجستير في علوم تسيير، تخصص التسيير العمومي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011-2012، ص 4.

<sup>4</sup> قبائلي أمال، مرجع سبق ذكره، ص 3.

<sup>5</sup> - طرشاني سهام، اس تخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال في اتخاذ القرار بالمؤسسة - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تسويق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014، ص 102.

- بن براهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معاملة خصم في ظل الضوابط الشرعية (دراسة حالة بنك البركة الجزائري)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خبضر بسكرة، الجزائر، 2013-2014، ص 72.

✓ عملية تتصف بالعمومية الشمولية والاستمرار يمارسها جميع المديرين وعلى جميع المستويات؛

✓ عملية تقوم على الجهود الجماعية المشتركة؛

✓ اتخاذ القرار يؤثر في المستقبل؛

✓ يتأثر القرار بعوامل ذات الصيغة الانسانية والاجتماعية تابعة لمتخذ القرار وشخصيته؛

ويتميز القرار حسب العالم سايمون بمظهرين أساسيين:

✓ **الذكاء:** من خلال البحث في الجوانب التي تحتاج إلى قرار في العمل من خلال تجميع

المعلومات عنها والتعرف على المشكلة وعلى أبعادها؛

✓ **التصميم:** من خلال اختيار أفضل بديل من مجموع الحالات الممكنة من خلال كونه

أفضلها من حيث امكانية النجاح.

### 1-2-2- أهمية القرار

للقرار أهمية علمية وعملية:<sup>1</sup>

فمن الناحية العلمية تعتبر القرارات وسيلة علمية فنية مدروسة بحثية ناجعة لتطبيق

سياسات واستراتيجيات المؤسسة التي تمكنها من تحقيق أهدافها بصورة علمية وموضوعية، كما

تساهم هذه القرارات في التنظيم، الادارة، التخطيط، التمويل، الاستثمار والرقابة.

أما من الناحية العملية فتكشف القرارات المتخذة عن سلوك القادة وعن العوامل الداخلية

والخارجية الضاغطة عليهم مما يساهم في المستقبل التحكم فيها والرقابة عليها والتحكم فيها، كما

<sup>1</sup> قبائلي أمال، مرجع سبق ذكره، ص 4.

تعتبر القرارات المتخذة وسيلة للاختيار وقياس قدرة القادة الإداريين على القيام بالوظائف والمهام المطلوب تحقيقها.

### 1-2-3- أهداف القرار

للقرار مجموعة من الأهداف نلخصها في الآتي:<sup>1</sup>

- ✓ إعادة التوازن للمؤسسة نتيجة الانحراف الناشئ عن مشكلة ما حدثت؛
- ✓ الربط بين عناصر المؤسسة؛
- ✓ حسن استخدام الموارد المتاحة على أساس النتائج المتوقعة والموارد المتاحة؛
- ✓ تنمية خيارات ومهارات الأفراد وتعويدهم على اتخاذ قرارات في وضعيات مختلفة؛
- ✓ سيادة روح التعاون بين الرؤساء والمرؤوسين خاصة عند اتخاذ القرارات على مستوى المشاركة؛
- ✓ تنمية القدرات التخطيطية والابتكارية لدى المديرين نظرا لكون القرارات تتعلق بالمستقبل؛
- ✓ حسن الاستفادة من المعلومات والبيانات المتاحة في مجال حل المشكلات واتخاذ القرارات الإدارية على مستوى المؤسسة.

### 1-3- العوامل والعناصر المساعدة في اتخاذ القرار

يمر اتخاذ القرار عبر مجموعة من العناصر المتمثلة في:<sup>2</sup>

- ✓ أن يوجد أكثر من بديل متاح للاختيار واتخاذ القرار؛
- ✓ أن يكون هناك ادراك ووعي في اختيار القرار الذي يكون ناتج عن تفكير ودراسة؛

<sup>1</sup> جعيم حسين صالح، اتخاذ القرارات الإدارية ومدى تأثيرها النفسي على لاعبي النخبة الوطنية في بعض الاتحاديات الأولمبية اليمينية، أطروحة دكتوراه في نظرية ومنهجية التربية البدنية، تخصص تدبير الموارد البشرية والمنتشآت الرياضية، معهد التربية البدنية والرياضية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008-2009، ص 96.

<sup>2</sup> - عزي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 15-17.

- قبائلي أمال، مرجع سبق ذكره، ص 3.

✓ أن يكون متخذ القرار له الحرية في الاختيار فاذا كانت هناك ظروف قادتته إلى اختيار قرار معين فهنا لا يعتبر اتخاذ قرار بمعنى حظوظ الاختيار تكون متساوية قب الدراسة واتخاذ القرار؛

ويتأثر اتخاذ القرار بمجموعة من الظروف والعوامل المتمثلة في:<sup>1</sup>

#### ✓ العوامل الإنسانية

شخصية متخذ القرار (الفهم العميق والشامل للأمور، القدرة على التوقع، المؤهل العلمي، القدرة على التكيف والابتكار، تحمل المسؤولية، الخبرة، اضافة إلى علاقته بالطاقم الاداري والاستشاري...؛

#### ✓ العوامل التنظيمية

تأثير ظروف (الطبيعية) في اتخاذ القرار والعوامل المحيطة به، تأثير أهمية القرار من حيث التكلفة والعائد ومن حيث عدد الأفراد المعنيين بالقرار،

#### ✓ العوامل البيئية الداخلية والخارجية

والمتعلقة بطبيعة النظام السياسي والاقتصادي في الدولة، التقاليد الاجتماعية والقيم الدينية؛

✓ النصوص التشريعية والتقدم التكنولوجي.

<sup>1</sup> - قبائلي أمال، مرجع سبق ذكره ، ص ص 35-39.  
- طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 108-111.

## 2- أنواع القرارات

هناك العديد من الأنواع والتقسيمات المتعلقة بالقرارات نذكر منها:

### 2-1- تقسيم القرارات وفقا لأهميتها

تقسم القرارات وفقا لأهميتها إلى:<sup>1</sup>

- ✓ **القرارات الاستراتيجية:** قرارات تتخذها الهيئة العليا لها تأثير مستقبلي؛
- ✓ **القرارات التكتيكية:** تتخذها الادارة الوسطى وتتعلق بالوسائل الخاصة بتحقيق أهداف المؤسسة وترجمة خططها؛
- ✓ **القرارات التنفيذية:** هي القرارات المتخذة من طرف السلطة التنفيذية للمؤسسة والمتعلقة بنشاط اليومي للمؤسسة

### 2-2- تصنيف القرارات وفقا لطبيعتها ووظيفتها

تنقسم القرارات وفقا لطبيعتها ووظيفتها إلى:<sup>2</sup>

#### ✓ **القرارات الإنتاجية**

من خلال تحديد الأهداف المطلوبة، حجم الانتاج، توجيه العاملين، تحديد الرقابة...

<sup>1</sup> - درحمن بلال، المحاسبة التحليلية: نظام معلومات للتسيير ومساعد على اتخاذ القرار في المؤسسة دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة يوسف بن خدة الجزائر، الجزائر، 2004/2005، ص 70.

- بن موسى محمد، أثر تفويض السلطة على فعالية اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع الرياض سطيف، مذكرة ماجستير في علوم تسيير، تخصص إدارة منظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، الجزائر، 2012-2013، ص 53.

<sup>2</sup> - بن موسى محمد، مرجع سبق ذكره، ص 52.

- طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص 104-105.

- بن نافلة قدور، دور بحوث التسويق في اتخاذ القرارات التسويقية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع تسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2000-2001، ص 19-20.



## ✓ القرارات التسويقية

تتعلق بتحديد نوعية السلعة ومواصفاتها مع تحديد الأسواق المتعامل معها والمستهدفة وقنوات التوزيع؛

## ✓ القرارات المالية

وهي القرارات المتعلقة بالجانب التمويلي في المؤسسة كتحديد رأس المال اللازم، السيولة النقدية، طرق التمويل وهيكله، نسب الأرباح المطلوب تحقيقها وكيفية توزيعها إضافة إلى الاجراءات المحاسبية؛

## ✓ القرارات المتعلقة بالعاملين (بشرية)

تتعلق بطرق اختيار الأفراد، برامج تأهيلهم وتدريبهم، أساليب الترفيه، التقاعد والطرء من العمل، التأخير، الغياب وشكاوي العاملين؛

## ✓ القرارات الاستثمارية

وهي القرارات المتعلقة بالجانب الاستثماري في المؤسسة.

## 2-3- تصنيف القرارات وفقا لظروف اتخاذها

تصنف القرارات وفقا لظروف اتخاذها إلى ما يلي:<sup>1</sup>

## ✓ القرارات التأكيدية

وهي القرارات المتخذة على أساس معطيات متوفرة عن المشكلة محل اتخاذ القرار:

## ✓ القرارات غير التأكيدية

<sup>1</sup> قبائلي أمال، مرجع سبق ذكره، ص 6.

وهي القرارات المتخذة دون توفر كل المعلومات المطلوبة عن مشكلة محل اتخاذ القرار؛

#### ✓ القرارات تبعا لدرجة المخاطرة

وهي القرارات في ظل ظروف وحالات محتملة الوقوع والتي تؤخذ في الحسبان عند اتخاذ

القرار؛

#### 2-4- تصنيف القرارات حسب الطرق المستعملة

نميز بين:<sup>1</sup>

#### ✓ القرارات المبرمجة

وهي قرارات مخططة مسبقا تتناول مشكلة متكررة؛

#### ✓ القرارات غير المبرمجة

وهي قرارات تتعامل مع مواقف متغيرة وغير محددة كابتكار منتج جديد أو دخول سوق

جديدة.

<sup>1</sup> ولد مجد الشيخ، استخدام نظم المعلومات في اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الموريتانية للألبان، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص بحوث عمليات وتسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أوبكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2010-2011، ص ص 120-125.

### 3- مراحل صناعة القرار وأساليبه

نميز هنا بين صنع القرار واتخاذ القرار، فصنع القرار يتمثل في تحديد المشكلة ودراستها وتحديد سبل معالجتها ومواطن الخلل فيها ومن ثم اقتراح حلول لها من قبل طاقم اداري متخصص، أما اتخاذ القرار هو اختيار البديل أو الخطة أو الاستراتيجية المناسبة من بين ما تم تقديره من قبل صانع القرار .

#### 3-1- مراحل صناعة القرار

نلخصها في الآتي:<sup>1</sup>

#### - مرحلة تشخيص المشكلة

تعتبر المشكلة هي الخلل الواقع غير المرغوب فيه والذي يختلف عن الحالة القائمة حيث يهدف متخذ القرار إلى الخروج من هذه المشكلة، أما تشخيص المشكلة فيعني التعرف عليها وتحديد أبعادها، أسباب ظهورها، أغراضها وأثارها؛

#### - مرحلة تحليل المشكلة محل القرار

من أجل تحليل المشكلة ينبغي على صانع القرار أن يحدد الاجابة على مجموعة من الأسئلة:

✓ ماذا تعني المشكلة محل القرار بالنسبة له؟ وما تعنيه بالنسبة للمؤسسة؟

<sup>1</sup> - قبايلي أمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-21.  
 - عزي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 26-31.  
 - طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 115-118.  
 - بن موسى محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 63-67.

✓ ما الذي يريد أن يفعله لمواجهة هذه المشكلة؟ وما هو المطلوب من العاملين في

المؤسسة أن يفعلوه حيالها؟

وتصنيف المشكلة يعني تحديد طبيعتها، حجمها ومدى تعقدها والحل الأمثل لمواجهةها من أجل تحديد ومعرفة من الذي سيقوم بصنع القرار واتخاذها، ومن يجب استشارته في أبعادها، والذي يجب أن يبلغ بالقرار، وعملية تصنيف المشكلة ترتبط بتشخيصها لأن التعرف على المشكلة أو أسبابها يتيح لصانع القرار وضعها في شكلها النهائي فيحدد نوعها وطبيعتها وبالتالي نوع القرار اللازم لحلها أهو نهائي أم مؤقت؟ وهل يتم تنفيذه دفعة واحدة أو على مراحل؟

- مرحلة ايجاد بدائل لحل المشكلة

ان تواجد مشكلة ما يخلق نوع من الاختلاف في الآراء حولها، لأن المشكلة التي لها حل واحد لا تعد مشكلة بحد ذاتها، بل تصبح حقيقة لا بد من التسليم بها، حيث من النادر أن تكون للمشكلة حل واحد بل مجموعة من الحلول لكل منها مزاياه وعيوبه، والحل البديل هو وسيلة الحل المتاحة أمام صانع القرار لحل المشكلة المطروحة إلى جانب حلول وبدائل أخرى بقصد المقارنة والتحليل حتى يتم اختيار واحد منها فيصبح هو القرار الأخير، ويجب أن يتوفر في القرار البديل شرطان هما أن يسهم في تحليل بعض النتائج التي يسعى اليها صانع القرار وأن تتوافر امكانيات تحقيق وتنفيذ هذا الحل ويجب أن يتحقق الشرطان معا حتى نقول أن هذا الحل هو حل بديل قابل للاختيار؛

### - مرحلة تقييم البدائل المتاحة لحل المشكلة

تعني هذه المرحلة اختيار البديل الأمثل من مجموع الحلول المقترحة على اختلاف مزاياها وعيوبها وطرق تحليلها وتحقيقها للهدف، حيث يتم تحليل كل حل على حد سوى حتى يتم المقارنة واختيار أفضلها؛

### - مرحلة اختيار الحل المناسب للمشكلة

تعتبر هذه المرحلة من أهم المراحل بالنسبة لمتخذ القرار وذلك لأنها تحقق التوازن بين النتائج والأهداف المنشودة من جهة والمخاطر المحتملة من جهة ثانية؛

### - مرحلة متابعة تنفيذ القرار

ان عملية صنع القرار لا تنتهي بمجرد اختيار البديل الأفضل لأن صانع القرار لا يقوم بنفسه بتنفيذه وإنما يقوم بنقله للمنفذين ويشرح لهم أبعاد القرار وأهدافه ويحاول اقناعهم به وبضرورته ويحفزهم على تنفيذه بالشكل الذي يسهم في تحقيق الأهداف والنتائج المرجوة وتعتبر هذه المرحلة صعبة كون تنفيذ القرار ومتابعته يتطلب إجراءات تقوم بها الإدارة أو يقوم بها الأفراد العاملون بها.

### 3-2- أساليب اتخاذ القرار

نميز فيها بين:<sup>1</sup>

✓ الأساليب التقليدية لاتخاذ القرارات وتضم:

<sup>1</sup> - قبائلي أمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 32-35.  
- طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 127-131.

• الأساليب النظرية غير الكمية: الخبرة، الحكم الشخصي أو البديهية، آراء

واقترحات العاملين؛

• الأدوات الرياضية لاتخاذ القرارات: البرمجة الخطية، نظرية المباراة، نظام تحليل

الشبكات، تقليد المواقف.

✓ الأساليب الحديثة في اتخاذ القرارات: وتضم:

• دور تكنولوجيا المعلومات في اتخاذ القرارات؛

• الطرق والأساليب الكمية الحديثة في اتخاذ القرارات.

### 3-3- معوقات اتخاذ القرار

ان اتخاذ القرار ليس بالعملية السهلة نتيجة وجود مجموعة من المشاكل المتعددة

والمتشعبة منها ما هو مرتبط بمتخذ القرار بحد ذاته أو البيئة المحيطة به سواء داخليا أو خارجيا

ومن أهم هذه المعوقات والعقبات ما يلي:<sup>1</sup>

✓ ضغوط خارجية على متخذ القرار الإداري

تمارس ضغوطات خارجية على متخذ القرار لتفضيل حلول وتحقيق أهداف مطلوبة دون

الاهتمام بالجوانب الواجب مراعاتها أثناء عملية اتخاذ القرار الإداري؛

✓ التردد والخوف من اصدار القرار

قد يتردد متخذ القرار بسبب:

• عدم القدرة على تحديد الأهداف والمشكلات بدقة؛

• عدم القدرة على تحديد النتائج المتوقعة من البدائل؛

<sup>1</sup> - عزي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 32-38.  
- طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 111-114.

- تعدد الأساليب والأجهزة الرقابية على تصرفات متخذ القرار؛
- عدم اتضاح المسؤوليات والوظائف وممارستها على وجه غير مرضي؛
- ✓ عدم قدرة متخذ القرار على الالمام بجميع الحلول الممكنة
- مما قد يجعله يختار حلا ليس الأفضل من الحلول والبدائل المتوفرة؛
- ✓ عدم وفرة المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار
- ان سلامة ودقة القرار تقوم على دقة المعلومات وكفاءتها والتي سيبنى عليها اتخاذ القرار؛
- ✓ انعدام الانسجام والتفاعل بين الرئيس والمرؤوسين
- مما يولد عدم الثقة وانعدام مبدأ التعاون؛
- ✓ عدم تخصيص الوقت الكافي لدراسة البدائل وتقييمها
- مما قد يجعل القرار المتخذ غير سليم نتيجة التسرع وعدم دراسة مختلف البدائل بدقة؛
- ✓ وجود البيروقراطية؛
- ✓ سوء استخدام الطاقات البشرية والمادية وسوء تفسير القوانين والتعليمات؛
- ✓ الجوانب الشخصية والنفسية لمتخذ القرار؛
- ✓ القيم الفلسفية والاجتماعية والأخلاقية لمتخذ القرار؛
- ✓ عدم سلامة طرق وأساليب اختيار القيادات الادارية؛
- ✓ عدم اهتمام القيادات بالأساليب الكمية الحديثة في اتخاذ القرارات.

## 4- نماذج القرارات ونظرياتها

### 4-1- نظريات المدارس الفكرية في اتخاذ القرار

ظهرت العديد من المدارس التي تحدثت عن اتخاذ القرارات نذكر منها 3 مدارس:

#### 4-1-1- نظرية المدرسة الكلاسيكية

افتترضت هذه المدرسة أن التصرفات التي يقوم بها متخذ القرار هي تصرفات رشيدة في أي نظام اقتصادي، ويرى أصحاب هذه المدرسة أن المؤسسة تهدف دائما إلى تحقيق أكبر ربح ممكن، وصانع القرار يضع مجموعة من البدائل لمتخذ القرار، لذلك تعتبر قراراتهم رشيدة ولذلك يطلق على هذه المدرسة مدرسة القرار الرشيد، أما متخذ القرار الرشيد فهو ذلك الفرد الذي يستطيع تحديد النتائج المحتملة لكل بديل أو تصرف موجود أمامه، ويمكنه اختيار البديل الأمثل الذي يحقق أقصى النتائج والأهداف، و متخذ القرار يضع مسؤولية المؤسسة فوق كل اعتبار حيث أنه اذا شعر أن منصبه غير ضروري سيقدم اقتراحا بإلغائه.

#### 4-1-1-1- أسس النظرية الكلاسيكية

تعتمد هذه المدرسة على:<sup>1</sup>

✓ أن يتوفر متخذ القرار على قدرات مميزة كالرشد، الوعي، القدرة على اختيار البديل

الأمثل الذي يحقق أقصى المنافع؛

<sup>1</sup> بن نافلة قنور، مرجع سبق ذكره، ص 8.



✓ على متخذ القرار الأخذ بعين الاعتبار النتائج المترتبة عن كل بديل، ثم يربتها وفق معايير معينة ترتبط بأهداف المؤسسة ليختار البديل الذي يحقق أحسن النتائج.

وبناء على ما سبق هناك مجموعة من الشروط الواجب توافرها في متخذ القرار والمتمثلة

في:<sup>1</sup>

✓ لا بد أن يعرف كل المشاكل التي يهدف إلى حلها وكل الأهداف التي يهدف إلى تحقيقها ثم يربتها حسب أهميتها؛

✓ معرفته لكل البدائل المحتملة التطبيق من أجل اختيار أفضلها؛

✓ معرفته لكل بديل من حيث مزاياه وعيوبه ليرتبها وفقا لنتائجها ليرتبها حسب أهميتها؛

✓ قدرته المثلى على اختيار البديل الأمثل الذي يحقق له حلا أمثلا للمشكلة أو تحقيق

الهدف أو الأهداف المنشودة بطريقة مثلى.

#### 4-1-1-2- انتقادات المدرسة الكلاسيكية

هناك العديد من الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية نلخصها في الآتي:<sup>2</sup>

✓ افتراض عدم تعرض متخذ القرار لضغوط خارجية في اتخاذه القرار؛

✓ أهملت الجانب الإنساني؛

✓ اتخاذ القرار غير مضمون كون متخذ القرار فرد له ميولاته ويعيش في بيئة لها تأثيرات

داخلية وخارجية يتأثر بها؛

<sup>1</sup> بن نافلة قدور، مرجع سابق، ص 8.  
<sup>2</sup> بيالة سميرة، المدير وعملية اتخاذ القرار في اطار إدارة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2004/2005، ص ص 139-140.

## 4-1-2- نظرية العلاقات الإنسانية

تتعلق هذه المدرسة من الانتقاد الموجه للنظرية الكلاسيكية فيما يخص اعتبار الإنسان كآلة حيث تعطي هذه النظرية أهمية كبيرة للعنصر البشري وضرورة ارضائه، ويقوم أساسا هذه المدرسة على:<sup>1</sup>

✓ زيادة الأجور ليست هي التي تتحكم في إنتاجية العامل وإنما هناك عوامل أخرى نفسية واجتماعية يعني توافر حوافز غير اقتصادية؛

✓ شعور العامل بانتمائه للمجموعة وشعوره بالاستقرار والأمان يعد أكبر حافز لزيادة الإنتاج؛

✓ التنظيم غير الرسمي يتكون بتلقائية من طرف العاملين كإجراء اتجاها نظام الإدارة وقراراتها.

قدمت هذه المدرسة أهمية العوامل الاجتماعية في الإنتاج فتماسك الجماعة له تأثير على

إنتاجية العمال وسلوكهم وأهم العوامل المؤثرة في سلوكهم تتمثل في:<sup>2</sup>

✓ القيادة ونمط الاشراف في المؤسسة؛

✓ الاتصالات ودور التنظيمات غير الرسمية في عملية التسيير واتخاذ القرارات؛

✓ المشاركة من خلال ادخال العمال في صناعة القرار وعملية التسيير.

وهنا تكون هذه المدرسة قد اختلفت عن سابقتها من خلال:<sup>3</sup>

✓ اللامركزية في اتخاذ القرار؛

✓ الاعتماد على الجماعات وليس على الأفراد؛

✓ تعتبر المسؤول عضو اتصال داخل المؤسسة وليس ممثل للسلطة؛

<sup>1</sup> - طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص 93.

- بن نافلة قدور، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>2</sup> - طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 93-94.

- بن نافلة قدور، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 11.

- ✓ الاعتماد على المراقبة الذاتية والمسؤولية عوض المراقبة الفوقية؛
- ✓ الفرد ليس رجل اقتصادي أو آلة رشيدة تحكمه الحوافز المادية وإنما هو شخص تحكمه الأحاسيس والشعور واحتياجاته ليست كلها مادية وإنما هناك المعنوية.

#### 4-1-2-1- الانتقادات الموجهة لمدرسة العلاقات الإنسانية

نلخصها في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

- ✓ اعتبرت التنظيم نظام مغلق كسابقتها؛
- ✓ ركزت على التحفيز المعنوي في تفسيرها للسلوك الإنساني دون المادي؛
- ✓ تتخذ العنصر البشري مجالاً للدراسة دون العناصر الأخرى للتنظيم.

#### 4-1-3- النظرية السلوكية

تأثرت هذه المدرسة بمدرسة العلاقات الإنسانية فهي تعتبر تطور وامتداد لها إلا أنها تختلف عنها وعن الكلاسيكية في الفروض التي تقوم عليها، فبعد أمركز الكلاسيكية على العمل والعلاقات الإنسانية على أهمية العنصر البشري وخصائصه والكيفية التي تسمح بإثارة دافعيته، في حين ركزت السلوكية على سلوك إنساني كفرد وجماعات في المنظمة.<sup>2</sup>

#### 4-1-3-1- أساس المدرسة السلوكية

اهتمت هذه المدرسة على دراسة سلوك الفرد أثناء العمل، ومنه جميع العلاقات التي تنشأ في المنظمة والمتمثلة في:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص 94.  
 - بن نافلة قدور، مرجع سبق ذكره، ص 11.  
<sup>2</sup> - طرشاني سهام، مرجع سبق ذكره، ص 95.  
 - بن نافلة قدور، مرجع سبق ذكره، ص 12.  
<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 95.

✓ علم النفس: الذي يدرس سلوك الانسان بصفة عامة؛

✓ علم الاجتماع: يبحث في التصرف الانساني والجماعات ومدى تأثيرها على المنشأة؛

✓ علم دراسة الانسان: يبحث في السلوكات المكتسبة للانسان سواء عائليا أو فنيا أو

اجتماعيا وتأثيره على السلوك والتصرف الاداري.

ويرى أصحاب هذه النظرية أن متخذ القرار محاط بمجموعة من المتغيرات والظروف وكذلك

أن سلوكه يتغير لذلك فهم يرون اتخاذ القرار يجب أن يشترك فيه الجميع بما فيهم العمال.<sup>1</sup>

وأهم الانتقادات الموجهة لهذه النظرية هي اهتمامها المفرط بالجانب الانساني.

#### 4-1-4- النظريات الحديثة في اتخاذ القرار

نميز فيها بين:<sup>2</sup>

#### - النظرية الادارية الكمية

يعتبر شستر برنارد أول من أكد أن الادارة ما هي إلا نظام للمعلومات، وأن العمل داخل المؤسسة واتخاذ القرارات وحل المشكلات يتم بصورة كمية على شكل رموز ومعادلات رياضية، وبررو اتخاذ القرارات بهذه الطريقة أنه أكثر دقة، خاصة مع ظهور الحواسيب التي مكنت من وضع نماذج لاتخاذ القرارات أثبتت قدرتها على ذلك مثل نموذج السمبلكس، المسار الحرج، نظرية المباريات... وما يعاب على هذه النظرية هو ارتفاع تكلفتها لاستخدام الحواسيب والبرامج وعمليات الصيانة... اضافة إلى عدم كفاءة هذه النظرية في حل المشكلات الانسانية والدافعية، المعنوية، ...

<sup>1</sup> بن نافلة قدور، مرجع سابق، ص 95.  
<sup>2</sup> مغني نادية، دور المراجعة المالية الخارجية - وفق المعايير المعمول بها- في اتخاذ القرار، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007-2008، ص ص 50-51.

**- نظرية النظم الإدارية**

اهتم العديد من الرواد بهذه النظرية وعلى رأسهم بيرتالانفي الذي يعتبر مؤسس هذه النظرية حيث عبر في نظريته أن المؤسسة عبارة عن نظام اجتماعي كلي يهدف إلى تحقيق أهداف ما وهذا النظام يتشكل ويتفرع من مجموعة من الأنظمة الفرعية كنظام الانتاج، التسويق، المحاسبة، المالية... وتعمل هذه الأنظمة الفرعية معا بشكل متداخل ومتكامل من أجل تحقيق أهداف المؤسسة، وحسب هذه النظرية فاتخاذ القرار يعتبر نظام له مدخلاته تتطور وتتحوّل حتى تصبح معلومات مفيدة تساعد متخذ القرار في اختيار البديل الأمثل لحل المشكلة والذي يمكن اعتباره هنا كمخرجات للنظام.

**4-2- نماذج صنع القرارات**

توجد العديد من النماذج نذكر منها:<sup>1</sup>

**4-2-1- النماذج النظرية في اتخاذ القرار**

نميز فيها بين نموذجين لاتخاذ القرار:<sup>2</sup>

**✓ النموذج الراشد**

يستند هذا النموذج إلى أن متخذ القرار يهدف إلى تحقيق الحل الأمثل عند اتخاذه للقرار

ويفترض هذا النموذج أن متخذ القرار:

- لديه معرفة وعلم بجميع البدائل؛
- لديه معرفة كاملة عن نتائج كل بديل؛

<sup>1</sup> قبائلي أمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-31.  
<sup>2</sup> بيالة سميرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 151-152.

- يمتلك مقدرة حسابية على مقارنة النتائج وتقرير ما هو أفضل.

كما يرى أصحاب هذه النظرية أن الرشد الكامل غير منطقي ولذلك اقترحوا الرشد المحدود لأن متخذ القرار يواجه قيود ومحددات كثيرة في اتخاذه للقرار منها ما هو شخصي ومنها ما هو بيئي وهي تؤدي مجتمعة إلى عدم تحقيق الرشد الكامل في اتخاذ القرارات.

#### ✓ النموذج المرضي أو نموذج الرجل الإداري

بموجب هذا النموذج يسعى متخذ القرار للتوصل إلى قرار معقول اذ يتوقف بحثه عن البدائل عند الوصول إلى بديل معقول يقتنع بأنه الأنسب على الرغم من امكانية وجود بدائل أحسن منه، وهذا النموذج تبنته النظرية السلوكية في اتخاذ القرارات والتي نظرت إلى المؤسسة على أنها نظام مفتوح في اطار البيئة التي تتواجد فيها. وهذه العملية تتم بصورة ديناميكية. وتعتبر النظرية السكونية أن هذا النموذج هو الأنسب والمطبق في العديد من المؤسسات لأن العملية تتطلب الكثير من الجهد، الوقت والعمل...

#### 4-2-2- نماذج لوثاتر

يصنفها لوثاتر إلى ثلاث نماذج:

#### ✓ النموذج الاقتصادي المنطقي

وهو مشتق من النموذج التقليدي، حيث ينظر إلى متخذ القرار على أنه عقلاني وراشد بصورة كاملة وفي جميع الجوانب؛

## ✓ النموذج الاجتماعي

وهو عكس النموذج الراشد وتم تطويره من قبل علماء النفس حيث يرى أصحاب هذا النموذج أن للجوانب الاجتماعية تأثير كبير على سلوك متخذ القرار وعليه فان الضغوط والتأثيرات الاجتماعية يمكن أن تؤدي بمتخذ القرار إلى اتخاذ قرارات غير رشيدة؛

## ✓ نموذج الخبرة والتجربة

ووفقا لهذا النموذج يعتمد متخذ القرار على التجربة والخبرة من الجانب العلمي وليس العامي، كما يعتمد على الحس وعلى المحاولة والخطأ إضافة إلى التجارب الماضية في اتخاذه للقرارات، كما يمكن أن تكون النتائج تحت هذه الظروف غير رشيدة.

## 4-2-3- النماذج التطبيقية لاتخاذ القرارات

وتضم النماذج الآتية:<sup>1</sup>

### ✓ نماذج اتخاذ القرار في حالة عدم التأكد

هناك مجموعة من النماذج نقتصر الذكر على نموذجين:

#### • النموذج المتشائم: يقترح هذا النموذج اختيار البديل الذي يحقق الخسارة الدنيا

من الخسائر القصوى أو العائد الأعلى من العوائد الدنيا، ووفقا لمتخذ القرار

الذي يتميز بتشاؤمه فانه يعتمد في اتخاذ قراراته على تجنب الخسارة في

احتمالاته وهذا ما يؤدي به إلى الحصول على عوائد متدنية؛

<sup>1</sup> - عزي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 22-23.

- بيالة سميرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 144-145.

- بوشارب خالد، دور نموذج البرمجة الخطية متعددة الأهداف في اتخاذ القرار الإنتاجي دراسة حالة المؤسسة الجزائرية للأنسجة الصناعية والتقنية بالمسيلة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص الأساليب الكمية في التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013-2014، ص 36.

• **النموذج المتفائل:** يتصف متخذ القرار في هذه الحالة بتفائله ويفترض حدوث أفضل الحالات وأحسنها وهو بذلك يسعى إلى الحصول على أعلى عائد ممكن فهو بذلك يحدد أعلى عائد ممكن لكل استراتيجية ثم يختار الاستراتيجية التي توافق أعلى عائد.

#### ✓ نموذج اتخاذ القرار في حالة التأكد

يعتمد هذا النموذج في حالة التأكد التام لمتخذ القرار؛<sup>1</sup>

#### ✓ نموذج اتخاذ القرار في حالة المخاطرة

يستعمل هذا النموذج في حالة اتخاذ القرار في أكثر من مرة وتتشابه فيها الظروف المؤثرة في اتخاذ القرار.

#### 4-3- القرار الاستثماري

#### 4-3-1- ماهية القرار الاستثماري

القرار الاستثماري يعتبر أهم وأصعب القرارات التي يتم اتخاذها في المؤسسة، فهو يعمل على تحديد الهيكل المالي المناسب الأمثل لحجم الاستثمار، إذ يؤثر القرار الاستثماري على مستقبل المؤسسة (نمو، تطورا واستثمارا). حيث يهدف إلى خلق تيار من الإنتاج على امتداد فترة زمنية معينة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> THOMAS E. COPELAND & J. FRED WESTON, **Financial Theory and Corporate Policy**, ADDISON - WESLEY PUBLISHING COMPANY, California New York, 1946, P17.

<sup>2</sup> كداوي طلال، تقييم القرارات الاستثمارية، جامعة الموصل، الموصل، العراق، 2007، ص 10.



## 4-3-2- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

تتمثل المقومات الأساسية لقرار الاستثمار في ما يلي:<sup>1</sup>

✓ مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية

لا بد أن تتعدد البدائل الاستثمارية ويستحسن أن لا تقل عن 3 من أجل اعطاء مرونة لمتخذ

القرار؛

✓ مبدأ الخبرة والكفاءة

حتى ينجح المشروع لا بد من توفر الكفاءة والخبرة من أجل تسيير المشروع، وإلا لا بد من

الاعتماد على طاقم له هذه المميزات؛

✓ مبدأ تنوع المخاطر الاستثمارية

من خلال تنوع الأدوات الاستثمارية مما يؤدي إلى تخفيض الخطر فـالخسارة في جانب

معين تعويضها الأرباح في جانب آخر.

<sup>1</sup> أفكار ومشاريع، كيفية اتخاذ القرار الاستثماري وأسسها، نقلا عن الرابط الإلكتروني:  
<https://www.tadwiina.com/%D9%83%D9%8A%D9%81%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D8%AA%D8%AE%D8%A7%D8%B0-%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%B1%D8%A7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%8A-%D9%88%D8%A3%D8%B3%D8%B3%D9%87>، تم الاطلاع على المقال في 2020/11/10.

## 5- حالات اتخاذ القرار

تتمثل حالات اتخاذ القرار في:

## 5-1-1- القرارات تبعا لدرجة التأكد

هو من القرارات الحتمية، التي تتخذ في حالة التأكد التام ونتائجها تكون معروفة مسبقا، يكون متخذ القرار في هذه الحالة على يقين من نتيجة كل بديل من بدائل القرار ومن البديهي أن يختار البديل الذي يعطي أفضل النتائج. وفي هذه الحالة فان مصفوفة للقرار تأخذ حالة طبيعية واحدة وهي تأخذ الشكل الآتي:

الحالة الطبيعية		الاستراتيجيات (البدائل)
$Y_1$		
$A_{11}$	$X_1$	
$A_{21}$	$X_2$	
–	–	
–	–	
–	–	
$A_{i1}$	$X_i$	

**المصدر:** خالد بن جلول، مطبوعة اتخاذ القرار، موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم اقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير المنظمات،، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2018/2019، ص 16.

حيث:  $(Y_j)$ : حالات الطبيعة،  $(X_i)$ : الاستراتيجيات (البدائل)،  $(A_{ij})$ : العوائد (التكلفة).

## 5-1-1-1- اتخاذ القرار في حالة التأكد التام والهدف الوحيد

في هذه الحالة يتم اتخاذ القرار من طرف متخذ القرار على أساس هدف وحيد.

## مثال 1

تسعى إحدى المؤسسات الاقتصادية إلى زيادة سقف إنتاجها لتلبية طلبات المستهلكين فكان

أمام المؤسسة مجموعة من البدائل الآتية:

✓ شراء آلات جديدة يؤدي إلى زيادة الإنتاج بنسبة 20 %؛

✓ زيادة عدد العمال يزيد من الإنتاج بنسبة 30 %؛

✓ إنشاء فرع جديد يضاعف الإنتاج بنسبة 45 %.

مصفوفة القرار لهذه الحالة تأخذ الشكل الآتي:

نسبة زيادة الإنتاج		
20	شراء آلات جديدة يؤدي إلى زيادة الإنتاج بنسبة 20 %	الاستراتيجيات (البدائل)
30	زيادة عدد العمال يزيد من الإنتاج بنسبة 30 %	
45	إنشاء فرع جديد يضاعف الإنتاج بنسبة 45 %	

والقرار هو البديل الذي يقابل أكبر نسبة من الإنتاج وهو ما يتوافق مع الحالة 03. بنسبة

45 %، إذن على المؤسسة إنشاء فرع جديد من أجل المساهمة في زيادة حجم الإنتاج مما يدعم

ويُلبي طلب المستهلكين.

## مثال 2

يرغب مستثمر في اختيار سياسة من بين السياسات التسويقية المبينة في الجدول الآتي:

المنفعة معامل	المبيعات المتوقعة لكل سياسة د. كويتي بالألف	التكلفة المادية لكل سياسة د. كويتي بالألف	السياسات التسويقية
0.983	183	185	السياسة التسويقية 1
0.990	218	220	السياسة التسويقية 2
1.020	245	240	السياسة التسويقية 3
0.996	284	285	السياسة التسويقية 4
1.003	320	319	السياسة التسويقية 5
1.004	422	420	السياسة التسويقية 6

المصدر: حامد جمال، اتخاذ القرارات، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، سلسلة جسر التنمية، العدد 46،

ص 8، نقلا عن الموقع: <https://iefpedia.com/arab/?p=12672>، تم الاكلاع على المقال في

2020/08/15.

مصفوفة القرار تأخذ الشكل الآتي:

المنفعة معامل		
0.983	السياسة التسويقية 1	الاستراتيجيات (البدائل)
0.990	السياسة التسويقية 2	
1.020	السياسة التسويقية 3	
0.996	السياسة التسويقية 4	
1.003	السياسة التسويقية 5	
1.004	السياسة التسويقية 6	

يتم اختيار السياسة التسويقية المثلى على أساس المنفعة التي تمثل العائد على التكلفة،

حيث من الملاحظ أكبر منفعة تقابل الحالة رقم 03 بقيمة 1.020 لأنه يحقق أعلى منفعة

ممكنة. وبالتالي القرار اختيار الاستراتيجية التسويقية الثالثة.

## 5-1-2- اتخاذ القرار في حالة التأكد التام والأهداف المتعددة

في هذه الحالة متخذ القرار يقوم باتخاذ القرار بناء على مجموعة من الأهداف. وأفضل الطرق المستعملة لإيجاد البديل والقرار الأمثل هو البرمجة الخطية.

## مثال 3

بعدما قررت المؤسسة السابقة إقامة فرع جديد عملت إلى اختيار مكان إقامة الفرع وذلك بجوار المصنع السابق او في الجهة الشرقية منه أو الغربية وقد أجرت مجموعة من الدراسات على المناطق الثلاث وتحصلت على النتائج المسجلة في الجدول أدناه:

منطقة اقامة المصنع	تكلفة	زيادة الحصة السوقية	زيادة المبيعات
بجوار المصنع السابق	45	35	25
المنطقة الشرقية من المصنع السابق	65	25	23
المنطقة الغربية من المصنع السابق	85	29	25

المصدر: بن جلول خالد، مرجع سبق ذكره، ص 18.

ترغب الشركة في اختيار المكان المناسب لانجاز الفرع الجديد بحيث يحقق لها الأهداف التالية: أقل التكاليف، أكبر قيمة الحصة السوقية والمبيعات علما أن أوزان كل هدف على الترتيب: (40%، 30%، 30%). ومن ثم ما هو القرار المناسب لهذه الحالة؟

ولاتخاذ القرار في هذه الحالة يتم اتباع الخطوات التالية:<sup>1</sup>

- تحديد أوزان نسبية ( $W_i$ ) لكل هدف بحيث يعبر الوزن عن أهمية الهدف لدى متخذ القرار.

<sup>1</sup> بن جلول خالد، مرجع سبق ذكره، ص 17.

- حساب المنفعة المعدلة أو المركبة الإجمالية (ACT) لكل بديل وذلك بضرب المنفعة المحددة ( $AC_i$ ) للأهداف بالأوزان النسبية وجمع النواتج.

$$ACT_j = W_i * AC_i$$

حيث:  $i=1.2.....,m$  : عدد الأهداف. (m)

$J=1.2.....n$  : عدد البدائل. (n)

- يتم اتخاذ القرار على أساسا المنفعة الإجمالية باختيار أكبر منفعة أو أقلها حسب نموذج القرار المناسب للحالة.

- حساب المنفعة المركبة الإجمالية لكل بديل:

$$ACT_1 = (45 \times 0.4) + (35 \times 0.3) + (25 \times 0.3) = 36 \quad \text{بجوار المصنع السابق:}$$

$$ACT_2 = (65 \times 0.4) + (25 \times 0.3) + (23 \times 0.3) = 56.53 \quad \text{المنطقة الشرقية من المصنع السابق:}$$

$$ACT_3 = (85 \times 0.4) + (29 \times 0.3) + (25 \times 0.3) = 50.2 \quad \text{المنطقة الغربية من المصنع السابق:}$$

المنفعة المركبة الإجمالية	زيادة المبيعات	زيادة الحصة السوقية	تكلفة	منطقة اقامة المصنع
36	25	35	45	بجوار المصنع السابق
56.53	23	25	65	المنطقة الشرقية من المصنع السابق
50.2	25	29	85	المنطقة الغربية من المصنع السابق
	0.3	0.3	0.4	الأوزان

بما أن القرار يتضمن تحقيق أقل تكلفة فيتم اختيار البديل الذي يحقق أقل منفعة مركبة كالاتي:

$$MIN (36, 56.53, 50.2) = 36$$

ومنه البديل الأول هو أفضل بديل لأنه يحقق أقل منفعة مركبة إجمالية (36).

القرار: على الشركة إقامة المصنع الجديد في وسط البلد لأنه يحقق أقل منفعة

مركبة إجمالية (36).

#### 5-2-2- القرارات تبعا لدرجة عدم التأكد

لا تكون الإدارة على علم مسبق بالنتائج التي سيتم الوصول إليها بعد اتخاذ القرار نتيجة عدم توافر البيانات والمعلومات الكافية، وفي هذه الحالة على صانع القرار أن يحاول تقبل حالة عدم التأكد عن طريق جمع المعلومات أكثر ما يمكن، وفي حالة الفشل على صانع القرار استخدام شعوره وحكمته الشخصية المتفائلة والمتشائمة للوصول إلى استراتيجيات أفضل. وفي هذه الحالة توجد مجموعة من المعايير لاختيار البديل والقرار الأمثل والمتمثلة في:<sup>1</sup>

#### 5-2-1- معيار التفاؤل: معيار (MAXI. MAX)، (MINI MIN)

وفقا لهذا المعيار المبني على نظرة تفاؤلية توجد حالتين ففي حالة مصفوفة عوائد أو أرباح يتم أخذ أقصى عائد من كل بديل من البدائل المتاحة ثم يتم اختيار أقصى عائد من بين العوائد المختارة لذلك سمي بمعيار أقصى / أقصى، والعكس بالعكس في حالة مصفوفة تكاليف حيث يتم أخذ أدنى الأدنى.

<sup>1</sup> - بن جلول خالد، مرجع سبق ذكره، ص ص 20-29.  
- بوشارب خالد، مطبوعة محاضرات في نظرية اتخاذ القرار لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات واقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمجد بوقرة بومرداس، 2018-2019، ص ص 31/30.  
- مخوخ رزيقة، محاضرات في مقياس نظرية القرار لطلبة ليسانس علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف لمسيلة، 2017/2018، ص ص 7/5.

**5-2-2- معيار التشاؤم (معيار والد Wald): (MIN MAX)، (MAXI MIN)**

وفقا لهذا المعيار المبني على نظرة تشاؤمية، حيث يعمل عكس المعيار السابق حيث يتم اختيار أقل العوائد من كل بديل في حالة مصفوفة العوائد، ثم يتم اختيار البديل ذو العائد الأعلى، لذلك سمي بمعيار أقصى الأدنى، وفي حالة مصفوفة تكاليف يأخذ أقصى تكلفة من كل بديل ثم يختار التكلفة الأقل من بين التكاليف المختارة.

**5-2-3- معيار الوسط الحسابي (معيار لابلاس Laplace)**

يعمل هذا المعيار من خلال تقديم قيم متساوية لكل احتمالات حالات الطبيعة وذلك لعدم توفر معلومات كافية تفيد باختلاف احتمالات وقوعها فإذا كان لدينا  $n$  حالة طبيعة فاحتمال وقوع كل واحدة منها هو  $(1/n)$ ، ويتم اتخاذ القرار وفق هذا المعيار من خلال حساب القيمة المتوقعة لكل بديل باستخدام العلاقة التالية:

$$VEi = \sum_{j=1}^n P A_{ij}$$

حيث:  $P$ : هو احتمال حدوث حالة الطبيعة ويساوي  $(1/n)$ .

ويتم اختيار البديل الذي له أقصى قيمة متوقعة في حالة العوائد (الأرباح)، والبديل الذي له أدنى قيمة متوقعة في حالة التكاليف.

**5-2-4- معيار برنولي (Bernoulli)**

يرتبط هذا المعيار ويعتمد على معيار لا بلاس حيث اقترح هذا المعيار حسب برنولي من خلال إضافة اللوغاريتم لكل من العوائد والتكاليف في المعادلة السابقة.

$$VEi = \sum_{j=1}^n \ln P A_{ij}$$



**5-2-5- معيار الواقعية (معيار هيرويكز Hurwicz)**

في هذه الحالة متخذ القرار لا يكون متشائماً ولا متفائلاً بل متوازناً بين الحالتين ويعمل على التوفيق بينهما من خلال وضع معامل التفاؤل ( $\alpha$ ) الذي يأخذ القيمة المحصورة بين (0,1) ، وذلك كالآتي:

✓ متخذ القرار في حالة التفاؤل التام اذا كان ( $1 = \alpha$ )؛

✓ متخذ القرار في حالة التشاؤم التام اذا كان ( $0 = \alpha$ ).

يساوي معامل التشاؤم القيمة ( $1 - \alpha$ ). ويأخذ القرار باستخدام هذا المعيار كالآتي:

- اختيار وتحديد قيمة معامل التفاؤل ( $\alpha$ )؛

- تحديد أكبر وأقل عائد (ربح) أو تكلفة لكل بديل؛

- حساب العائد أو التكلفة المرجحة وذلك باستخدام العلاقة التالية:

في حالة العوائد: العائد المرجح ( $WV_i$ ) = [ $\alpha$ ] \* أفضل عائد + [ $1 - \alpha$ ] \* أقل عائد؛

في حالة التكاليف: التكلفة المرجحة ( $WV_i$ ) = [ $\alpha$ ] \* أقل تكلفة + [ $1 - \alpha$ ] \* أكبر تكلفة.

- ثم اختيار البديل الأفضل الذي يحقق أكبر عائد مرجح أو أقل تكلفة مرجحة.

**5-2-6- معيار الندم (معيار سافاج Savage)**

الندم يمثل أفضل عائد يمكن الحصول عليه من أي بديل في أي ظرف من الحالات الطبيعية مطروحا منه العوائد الأخرى للحالة الطبيعية نفسها. وحسب المعيار فمتخذ القرار يعمل على تقليل الندم من اختيار بديل معين من خلال تقليل الأثار السلبية للقرار المتخذ ويتم اختيار أفضل قرار كالآتي:

ايجاد مصفوفة الندم من خلال حساب مقدار الندم لكل بديل من البدائل في حالة تحقق كل

حدث من الأحداث الباقية ويتم حساب الندم من خلال طرح أكبر قيمة من جميع القيم الأخرى:

$$R_{ij} = MAX A_{ij} - A_{ij}$$

أما في حالة التكاليف يتم طرح جميع قيم المصفوفة من أدنى قيمة:

$$R_{ij} = A_{ij} - MIN A_{ij}.$$

ليتم تحديد أكبر قيمة للندم يمكن أن تتحقق لكل بديل من البدائل. ليتم في الأخير اختيار البديل الذي يؤدي إلى تقليل أكبر مقداراً ندم باستخدام القاعدة (MIN MAX).

#### مثال 4

لدى تاجر مبلغاً يود استثماره في سوق العقار لتحقيق عائد، وله أربع خيارات: شراء شقة، شراء قطعة أرض، شراء محل، عدم الاستثمار وعلى أساس سوق العقار (متدهور، مستقر، منتعش) يتوقع المستثمر تحقيق العوائد التالية:

حالات الطبيعة			البدائل
منتعش	مستقر	متدهور	
80	50	20-	شراء شقة $A_1$
80	70	30-	شراء قطعة أرض $A_2$
50	30	15	شراء محل $A_3$
0	0	0	عدم الاستثمار $A_4$

المصدر: بوشارب خالد، مطبوعة محاضرات في نظرية اتخاذ القرار لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات واقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمجد بوقرة بومرداس، 2018/2019، ص 32.

#### المطلوب

ما هو أفضل بديل حسب المعايير (التقاؤل، التشاؤم، الوسط الحسابي، الواقعية والندم)

علماً أن معامل التقاؤل هو 0.6؟

## الحل

مصفوفة القرار تأخذ الشكل:

$$A_{ij} \begin{pmatrix} -20 & 50 & 80 \\ -30 & 70 & 80 \\ 15 & 30 & 50 \\ 0 & 0 & 0 \end{pmatrix}$$

قيمة المعيار $H_i$	متوسط كل بديل $L_i$	أدنى عائد	أكبر عائد	حالات الطبيعة			البدائل
				منتعش	مستقر	متدهور	
$H_1=0.6*80+0.4*(-20)=40$	$L_1=\frac{80+50-20}{3}=36.67$	-20	80	80	50	20-	$A_1$
$H_2=0.6*80+0.4*(-30)=36$	$L_2=\frac{80+70-30}{3}=40$	-30	80	80	70	30-	$A_2$
$H_3=0.6*50+0.4*15=36$	$L_3=\frac{50+30+15}{3}=31.67$	15	50	50	30	15	$A_3$
$H_4=0$	$L_4=0$	0	0	0	0	0	$A_4$

## 1- حسب معيار التفاؤل

- يتم اختيار أقصى عائد بالنسبة لكل بديل حسب المصفوفة الآتية:

$$\text{MAX} \begin{pmatrix} -20 & 50 & 80 \\ -30 & 70 & 80 \\ 15 & 30 & 50 \\ 0 & 0 & 0 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 80 \\ 80 \\ 50 \\ 0 \end{pmatrix}$$

- يتم اختيار أقصى الأقصى بديل من البدائل المختارة

$$\text{MAX} \begin{pmatrix} 80 \\ 80 \\ 50 \\ 0 \end{pmatrix} = 80.$$

وفقا لهذا المعيار يتم اختيار البديلين الأول أو الثاني فهما متكافئين ويمكن الفصل بينهما

حسب احدى المعايير الأخرى أو حسب نظرة متخذ القرار.

## 2- معيار التشاؤم

- يتم اختيار أدنى عائد بالنسبة لكل بديل حسب المصفوفة الآتية:

$$\text{MIN} \begin{pmatrix} -20 & 50 & 80 \\ -30 & 70 & 80 \\ 15 & 30 & 50 \\ 0 & 0 & 0 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} -20 \\ -30 \\ 15 \\ 0 \end{pmatrix}$$

- يتم اختيار أقصى بديل من البدائل المختارة

$$\text{MAX} \begin{pmatrix} -20 \\ -30 \\ 15 \\ 0 \end{pmatrix} = 15$$

وفقا لهذا المعيار يتم اختيار البديل الثالث المتعلق بشراء محل تجاري الذي يقابل القيمة

.15

## 3- معيار الوسط الحسابي

$$\text{MAX } L_i = \text{MAX} \begin{pmatrix} 36.67 \\ 40 \\ 31.67 \\ 0 \end{pmatrix} = 40$$

وفقا لهذا البديل المعيار الثاني هو الأفضل شراء قطعة أرض والذي يوافق القيمة 40.

## 4- معيار الواقعية (معيار هيرويكز Hurwicz)

$$\text{MaxH}_j = \text{Max} \begin{pmatrix} 40 \\ 36 \\ 36 \\ 0 \end{pmatrix} = 40$$

وفق هذا المعيار الخيار الأول شراء شقة هو الأفضل.

## 5- معيار الندم (معيار سافاج Savage)

حالات الطبيعة			البدائل
متدهور	مستقر	منتعش	
20-	50	80	شراء شقة A <sub>1</sub>
30-	70	80	شراء قطعة أرض A <sub>2</sub>
15	30	50	شراء محل A <sub>3</sub>
0	0	0	عدم الاستثمار A <sub>4</sub>

عمود الندم	مصفوفة الندم		
	متدهور	مستقر	منتعش
35	0	20	35
45	0	0	45
40	30	40	0
80	80	70	15

$$\text{Min Max} = \min \begin{pmatrix} 35 \\ 45 \\ 40 \\ 80 \end{pmatrix} = 35$$

وفق هذا المعيار البديل الأول (شراء شقة) هو الأفضل.

## 5-3- القرارات تبعا لدرجة المخاطرة

وتتخذ في ظروف وحالات محتملة الوقوع فمتخذ القرار ملزم بتحديد وتقدير الظروف محتملة الحدوث في المستقبل، في هذه الحالة للنتيجة احتمال معروف، ولاستخدام نماذج المخاطرة يجب اتباع الشروط الآتية:

- التأكد من وجود بديلين على الأقل؛
- لكل بديل ناتج احتمالي؛
- يمتلك صانع القرار المهارة في تحديد الاحتمال لكل بديل.

## 5-3-1- معيار القيمة المتوقعة

يتخذ القرار وفقاً لهذا المعيار اعتماداً على أفضل قيمة متوقعة للاستراتيجيات حيث تمثل أفضل قيمة متوقعة الأكبر في حالة تعظيم العوائد أو الأقل في حالة تدنية التكاليف، والقيمة المتوقعة هي مجموع حواصل ضرب العائد من كل بديل في احتمال حدوث كل حالة طبيعة وتعدى بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$EV_i = P_1A_{11} + P_2A_{12} + P_3A_{1n} + \dots \dots \dots P_nA_{1n}$$

## مثال 5

تخطط شركة للنقل اقتناء حافلات جديدة من أجل تحسين خدماتها ومواجهة الطلبات المتزايدة عليها وفتح خطوط جديدة، فوجدت هناك 3 أنواع للحافلات (كبيرة، متوسطة وصغيرة)، حيث توقعت المؤسسة وجود أنواع مختلفة من الطلب على رحلاتها حيث جاءت مصفوفة العوائد المتوقعة حسب كل حالة من حالات الطبيعة كما هي موضحة في الجدول الموالي:

حالات الطبيعة				طائرات حجم كبير	الاستراتيجيات والبدائل	
طلب مرتفع	طلب متوسط	طلب منخفض	طلب منخفض جداً			
500	250	100	50			طائرات حجم متوسط
700	300	150	30			طائرات حجم صغير
300	150	90	20			

المصدر: بن جلول خالد، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>1</sup> بن جلول خالد، مرجع سبق ذكره، ص 31.

## المطلوب

باستخدام معيار القيمة المتوقعة إذا علمت أن:

- ✓ احتمال وقوع حالة الطبيعة طلب مرتفع (0.1).
- ✓ احتمال وقوع حالة الطبيعة طلب متوسط (0.3).
- ✓ احتمال وقوع حالة الطبيعة طلب منخفض (0.2).
- ✓ احتمال وقوع حالة الطبيعة طلب منخفض جدا (0.4).

## الحل

- مصفوفة القرار

طلب مرتفع	طلب متوسط	طلب منخفض	طلب منخفض جدا		
0.1	0.3	0.2	0.4	احتمال حالي الطبيعة	
500	250	100	50	طائرات حجم كبير	الاستراتيجيات والبدائل
700	300	150	30	طائرات حجم متوسط	
300	150	90	20	طائرات حجم صغير	

حساب القيمة المتوقعة لكل بديل:

- البديل الأول: (شراء طائرات كبيرة الحجم):

$$EV_1 = (0.1 * 500) + (0.3 * 250) + (0.2 * 100) + (0.4 * 50)$$

$$= 165$$

- البديل الثاني: (شراء طائرات متوسطة الحجم):

$$EV_2 = (0.1 * 700) + (0.3 * 300) + (0.2 * 150) + (0.4 * 30)$$

$$= 202$$

- البديل الثالث: (شراء طائرات صغيرة الحجم):

$$EV_3 = (0.1 * 300) + (0.3 * 150) + (0.2 * 90) + (0.4 * 20) = 101$$

تحديد أفضل بديل:

$$MAX(165, 202, 101) = 202$$

ومنه البديل الثاني هو أفضل بديل لأنه يحقق أكبر قيمة متوقعة (202).

القرار: على الشركة اختيار البديل الثاني وشراء طائرات متوسطة الحجم لأنه يحقق أكبر

قيمة متوقعة.

مثال،

يفكر مستثمر بفتح مواقع صناعية إضافية جديدة وتتوفر له المعلومات التالية:

سوق رديء S <sub>2</sub>	سوق جيد S <sub>1</sub>	
300000 -	400000	منطقة روية d <sub>1</sub>
10000 -	80000	منطقة الرغاية d <sub>2</sub>
0	0	عدم التوسع d <sub>3</sub>
0.6	0.4	احتمالات السوق

المصدر: بوشارب، خالد مرجع سبق ذكره، ص 43.

المطلوب

حساب القيمة النقدية لكل بديل ومن ثم اختيار البديل الذي يعطي القيمة النقدية الأعلى.

القيمة النقدية المتوقعة	سوق رديء S <sub>2</sub>	سوق جيد S <sub>1</sub>	
$- = 0.6 * (300000 -) + 0.4 * 400000$ 20000	300000 -	400000	منطقة روية d <sub>1</sub>
$= 0.6 * (10000 -) + 0.4 * 80000$ 26000	10000 -	80000	منطقة الرغاية d <sub>2</sub>
0	0	0	عدم التوسع d <sub>3</sub>
/	0.6	0.4	احتمالات السوق



وعليه الاستثمار الثاني هو الأفضل لأنه يمثل أكبر عائد

### 5-3-2- معيار القيمة المتوقعة للمعلومات الكاملة

تمثل القيمة الحقيقية التي يمكن للمؤسسة تحملها للحصول على معلومات تامة ومن ثم تحويل المخاطرة إلى تأكد، حيث تعتبر المعلومات الكاملة هي مؤشر جيد لمتخذ القرار لكي يختار البديل الأمثل بشرط أن تكون هذه المعلومات بقيمة أقل أو تساوي تكلفتها، ويتم حسابها وفقا للعلاقة الآتية:<sup>1</sup>

القيمة المتوقعة للمعلومات الكاملة = القيمة المتوقعة في ظل توفر المعلومات الكاملة -

القيمة المتوقعة بدون توفر المعلومات الكاملة (حالة المخاطرة).

أو القيمة المتوقعة للمعلومات الكاملة = العائد (التكلفة) المتوقعة في حالة التأكد - العائد

(التكلفة) المتوقعة في حالة عدم التأكد (المخاطرة)

أي:

$$EVPI = EMV_{Certainty} - EMV_{Risk}$$

مثال<sup>7</sup>

لنأخذ نفس معطيات المثال السابق ولنفرض أن أحد المؤسسات تقدمت بعرض لمتخذ

القرار بـ 165000 دج، فهل يقبل أم لا؟

- القيمة المتوقع في حالة المخاطرة

$$EMV_{Risk} = 0.4 * 400000 + 0.6 * (-10000) = 26000 \text{ ون}$$

<sup>1</sup> بوشارب، خالد مرجع سبق ذكره، ص 44.

- القيمة المتوقعة في حالة التأكد

سوق ردى $S_2$	سوق جيد $S_1$	
0	400000	أكبر عائد لكل حالة
0.6	0.4	احتمالات السوق

$$EMV_{Certainty} = 0.4 * 400000 + 0.6 * 0 = 160000 \text{ ون}$$

- القيمة المتوقعة للمعلومات الكاملة

$$EVPI = EMV_{Certainty} - EMV_{Risk}$$

$$= 160000 - 26000$$

$$= 134000 \text{ ون}$$

نلاحظ أن القيمة الكاملة أقل من قيمة الاستشارة وعليه على المستثمر أن يرفض هذه

الاستشارة.

### 5-3-3- معيار الفرصة الضائعة

تمثل في هذه الحالة القيمة الناتجة عن اختيار البديل غير الأمثل، وبمعنى آخر هي تمثل ناتج الجمع للفرق المرجح بين العائد المثالي لكل حالة طبيعية والعائد الحقيقي لها في حالة كون المصفوفة مصفوفة عوائد، أو ناتج الجمع للفرق بين التكلفة المثالية لكل حالة طبيعية والتكلفة الحقيقية لها في حالة ما إذا كانت المصفوفة مصفوفة تكاليف، ويمكن توضيحها حسب

العلاقة الآتية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بوشارب، خالد مرجع سبق ذكره، ص 44.

$$OL_j = \sum_{i=1}^n P_i(S_i^* - a_{ij})$$

مثال 8

لنأخذ المثال السابق والمطلوب إيجاد البديل الأفضل وفق معيار الفرصة الضائع

القيمة النقدية المتوقعة	سوق رديء S <sub>2</sub>	سوق جيد S <sub>1</sub>	
OL <sub>1</sub> = 300000*0.6 + 0*0.4 = 180000	0-(- 300000) 300000 =	-400000 400000 0=	منطقة رويبة d <sub>1</sub>
OL <sub>2</sub> = 10000*0.6 + 320000*0.4 = 134000	0-(-10000) 10000=	-400000 = 80000 320000	منطقة الرغبة d <sub>2</sub>
OL <sub>3</sub> = 0*0.6 + 400000*0.4 = 160000	0=0-0	400000-0 400000 =	عدم التوسع d <sub>3</sub>
/	0.6	0.4	احتمالات السوق

وفق هذا المعيار البديل الثاني هو الأفضل لأنه يحمل أقل فرصة ضائعة

#### 4-5- صنع القرار في حالة الصراع

الاحتمالات هنا غير معروفة وتتأثر بحركة المنافسين وتسود هذه الحالة عندما تكون

هناك منافسة.

## المحور الثاني

### مناهج السيادة العشوائية

1- مفهوم السيادة العشوائية؛

2- نظرية السيادة العشوائية؛

3- التوضيح الرياضي لنظرية السيادة العشوائية؛

4- نماذج السيادة العشوائية.

## 1- مفهوم السيادة العشوائية

أول من طرح فكرة الحركة (السيادة) العشوائية هو Maurcie Kendall في 1953 عندما أجرى اختباراً على 22 مؤسسة بريطانية لمعرفة طبيعة حركة أسعار أسهمها وتقلباتها (نظامية أو اعتيادية) في المستقبل وفقاً لسلوكها في السابق، ولم يتوصل بحثه إلى أي نتائج كون منحنى حركة سلسلة الأسعار كان يتغير بعشوائية من نقطة لأخرى، وهو ما مهد لظهور فكرة العشوائية للنقاش.<sup>1</sup>

ويعود الفضل في اكتشاف فكرة الحركة العشوائية للأسعار للفرنسي L.Bachelier في 1900 من خلال رسالته للدكتوراه، حيث أسفر تتبعه لحركة الأسعار في سوق السلع إلى أنها تقتقد إلى وجود أي ترابط بينها<sup>2</sup>

تشير العشوائية إلى أن تحركات الأسعار لا تتبع أي شكل أو اتجاه محدد، حيث لا يمكن الاعتماد على التحركات السابقة من أجل توقع التحركات المستقبلية وهي الميزة الأساسية في العشوائية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حسن علي، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص 58.

<sup>2</sup> غراية زهير، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلی، الشلف، 2011-2012، ص 96.

<sup>3</sup> حسن علي، مرجع سبق ذكره، ص 61.

## 2- نظرية السيادة العشوائية

تشير النظرية إلى أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع طريقة معينة في تغيراتها بل تتسم بالعشوائية التامة ولذلك يصعب التنبؤ بسلوكها وتغيراتها وما يمكن أن تكون عليه في المستقبل.<sup>1</sup>

### 2-1- أدبيات نظرية السيادة العشوائية

تمثلت أدبيات النظرية في ثلاث تيارات أو ثلاث مدارس هي:<sup>2</sup>

✓ المدرسة الأمبيرية أو النفعية؛

✓ المدرسة النظرية أو مقارنة التضعيف الحصري؛

✓ تيار عدم تماثل المعلومات.

يعتبر Louis Bachelier رائد التيارين الأول والثاني، ويعتبر Fama المدافع الأول

عن تيار النفعية. حيث يقدم هذا التيار تعريفا تطوريا للكفاءة.

يمثل Paul Samuelson التيار الثاني الذي يدافع عن مدلول التوقعات الرشيدة؛

أما التيار الثالث الذي تطور مع منتصف التسعينات من القرن الماضي مع مقال

Grossman وهو تيار نظري.

<sup>1</sup> غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 100.

<sup>2</sup> هني محمد نبيل وغراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة دراسة حالة المغرب والكويت، مجلة أبحاث اقتصادية، العدد 11، 2012، ص 54.

### 3- التوضيح الرياضي لنظرية السيادة العشوائية

تنص النظرية على أنه إذا كان:  $X_t$  سعر السهم في يوم معين وليكن  $t$ . في كل وحدة من وحدات الزمن اللاحق تختلف  $X_t$  (سعر الأسهم) بطريقة لا يمكن التنبؤ بها، فخلال كل وحدة من وحدات الزمن يتحرك سعر السهم إما باتجاه الأعلى أو باتجاه الأسفل أو يمكن أن يبقى كما هو (على حاله) بمعنى آخر فهو يتحرك بعشوائية لا يمكن التنبؤ بحركته.

وبافتراض أن مؤشر سعر السهم يمكن أن يبقى ثابتا في الوضعية  $t$  أو الانتقال إلى الأعلى باتجاه الوضعية  $t + 1$  أو يتراجع إلى أسفل باتجاه الوضع  $t - 1$  والاتجاهات العشوائية لكل انتقالات مؤشر سعر السهم تكون مستقلة عن جميع الانتقالات التي حدثت في وقت سابق. وبشكل أكثر تحديدا، إذا كانت  $S_n$  تدل على موقع أسعار الأسهم في الوقت  $n$  فإن السلوك العام للتسلسل ( $S_n$ ) يمثله النموذج<sup>1</sup>:

$$S_n = X_0 + X_1 + X_2 + \dots + X_n$$

حيث  $X_n$  هي متغيرات عشوائية مستقلة.

ومن ثم يكون:

$$S_n = S_0 + \sum_{j=0}^n X_j$$

حيث:

<sup>1</sup> - الربيعي حاكم محسن محمد وعدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، العدد 11، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، العراق، 2014، ص ص 114-115.  
- الحسنوي سالم صلال راهي والعبادي هشام عبد الخضر سكر، دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق ISX60 في سوق العراق المالي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 13، العدد 52، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، 2019، ص 9.

$S_0$ : نقطة الانطلاق

$X$ : المتغيرات العشوائية المستقلة الموزعة بالتساوي كل متغير يأخذ إما القيمة  $-1$  مع احتمال  $p$

، أو القيمة  $+1$  مع احتمال  $p$ ، أو يبقى على حاله في القيمة  $0$  مع احتمال  $R$ .

وعليه يتضح أن فرضية السير العشوائي تؤكد أن حركات سعر السهم لن تتبع أي من أنماط واتجاهات التوقع، وأن التقلبات في الأسعار الماضية لسعر السهم لا يمكن أن تستخدم للتنبؤ بتغيرات الأسعار في المستقبل. ونتيجة لذلك لا يمكن التنبؤ بتغيرات أسعار الأوراق المالية من خلال المسار السابق لأسعار الأسهم والخلاصة فرضية السير العشوائي هي النظرية المالية التي تنص على أن الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية لا يمكن التنبؤ بها لأن هذه الأسعار تتبع صيغة عشوائية فريدة من نوعها التي لا يمكن أن يتم تحليلها بشكل كامل نظرا لتوافر جميع المعلومات لكل فرد في سوق الأوراق المالية.



## 4- نماذج السيادة العشوائية

يمكننا أن نميز ثلاث نماذج نلخصها في الآتي:<sup>1</sup>

### 4-1- النموذج الأول

كما يعرف بالنموذج البسيط للحركة العشوائية ويعتمد هذا النموذج على اللوغاريتم للأسعار المترافقة مع حركة عشوائية للزيادات المستقلة (P<sub>t</sub> = ln P<sub>t</sub>) خاضعة للتوزيع المعياري (IID).

$$P_{t+1} = P_t + u + \epsilon_{t+1} \quad \epsilon_{t+1} \sim \text{IID } N(0, \sigma^2)$$

### 4-2- النموذج الثاني

يقضي هذا النموذج أن تكون العوائد المركبة في تزايد طردي وتكون العوائد طبيعية وفقا للعلاقة  $r_{t+1} = P_{t+1} - P_t$  تتمتع بالاستقلالية، وخاضعة للتوزيع الطبيعي مع متوسط حسابي  $\mu$  وتباين  $\mu^2$ ، وبذلك تكون العلاقة:

$$r_{t+1} = u + \epsilon_{t+1} \quad \epsilon_{t+1} \sim \text{IID } N(0, \sigma^2)$$

### 4-3- النموذج الثالث

يعدل هذا النموذج العلاقتين المرتبطتين بالنموذجين الأول والثاني دون أن تكون هناك زيادة مرتبطة تسلسليا، كما يتضمن هذا النموذج النموذجين السابقين على أنهما حالتين استثنائيتين

$$\epsilon_{t+1} = \sigma_{t+1/t} n_{t+1} \quad n_{t+1} \sim \text{IID } N(0, 1)$$

<sup>1</sup> حسن علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 63-65.

## المحور الثالث

### مدخل للأسواق المالية

1- النظام المالي، الوساطة واللاوساطة المالية؛

2- الأسواق المالية؛

3- السوق النقدي؛

4- البورصة؛

5- الأوراق المالية المتداولة في البورصة؛

6- أوامر البورصة ومؤشراتها؛

7- سوق أو بورصة الأوراق المالية؛

## 1- النظام المالي، الوساطة واللاوساطة المالية

### 1-1- الوساطة المالية

تطور مفهوم الوساطة المالية ففي السابق كانت يقصد بها الوساطة التي تقوم بها البنوك التقليدية التي تربط بين أصحاب الفائض والعجز المالي بحيث تتحصل على الودائع مقابل معدلات فائدة لتعيد اقراضها بمعدلات فائدة أعلى من سابقتها لتحقق هامش ربح بين معدلي الفائدين، أما في الوقت الراهن أصبح الوطاء يستثمرون المدخرات التي يتحصلون عليها في أسواق الأوراق المالية من خلال شراء أسهم وسندات مثلاً ليحققوا من ورائها أرباح، كما أصبح بإمكانهم القيام باصدار أوراق مالية تعود عليهم بأرباح، كما أن التطور الذي مس هذا المفهوم لم يبقى فقط مقتصر على البنوك التقليدية بل تعداه ليشمل مجموعة أوسع من الوطاء الماليين والمتمثلة في:<sup>1</sup>

✓ البنوك

بمختلف أنواعها وحتى المركزية؛

✓ صناديق الادخار والاحتياط؛

✓ المؤسسات المالية المتخصصة

<sup>1</sup> بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 66-67.

التي تصدر أسهم وسندات طويلة الأجل من أجل الحصول على الأموال التي تقرضها للغير من مؤسسات وأفراد وتحقيق عائد من وراء هذه العملية؛

### ✓ الشركات المالية المتخصصة

في الجانب العقاري وعمليات البيع الآجلة فهي تحصل على معظم الأموال عن طريق إصدار السندات؛

### ✓ هيئات التوظيف الجماعي

كشركات الاستثمار والصناديق المشتركة للتوظيف والتي تشترك في التوظيف الجماعي في الأوراق المالية، كما أنها تدير مخاطر مالية وتقوم بعمليات مالية أخرى؛

### ✓ شركات التأمين

وهي التي تتجمع لديها مدخرات كبيرة ناتجة عن نشاط التأمين على ممتلكات الأفراد وحياتهم تستغلها للاستثمار في سوق الأوراق المالية وفي العقارات وتقرض جزء منها إلى من هم بحاجة للتمويل.

### 1-2- اللاموساطة المالية

تعني اللاموساطة المالية الانتقال من التمويل غير أو شبه المباشر إلى التمويل المباشر أي انتقال التمويل من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي بدون واسطة، وقد ساهم في انتشار هذا المفهوم ارتفاع تكاليف الوساطة.

## 3-1- النظام المالي

يتشكل النظام المالي من ثلاث أطراف رئيسية تتمثل في:<sup>1</sup>

## ✓ أصحاب الفائض المالي (المقرضون)

هم الذين تفوق إيراداتهم نفقاتهم كقطاع العائلات، المؤسسات والجماعات المحلية....)؛

## ✓ الوسطاء الماليون (المؤسسات المالية)

وهم الين يربطون بين أصحاب العجز والفائض وتم تناولهم سابقا؛

## ✓ أصحاب العجز المالي (المقترضون)

وهم الذين تفوق نفقاتهم إيراداتهم كالمؤسسات والحكومات...

ومن وظائف النظام المالي: تعبئة المدخرات، إعادة توزيع التخصيصات المالية، شفافية

المعلومات والتقليل من التكاليف.

## 4-1- المصادر المالية

تتشكل المصادر المالية من:

## ✓ البنك المركزي والبنوك التجارية؛

## ✓ مؤسسات الادخار والقروض

<sup>1</sup> معتز بالله محمد ميدو، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2016، ص ص 58-59.

تستلم هذه المؤسسات ايداعات من المودعين تستثمرها في استثمارات طويلة الأجل من خلال منح قروض مضمونة برهن عقاري لأجل طويلة؛

### ✓ شركات التمويل

تقدم قروض بفوائد مرتفعة؛

### ✓ شركات التأمين على الحياة

تبيع الحماية من مخاطر فقدان الدخل بسبب الوفاة المبكرة أو العجز الجسدي أو العقلي وتتضمن بواليص التأمين التي تبيعها عنصرا من الادخار للمشتريين؛

### ✓ مؤسسات صناديق التقاعد (المعاشات)

تجمع الأموال من العاملين وأرباب أعمالهم وتستثمر في السوق المالي لتقدم دفعات دورية للعمال المكتتبين عند وبعد احالتهم على التقاعد؛

### ✓ مؤسسات الاستثمار

وتضم شركات (صناديق) الاستثمار والصناديق التبادلية، الصناديق المشتركة وصناديق سوق النقد، شركات الرهن وتجميع الاستثمار العقاري، تبيع هذه المؤسسات أسهمها للمستثمرين والمدخرين وتقوم باستثمار هذه الأموال في السوق المالي (أسهم وسندات) لصالح جميع المستثمرين الذين يحملون أسهمها؛<sup>1</sup>

<sup>1</sup> معتز بالله محمد ميدو، مرجع سبق ذكره، ص 61.

## ✓ بنوك الاستثمار

تتخصص هذه البنوك في بيع الأسهم والسندات التي تصدرها المؤسسات المختلفة لأول مرة فتساعدها على الحصول على التمويل الطويل الأجل الذي تحتاجه، كما يمكن أن تشتري هذه البنوك هذه الأسهم والسندات لتعيد بيعها في السوق المالي مستغلة خبراتها في ذلك وهي بذلك يمكنها أن تلعب دور الوسيط بين المستثمرين والشركات المحتاجة للتمويل؛

## ✓ المتعاملون بالاستثمار والسماسة

المتعاملون في الاستثمار هم الذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم الخاص ليعيدوا بيعها، اما السماسرة هم الذين يشتركون في عقد الصفقات المرتبطة بالأوراق المالية بين بنوك الاستثمار والمؤسسات والمنشآت التي تطرح أسهمها لأول مرة؛

## ✓ القطاع العائلي، شركات الأعمال والحكومة

تسهم هذه المجموعات غي عمليات التمويل باستمرار ويمكنها أن تكون مدينة أو دائنة.

## 2- الأسواق المالية

يطلق مصطلح الأسواق المالية على الأموال فهو موقع للالتقاء تيار الطلب ممثل في أصحاب العجز مع تيار العرض ممثل في أصحاب الفائض المالي، ويهدف هذا الالتقاء لتحقيق سعر توازن للأموال يحقق تعادل الأموال المطلوبة مع الأموال المعروضة، وعليه فالسوق المالي هو الآلية أو الاطار التنظيمي الذي يتم من خلاله تبادل أصول مالية بيعا وشراء بين طرفين أحدهما مستثمر لديه عجز مالي وأحدهما مدخر لديه فائض مالي ويتم ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة

### 2-1- نشأت الأسواق المالية وتطوره

لم يكن لنشأة الأسواق المالية ووصولها إلى ما هو عليه محل صدفة بل جاء نتاجا لمجموعة من التطورات والمراحل المتشابكة والمتراطة مع بعضها البعض والتي يصعب فصلها نظرا لارتباطها الوثيق ببعضها البعض ويمكن تلخيص هذه المراحل في:<sup>1</sup>

#### ✓ مرحلة قيام بورصات البضائع والسلع

يعتبر قيام الأسواق التي كان يلتقي فيها التجار سابقا دورا لقيام البورصات، وقد أنشأت أول بورصة للبضائع في 1304 في باريس، أما أول مبنى لبورصة البضائع كان في بلجيكا في 1460؛

<sup>1</sup> بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 67-68.



### ✓ مرحلة التعامل في الأوراق التجارية

بدأت في القرن 13 في فرنسا حيث كان يتم تداول الكمبيالات وقد تم تنظيم هذه العمليات من خلال انشاء مهنة سماسرة الصرف، أما في انجلترا في 1688 كان يتم التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري؛

### ✓ مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي؛

### ✓ مرحلة ظهور الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها.

## 2-2- أنواع الأسواق المالية

نلخصها في الآتي:<sup>1</sup>

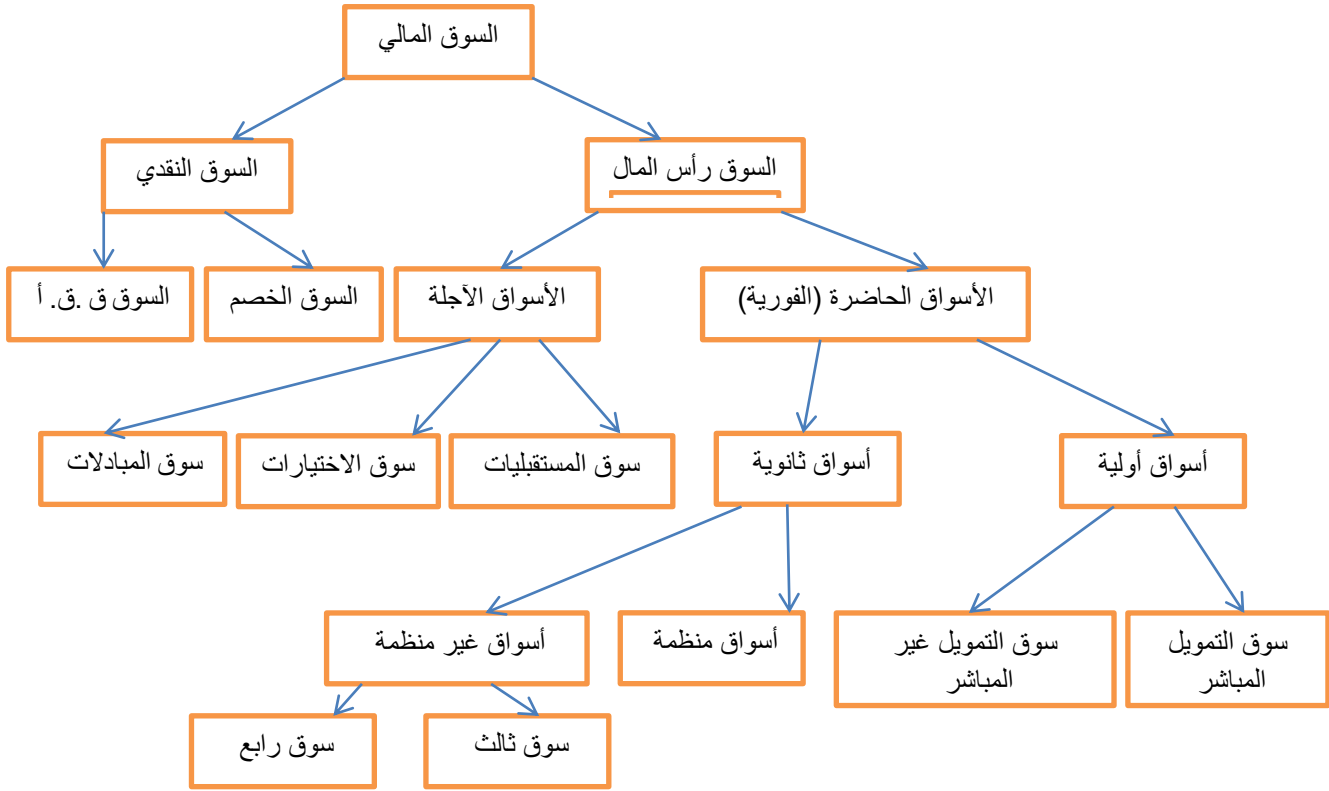
✓ أسواق النقد

✓ أسواق رأس المال.

والشكل الموالي يوضح مختلف التقسيمات المتعلقة بالسوق المالي

<sup>1</sup> بومدين نورة، الأسواق المالية في الدول الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل – دراسة تجرية السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2011-2012، ص 9.

## الشكل رقم 01 التصنيف الأكثر شيوعا للأسواق المالية



المصدر: يومدين نورة، الأسواق المالية في الدول الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل – دراسة تجريبية السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلی الشلف، الجزائر، 2011-2012، ص 14.

## 2-3- الدور الاقتصادي للأسواق المالية

نلخصها في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

- ✓ توفير السيولة للاقتصاد؛
- ✓ تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين؛
- ✓ تشجيع قيام الاستثمارات الكبيرة؛
- ✓ توفير أدوات مالية متعددة؛

<sup>1</sup> بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 81-85.

✓ تعتبر مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ.

#### 2-4- وظائف السوق المالي

تتمثل وظائف السوق المالي في الآتي:<sup>1</sup>

✓ الوظيفة التمويلية؛<sup>2</sup>

✓ الوظيفة الاقتصادية؛

✓ الوظيفة التعبوية: من خلال تعبأة المدخرات ووضعها لتمويل النشاط الانتاجي من خلال

الوساطة المالية؛

✓ الوظيفة التسعيرية؛

✓ الوظائف الاعلامية؛

✓ الوظيفة التوزيعية.

<sup>1</sup> بن لكحل نوال، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر، المغرب وتونس – الأبعاد والأفاق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014، ص ص 02- 05.

<sup>2</sup> بن وارث حجلة، أثر برامج الخصخصة والأسواق المالية في الدول العربية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003، ص 55.

### 3- السوق النقدي

#### 3-1- تعرف السوق النقدي، أهميته وخصائصه

##### 3-1-1- تعريف السوق النقدي

تعرف السوق النقدي بمعناها الاقتصادي بأنها سوق رؤوس الأموال<sup>1</sup> Capital Market قصيرة الأجل، تعمل على تقابل عرض النقود والطلب عليها من خلال المؤسسات النقدية ذات الفائض وذات العجز. كما تعرف على أنها المكان الذي يتداول فيه الائتمان قصير الأجل، كما تعرف على أنها مجموعة المؤسسات النقدية التي تتعامل في أصول النقد ذات الأجل القصير لتمويل الاحتياجات العاجلة من السيولة بتوفير وسائل دفع ملائمة.

##### 3-1-2- أهمية السوق النقدي

تتمثل أهمية السوق النقدي في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- ✓ تأمين السيولة النقدية وأدوات الدفع الأخرى حسب حاجات التمويل الاقتصادي والاجتماعي؛
- ✓ توظيف الموارد النقدية المتوفرة لدى البنوك التجارية ومختلف المؤسسات النقدية؛
- ✓ توفير التمويل للمؤسسات الاقتصادية في المدى القصير؛

<sup>1</sup> عبد الحليم محمد فرح، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا بالتعاون مع جامعة السودان المفتوحة، صنعاء السودان، 2013، ص 13.

<sup>2</sup> رايس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق المالية لطلبة السنة الرابعة نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008، ص 11.

✓ توفير السيولة للأفراد ولتغطية حاجاتهم الاستهلاكية؛

### 3-1-3- خصائص السوق النقدي

نلخص خصائص السوق النقدي في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

✓ درجة عالية من التنظيم للجهاز المصرفي باعتبار المنفذ الرئيسي للعملية المصرفية

قصيرة الأجل؛

✓ توفر الأدوات المالية المناسبة مثل الكمبيالات، أذونات الخزينة، السندات الحكومية

قصيرة الأجل...؛

✓ يوفر مجموعة من الأسواق النقدية الفرعية حيث تخصص كل واحدة في نوع معين من

النقود؛

✓ تجميع المدخرات السائلة وخلق الاستثمارات قصيرة الأجل؛

✓ ينحصر استحقاق الأوراق المتداولة في هذه السوق بين يوم واحد وسنة؛

✓ توفر درجة مرتفعة من الأمان؛

✓ قدر كبير من السيولة ومرونة عالية؛

✓ لها مكان رسمي يتم التعامل فيه؛

✓ سهولة استرداد الاستثمارات في السوق النقدي؛

✓ يوفر درجة عالية من السرعة في تنفيذ العمليات خاصة بعد ظهور النقود الإلكترونية.

<sup>1</sup> معتز بالله محمد ميدو، مرجع سبق ذكره، ص ص 72-73.

**3-2-2- المشاركون، المتدخلون والوسطاء في السوق النقدية**

تضم السوق النقدي مجموعة من المتدخلون فيها نقسمهم إلى:<sup>1</sup>

**3-2-1- المتدخلون الرئيسيون**

ويتمثل في الجهاز النقدي والمالي المكون من البنك المركزي صاحب سلطة الاصدار والبنوك بما فيها بنوك الودائع والمؤسسات المالية.

**3-2-2- المتدخلون الاضافيون من أفراد ومؤسسات**

وتضم الأفراد والمؤسسات الذين يلعبون دور المقرض أو المقترض أو الدورين معا (المختلط). مثل شركات التأمين، صناديق التقاعد..

**3-2-3- الوسطاء**

يتمثلون في السماسرة (يتحصلون على عمولة من المقترضين مقابل خدماتهم في الربط بين المقرضين والمقرضين بالاعتماد على خبرتهم في السوق)، بيوت الخصم تلعب دور الوسيط فتقترض لتعاود الاقراض مقابل هامش ربح هو الفرق بين سعر الشراء والبيع ويكون ذلك في نفس تاريخ الاستحقاق أو غيره، كما يمكن أن تلعب دور الوسيط بين البنك المركزي والبنوك الأخرى وبيوت القبول وهي مؤسسات خاصة بعمليات الاستيراد والتصدير حيث تقبل هذه البيوت التوقيع على الأوراق التجارية المسحوبة على عملائها لتأكيد تعهدا بدفع قيمة الأوراق عند تاريخ الاستحقاق الذي يكون لأجل قصير، وتوجد هذه البيوت خاصة في انجلترا حيث تتركز أغلبية تجارة العالم.

<sup>1</sup> - راييس حدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 12-13.  
- بوراس أحمد، ص ص 86-88.

## 3-2-4- الخزينة العامة والمتعاملون معها

وهي التي تؤمن ادارة أموال الدولة.

## 3-3- منتجات السوق النقدي وأدواته

تتمثل منتجات السوق النقدي في ما يلي:<sup>1</sup>

## 3-3-1- العمليات المضمونة

وتتضمن:

## أ- الأوراق التجارية العادية

تتمثل الأوراق التجارية في:

## ✓ السند لأمر أو السند الاذني

يتعهد فيه طرف (المشتري) بدفع قيمة البضاعة بعد فترة معينة من الزمن، فهو بمثابة اثبات

خطي من قبل المدين يتعهد فيه بالدفع في تاريخ معين طرف ثاني أي (البائع)؛

## ✓ الكمبيالة أو السفتجة (سند السحب)

اذا كان السند لأمر ينظم العلاقة بين طرفين دران ومدين فيما يتعلق بعملية التسديد فان

السفتجة تكون بين ثلاث أطراف الدائن، المدين، والمدين اتجاه هذا المدين، أي أنها تتيح تسديد

دينين معا؛

<sup>1</sup> - راييس حدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-35.  
- يعقوبي محمد، تأثير تغيرات سعر الصرف مذكورة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2011-2012، ص 41.  
- عبد الحليم محمد فرح، مرجع سبق ذكره، ص 36.

## ✓ شهادات الايداع المصرفية

يرمز لها بـ CDs وهي من الأدوات المهمة في سوق النقد تصدرها البنوك التجارية لحاملها بذمة الجهة المصدرة، لها فوائد عند الاستحقاق الذي لا يتجاوز عادة سنة بنسب مئوية من القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الوديعة؛

## ✓ سند الرهن (التخزين)

شبيه بسند لأمر في صيغته في حين يختلف عنه كونه مضمونا بسلع (غالبا ما تكون محاصيل زراعية)؛

## ✓ سند الصندوق

تكون مدته محدودة حيث يتم اصداره من طرف المؤسسات أو البنوك ليكتتب فيه من قبل الأفراد، حيث يلتزم محرره بدفع قيمته لحامله عند تاريخ الاستحقاق، ويتم اصداره من قبل البنوك والمؤسسات عندما يكونوا بحاجة إلى تمويل قصير؛

## ✓ القبولات المصرفية

هي سحبات مصرفية يستخدمها عند استيراد البضاعة من الخارج فهي تنشأ نتيجة الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل يصدرها البنك التجاري ويتعهد فيها بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق؛

## ✓ قرض فائض الاحتياطي القانوني



من الممكن أن يتشكل فائض في الاحتياطي النقدي القانوني الواجب وضعه لدى البنك المركزي لدى أحد البنوك، حيث يمكن اقراض هذا الفائض لبنك آخر لديه عجز في الاحتياطي القانوني بمعدل فائدة معين تجنباً للعقوبات التي يمكن أن يتعرض لها هذا البنك الثاني من قبل البنك المركزي بسبب عدم احتفاظه باحتياطي قانوني يتناسب مع حجم الودائع التي لديه.

#### ب- سندات الخزينة العامة

تضم سندات الخزينة العامة ما يلي:

##### ✓ السندات المطبوعة

تمثل أوراق مطبوعة تصدرها الخزينة العامة من الممكن الاكتتاب فيها من قبل المؤسسات المالية والمصرفية، حيث يستلم المكتتب السند من الخزينة العامة مقابل قرض يمنحه للدولة وعند نهاية مدة الاستحقاق تعيد الخزينة للمكتتب دينه مع فائدة على القرض الممنوح وتكون مدة هذه السندات من 6 أشهر إلى خمس سنوات؛

##### ✓ أدونات الخزينة (حوالات الخزينة)

تعتبر أدونات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها السلطة النقدية في البلد المعني، تباع بطريقة المزايمة العلنية وخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة وتصدر الأدونات اما بالأشهر (3، 6، 9، 12) أو بالأيام (91، 182، 365).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 40.

## 3-3-2- العمليات البيضاء

ويقصد بها عدم تقديم أي ورقة تجارية أو مالية للحصول على قرض فهي تتم بدون ضمانات.

## 3-3-3- الموارد الحديثة للتمويل في السوق النقدي

نلخصها في الآتي:

- ✓ زيادة رأس مال البنك عن طريق طرح أسهم جديدة؛
- ✓ اللجوء إلى البنك المركزي من خلال الحصول على ائتمان قصير الأجل باعتباره الملاذ الأخير عن طريق إعادة خصم الأوراق التجارية أو عن طريق الحصول على قرض مباشر من خلال إعادة خصم السندات الحكومية. أو عن طريق استدعاء الفائض من الاحتياط من البنك المركزي (الفائض الذي يزيد عن الاحتياط القانوني)؛
- ✓ الاقتراض من المؤسسات والأسواق المالية: من خلال الاقتراض القصير الأجل من المؤسسات المالية التي ظهرت مع نهاية الستينات من القرن 20 (سوق العملات الأوروبية) التي تتميز بانخفاض أسعار الفائدة فيها مقارنة مع السوق المحلي وبالتالي أصبحت البنوك التي ترغب في زيادة مواردها المالية تعتمد عليها بدل الاعتماد على كيفية تنمية الودائع، أو عن طرق الاقتراض من الأسواق المالية عن طريق إصدار سندات بدون ضمان تكون طويلة الأجل مقابل معدل فائدة؛
- ✓ استحداث أنواع جديدة من الودائع:

- **شهادات الايداع:** يصدرها بنك أو مؤسسة مالية مع فائدة مقابل وديعة لغترة معينة وهي بذلك من أنواع الودائع لأجل وتنقسم إلى شهادات ايداع يمكن تداولها في السوق النقدي، وشهادات ايداع غير قابلة للتداول؛
- **أوامر السحب القابلة للتداول:** وهي عبارة عن ودائع تجمع بين مزايا الودائع الجارية وودائع التوفير، ففي هذا النوع يمكن للمودع تحرير أمر سحب قابل للتداول أي يمكن تحريره للغير وفاء لما عليه من التزامات ويحصل منه على فوائد مالية؛

#### ✓ موارد أخرى حديثة للتمويل

- نجد منها التوريق المصرفي تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أصول مالية سائلة (أسهم وسندات)، اتفاقية البيع وإعادة الشراء وهو أحد أشكال الاقتراض العيني، حيث يتم بيع الأوراق المالية مع الاتفاق على شرائها أو شراء ما يعادلها في تاريخ معين وبسعر محدد مسبقاً؛
- ✓ إضافة إلى سوق اليورو دولار (ودائع العملات الأجنبية) وقروض فائض الاحتياطي

#### 1.الالزامي.

#### 3-4- تجزئة السوق النقدي

تقسم السوق النقدي إلى: <sup>2</sup>

#### ✓ سوق فيما بين البنوك

يتدخل فيها البنك المركزي كبائع أو كمشتري حسب الحالة؛

<sup>1</sup> معتز بالله محمد ميديو، مرجع سبق ذكره، ص ص 76-77.  
<sup>2</sup> رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 15-16.

### ✓ سوق الأصول المالية القابلة للتداول في السوق النقدي

وتشمل هذه السوق نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية ويتم تداول فيها مختلف الأصول المالية والتجارية القصيرة ومتوسطة الأجل وتتراوح المدة حسب التشريع الخاص بكل بلد.

### ✓ السوق النقدية الدولية

وهي سوق الصرف الدولية تعني اقتراض واقتراض العملات الأجنبية وتتضمن رؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة التي تحصل عليها المؤسسات والحكومات.

## 4- البورصة

### 1-4- البورصة خصائصها والمتدخلون فيها

#### 1-1-4- تعريف البورصة أو سوق رؤوس الأموال

هي سوق منظمة تتم في أماكن معينة وفي أوقات معروفة ومتعاقبة بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية والمحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية.<sup>1</sup>

#### 2-1-4- خصائص البورصة

نلخص خصائص البورصة في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- ✓ من أكبر التجمعات التجارية حيث يلتقي فيها المتعاملون؛
- ✓ تتجمع فيها المدخرات الوطنية؛
- ✓ تتم فيها التعاملات المتوسطة والطويلة الأجل (أكثر من سنة)؛
- ✓ الأدوات المتداولة فيه مدة حياتها تتجاوز سنة؛
- ✓ أهم الأدوات المتداولة فيها هي الأسهم، السندات والمشتقات المالية؛
- ✓ تتأثر بمجموعة من المتغيرات المتعلقة بالسوق أو الاقتصاد ككل.

#### 3-1-4- المتدخلون في البورصة

يتعامل في البورصة كل من:

<sup>1</sup> رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

<sup>2</sup> معتز بالله محمد ميدو، مرجع سبق ذكره، ص 52-53.

## ✓ القطاع العائلي

الذي يمثله المدخرون الذين يفضلون ادخار أموالهم في الأوراق المالية نظرا لارتفاع حجم السيولة لديهم؛

## ✓ المستثمرون

يمثلون مختلف المؤسسات والهيئات المالية؛

## ✓ المتعاملين الآخرين

بقية المتعاملين من جمعيات ذات طاع غير ربحي، البنوك والمؤسسات

## 4-2- أسباب الدخول إلى البورصة وأنواعها

## 4-2-1- أسباب الدخول إلى البورصة وإجراءاتها

## 4-2-1-1- أسباب الدخول إلى البورصة

تتمثل أسباب الدخول إلى البورصة في:<sup>1</sup>

✓ فائدة للمؤسسة من خلال الحصول على التمويل وزيادة لمكتسباتها؛

✓ اكتساب شهرة خاصة عند ارتفاع أسهمها باستمرار.

<sup>1</sup> أيت حداد نبيل، أثر المعلومات على تطور الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001، ص 07.

## 4-2-1-2- إجراءات الدخول إلى البورصة

تتمثل إجراءات الدخول إلى البورصة في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

## ✓ تحضيرات الدخول

من خلال تحضير الملف وايداعه؛

## ✓ تحديد التسعيرة الأولى

تجلب المؤسسة عدد كبير من المستثمرين حيث يزيد الطلب على الأوراق المعروضة خاصة إذا كانت مؤسسة معروفة وبصحة جيدة؛

## ✓ المعلومات الواجب نشرها عند الدخول إلى السوق المالي

تتعلق بمعلومات خاصة بالمصدر، المعلومات الخاصة بعملية الإصدار.

## 4-2-2- أنواع البورصة

نقسمها حسب أربع تصنيفات إلى:

## ✓ من حيث المنتجات المتداولة في البورصة

وتقسم إلى:<sup>2</sup>

- بورصة البضائع: ويتداول فيها سلع معينة كالزراعية، المعدنية والعقارات...؛

<sup>1</sup> أيت حداد نبيل، مرجع سبق ذكره، ص ص 10-13.  
<sup>2</sup> - بن وارث حجيلية، مرجع سبق ذكره، ص ص 71-72.  
 - حسين منى، أثر تقلبات أسعار النفط على أداء الأسهم في الأسواق السعودية، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2013-2014، ص 6.  
 - البرواري شعبان محمد اسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار افكر المعاصر، بيروت، لبنان، 2002، ص ص 36-37.

- بورصة الخدمات: وهي متعددة المجالات التي يمكن استخدامها كالفندقة، السياحة، التأمين، النقل، تجارة الديون...؛
- بورصة الأوراق المالية: وهي من أشهر أنواع البورصات ويتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية.
- بورصة الأفكار: وهي من أحدث أنواع البورصات وتتعلق بعرض وبيع الحقوق الخاصة بالاحتكار والعلامات التجارية وصفقات تنظم المعلومات...؛
- بورصة العقود (الكونتراتات): يكون موضوعها عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعليا؛
- بورصة القطع: تتم التجارة فيها بالنقود ذاتها عاجلا أو آجلا؛
- بورصة المعادن النفيسة: يتم تداول فيها السلع المعدنية النفيسة من الذهب، الفضة، البلاتين والألماس.

#### ✓ من حيث المدى الزمني وعملياتها

يوجد نوعين:<sup>1</sup>

- بورصات منتجات حاضرة: يكون التعاقد فيها فوري من حيث الاستلام والتسليم وقبض الثمن؛
- بورصات عقود آجلة (مستقبلية): يتم التعاقد عليها دون التسليم والاستلام حيث تتم المضاربة على السعر فقط ويؤجل الثمن لأجل محدد (الخيارات، المبادلات والمستقبلات).

<sup>1</sup> الضعيف حسين عطيه، عطيه، أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي وإمكانية الاستفادة منها في سوريا، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015-2016، ص 43.



## ✓ من حيث التغطية أو مدى التعامل الجغرافي:

تنقسم إلى:<sup>1</sup>

- **بورصات محلية:** تنشط على المستوى المحلي محدودة النشاط وهي مكتملة في نشاطها للبورصات الدولية في كثير من الاقتصادات؛
- **بورصات دولية:** وهي كبيرة ومتوسطة الحجم وتمتد معاملاتها عبر أكثر من دولة وتتميز بتنوع معاملاتها وأنشطتها.

## ✓ من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي

نميز بين نوعين:<sup>2</sup>

- **بورصات رسمية:** تنشأ وفق قوانين وقواعد وتمارس فيها أنشطة ومعاملات تكون مراقبة من قبل ممثل حكومي الذي يمكن أن يتدخل في أي وقت لمنع المخاطر والمحافظة على الاستقرار؛
- **بورصات غير رسمية:** تعمل بشكل غير رسمي ولا تعترف بها الحكومات فهي بذلك تتضمن مخاطر حتمية.

## ✓ حسب توقيت الإصدار

تنقسم إلى:<sup>3</sup>

- **السوق الأولية:** هي سوق الاصدارات الجديدة تتكون فيه علاقة مباشرة بين مصدر الأوراق المالية والمكتتبين الأوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو

<sup>1</sup> لبرواري شعبان محمد اسلام، مرجع سبق ذكره، ص 39.<sup>2</sup> نفس المرجع، نفس الصفحة.<sup>3</sup> رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص 42.

التوسع في مشروعات أخرى وزيادة رأسمالها، والترويج والتسويق لها. وتتميز بقلّة نشاطها مقارنة مع السوق الثانوي؛

- **السوق الثانوية:** كما تعرف بالسوق الثانوي ويتداول فيها الاصدارات السابقة أو التي تم طرحها في السابق وفي هذه السوق يمكن للمستثمرين والمدخرين التحول من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس بسهولة.

#### 4-2-3- عمليات البورصة

تقسم عمليات البورصة إلى: عمليات عاجلة وعمليات آجلة

#### 4-3- المعلومات في البورصة

تنقسم المعلومات في البورصة إلى:<sup>1</sup>

#### ✓ المعلومات الدورية

الدورية للنشر (الجداول الدورية، الجداول السنوية)، الجداول المالية (الميزانية، جدول النتائج، جدول الأرباح غير الموزعة، جدول تطور الحالة المالية)؛

#### ✓ المعلومات المستمرة

المعلومة المهمة التي تتميز بالحدثة، الدقة، المصداقية والأهمية لدى المؤسسة ويتوجب نشر هذه المعلومات نشرًا فوريًا سواء كانت ايجابية أو سلبية ويمكن تأخير نشر بعض المعلومات التي تكون فيها مصلحة للمؤسسة وبموافقة السلطات البورصية.

<sup>1</sup> أيت حداد نبيل، مرجع سبق ذكره، ص ص 70-78.

## 5- الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تقسم الأوراق المالية المتداولة في البورصة إلى: أوراق الملكية، أوراق الدين والمشتقات المالية.

### 5-1- أوراق الملكية

ونضم الأسهم العادية والممتازة.

يمثل السهم يمثل حصة من بين مجموعة من الحصص التي تمثل رأسمال شركة مساهمة، وهو عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول، وللسهم عدة قيم:<sup>1</sup>

✓ القيمة السوقية؛

✓ القيمة الدفترية؛

✓ قيمة اصدار السهم؛

✓ قيمة السهم في السوق؛

✓ القيمة التصفوية للسهم.

<sup>1</sup> شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم تسيير تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2013-2014، ص 25.

**Les actions ordinaires -1-1-5 الأسهم العادية**

هي نوع من الأوراق المالية تمثل ملكية المساهمين (سند ملكية) في الشركة وتمثل حصة المساهم من أصول الشركة وأرباحها. ولصاحبها الحق في التصويت.<sup>1</sup>

**1-1-1-5 خصائص الأسهم العادية**

تتمثل خصائص الأسهم العادية في:<sup>2</sup>

- ✓ رأس مال الشركة يتم تمثيله بعدد من الأسهم ليمثل نصيب المساهمين؛
- ✓ كل سهم له قيمة نقدية اسمية تحدد عند انشاء الشركة؛
- ✓ السهم ليس له مدة حياة محددة فهو قائم بقيام المؤسسة؛
- ✓ يجتمع المساهمون سنويا من خلال الجمعية العامة أو في الاجتماعات الاستثنائية؛
- ✓ لملاك الأسهم العادية الحق في التصويت بحسب الأسهم المملوكة.

**2-1-1-5 مزايا الأسهم العادية**

تتمثل مزايا الأسهم العادية في الآتي:<sup>3</sup>

- ✓ تستقطب المستثمر بسبب العائد في المدى الطويل؛
- ✓ أداة مهمة للتغطية ضد التضخم فمعدلاته أكبر من المعدل العادي للتضخم؛
- ✓ السيولة التي يوفرها في البورصة من خلال سهولة البيع والشراء؛

<sup>1</sup> عبد الحليم محمد فرح، مرجع سبق ذكره، ص 51.

<sup>2</sup> - شرابي باية كنزة، مرجع سبق ذكره، ص 26.

- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، بدون رقم للطبعة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1993، ص ص 13-14.

<sup>3</sup> مباركي سامي، محاضرات في مقياس الأسواق المالية لطلبة السنة الثالثة LMD (الأسواق المالية)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، ص 05.

✓ ليس لها تاريخ استحقاق محدد؛

✓ توفر المعلومات بشكل مستمر في البورصة حوله (الصحف، وسائل الاعلام...).

### 5-1-1-3- عيوب الأسهم العادية

تتمثل عيوب الأسهم العادية في الآتي:<sup>1</sup>

✓ تتعرض إلى العديد من المخاطر كمخاطر الاستغلال والمخاطر المالية (مخاطر تقلب

الأرباح في الشركة، مخاطر التضخم ومخاطر تغير القوة الشرائية للنقود)؛

✓ امكانية تصفية الشركة وعجزها عن سداد التزاماتها؛

✓ التوقيع في المركز الأخير في حالة الإفلاس والتصفية بعد أصحاب الدين والأسهم

الممتازة (ديون لجنة التصفية، ديون الدولة والديون الأخرى، الأسهم الممتازة).

### 5-1-1-4- أنواع الأسهم العادية

إضافة إلى الأسهم العادية التقليدية ظهرت في أواخر القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم

العادية نذكر منها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات محرك لتطوير وتعزيز نجاعة الأسواق المالية دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب، مذكرة ماجستير في المالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2009-2010، ص 62.

<sup>2</sup> - شرابي باية كنزة، مرجع سبق ذكره، 26.  
- بوراس أحمد، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة منتوري قسنطينة، بدون تاريخ، ص ص 13-15.

### ✓ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

إضافة إلى الأسهم العامة للشركة يتم إصدار أسهم عادية خاصة بالأقسام الإنتاجية، مثلا لدينا مؤسسة تنتج مجموعة من المنتجات يتم ربط كل نوع من الأسهم بكل نشاط خاص بالمؤسسة؛

### ✓ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

في إطار تشجيع العاملين على تملك أسهم في المؤسسة صدر في و.م.أ قانون ضريبي يسمح للشركة التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بخصم التوزيعات (الأرباح ان قررت توزيعها) المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة؛

### ✓ الأسهم العادية المضمونة

ظهرت لأول مرة سنة 1984 تعطي لحاملها الحق بالمطالبة بتعويض من طرف المنشأة التي أصدرتها في حالة انخفاض قيمتها خلال فترة الضمان.

تصنيفات أخرى للأسهم العادية حسب خصائصها وحجمها: <sup>1</sup>

### ✓ الأسهم القيادية Blue-Chip Stocks

تخص الشركات ذات التاريخ العريق والسمعة والاستقرار؛

### ✓ أسهم الدخل Income Stocks

تتميز بارتفاع التوزيعات التي تقدمها للمتعاملين؛

<sup>1</sup> مبارك سامي، مرجع سبق ذكره، ص ص 12-15

**✓ أسهم النمو Growth Stocks**

تتميز بالنمو المستمر للشركة من حيث المبيعات والأرباح والمكسب يتحقق فيها بين سعري الشراء والبيع؛

**✓ الأسهم المرتبطة بالدورات الاقتصادية Cyclical Stocks**

وهي ترتبط بحالات الركود والنمو الاقتصادي كشركات السيارات والبناء...؛

**✓ الأسهم الدفاعية Defensive Stocks**

وتتميز بعدم تأثرها بحالات الركود الاقتصادي نتيجة انتمائها إلى قطاعات أساسية كقطاع التغذية، الأدوية، المشروبات، قطع الغيار...؛

**✓ أسهم المضاربة Speculative Stocks**

هي أسهم شركات جديدة تتميز بتقلب أسعارها؛

**✓ أسهم صغيرة Penny Stocks**

تتميز بانخفاض أسعارها وتداول في الأسواق غير المنظمة؛

**✓ أسهم دولية Foreign Stocks**

تداول على مستوى دولي وتتميز بارتفاع عائدها وتنوع في المحفظة الاستثمارية؛

تصنيف الأسهم العادية حسب شكلها وتداولها:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 48.  
- العجاج فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 60.

## ✓ أسهم لحاملها

وهي أسهم تشبه النقود ويكون مالکها كل من يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بالتداول من يد إلى أخرى؛

## ✓ أسهم اسمية

يسجل اسم حاملها على الصك ويمكن لمالکة بيعه على أن يتم تسجيل اسم المستثمر الجديد عليه في جدول يعرف باسم جدول التنازلات ويسجل في دفاتر الشركة؛

## ✓ أسهم لأمر (ذاتية)

يصدر لأمر شخص معين ويتم تداوله عن طريق التظهير دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة.

## 5-1-1-5- قيم السهم العادي

للسهم العادي مجموعة من القيم نذكر منها:<sup>1</sup>

## ✓ القيمة الاسمية Par value

وهي القيمة التي أصدر بها السهم وهي تعكس مساهمة الشركاء النقدية أو العينية أو كلاهما؛

## ✓ القيمة الدفترية Book or account value

<sup>1</sup> العجاج فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 59.



وهي قيمة صافي أصول الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وتعطى بالعلاقة:

$$\text{القيمة الدفترية} = (\text{رأس المال مدفوع} + \text{الاحتياجات} + \text{الفائض}) / \text{عدد الأسهم؛}$$

### ✓ القيمة السوقية Market value

هي القيمة التي تظهر في البورصة الخاصة بالسهم وعند ضربها في عدد الأسهم نتحصل

على رسملة الشركة أي قيمتها السوقية؛

$$\text{القيمة السوقية للشركة} = \text{سعر السهم في البورصة (القيمة السوقية للسهم)} * \text{عدد الأسهم}$$

### المصدرة

$$\text{رأسمال الشركة} = \text{القيمة الاسمية للسهم} * \text{عدد الأسهم}$$

✓ **القيمة الطبيعية Intrinsic value**: وهي قيمة اقتصادية تعتبر أساسية للأسهم التي

تصدرها الشركات والتي تعكس بصفة عقلانية كفاءة جميع المعلومات المتاحة.

### 5-1-1-6- التوزيعات Dividend

وتمثل حصة من أرباح الشركة المقرر توزيعها من طرف طاقم ادارة الشركة للمساهمين

وتقيم هذه التوزيعات كوحدة نقدية لكل سهم أو كنسبة مئوية من قيمة السهم السوقية، أي معدل

العائد<sup>1</sup>، وتأخذ التوزيعات شكلين أساسيين اما نقدية أو على شكل أسهم مجانية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Pascal Quiry et Yann Le Für, **Finance d'entreprise**, 11<sup>e</sup> édition, Dalloz, Paris, 2013 , P 849.

<sup>2</sup> مبارك سامي، مرجع سبق ذكره، ص 08.

## ✓ التوزيعات النقدية

هي التي تسلم للمساهم في شكل نقدي ويكون عندما تحقق الشركة أرباحا وتتوفر على سيولة نقدية؛

## ✓ التوزيعات في شكل أسهم - أسهم مجانية-

في بعض الحالات تفضل الشركات الاحتفاظ بنقديتها من خلال دفع التوزيعات على شكل أسهم جديدة من خلال إعادة رسملة أرباحها وإصدار أسهم جديدة.

## Les actions privilégiées -2-1-5 الأسهم الممتازة

تصنف في ميزانية الشركة ضمن أوراق الملكية إلا أنها لها بعض خصائص أوراق الدين مما جعلها تصنف ضمن الأوراق المالية الهجينة وعادة يكون عائد السهم الممتاز ثابت، وملاك هذا النوع من الأسهم ليس لهم الحق في التصويت ولديهم الأولوية في الحصول على التوزيعات قبل الأسهم العادية.

## 1-2-1-5- خصائص الأسهم الممتازة

تتمثل خصائص الأسهم الممتازة في الآتي:<sup>1</sup>

✓ الحق في المطالبة بالعائد والحصول على التوزيعات قبل أصحاب الأسهم العادية كما

أنها أقل مخاطرة؛

✓ امكانية تراكم التوزيعات؛

✓ قابلية الاستدعاء والاطفاء؛

<sup>1</sup> بن وارث حجيبة، مرجع سبق ذكره، ص 63.

✓ قابلية التحويل إلى أوراق مالية أخرى كالأسهم العادية خاصة.

### 5-1-2-2- حقوق حاملي الأسهم الممتازة

تتمثل حقوق حاملي الأسهم الممتازة في ما يلي:<sup>1</sup>

✓ الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها قبل توزيع الأرباح على

حملة الأسهم العادية وهذا ما يمثل نوع من الضمان؛

✓ الأولوية عند التصفية؛

✓ تسدد قيمته من أرباح الشركة وليس رأسمالها وذلك كما يلي:

• شراء الشركة الأسهم الممتازة من السوق المالي؛

• استدعاء الأسهم الممتازة أو جزء منها وتسيديد قيمتها لأصحابها على أن يكون

بنص صريح في نظام اصدار هذه الأسهم.

### 5-1-2-3- أنواع الأسهم الممتازة

تتمثل أنواع الأسهم الممتازة في الآتي:<sup>2</sup>

✓ أسهم ممتازة مجمعة وغير مجمعة للأرباح؛

✓ أسهم ممتازة قابلة وغير قابلة للاستدعاء؛

✓ المشاركة وعدم المشاركة في الأرباح: الأول تتغير حسب الأرباح المحققة والثانية معدل

ثابت؛

✓ الأسهم القابلة وغير القابلة للتحويل إلى أسهم عادية؛

<sup>1</sup> العجاج فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 63.

<sup>2</sup> معتز بالله محمد ميدو، مرجع سبق ذكره، ص 81-82.

✓ الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت؛

✓ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: يكون التوزيع كل 3 أشهر ويتغير حسب تغير

معدل الفائدة على سندات الحكومة.

### 5-1-3- الأسهم ذات قسيمة اكتتاب أسهم Les actions a pon de souscription d'action

وهي عبارة عن أسهم عادية مضافا إليها قسيمة أو عدة قسيمات اكتتاب أسهم في مؤسسة، حيث يتم تحديد شروط خاصة بالاكتتاب تتعلق بالمدة والسعر، وللقسيمة قيمة في السوق المالي ويمكن أن يتم تداولها فيه.

### 5-2- أوراق الدين

وتضم السندات.

### 5-2-1- تعريف أوراق الدين (السندات Bonds)

هي أوراق مالية تعطي لصاحبها عائد أو دخل يكون ثابتا، حيث تتلقى الجهة التي أصدرتها القيمة الاسمية المحددة فيها وتتم هذه العملية في السوق الأولية، وتقوم الجهة التي قامت بإصدار هذه الأوراق بتسديد فوائد دورية شهرية أو كل 3، 6 أو 12 شهر، كما تلتزم هذه الجهة بتسديد القيمة الاسمية للورقة عند انقضاء مدة حياتها.<sup>1</sup>

### 5-2-2- خصائص السندات

تتمثل خصائص السندات في الآتي:

<sup>1</sup> مبارك سامي، مرجع سبق ذكره، ص 02.

✓ امكانية التنازل عنها في أي وقت قانونا دون الرجوع إلى الشركة المدينة؛<sup>1</sup>

✓ يعتبر السند صكا لحامله وبالتالي يمكن تداوله في البورصة؛

✓ هو قرض طويل الأجل له معدل فائدة اسمي ثابت ومحدد مسبقا

### 5-2-3- الجهاـت الـتي تصـدرها

تتمثل الجهاـت المصدرة للسندات في:<sup>2</sup>

✓ الحكومات: سندات الحكومة أو الخزينة؛

✓ الحكومات الاقليمية: (الولايات، البلديات)؛

✓ الشركات: سندات الشركات.

### 5-2-4- المصطلحات المرتبطة بأوراق الدين

تتمثل المصطلحات المرتبطة بأوراق الدين في الآتي:<sup>3</sup>

✓ القيمة الاسمية للسند

هي القيمة التي تمنح للمستثمر عند تاريخ الاستحقاق وتكون قيمتها من مضاعفات 100،

وعادة تكون 1000 ون.

✓ الخصم

لا يتم بالضرورة تداول السند بقيمته الاسمية بل يمكن تداوله بقيمة أقل وتعرف السندات

المتداولة بالخصم مثلا (سعر الفائدة 5.75% وسعر تداول 975 ون)؛

<sup>1</sup> الضعيف حسين عطيه، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>2</sup> مبارك سامي، مرجع سبق ذكره، ص 03.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص ص 04-08.

## ✓ العلاوة

يمكن تداول السند بقيمة أعلى من قيمته الاسمية مثلا (سعر الفائدة 7.5 % وسعر تداول 1085.25)؛

## ✓ معدل الكربون (الفائدة)

وهي النسبة التي يتعهد مصدر السند بتسديدها لمالك السند مثلا (معدل الفائدة 5 % القيمة الواجب دفعها شهريا عن كل سهم هو 50 ون).

## ✓ تاريخ الاستحقاق

يستمر التزام مصدر السند اتجاه مالكة طيلة حياة السند أي إلى غاية تاريخ الاستحقاق أو في حالة اطفاءه، وفي هذا التاريخ يتلقى آخر مالك القيمة الاسمية المدونة في السند 1000 ون؛

## ✓ استدعاء السندات

في بعض الحالات تستدعي الجهات المصدرة السندات لتقوم بإطفائها خاصة اذا تحسنت وضعيتها المالية وأرادت تخفيض الأعباء ويكون هذا معروف مسبقا؛

## ✓ سعر الشراء والبيع

سعر الشراء هو أعلى سعر يحدده المشتري لشراء السند، أما سعر البيع هو أدنى سعر يحدده البائع لبيع السند؛

## ✓ الهامش

هو الفرق بين سعري الشراء والبيع وهو المجال الذي يسمح للسماح بتحقيق الأرباح؛

## ✓ نقطة الأساس

هي 1 بالمائة من معدل الفائدة فاذا انخفض معدل الفائدة من 5 بالمائة إلى 4.95 بالمائة نقول أنه انخفض بخمس نقاط.

## 5-2-5- أنواع السندات

نلخصها في الآتي:<sup>1</sup>

✓ السندات ذات العائد الثابت **FIXED-RATE BONDS**؛

✓ السندات ذات معدل الفائدة المتدرج **Step-up or graduated-rate bonds**

تتعلق بسعر فائدة محدد ليتغير بعد بضع سنوات؛

✓ السندات ذات معدلات الفائدة المعممة **FLOATING-RATE NOTES**

وهي سندات ينقسم فيها معدل الفائدة إلى قسمين جزء ثابت وآخر معوم مرتبط بمعدل الفائدة السوقي بتغير بشكل دوري؛

✓ السندات المرتبطة بالمؤشرات **INDEX-LINKED BONDS**

وهي ترتبط بمؤشرات خارجية كمعدل التضخم، مؤشر أسعار الاستهلاك...؛

✓ حسب الجهة المصدرة

وتنقسم إلى عامة (حكومية)، وخاصة (مؤسسات خاصة)؛

✓ حسب ما تتمتع به من ضمان

<sup>1</sup> مبارك سامي، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-13.

سندات مضمونة وغير مضمونة؛<sup>1</sup>

✓ حسب العائد

وتنقسم إلى سندات ذات عائد ثابت وسندات ذات عائد متغير (حسب معدل الفائدة السائد

في السوق)؛

✓ حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات

سندات قابلة وغير قابلة للتحويل إلى أسهم؛

✓ حسب تاريخ الاستحقاق

سندات دائمة وسندات ذات تاريخ استحقاق محدد؛

5-2-6- مخاطر الاستثمار في السندات

نلخصها فيما يلي:<sup>2</sup>

✓ مخاطر معدل الفائدة<sup>3</sup>

تكون خاصة في السندات العادية التي تتغير فيها معدلات الفائدة السوقية والعلاقة العكسية

بينهما؛

✓ مخاطر السداد

<sup>1</sup> يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 51.

<sup>2</sup> مبارك سامي، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-16.

<sup>3</sup> البيدي محمد فتحي، استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2011، ص 72.



ترتبط هذه المخاطر بالجهة التي قامت بإصدارها وتكون خاصة في سندات الشركات الخاصة؛

### ✓ مخاطر أخرى

مخاطر التصنيف، مخاطر الاستدعاء، مخاطر العملة (انخفاض عملة البلد مقارنة مع عملة البلد المستثمر فيه).

### 5-3- المشتقات المالية (Financial WMDs)

كما تعرف باسم الصكوك المبتكرة، وسميت بالمشتقات لأن قيمتها مشتقة أو مبنية على عقود رئيسية، وتستخدم معظمها في المضاربة على الأسعار<sup>1</sup>، وهي عبارة عن عقود تعتمد على سعر بعض الموجودات الأساسية (كمعدل الفائدة، أو سعر الصرف، أو مؤشر سوق البورصة المالية، أو السلع أو الذهب....الخ)، وتصنف إلى نوعين<sup>2</sup>: المشتقات المتعلقة بأغراض المتاجرة بالمبيعات، والمشتقات المتعلقة بتغطية المخاطر. وتتشكل المشتقات من ثلاث عقود وهي الخيارات، المبادلات والأجلة

### 5-3-1- العقود الآجلة (Forward Contracts) وعقود المستقبلات (Futures Contracts)

فالمستقبلات هي التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث يدعى السمسار كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد<sup>3</sup>، وتتكون من العقود المستقبلية الواردة على السلع (كاكاو، قهوة، سكر،

<sup>1</sup> المصري رفيق يونس، الأزمة المالية العالمية هل تجد لها حلاً في الإسلام، الطبعة 01، دار البشير: جدة، السعودية، 2010، ص 23.

<sup>2</sup> كامل خليل الحجازي مصطفى، المشتقات المالية وتدايعات الأزمة المالية، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية المجلد 02 (عدد خاص)، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 2009، ص 931..

<sup>3</sup> الرملاوي محمد سعيد محمد، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذاراً للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، الطبعة 01، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر، 2011، ص 116.

القطن، المعادن، الأخشاب)، والعقود المستقبلية الواردة على الأدوات المالية (أسعار الفائدة، العملات)<sup>1</sup>. أما العقود الآجلة فهي عقود يلتزم فيها البائع على أن يسلم المشتري سلع محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتم الاتفاق عليه عند التعاقد يعرف بسعر التنفيذ ومن أمثلتها نجد عقود الإقراض لشراء العقارات وعقود الاستيراد والتصدير، والجدول يوضح الفرق بين العقدين.

### الجدول رقم 01: الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
<ul style="list-style-type: none"> <li>• عقود شخصية؛</li> <li>• عقود غير نمطية تحدد شروطها باتفاق وتراضي بين الطرفين؛</li> <li>• عدم وجود سوق ثانوي لها؛</li> <li>• لا يجد فيها المضاربون مكاناً لهم؛</li> <li>• يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد؛</li> <li>• تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق؛</li> <li>• يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• عقود غير شخصية؛</li> <li>• عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم؛</li> <li>• تتيج وجود سوق ثانوي؛</li> <li>• يجد فيها المضاربون مكان لتحقيق الأرباح؛</li> <li>• يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار؛</li> <li>• يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق؛</li> <li>• يتحقق الربح أو الخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.</li> </ul>

المصدر: العبادي هاشم فوزي دباس، (2008): الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات

المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 83.

<sup>1</sup> الرملوي محمد سعيد محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 117/119.

## 5-3-2 عقود المبادلات أو المقايضات (Swap Contracts)

والتي تعرف كذلك بالمقايضات، وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل مجموعة من التدفقات النقدية في تاريخ معين، وتتم عادة في الأسواق غير الرسمية<sup>1</sup>. ومن أنواعها: عقود مبادلات أسعار الفائدة (مثلا مؤسستين احدهما لها سندات بمعدلات فائدة متغيرة والأخرى بمعدلات فائدة ثابتة فيتم المبادلة لمصلحة الطرفين ولنظرة كل منهما)، عقود مبادلة العملات، (كأن يتم شراء أو بيع عملة في السوق الجاهز وفي نفس الوقت تتم عملية متزامنة في السوق الأجل أين يتم بيع أو شراء العملة التي تم شرائها أو بيعها في السوق العاجل)، عقود المبادلات السلعية (وتتم خاصة في السوق غير الرسمية ومن أمثلتها الطاقة).

## 5-3-3 عقود الخيارات (Options Contracts)

هو عقد بين طرفين هما المشتري والمحرر، يتم بموجبه دفع مبلغ (العلاوة) من طرف المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد بداية من لحظة التوقيع على العقد، وبموجب هذا العقد يكون للمشتري الحق في الشراء أو البيع للطرف الآخر الأصل أو الأداة المالية (سند، سهم، سعر فائدة، سعر عملة، عقد مستقبلي، أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق المالية) بسعر معين ومحدد وفي تاريخ محدد ومتفق عليه<sup>2</sup>، ويوجد نوعين من الخيارات هما خيار الشراء وخيار البيع<sup>3</sup>، وقد يضاف لهما نوع آخر يعطي الحق في البيع والشراء معاً. إضافة إلى العمليات المبتكرة في ظل الهندسة المالية<sup>4</sup>:

## ✓ التسجيل من الرف (Shelf Registration)

<sup>1</sup> رزيق كمال وعقون عبد السلام، سياسات إدارة الأزمة المالية العالمية، الطبعة 01، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، 2011، ص 154.

<sup>2</sup> فريد نصر أبو الفتوح، الرهون العقارية والأزمة المالية العالمية، الطبعة 01، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع: المنصورة، مصر، 2011، ص 120.

<sup>3</sup> الموسوي ضياء مجيد، (2010): الأزمة المالية الراهنة، بدون رقم طبعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 20-23.

<sup>4</sup> المتبوتوي محمد أحمد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب والنتائج، مجلة الباحث الجامعي (العدد 20)، جامعة أب، اليمن، 2009، ص 338.

حتى يتم طرح أوراق مَالِيَّة للاكتتاب لا بد من تسجيلها لدى هيئة الأوراق المَالِيَّة والبورصات وتتم بتكاليف ثابتة، ولقد تم إجراء تعديل من قبل هيئة الأوراق المَالِيَّة بناءً على طلب المهندسين الماليين يتم بمقتضاه السماح للمنشآت التي تصدر أوراق مَالِيَّة من حين لآخر بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مَالِيَّة معينة على أن يتم الإصدار على دفعات حيث يطلق على هذا الإجراء التسجيل من الرف، ويظل طلب التسجيل محفوظاً لدى هيئة الأوراق المَالِيَّة لمدة قد تصل عامين، والهدف من ذلك هو التقليل من التكاليف الثابتة المتعلقة بالتسجيل لكن أدى ذلك إلى زيادة مخاطر الإصدار المتعلقة بجودة الورقة المَالِيَّة وتصنيفها.

#### ✓ سمسار الخصم (Discount Brokers)

نظراً لارتفاع تكاليف السمسار على المؤسسات تم إتباع سياسة أطلق عليها التحلي Cive-up وبموجب ذلك يتخلى السمسار عن جزء من مستحقاته يصل إلى 80 %، وقد نجحت الهندسة المَالِيَّة في تخفيض مبلغ السمسرة من خلال تقديم أدنى الخدمات من قبل بيوت السمسرة المتعلقة بأعمال الكتابة الخاصة بأوامر البيع والشراء.

#### التوسع في استخدام بطاقات الائتمان

هذه الأداة التي تستخدم في الدفع والسحب النقدي، والتي تصدر عن بنك أو مؤسسة مالية، والتي تمكن حاملها من الشراء بأجل على ذمة مصدرها، ومن الحصول على النقد بالاقتراض من مصدرها أو غيره بضمانه.

وقد ساعدت بطاقات الائتمان في ظهور الأزمات المَالِيَّة حيث بلغت حَجْم ديون شركاتها لدى المستهلكين في سنة 2008 حوالي 961 مليار دولار في و.م.أ<sup>1</sup>، وبذلك ضرب الإعصار المالي الجهاز المصرفي وبلغت ديون شركات بطاقات الائتمان على المستوى العالمي حوالي

<sup>1</sup> أبو شرار علي عبد الفتاح، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة: أحداثها - أسبابها - تداعياتها - إجراءاتها، الطبعة 01، الناشر المؤلف: عمان، الأردن، 2011-2012، ص 44.

تريليون دولار، وذلك بعد أن زاد الاعتماد على هذه البطاقات للحصول على قروض استخدمت في تسديد ديون أخرى خاصة ديون الرهن العقاري، من أجل محافظة الأفراد على منازلهم. والجدول رقم 02 يبين تطور المشتقات المالية العالمية.

**الجدول رقم 02: تطور المشتقات المالية عالمياً خلال الفترة 2007/2005**

(القيمة: بالتريليون دولار)

2007	2006	2005	
596.004	414.178	297.666	إجمالي قيمة المشتقات
56.238	40.271	31.360	سوق الصرف
29.144	19.882	15.873	العقود الآجلة
14.347	10.792	8.504	عقود المبادلات
12.748	9.597	6.984	عقود الخيارات
393.138	291.582	211.970	سعر الفائدة
26.599	18.668	14.269	العقود الآجلة
309.588	229.693	169.106	عقود المبادلة
56.651	43.221	28.596	عقود الخيارات
8.509	7.488	5.793	عقود الملكية المرتبطة
2.233	1.767	1.177	عقود الآجلة والمبادلات
6.276	5.720	4.617	عقود الخيارات
9.000	7.115	5.434	السلع
0.595	0.640	0.334	الذهب
8.405	6.475	5.100	أخرى

5.629	2.813	1.909	عقود الآجلة والمبادلات
2.776	3.663	3.191	عقود الخيارات
57.894	28.650	13.908	مبادلة الديون
32.246	17.879	10.432	مؤسسات منفردة
25.648	10.771	3.476	مؤسسات متعددة
71.225	39.740	29.199	غير مخصص

المصدر: لطفي علي، الأزمة المالية العالمية (الأسباب - التداعيات - المواجهة)، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثرها على

اقتصاديات الدول العربية المنعقد في أبريل 2009، شرم الشيخ، مصر؛ 2009.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن:

✓ إجمالي قيمة المشتقات ترتفع من سنة إلى أخرى من 297.666 تريليون دولار إلى

414.178 تريليون دولار إلى 596.004 تريليون دولار خلال الفترة 2007/2005؛

✓ التعامل بالمشتقات المالية يعتمد على أسعار الصرف وعلى أسعار الفائدة وعقود الملكية

المرتبطة، بالإضافة إلى السلع التي تضم الذهب و سلع أخرى، ومبادلة الديون، وأمور

غير مخصصة؛

✓ أكبر قيمة لحجم المشتقات هي المتعلقة بأسعار الفائدة، تليها سوق الصرف.

5-3-4- مختلف أنواع المشتقات

في السوق الفوري:

✓ الأسهم

خيارات الأسهم، مستقبليات الأسهم، خيارات مؤشرات الأسهم، مؤشر المستقبليات؛

✓ الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

معدل الفائدة للمستقبليات، معدل الفائدة للخيارات، معدل الفائدة للمقايضات، مقايضات

العملات وغيرها؛

✓ سوق الصرف الأجنبي

مستقبليات العملات، خيارات العملات، مقايضات العملات؛

✓ السلع

مستقبليات الذهب، مستقبليات النفط، مستقبليات المعادن، خيارات السلع، وغيرها...

## 6- أوامر البورصة ومؤشراتها

### 6-1- أوامر Orders البورصة

وهي تلك التوكيلات، التفويضات أو الأوامر التي قدمها الوكلاء للوسطاء بغية اتمام صفقة بيعاً أو شراءً، ويتم ذلك بشكل مكتوب وشفهي وبأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة ومن شروط الأمر ما يلي:<sup>1</sup>

✓ تحديد اسم ونوع الورقة موضوع الصفقة وعددها؛

✓ نوع وطبيعة الصفقة ونوع السوق والعملية؛

✓ الجهة المصدرة للورقة المالية؛

✓ تحديد السعر؛

✓ مدة صلاحية الأمر؛

فاذا كان موضوع الصفقة أسهماً وجب تحديد ما اذا كانت عادية أو ممتازة، أما اذا كانت سندات فيجب أن يحدد تاريخ الاصدار ومعدل الأجل ونوع السندات (حكومية أو للمؤسسات).

<sup>1</sup> بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 110.



## 6-1-1- أشكال الأوامر في البورصة

نلخصها في:<sup>1</sup>

✓ الأمر بالسعر الأحسن (الأفضل)

وهو أمر يتعلق ببيع أو شراء ورقة مالية بسعر السوق دون تحديد الزمن ليترك أمر تقدير السعر المناسب لإجراء الصفقة للوسيط الذي يبقى عليه اختيار أفضل سعر في الوقت المناسب؛

✓ الأمر لأول سعر

وهو أمر يتم تنفيذه في أول الجلسة؛

✓ أوامر محددة Limit orders

وهو أمر يحدد فيه العميل السعر للوسيط الذي لا يمكنه الشراء بأعلى منه أو البيع بأقل منه؛

✓ أوامر الإيقاف Stop orders

وهو أمر يستخدم بغية التقليل من خسائر المتعاملين في البورصة؛

✓ أوامر السوق Market orders

وهو ينفذ مهما كان سعر السوق؛<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 57-60.  
 - العجاج فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-83.  
 - الحويماني فهد عبد الله، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار الهلال للأوفست، الرياض، 2006، ص ص 113-114.  
<sup>2</sup> مباركي سامي، مرجع سبق ذكره، ص 5.

## ✓ الأمر بالسعر المتدرج

ضع مجموعة من المستويات لتنفيذ عملياته كأن يحدد سعر لمجموعة وسعر آخر لمجموعة أخرى؛

## ✓ الأمر المعالج

يكون في حالة صفقة كبيرة، والتي يترك فيها الأمر للوسيط الذي يكون محل ثقة كبيرة كشركات الوساطة؛

## ✓ الأوامر الخاصة

تكون مرتبطة أو مرجحة كارتباط البيع بالشراء في نفس البورصة، والترجيح من خلال تنفيذ عمليتين تعتمد احدهما على الأخرى.

## 6-1-2- تنفيذ الأوامر والصفقات

يتم التنفيذ من خلال:<sup>1</sup>

## ✓ أسلوب المناذاة

يعمل السماسرة ومندوبوهم على المناذاة بصوت مرتفع لإتمام الصفقات دون الفصح عن نواياهم فيما يخص السعر من أجل الحصول على السعر المناسب للورقة؛

## ✓ أسلوب لوحات العرض

<sup>1</sup> العجاج فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 84.

يعمل السمسار قبل دقائق من افتتاح الجلسة على تسليم الموظف المختص أسعار الأوراق المالية الخاصة به التي يتم وضعها في جداول الأسعار الخاصة بالبورصة في لوحات العرض المنتشرة وفي هذه الحالة لا يجوز لسمسار آخر بيع أو شراء ورقة مالية نفسها بسعر أو أقل من المعروف لأنها تمثل أوامر التنفيذ.

## 6-2- مؤشرات البورصة

وهي تقنية تعطي لمستعملها نظرة شاملة عن أوضاع البورصة من حيث تطور الأسعار.

### 6-2-1- أنواع مؤشرات البورصة

تنقسم المؤشرات في البورصة إلى ما يلي:<sup>1</sup>

#### ✓ المؤشرات التي تقيس حجم التعامل

مؤشر حجم التعامل وحركة الأسعار ارتفاعا وانخفاضا (يوضح الأوراق التي ارتفعت والتي انخفضت والباقية أسعارها ثابتة اضافة إلى عدد السندات والنسبة المئوية للتعامل)، مؤشر نسبة تعامل الأفراد مقارنة بنسبة تعامل المؤسسات (حيث يكون مجموع النسبتين 100 المائة)، مؤشر أسعار أسهم شركات الاكتتاب العام مقارنة بأسهم شركات الاكتتاب المغلق (الأولى طرحت أسهمها عند التأسيس في اكتتاب عام لجماهير المستثمرين أما الثانية فاقصر الاكتتاب على عدد محدد من المؤسسين غالبا ما يكونون أفراد لأسرة واحدة)، المؤشر العام للسوق ويضم رقمين أمس وأول أمس ويضم جميع ما سبق؛

#### ✓ مؤشرات تحليل العلاقة بين السعر وحجم التداول

<sup>1</sup> - رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 74-77.  
- يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 62-64.

وتتضم: المتوسطات المتحركة، مؤشر القوة النسبية ويحسب على أساس نسبة السعر إلى

مؤشر السوق؛

#### ✓ المؤشرات الفنية

وتتضم عوامل مثل الاتساع (يقيس يوميا الفرق بين عدد الأسهم المرتفعة السعر وعدد

السهم المنخفضة السعر وقد يكون الفرق موجبا أو سالبا؛

#### ✓ مؤشر حجم السوق

ويضم مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) ومؤشر عدد الشركات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> معتز بالله محمد مبدو، مرجع سبق ذكره، ص 88.

## 7- سوق أو بورصة الأوراق المالية

### 7-1- تعريف سوق الأوراق المالية

هي مؤسسة مالية وسيطة في السوق المالي تسمح وتضمن الجمع بين عارضي وطالبي الأوراق المالية في سوق أولي أو ثانوي.<sup>1</sup>

### 7-2- أهمية سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهمية سوق الأوراق المالية في الآتي:<sup>2</sup>

- ✓ تتجمع فيها المدخرات لتنتقل من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي لاستخدامها في الاستثمار؛
- ✓ تلعب دورا هاما في خلق السيولة الكافية للمدخرين والمستثمرين؛
- ✓ الحصول على الحقيقة الخاصة بالأوراق المالية للطرفين (بائع ومشتري)؛
- ✓ تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم أو سندات؛

### 7-3- مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية حسب الوظيفة إلى سوق أولية وسوق ثانوية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> غرابية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 03.  
<sup>2</sup> عمران مجد، العلاقة بين درجة المخاطرة المنتظمة لحقوق الملكية (بيتا) والمتغيرات المالية (دراسة تطبيقية على بورصة عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا)، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2014، ص 17.  
<sup>3</sup> - عمران مجد، مرجع سبق ذكره، ص 17.  
 - رسوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، سلسلة أبحاث صيغ المعاملات المصرفية (4)، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، السعودية، ص 44.

## 7-3-1- السوق الأولية

وتسمى كذلك سوق الاصدار وتختص للتعامل في الأوراق المالية أو الاصدارات الجديدة التي يتم عرضها للجمهور من طرف هيئة متخصصة لحساب منشآت أو هيئات حكومية. وهي بذلك سوق للاستثمار الحقيقي للمنشآت التي تم اصدار أوراق مالية خاصة بها، يتم اصدارها وعرضها للبيع من طرف هيئات متخصصة، كما تعتبر سوق للاستثمار المالية للوحدات المشتريه للأوراق المالية.

## 7-3-2- السوق الثانوية

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم اصدارها وتداولها لأول مرة في السوق الأولية وفيها نميز بين السوق المنظمة وغير المنظمة.

## 7-3-3- خصائص سوق الأوراق المالية

نلخصها في الآتي:<sup>1</sup>

✓ سوق منتظمة ففي معظم الدول لها شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق؛

✓ يتم التداول خاصة في الأسواق الثانوية عن طريق الوكلاء، الوسطاء والسماسة ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛

✓ التداول في هذه الأسواق يوفر المناخ المناسب لظهور سوق منافسة كاملة وبالتالي تتحدد الأسعار العادلة عن طريق العرض والطلب؛

<sup>1</sup> يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 44.

- ✓ نظرا للمرونة التي تتميز بها هذه الأسواق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يجعلها تتميز عن غيرها من الأسواق بإمكانية عقد العديد من الصفقات في نفس الوقت عبر مختلف دول العالم؛
- ✓ الاستثمار في هذه الأسواق يتطلب دراية عالية في المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛
- ✓ إضافة إلى: توفر الكفاءة الكاملة، الأمن، العقلانية، دقة وسرعة وصول المعلومات، السيولة، عدالة السوق.<sup>1</sup>

#### 4-7- عوامل نجاح سوق الأوراق المالية

- نلخص أهم عوامل نجاح سوق الأوراق المالية في النقاط الآتية:<sup>2</sup>
- ✓ ضمان سلامة الادخار وحمايته مع توافر المراقبة اللازمة للتدخل عند حدوث غش لمنع اعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين عن الشركات؛
- ✓ اتباع سياسة اعلامية للمدخرين عن حياة المؤسسات وهذا لتوليد الثقة بين المتعاملين؛
- ✓ جعل الادخار اختياريا لا اجباريا؛
- ✓ تنوع أدوات الاستثمار المتداولة في السوق مع وجود عدد مناسب من الشركات المساهمة الناجحة؛
- ✓ عدم وجود قيود غير ضرورية تحد من حريات التداول؛
- ✓ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم.

<sup>1</sup> الحموي خالد، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015-2016، ص 20.

<sup>2</sup> الفكي أحمد أزهرى الطيب، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 26.

## 5-7- مراحل الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

تتمثل مراحل الاستثمار في بورصة الأوراق المالية في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

- ✓ تحديد الهدف أو الأهداف من عملية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية؛
- ✓ تحديد مستوى الخطر الملائم الذي يتماشى مع حجم الاستثمار والعائد؛
- ✓ تحديد العائد والخطر الخاص بكل ورقة من الأوراق المالية كل واحدة على حدى؛
- ✓ تشكيل وتكوين المحفظة المثلة المتنوعة من الأوراق المالية؛
- ✓ تقييم ما تم الوصول إليه وتحقيقه.

## 6-7- أعضاء بورصة الأوراق المالية

يتمثل الأعضاء الممثلون لبورصة الأوراق المالية في الآتي:<sup>2</sup>

## ✓ السماسرة بالعمولة

يتعاملون مع الجمهور الراغب في بيع أو شراء الأوراق المالية في مقابل حصولهم على عمولة تحددها لوائح البورصة؛

## ✓ سمسار الصالة أو المقصورة

ينفذ طلبيات البيع والشراء لصالح سماسرة آخرين في مقابل عمولة؛

## ✓ تجار الصالة أو المقصورة

ينفذون عمليات البيع أو الشراء لصالحهم لتحقيق أرباح؛

<sup>1</sup> العجاج فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 78.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص 78-79.



## ✓ المتخصصون

هم سماسرة متخصصين في نوع معين من الأوراق المالية كالأسهم العادية أو الممتازة؛

## ✓ السماسرة والمتعاملون في الصفقات الصغيرة

يتخصصون في الطلبات الصغيرة 100 سهم مقابل عمولة وعادة يعملون لبيوت السمسرة؛

## ✓ وكلاء السمسرة الكبيرة

يعملون على تنفيذ عمليات الشراء والبيع الكبيرة للأوراق المالية المتداولة في البورصة؛

## ✓ الأعضاء المنظمين

ويمثلون كبار المتعاملين في البورصة شراء وبيعاً للأوراق المالية ويمثلون البنوك وشركات

التأمين...؛

## ✓ الأعضاء المرسلون

هم أعضاء عاملون في بورصة أجنبية ويعملون في بورصة دولة أخرى عن طريق سمسار

وطني مقيد في بورصة الدولة المتعامل فيها؛

## ✓ سماسرة الخصم

يمثلون نوع من السماسرة الذين يعملون على تقديم خدمات ادارية والكتابية لآنها عمليات

التعامل بيعاً وشراءً؛

✓ المندوب الرئيسي: وهو شخص يعمل لدى السمسار؛<sup>1</sup>

✓ مكاتب الخدمات الاستثمارية: مهمتها تدعيم كفاءة السوق المالي من خلال الدراسات

والاعلانات عن نشاط البورصة.

## 7-7- التحليل في سوق الأوراق المالية

ينقسم إلى تحليل فني وتحليل أساسي.<sup>2</sup>

### 7-7-1- تحليل فني

يعرف على أنه تحليل للسوق وليس للمبيعات والمشتريات وعلم رصد وتسجيل في شكل أشكال بيانية لجميع البيانات الخاصة بالتداول، السعر، حجم التداول، تاريخ التداول،.. ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل. ومن أدواته:<sup>3</sup>

#### ✓ خرائط الأعمدة البيانية

(خرائط الرأس والكتفين، خريطة مستويات المساعدة (سعر أدنى للشراء) والمقاومة (سعر أعلى للبيع)، خريطة الشموع البيانية (الشمعدان) تربط بين السعر والزمن)؛

#### ✓ موجات إليوت ELLIOT

نسبة لعارضها الذي استنتج أن تغير سوق الأسهم يتحرك في موجات ذات نسق معين حيث حدد 13 شكل.

<sup>1</sup> معتز بالله محمد ميدو، مرجع سبق ذكره، ص 52.

<sup>2</sup> - يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 54.

- الشعرازي بشار، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص ص 51-53.

<sup>3</sup> - غرابية زهير، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-47.

- المهيلمي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، كربلاء، العراق، 2006، ص 47.

## 7-7-2- التحليل الأساسي للأوراق المالية

هو ايجاد القيمة الحقيقية للورقة اعتمادا على التحليل العلمي الشامل الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة حيث يتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية، عوامل الصناعة والعوامل الخاصة بالشركات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - غرابية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 48.  
- فرحات أحمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دائرة الكتب الوطنية، بنغازي، ليبيا، 2019، ص 33.

## المحور الرابع

### نظرية الأسواق المالية (الكفاءة والسكونية)

- 1- تعريف كفاءة السوق المالي؛
- 2- شروط كفاءة السوق المالي؛
- 3- فرضية السوق المالي الكفاء؛
- 4- خصائص الأسواق المالية الكفؤة.

**1- تعريف كفاءة السوق المالي**

السوق المالي الكفاء يمثل السوق التي تعكس الأسعار فيها وفي أي وقت وبصورة كاملة جميع المعلومات المتوفرة، بمعنى آخر هي السوق التي تكون فيها المعلومات المناسبة للتسعير متوفرة للجميع (السعر العادل للورقة المالية).<sup>1</sup>

**2- شروط كفاءة السوق المالي**

نلخصها في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

**✓ الكفاءة التسعيرية لسوق رأس المال (كفاءة التسعير Price Efficiency)**

أي الكفاءة الخارجية، ويقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل المتعاملين في السوق بسرعة والتي تنعكس على سعر الأوراق المالية فتصبح عاكسة للمعلومات المتاحة؛

**✓ الكفاءة التشغيلية لسوق رأس المال (كفاءة التشغيل Operational Efficiency)**

وهي كفاءة داخلية ويقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب ودون خسائر كبيرة للمتعاملين فيها، أي استقرار السوق؛

**✓ الكفاءة الهيكلية لسوق رأس المال**

وهي تعكس درجة المنافسة في السوق فتقاس بعدد المشاركين في السوق سواء كانوا مقترضين أو مستثمرين والعلاقة هنا طردية بين الكفاءة الهيكلية والمشاركين؛

<sup>1</sup> يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 74.

<sup>2</sup> - غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-47.

- يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 75-76.

- البني محمد، اختبار أثر التقويم في الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين عدة أسواق عربية ناشئة، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015-2016، ص ص 38-39.

## ✓ الكفاءة التنظيمية للسوق

من خلال تحديد اللوائح التنظيمية للسوق من قبل القائمون عليه، تنظيم مهنة الوساطة، كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقه والرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة؛

## ✓ الكفاءة الفنية للسوق

تتحدد من خلال: تعدد أدوات الاستثمار، العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول،

## 3- فرضية السوق المالي الكفاء

تلقى هذه النظرية اهتمام كبير لدى الباحثين في مجال الأسواق المالية. وتتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي في:<sup>1</sup>

## ✓ فرضية الصيغة الضعيفة (The weak form efficiency) للكفاءة

يعني هذا الشكل أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة الخاصة بالأسعار والايادات وغيرها من المعلومات التاريخية، وهو ما لا يسمح بتحقيق أرباح كبيرة بمعنى آخر لا يمكن التنبؤ على أساس معلومات قديمة ومعروفة للجميع، وهذا ما يعرف بنظرية السير العشوائي التي تنص على التغير في أسعار الأوراق المالية لا يعتمد على أسعار الماضي؛

## ✓ فرضية الصيغة المتوسطة (The semi- form efficiency) القوة للكفاءة (الشبه

القوية)

<sup>1</sup> - صالح خليل فاطمة، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015، ص 32.  
- علي حسن، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2014، ص 32.

تعني هذه الفرضية أن الأسعار لا تعكس فقط التغيرات السابقة في الأسعار بل تعكس كذلك المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء المتعلقة بالشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية أو ظروف الصناعة والمنشأة وبالتالي المستثمر الذي يقوم بتحليل أساسي يحقق أرباحاً تفوق الذين لم يقوموا به لأن الأسعار تعكس تلك المعلومات؛

### ✓ فرضية الصيغة القوية (The strong form efficiency) للكفاءة

تعني هذه الفرضية أن السعر يعكس جميع المعلومات المتاحة العامة والخاصة أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، وهنا يلعب الموظفون دوراً في الحصول على المعلومة الخاصة قبل نشرها بشكل رسمي مما يعطيهم أفضلية في تحقيق أرباح غير عادية.

### 4- خصائص الأسواق المالية الكفؤة

تتمثل خصائص الأسواق المالية الكفؤة في ما يلي:<sup>1</sup>

#### ✓ السيولة

وتعني القدرة على بيع الأوراق المالية بسرعة وبدون خسارة؛

#### ✓ استمرارية السعر

أي أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير بسرعة إلا إذا ظهرت معلومات جديدة؛

#### ✓ عمق السوق

السوق العميق هو الذي يوجد به عدد كبير من البائعين والمشتريين؛

<sup>1</sup> - الضعيف حسين عطيه، مرجع سبق ذكره، ص 62.  
- باخوص روى، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2014-2015، ص 63.

## ✓ شمولية السوق

السوق الشامل هو الذي يتم تداول فيه حجم كبير من الأوراق المالية بيعا وشراءً والسوق الضيق هو الذي تكون تعاملاته ضعيفة وقليلة؛

## ✓ حيوية السوق

عندما يحدث اختلال بين العرض والطلب يكون هناك سعر جديد وهذا يدل على حيوية السوق؛

## ✓ انخفاض تكاليف التداول والمبادلات

هي السوق التي تكون فيها عملات الوساطة متدنية ورخيصة؛

## ✓ عدالة السوق

تعني أن يعطي السوق نفس الفرص المتاحة لجميع المتعاملين من حيث الوقت والمعلومات المتاحة فيه.



## المحور الخامس

### النظريات المفسرة للهيكـل المالي

- 1- مفهوم الهيكل المالي وخصائصه
- 2- محددات اختيار الهيكل المالي ومؤشراته
- 3- مؤشرات تحليل الهيكل المالي
- 4- النظريات المحددة والمفسرة للهيكـل المالي

## 1- مفهوم الهيكل المالي وخصائصه

إن الاهتمام بالهيكل المالي هو من صميم التخطيط المالي للمشروع، حيث تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة وفي الوقت المناسب، وهنا تظهر أهمية اتخاذ القرارات المناسبة التي تجنب المؤسسة الوقوع في الصعوبات المالية غير المتوقعة، وأهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل مالي أمثل.<sup>1</sup>

### 1-1- تعريف الهيكل المالي

يقصد بالهيكل المالي للمؤسسة ذلك المزيج أو التوليفة من مصادر التمويل الداخلية والخارجية التي تعتمد عليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية، كما يعرف على أنه أسلوب تمويل أصول المؤسسة ويتكون الهيكل المالي من عناصر طويلة أو قصيرة الأجل سواء كانت أموال خاصة أو قروض.<sup>2</sup>

### 1-2- الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال وعلاقة العائد بالمخاطرة

يتضمن هيكل رأس المال فقط مصادر التمويل طويلة الأجل والتمثل في القروض الطويلة الأجل، السندات وحقوق الملكية المكونة من (الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة والدين)؛ أما الهيكل المالي فهو يعكس جميع الوسائل والموارد المتاحة لتمويل المؤسسة. والعلاقة بين العائد

<sup>1</sup> مجلح سليمان، مطبوعة تمويل المؤسسة للسنة الأولى ماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2018، ص 20.  
<sup>2</sup> نفس المرجع، نفس الصفحة.

والمخاطرة هي علاقة طردية فكلما زادت المخاطرة كلما زاد العائد فالهيكل المالي المناسب للمؤسسة هو الذي يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة.<sup>1</sup>

### 1-3- خصائص وسمات الهيكل المالي المناسب

لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة وجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة، مما يساهم في الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة ويمنح قدرة على التطور والنمو بصفة مستمرة وعليه يمكن تلخيص أهم خصائص الهيكل المالي المناسب في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

✓ **الربحية:** بحيث يكون الهيكل المالي المختار يحقق المزيد من الأرباح للمؤسسة وبأقل التكاليف؛

✓ **السيولة:** من خلال عدم الإفراط في الاعتماد على الديون مما قد يؤثر على المؤسسة من خلال تعرضها للعسر المالي؛

✓ **الرقابة:** من خلال شروط الاقراض والملتزمة درجة الرقابة التي يفرضها المقرضون على أعمال المؤسسة والتي قد تؤدي إلى خطر فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة؛

✓ **المرونة:** من خلال اعطاء للمؤسسة القدرة على التصرف في المواقف المتغيرة والتكيف معها؛

✓ **التحفظ:** من خلال المحافظة على المؤسسة من الانهيار وعدم تجاوز قدراتها على الوفاء بافتراضاتها المالية.

<sup>1</sup> مجلخ سليم، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 21.

## 2- محددات اختيار الهيكل المالي ومؤشراته

يرتبط اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية

التي نوضحها في ما يلي:<sup>1</sup>

### 2-1- العوامل الداخلية

تتمثل العوامل الداخلية في ما يلي:

#### ✓ حجم المؤسسة

فكلما كان حجم المؤسسة كبيرا كلما قل احتمال افلاسها مقارنة مع المؤسسات الصغيرة وبالتالي فالعلاقة عكسية بين حجم المؤسسة واحتمال الافلاس فالمؤسسات الكبيرة الحجم تتميز بالتنوع وبالتالي تقل احتمالات افلاسها مقارنة مع المؤسسات الصغيرة المتخصصة والتي تزيد احتمالات الافلاس فيها؛

#### ✓ المردودية الاقتصادية

تسمح بمعرفة فعالية المؤسسة وارتفاعها يعطي مرونة أكبر لتغطية التزاماتها المالية؛

#### ✓ درجة المخاطرة

نجد أن الخصوم والأموال الخاصة ترتب حسب درجة استحقاقها من الأبعد أجلا إلى الأقرب أجلا كما يرتبط هذا الترتيب بدرجة المخاطرة لكل مصدر من مصادر التمويل، حيث

<sup>1</sup> مجلخ سليم، مرجع سبق ذكره، ص 22-24.

تزداد درجة المخاطرة في التمويل المقترض عن درجة المخاطرة للتمويل بالأموال الخاصة، حيث أنه لا يمكن للمساهمين الحصول على أرباح إلا بعد أن يتحصل المقرضين على الفوائد فعدم حصولهم على فوائدهم يدني من المركز المالي للمؤسسة ويعرضها للتصفية نظرا لمطالبة المقرضين بفوائدهم ويمكن للمؤسسة تجنب المخاطر المالية من خلال تنويع مصادر تمويلها؛

### ✓ المرونة المالية

يقصد بها قدرة المؤسسة على تغيير خططها التمويلية وفقا لاحتياجاتها المالية، أي التكيف مع الظروف المتغيرة؛

### ✓ الإدارة والسيطرة

ادخال مساهمين جدد في المؤسسة يفقد جزء من سيطرة المساهمين القدامى من خلال مشاركة المساهمين الجدد في صنع القرار، أما المقرضين فهم لا يتدخلون في إدارة المؤسسة وانما يشترطون عليها ضمانات لتسديد أصل القرض وفوائده، ولا يتدخلون إلا في حالة عدم تسديد الفوائد حيث يطالبون بتصفية المؤسسة؛

### ✓ دورة حياة المؤسسة

تنقسم إلى أربع مراحل (الدخول، التوسع، النضج والتدهور) ويختلف الهيكل المالي باختلاف كل مرحلة.

### 2-2- العوامل الخارجية

تتمثل العوامل الخارجية في ما يلي:

## ✓ تكلفة الاقتراض

يوجد حد أقصى للاستدانة خاص بكل مؤسسة اذا تم تجاوزه تكون المؤسسة أكثر عرضة لمخاطر كبيرة ويكون توازنها المالي مهدد؛

## ✓ طبيعة القطاع (طبيعة الصناعة أو درجة التخصص)

تواجه المؤسسات التي تنشط ضمن نفس النشاط المنافسة والتطور التكنولوجي لذلك فهي تكون متقاربة من حيث الاستدانة والتي تختلف من قطاع إلى آخر، لذلك فطبيعة النشاط تؤثر على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي؛

## ✓ معدل نمو المؤسسة

تعتمد المؤسسة التي تنمو بمعدلات نمو مرتفعة على التمويل الخارجي بشكل كبير مما يدفعها للاقتراض بشكل واسع لتمويل مشاريعها الاستثمارية مقارنة بالمؤسسات ذات معدل النمو المنخفض؛

## ✓ درجة تذبذب المبيعات

كلما استقرت مبيعات المؤسسة كلما توسعت قدرتها الاستيعابية على الاقتراض نتيجة وفائها بالتزاماتها؛

## ✓ الوفورات الضريبية

اعتماد المؤسسة على الاستدانة يوفر لها مقدار وفورات ضريبية نتيجة تخفيف قيمة الضريبة على المؤسسات المقترضة مقارنة بإصدارها لأسهم جديدة مثلاً؛

## ✓ السيولة

من خلال عدم الافراط في الاعتماد على الديون مما قد يؤثر على المؤسسة من خلال

تعرضها للعسر المالي؛

### ✓ توقيت اتاحة التمويل

عدم اتاحة فرض التمويل بصفة منتظمة يقلل من فرص تمويل المؤسسة وفرص الاختيار

المناسب.

إضافة إلى العوامل الآتية:<sup>1</sup>

### ✓ هيكل الأصول

الذي يشير إلى إمكانية اعتماد المؤسسة التي تمتلك أصولا على أن تقدمها كضمان

للمقرضين؛

### ✓ درجة التخصص

فكلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص كلما ارتفعت احتمالات الإفلاس والعكس بالعكس في

حالة اتجاهها نحو التنوع.

<sup>1</sup> سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 01، 2008، ص ص 60/59.

### 3- مؤشرات تحليل الهيكل المالي

تتمثل مؤشرات تحليل الهيكل المالي في:<sup>1</sup>

#### ✓ رأس المال العامل الصافي الإجمالي

يعتبر من أهم المؤشرات لإبراز التوازن المالي للمؤسسة في الأجل الطويل، كما يطلق عليه هامش أمان المؤسسة، فعلى المؤسسة الاحتفاظ بأدنى رأس مال عامل للتوفيق بين عاملي التكلفة والمخاطرة؛

#### ✓ احتياجات رأس المال العامل

يسمح بقياس احتياجات دورة الاستغلال التي تتوسع نتيجة لنمو النشاط؛

#### ✓ الخزينة

هي الفائض أو العجز في رأس المال العامل بالنسبة لاحتياجات رأس المال العامل وتكون موجبة أو سالبة.

<sup>1</sup> مجلخ سليم، مرجع سبق ذكره، ص 25..



## 4- النظريات المحددة والمفسرة للهيكل المالي

### 4-1- النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل

تعتبر كل من نظرية صافي الربح والنظرية التقليدية من النظريات التي تؤيد وجود هيكل مالي أمثل في ظل فرضيات غياب كل من الضرائب، تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس.

#### 4-1-1- نظرية صافي الربح

يرى أصحاب هذه النظرية أن الاختلاف والتنوع في مصادر التمويل هو أساس تكوين هيكل مالي أمثل، حيث تقوم هذه النظرية على الفرضيات الآتية:<sup>1</sup>

- ✓ ثبات معدل العائد: على السندات، الديون وعلى المعدل المطلوب من قبل المساهمين؛
  - ✓ معدل العائد المطلوب من المساهمين أكبر من العائد على السندات والعائد على القروض؛
  - ✓ حجم الاستثمار ثابت لا يتغير.
- وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين الذي يعبر عن تكلفة التمويل عن طريق الأسهم أكبر من معدل العائد على السندات والديون والذي يعبر عن تكلفة القروض فإن المؤسسة تلجأ إلى التمويل عن طريق القروض بأكثر قيمة ممكنة والتي تقابلها أقل تكلفة لرأس المال. وعليه فالهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية يكون عند نسبة استئانة 100 بالمائة.

<sup>1</sup> غربي حمزة، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2009-2010، ص 30.

## 4-1-2- النظرية التقليدية

تعتبر النظرية التقليدية من أول النظريات التي اهتمت بالهيكل المالي ودرسته حيث ترى هذه النظرية وجود الهيكل المالي الأمثل ومن أهم فرضيات النظرية نجد:<sup>1</sup>

✓ تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة وبمعنى أكثر دقة المخاطرة الناتجة عن

الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة الناتجة عن الاستدانة؛

✓ تكاليف الاقتراض التي تندرج ضمن المصاريف المالية تتميز بخاصية الاقتصاد في

الضريبة، على عكس عوائد رأس المال الناتجة عن التمويل بالأموال الخاصة التي لا

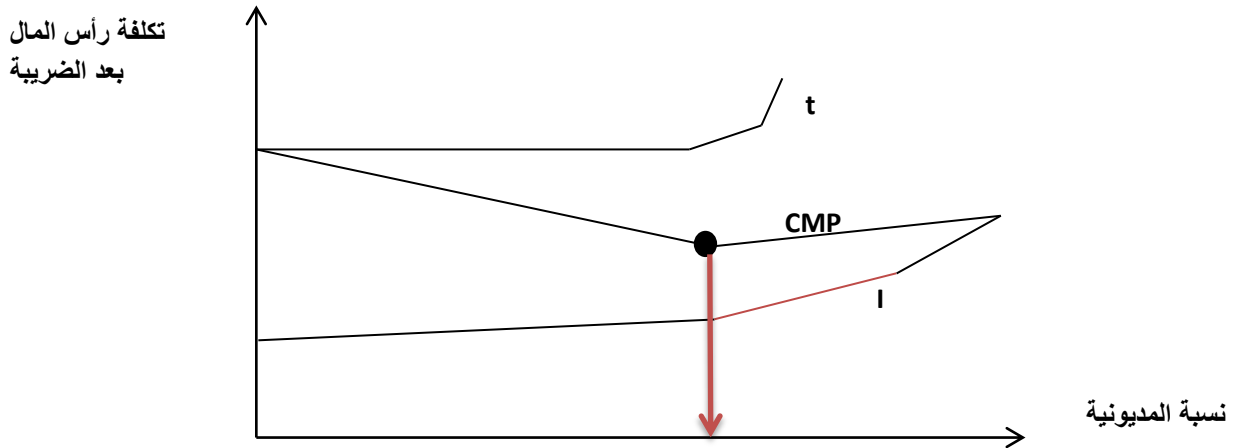
تتميز بتلك الخاصية لأنها تأتي بعد حساب النتيجة؛

✓ عرفت هذه النظرية بهذه التسمية ليس لكونها قديمة تاريخيا، ولكن لكون أفكارها جاءت

مسلما بها تحليليا واستنتاجيا؛

ويمكن توضيح المنظور الكلاسيكي بيانيا كما في الشكل الموالي.

الشكل رقم (02): هيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي



المصدر: دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات الضريبية حول أمثلية الهيكل المالي (الاسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث عدد، 04، جامعة ورقلة، 2006، ص 106.

(1) - دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات الضريبية حول أمثلية الهيكل المالي (الاسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث عدد، 04، جامعة ورقلة، 2006، ص 106.  
- شرحيل أحمد، محاولة اختيار محددات الهيكل المالي وأثره على مؤشرات الأداء، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014.

وما يلاحظ من الشكل أن تكلفة رأس المال (CMP) تتناقص تحت تأثير تزايد تكلفة الاستدانة والتي تمثل سعر الفائدة، وهو ما يفسر بالوفورات الضريبية. ثم تتزايد بعد اختفاء أثر الوفورات الضريبية. حيث تتحدد نقطة الهيكل المالي الأمثل عند الكلاسيك عندما تغير تكلفة رأس المال اتجاهها عند زيادة تكلفة الاستدانة بدرجة واحدة.

#### 2-4- نظرية موديجياني وميلر

على عكس النظرية السابقة يرى الاقتصاديين موديجياني وميلر أنه لا وجود لأمثلية الهيكل المالي حيث يريان أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلان عن هيكلها المالي، وقد بنيت هذه النظرية على ما يعرف بالمراجعة أو التحكيم وتستند النظرية إلى جملة من الفروض:<sup>1</sup>

- ✓ تتصف سوق رأس المال بالكمال مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متوفرة للجميع)؛
- ✓ عدم وجود تكاليف للصفقات وعدم وجود ضرائب والاقتراض متاح للجميع بنفس معدلات الفائدة؛
- ✓ التوقعات متجانسة بالنسبة للمستثمرين؛
- ✓ لا وجود لخطر الإفلاس؛
- ✓ عمليات الإقراض والاقتراض التي يقوم بها الأشخاص والمؤسسات تتم بدون حدود وبدون خطر؛
- ✓ تعمل المؤسسات على توزيع جميع أرباحها لتجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

<sup>1</sup> - دادن عيد الوهاب، مرجع سبق ذكره،  
- زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي القيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية - دراسة تحليلية نظرية -، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 2، 2009، ص ص 193/187.

## 4-2-1- حالة عدم وجود جباية

تقوم هذه الحالة على مجموعة من الافتراضات أهمها:<sup>1</sup>

✓ السوق تتمتع بالمنافسة التامة، ويحكم المنطق الاقتصادي الرشيد تصرفات المتعاملين فيها؛

✓ المتعاملون في السوق يتمتعون بالمعرفة الجيدة والكاملة للسوق نتيجة توافر المعلومات واتاحتها للجميع وفي وقت واحد؛

✓ عدم وجود ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق؛

✓ عدم وجود تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها؛

حيث تكتب الصيغة العامة لأثر الرافعة كما يلي:

$$R_f = R_2 + (R_e - i) * D / CP \dots\dots\dots(1)$$

حيث أن:

$R_f$ : معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين، وبالتالي فهي عبارة عن

تكلفة الأموال الخاصة، فعلمنا أن:

$$CMP = R_f (CP/(CP+D)+i (D/CP+D)) \dots\dots\dots(2)$$

وبما أن CMP هي تكلفة رأس المال، فإنه يمكننا تعريض  $R_f$  بقيمتها حسب العلاقة

(1) في العلاقة (2) نحصل على المعادلة:

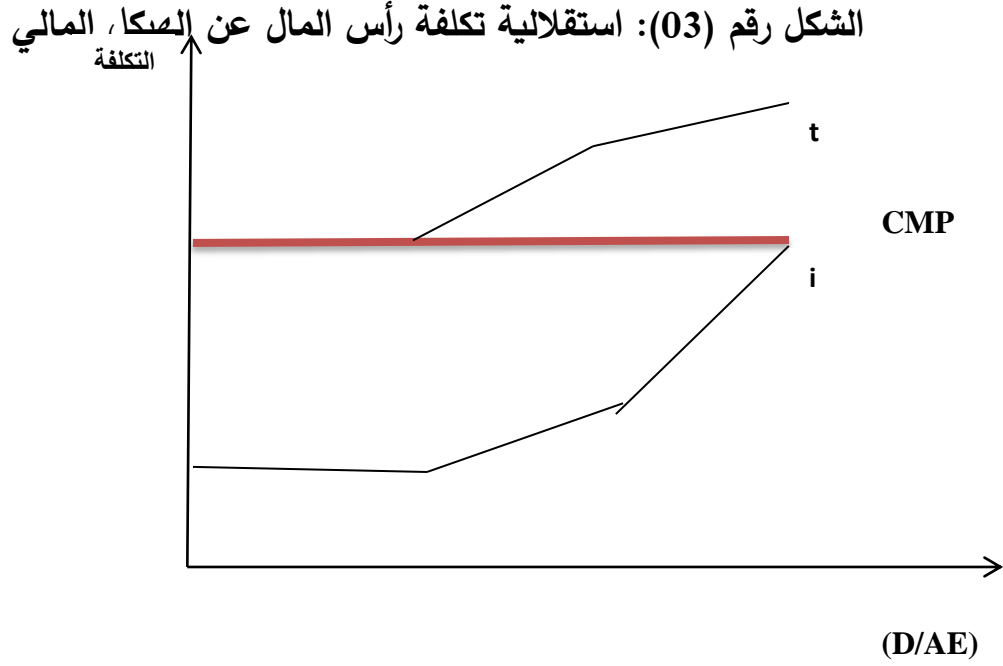
$$CMP = R_e$$

وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى، وهي مستقلة

بالتالي عن الهيكل المالي.

<sup>1</sup> Denis babusianx, **décision d'investissement et calail économique dans l'entreprise**, Edition economica et technique, France, 1990, P 431.

وقد توصل الباحثان إلى أن زيادة الديون في هيكل التمويل تؤدي إلى انخفاض تكاليف الأموال المرجحة بسبب انخفاض تكاليف القروض، حيث استخلصا أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يؤثر في قيمتها وأن التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي، والشكل الموالي يوضح ذلك:

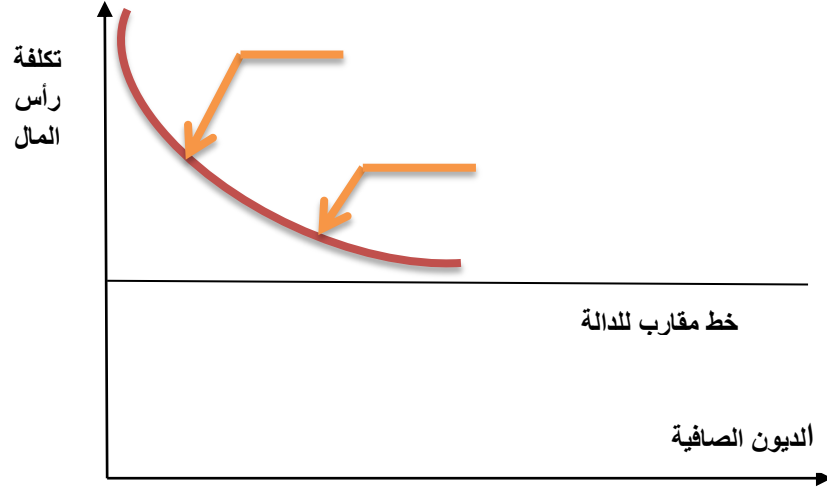


المصدر: دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص 110.

#### 4-2-2- حالة وجود جباية

في هذه الحالة يرى الاقتصاديين أنه في حالة وجود جباية فان قيمة المؤسسة المعتمدة على الاستدانة تساوي إلى قيمة نفس المؤسسة عند عدم اعتمادها على الاستدانة مضافا إليها مقدار الاقتصاد في الضريبة الناجم عن فوائد الديون، وعليه فقيمة المؤسسة التي تعتمد على الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاستدانة. والشكل الموالي يوضح ذلك.

## الشكل رقم (04): نموذج موديجلياني وميلر في حالة وجود ضرائب



المصدر: دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص 111..

من خلال الشكل نلاحظ أن تكلفة رأس المال في تناقص حيث ترتفع تكلفة رأس المال كلما قل حجم الديون حيث جزأها الأكبر يكمن في تكلفة رأس المال، والعكس صحيح.

## 3-4- النظريات الحديثة

تسمى النظريات الحديثة للمؤسسة، وظهرت منتصف السبعينات، حيث أن أهم التيارات التي تنطوي عليها نجد نظرية التوازن ونظريات متعددة الأشكال، والتي نتعرض إليهما فيما يلي:

## 1-3-4- نظرية التوازن

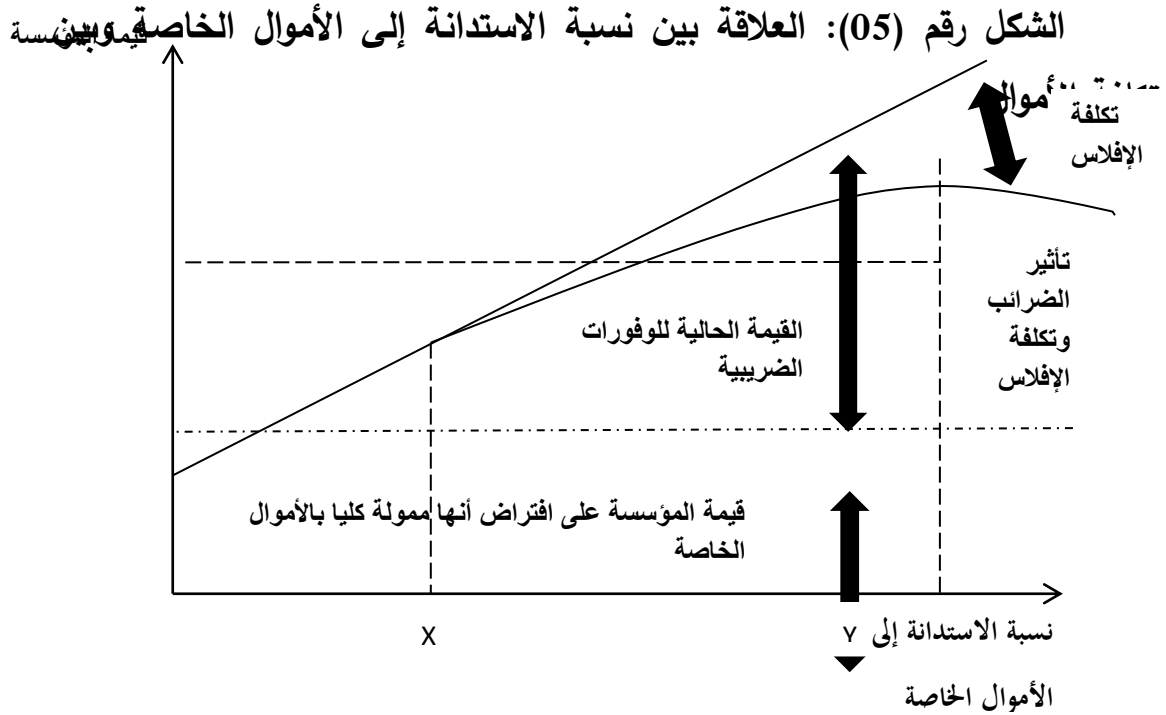
تنتطق هذه النظرية من اعمال 1984 Myres، وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها: المرحلة الأولى ما يعرف trade-off statique حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج Met M، والمرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة، نتعرض إليها كالتالي:

## أ- تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة

فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق، والإفلاس هو بيع المؤسسة أصولها من أجل الوفاء بالتزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي المؤسسة، ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس، وتشمل مجموعتين: تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، مالية....)، وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة).<sup>1</sup>

فإذا أخذنا كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر، حيث أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X وحينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة Y تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع<sup>2</sup>، وذلك ما يبينه الشكل الموالي:



<sup>1</sup> خبيزة أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب GMS بسكرة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012/2011، ص 30/29

<sup>2</sup> خبيزة أنفال حدة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

المصدر: تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم المالية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2008-2009، ص 87.

من خلال الشكل نلاحظ أنه عند نسبة الاستدانة أقل من  $X$  لم تكن هناك تكلفة للإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض مضطرب في تلك التكلفة، وبدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة  $X$  إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى نقطة  $Y$  ففي هذه النقطة ازدادت حدة تكلفة الأموال نحو الارتفاع، وعليه يمكن القول أن النسبة المثالية للاستدانة إلى الأموال الخاصة (الهيكل المالي الأمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة  $Y$  التي عندما كانت تكلفة الأموال في حدها الأدنى.<sup>1</sup>

#### ب- تكلفة الوكالة

تصنف هذه التكاليف إلى ثلاثة أنواع (المراقبية، البرهنة، الباقية)، حيث يعتبر الملاك في المؤسسة الطرف الرئيسي فهم يعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار وبقاء المؤسسة، ومن ثم فلا بد من تماشي أهداف الإدارة مع أهداف الملاك، فالإدارة عي الجهاز الذي يبني القرارات المالية المهمة ويتخذها في مختلف مراحل حياة المؤسسة، ومن ثم فهذه القرارات حتما تؤثر بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، حيث يسعى الملاك إلى أن تكون القرارات المستهدفة تهدف إلى حماية أملاكهم، حيث تقترح النظرية تفسير السلوك لمختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المدراء، الملاك أو المساهمون، والمدينون بشكل عام ومحاولة تأثير

<sup>1</sup> خبيزة أنفال حدة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

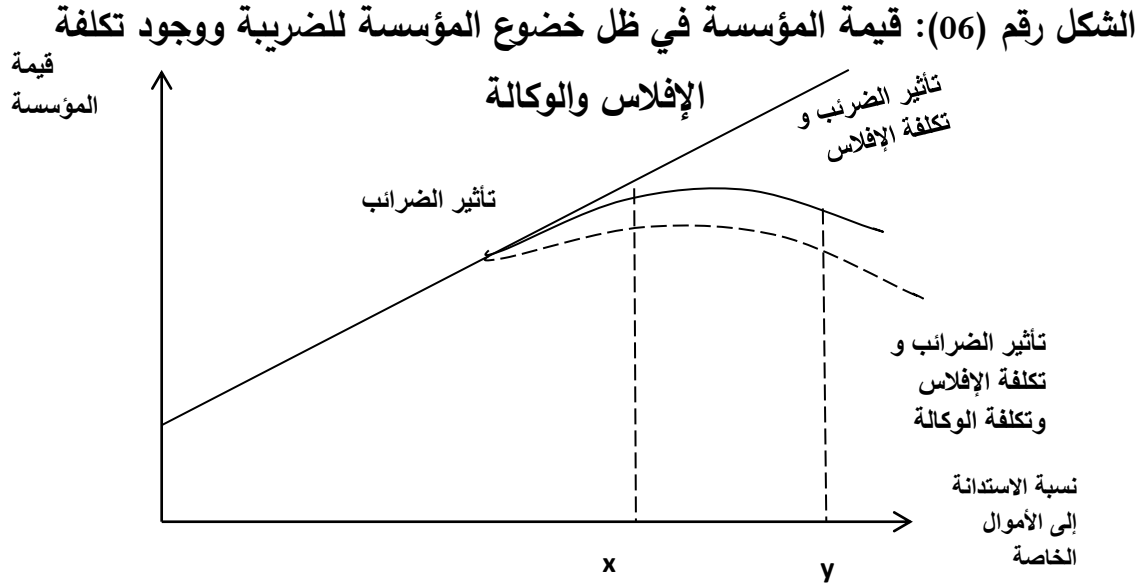


سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، وتنطلق النظرية بفرضيتين:<sup>1</sup> ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء تتطابق مع أهداف الملاك، ثم أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها، فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة، وبين المساهمين والمدنيين من جهة أخرى؛

ومن ثم فقد تعرض نموذج ميلر وموديجلياني إلى مجموعة من التعديلات بإدخال أثر تكلفة الإفلاس، وأيضاً تكلفة الوكالة، نتيجة للانتقادات الموجهة للنظرية السابقة، فعلاقة الوكالة تتعلق بصنفان من التكاليف: تكاليف: (وكالة الأموال الخاصة أي النفقات التي يقوم بها المساهمون لتأمين الانحرافات الني يقع فيها المسيرين، وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدنيين من أجل ردع المساهمين).

فهذه النظرية تسعى إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مبدئه كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم منفعة الخاصة قبل العامة، ومنذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل بتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة والإفلاس<sup>2</sup>، وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض في الأموال الخاصة، ومن ثم يؤثر على مكونات هيكل التمويل الأمثل، وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي<sup>3</sup>، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (05).

<sup>1</sup> - خبيزة أنفال حدة، مرجع سبق ذكره، ص 30.  
- شرابي بايا كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2013-2014. ص ص 120/125.  
<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 31.  
<sup>3</sup> نفس المرجع نفس الصفحة..



المصدر: خبيزة أنفال حدة، مرجع سبق ذكره، ص32.

من خلال الشكل نلاحظ أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من  $y$  إلى  $x$  أي أن النقطة  $x$  هي تلك النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاستدانة هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها يحدث العكس، مع الأخذ بعين الاعتبار الضرائب، المخاطر المرتبطة بالإفلاس، وتضارب المصالح بين مختلف الأعوان المعنيين بحياة المؤسسة.<sup>1</sup>

#### 4-3-2- النظريات متعددة الأشكال

وتشمل نظريتان هما: نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريج

#### أ- نظرية الإشارة 1977 Ross

بنيت هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل في المعلومات في الأسواق المالية، ومن ثم يمكن لمسيرى بعض المؤسسات الجيدة إصدار معلومات تميز مؤسساتهم عن باقي المؤسسات، ويتم الإشارة إلى ذلك بأشكال عديدة كوصف رأس مال المؤسسة، أو سياسية

<sup>1</sup> خبيزة أنفال حدة، مرجع سبق ذكره، ص 32.

التوزيع أو اصدار أوراق مالية معقدة أو وضع شروط خاصة في مختلف أشكال التركيبات المالية. تعتبر الاستدانة مؤشر إيجابي بالنسبة للمستثمرين يدل على قدرة المؤسسة على مواجهة أعبائها الثابتة، ومن ثم تقوم هذه النظرية على أساس الرفع من نسبة الاستدانة في هيكل رأس المال.<sup>1</sup>

### ب- نظرية الالتقاط التدريجي POT

تضم نموذج Williamson 1988 و نموذج Myers 1990 ومن خلالهما نجد أن نظرية الالتقاط التدريجي التي لا تقترض وجود معدل تمويل أمثل شأتها شأن نظرية التوازن، فالمؤسسة تتبع في هذه الحالة ترتيب لأنماط أو لمصادر محددة التمويل تبعا لما تفرضه الحاجة والضرورة للتمويل الخارجي، فوفق هذه النظرية ليس هناك هيكل المالي الأمثل، وهذا الترتيب أو النمط يتغير بشكل مختلف من حالة إلى أخرى وفقا لما يهدف ويسعى اليه المسير في المؤسسة. فحسب هذا النظرية تختلف تفضيلات التمويل من منشأة إلى أخرى نتيجة وجود اختلاف في المعلومات بين المنشأة والمقرضين المحتملين، وعلى العموم فالمنشآت تفضل التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بالدرجة الأولى ثم التمويل عن طريق الديون والتمويل بالأسهم في النهاية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بوسباطة نسبية، أثر سياسة تسيير الاحتياج في رأس المال العامل على بناء الهيكل المالي في المؤسسة - دراسة حالة، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014-2015، ص 126.

- قاسم هاشم صبيحة، نظريات هيكل التمويل الحديثة، تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة - بحث تخليقي لغينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 43، 2015، ص 69.

<sup>2</sup> - النعيمي عدنان تابه وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، بدون رقم الطبعة، الأردن، 2007، ص 438.

- حمد محمد فرج والفخاخي الصالحين قاطش، محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية: دراسة تطبيقية على بنوك تجارية بريطانية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، جامعة مصراتة، ليبيا، العدد 01، جانفي 2015، ص 42.

## المراجع المعتمدة

- الأسواق المالية، نقلا عن الموقع الإلكتروني:  
<http://www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf>، تم الاطلاع في 2016/12/27.
- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيـب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير في علوم تسيير تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011-2012.
- بوسباطة نسيم، أثر سياسة تسيير الاحتياج في رأس المال العامل على بناء الهيكل المالي في المؤسسة - دراسة حالة-، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014-2015.
- توفيق رفاع، محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة حالة مؤسسة الأوراسي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000-2001.
- حمد محمد فرج والفخازري الصالحين قاطش، محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية، دراسة تطبيقية على بنوك تجارية بريطانية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال العدد 01، 2015.
- خبيزة أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب GMS بسكرة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012.
- دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات الضريبية حول أمثلية الهيكل المالي (الاسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث عدد، 04، جامعة ورقلة، 2006.

- رضاني فضيلة، المزيح التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار الهيكل الأمثل (دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية نفضال)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2013-2014.

- شلاش سليمان والبقوم علي والعون سالم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 01، 2008.

- عبيدي حمزة و سلامة حسين، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية، مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والادارة، مجلد 28، العدد 01، السعودية، 2014.

- كيفية اصدار الأوراق المالية، نقلا عن الموقع الالكتروني:  
<http://www.gulfbase.com/ar/InvestmentTutorial/SubSection?id=21&SectId=39>  
تم الاطلاع على المقال في 2016/12/23.

- أبو شرار علي عبد الفتاح، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة: أحداثها - أسبابها - تداعياتها - إجراءاتها، الطبعة 01، الناشر المؤلف: عمان، الأردن، 2011-2012.

- أفكار ومشاريع، كيفية اتخاذ القرار الاستثماري وأسسها، ، نقلا عن الرابط الالكتروني:  
<https://www.tadwiina.com/%D9%83%D9%8A%D9%81%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D8%AA%D8%AE%D8%A7%D8%B0-%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%B1%D8%A7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%8A->

المقال في 2020/11/10. /%D9%88%D8%A3%D8%B3%D8%B3%D9%87 ، تم الاطلاع على

المقال في 2020/11/10.

- أيت حداد نبيل، أثر المعلومات على تطور الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001.
- باخوص روى، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2014-2015.
- البديوي محمد فتحي، استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2011.
- البرواري شعبان محمد اسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار افكر المعاصر، بيروت، لبنان، 2002.
- بن براهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية (دراسة حالة بنك البركة الجزائري)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013-2014.
- بن جلول خالد، مطبوعة اتخاذ القرار، موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم اقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير المنظمات،، جامعة 8 ماي 1945 قالمه، الجزائر، 2018-2019.
- بن لكحل نوال، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر، المغرب وتونس - الأبعاد والأفاق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص

- تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014.
- بن موسى محمد، أثر تفويض السلطة على فعالية اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع الرياض سطيف، مذكرة ماجستير في علوم تسيير، تخصص إدارة منظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، الجزائر، 2012-2013.
- بن نافلة قدور، دور بحوث التسويق في اتخاذ القرارات التسويقية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع تسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2000-2001.
- بن وارث حجيلة، أثر برامج الخوصصة والأسواق المالية في الدول العربية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003.
- البني محمد، اختبار أثر التقويم في الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين عدة أسواق عربية نائشة، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015-2016.
- بوراس أحمد، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة منتوري قسنطينة، بدون تاريخ.
- بوسباطة نسيم، أثر سياسة تسيير الاحتياج في رأس المال العامل على بناء الهيكل المالي في المؤسسة - دراسة حالة-، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم

- الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014-2015.
- بوشارب خالد، دور نموذج البرمجة الخطية متعددة الأهداف في اتخاذ القرار الإنتاجي دراسة حالة المؤسسة الجزائرية للأنسجة الصناعية والتقنية بالمسيلة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص الأساليب الكمية في التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013-2014.
- بوشارب خالد، مطبوعة محاضرات في نظرية اتخاذ القرار لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات واقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمجد بوقرة بومرداس، 2018/2019.
- بومدين نؤة، الأسواق المالية في الدول الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل - دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2011-2012.
- تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم المالية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2008-2009.
- جعيم حسين صالح، اتخاذ القرارات الإدارية ومدى تأثيرها النفسي على لاعبي النخبة الوطنية في بعض الاتحاديات الأولمبية اليمينية، أطروحة دكتوراه في نظرية ومنهجية



- التربية البدنية ، تخصص تسيير الموارد البشرية والمنشآت الرياضية، معهد التربية البدنية والرياضية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008-2009.
- حامد جمال، اتخاذ القرارات، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، سلسلة جسر التنمية، العدد 46، ص 8، نقلا عن الموقع: <https://iefpedia.com/arab/?p=12672> تم الاكلاع على المقال في 2020/08/15.
- حسن علي، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014.
- الحسنوي سالم صلال راهي والعبادي هشام عبد الخضر سكر، دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق ISX60 في سوق العراق المالي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 13، العدد 52، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، 2019.
- حسين منى، أثر تقلبات أسعار النفط على أداء الأسهم في الأسواق السعودية، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2013-2014.
- حمد محمد فرج والفاخري الصالحين قاطش، محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية: دراسة تطبيقية على بنوك تجارية بريطانية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، جامعة مصراتة، ليبيا، العدد 01، جانفي 2015.
- الحموي خالد، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015-2016، ص 20.

- الحويماني فهد عبد الله، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار الهلال للأوفست، الرياض، 2006، ص ص 113-114.
- خبيزة أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب GMS بسكرة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012.
- دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات الضريبية حول أمثلية الهيكل المالي (الاسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث عدد، 04، جامعة ورقلة، 2006.
- درحمون بلال، المحاسبة التحليلية: نظام معلومات للتسيير ومساعد على اتخاذ القرار في المؤسسة دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة يوسف بن خدة الجزائر، الجزائر، 2004-2005.
- رايس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق المالية لطلبة السنة الرابعة نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008.
- الربيعي حاكم محسن محمد وعدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، العدد 11، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، العراق، 2014.

- رزيق كمال وعقون عبد السلام، وعقون عبد السلام، سياسات إدارة الأزمات الماليّة العالمية، الطبعة 01، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن ، 2011.
- رسوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، سلسلة أبحاث صيغ المعاملات المصرفية (4)، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، السعودية، بدون تاريخ.
- الرملاوي محمد سعيد محمد، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، الطبعة 01، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر، 2011.
- زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي القيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية - دراسة تحليلية نظرية -، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 2، 2009.
- شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم تسيير تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2013-2014.
- شرحبيل أحمد، محاولة اختيار محددات الهيكل المالي وأثره على مؤشرات الأداء، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014.
- الشعرايي بشار، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015.

- شلاش سليمان والبقوم علي والعون سالم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 01، 2008.
- صالح خليل فاطمة، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015.
- الضعيف حسين عطيه، أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي وإمكانية الاستفادة منها في سوريا، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2015-2016.
- طرشاني سهام، استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال في اتخاذ القرار بالمؤسسة - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تسويق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014.
- عبد الحليم محمد فرح، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا بالتعاون مع جامعة السودان المفتوحة، صنعاء السودان، 2013.
- العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات محرك لتطوير وتعزيز نجاعة الأسواق المالية دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب، مذكرة ماجستير في المالية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2009-2010.
- عزي سهام، دراسة المقاربة الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية دراسة حالة مؤسسة عمومية: المستشفى الجامعي مصطفى باشا ووكالة التأمين سلامة، مذكرة ماجستير في

- علوم تسيير، تخصص التسيير العمومي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير،  
جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011-2012.
- علي حسن، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية  
(دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في المصارف  
والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2014.
- عمران مجد، العلاقة بين درجة المخاطرة المنتظمة لحقوق الملكية (بيتا) والمتغيرات  
المالية (دراسة تطبيقية على بورصة عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في  
سوريا)، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق،  
دمشق سوريا، 2014، ص 17.
- غراية زهير، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة  
أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية،  
تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة  
حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011/2012.
- غربي حمزة، محددات الهيكله المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير  
في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009-  
2010.
- فرحات أحمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دائرة الكتب الوطنية، بنغازي،  
ليبيا، 2019.
- فريد نصر أبو الفتوح، الرعون العقارية والأزمة المالية العالمية، الطبعة 01، دار الفكر  
والقانون للنشر والتوزيع: المنصورة، مصر، 2011

- الفكي أحمد أزهرى الطيب، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- قاسم هاشم صبيحة، نظريات هيكل التمويل الحديثة، تطبيق عملي لنظرية الانتقال ودورة حياة الشركة - بحث تحليلي لغينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 43، 2015.
- قبائلي أمال، أثر صنع القرار على مستوى الرضا الوظيفي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مركب المجارف والرافعات قسنطينة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص ادارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، الجزائر، 2010-2011.
- كامل خليل الحجازي مصطفى، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية المجلد 02 (عدد خاص)، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 2009.
- كداوي طلال، تقييم القرارات الاستثمارية، جامعة الموصل، الموصل، العراق، 2007.
- مبارك سامي، محاضرات في مقياس الأسواق المالية لطلبة السنة الثالثة LMD (الأسواق المالية)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة.
- المتيوتي محمد أحمد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب والنتائج، مجلة الباحث الجامعي (العدد 20)، جامعة أب، اليمن. مارس 2009.
- مجلح سليم، مطبوعة تمويل المؤسسة للسنة الأولى ماستر تخصص مالية المؤسسة، 2018، جامعة 8 ماي 1945 قالمة.

- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، بدون رقم للطبعة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1993.
- مخوخ رزيقة، محاضرات في مقياس نظرية القرار لطلبة ليسانس علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف لمسيلا، 2017-2018.
- المصري رفيق يونس، الأزمة المالية العالمية هل تجد لها حلاً في الإسلام، الطبعة 01، دار البشير: جدة، السعودية، 2010،
- معتز بالله محمد ميدو، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، دمشق سوريا، 2016.
- مغني نادية، دور المراجعة المالية الخارجية وفق المعايير المعمول بها- في اتخاذ القرار، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007-2008.
- المهيلمي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، كربلاء، العراق، 2006.
- الموسوي ضياء مجيد، الأزمة المالية العالمية الراهنة، بدون رقم طبعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- النعيمي عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، بدون رقم الطبعة، الأردن، 2007.

- 
- هني محمد نبيل و غرابة زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في اطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة دراسة حالة المغرب والكويت، مجلة أبحاث اقتصادية، العدد 11، 2012.
  - ولد محمد الشيخ، استخدام نظم المعلومات في اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الموريتانية للألبان، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص بحوث عمليات وتسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أوبكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2010-2011.
  - يبالة سميرة، المدير وعملية اتخاذ القرار في اطار إدارة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2004-2005.
  - يعقوبي محمد، تأثير تغيرات سعر الصرف مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2011-2012.
  - Pascal Quiry et Yann Le Für, Finance d'entreprise, 11<sup>e</sup> édition, Dalloz, Paris.
  - THOMAS E. COPELAND & J. FRED WESTON, Financial Theory and Corporate Policy ADDISON-WESLEY PUBLISHING COMPANY, California New York.



- Denis babusianx, décision d'investissement et calail économique dans l'entreprise, Edition economica et technique, France, 1990, P 431.

## فهرس المحتويات

المكونات	الصفحة
<b>المحور الأول: التأكيد بظروف القرار في حالة المخاطرة وعدم التأكيد.....</b>	<b>2</b>
01- نظرية القرار .....	3
02- أنواع القرارات.....	7
03- مراحل صناعة القرار وأساليبه.....	10
04- نماذج القرارات ونظرياتها .....	15
05- حالات اتخاذ القرار.....	25
<b>المحور الثاني: مناهج السيادة العشوائية.....</b>	<b>43</b>
01- مفهوم السيادة العشوائية.....	44
02- نظرية السيادة العشوائية.....	45
03- التوضيح الرياضي لنظرية السيادة العشوائية.....	46
04- نماذج السيادة العشوائية.....	48
<b>المحور الثالث: مداخل للأسواق المالية.....</b>	<b>49</b>
01- النظام المالي واللاوساطة المالية.....	50
02- الأسواق المالية.....	55
03- السوق النقدي.....	59
04- البورصة.....	68
05- الأوراق المالية المتداولة في البورصة.....	74
06- أوامر البورصة ومؤشراتها.....	95
07- سوق أو بورصة الأوراق المالية.....	100

---

107.....	المحور الرابع: نظرية الأسواق المالية (الكفاءة والسكونية)
108.....	01- تعريف كفاءة السوق المالي.....
108.....	02- شروط كفاءة السوق المالي.....
109.....	03- فرضية السوق المالي الكفاء.....
110.....	04- خصائص الأسواق المالية الكفؤة.....
112.....	المحور الخامس: النظريات المفسرة للهيكل المالي.....
113.....	01- مفهوم الهيكل المالي وخصائصه.....
115.....	02- محددات الهيكل المالي ومؤشؤاته.....
119.....	03- مؤشرات تحليل الهيكل المالي.....
120.....	04- النظريات المحددة والمفسرة للهيكل المالي.....
131.....	المراجع المعتمدة.....
145.....	فهرس المحتويات.....
147.....	قائمة الجداول.....
148.....	قائمة الأشكال.....

## قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
الجدول رقم 01:	حساب رأس المال العامل المعياري	11.....
الجدول رقم 02:	الجزء الأول من جدول التمويل (التمويل المتوسط والطويل الأجل)	37.....
الجدول رقم 03:	الجزء الثاني من جدول التمويل	39.....
الجدول رقم 04:	الفرق بين التأجير التمويلي والتأجير التشغيلي	61.....
الجدول رقم 05:	المقارنة بين التمويل التأجيري والتمويل عن طريق الإقراض	67.....

## قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
الشكل رقم 01:	مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر.....	79