



جامعة غرداية



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مطبوعة بيداغوجية

بعنوان :

محاضرات في مقياس النظرية المالية

موجهة إلى لطلبة السنة الأولى ماستر

تخصص مالية المؤسسة

إعداد : د. اولاد ابراهيم ليلي

السنة الجامعية: 2023/2022



جامعة غرداية



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مطبوعة بيداغوجية

بعنوان :

محاضرات في مقياس النظرية المالية

موجهة إلى لطلبة السنة الأولى ماستر

تخصص مالية المؤسسة

إعداد : د. اولاد ابراهيم ليلي

السنة الجامعية: 2023/2022

تقديم المطبوعة

مطبوعة النظرية المالية هي سلسلة من المحاضرات موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر مالية المؤسسة، وذلك ليتسنى لهم الإلمام بأسس النظرية المالية الإطلاع على أسس الأسواق المالية مع التدقيق في النظريات المالية المرتبطة بالقرارات المالية للمؤسسة وتعرض لبعض النظريات المالية السوق نظراً لتعددتها وتشعبها .

أهداف التعليم:

يفترض أن يكون الطالب بعد دراسته لهذا المقياس ملم بالمفاهيم الأساسية للنظرية، أسس الأسواق المالية من متطلباتها وأهميتها، مع الإحاطة على النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المعارف المسبقة المطلوبة:

معارف مسبقة بالظروف التي تمر بها المؤسسة والتي تتضمن الخطر وعدم التأكد، وإلمام بالسياسات والنظريات المفسرة للهيكل المالي.

محتوى المادة وفق المقرر الوزاري:

1. التذكير بظروف القرار في حالة المخاطرة وعدم التأكد
2. مناهج السيادة العشوائية
3. مدخل للأسواق المالية
4. نظرية الأسواق المالية (الكفاءة والسكونية)
5. النظريات المفسرة للهيكل المالي.

فهرس المحتويات

| الصفحة | العنوان |
|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 04 | تقديم المطبوعة..... |
| 05 | فهرس المحتويات..... |
| 08 | قائمة الجداول..... |
| 08 | قائمة الأشكال..... |
| 09 | مقدمة..... |
| المحور الأول: ظروف القرار في حالة المخاطرة وعدم التأكد | |
| 10 | 1.1. مفهوم المخاطرة..... |
| 10 | 2.1. نظرية الإختيار الإقتصادي في المخاطرة..... |
| 10 | 1.2.1. مبادئ النظرية..... |
| 10 | 2.2.1. مسلمات النظرية..... |
| 12 | 3.2.1. الرهانات..... |
| 12 | 4.2.1. معايير الإختيار الإقتصادي في حالة المخاطرة..... |
| 13 | 5.2.1. دوال المنفعة للعون الإقتصادي..... |
| 14 | 3.1. المخاطرة وموقف متخذ القرار منها..... |
| 14 | 1.3.1. مبلغ المكافئ الأكيد..... |
| 14 | 2.3.1. علاوة المخاطرة..... |
| 15 | 4.1. المقياس كره المخاطرة..... |
| 15 | 1.4.1. المقياس الطلق لكره المخاطرة..... |
| 15 | 2.4.1. المقياس النسبي لكره المخاطرة..... |
| 15 | 3.4.1. المقياس المطلق القطعي لكره المخاطرة..... |
| المحور الثاني: منهاج السيادة العشوائية | |
| 16 | 1.2. مفهوم السيادة العشوائية..... |
| 16 | 2.2. نظرية السيادة العشوائية..... |
| 17 | 1.2.2. أدبيات نظرية السيادة العشوائية..... |
| 18 | 2.2.2. افتراضيات نموذج السير العشوائي..... |

| الصفحة | العنوان |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 18 | 3.2. توضيح الرياضي لنظرية السيادة العشوائية..... |
| 19 | 4.2. نماذج السيادة العشوائية..... |
| 19 | 1.4.2. منهج السيادة العشوائية من الدرجة الأولى..... |
| 20 | 2.4.2. منهج السيادة العشوائية من الدرجة الثانية..... |
| المحور الثالث: مدخل للأسواق المالية | |
| 21 | 1.3. مفهوم الأسواق المالية..... |
| 21 | 1.1.3. تعريف الأسواق المالية..... |
| 22 | 2.1.3. عوامل نجاح الأسواق المالية..... |
| 22 | 2.3. وظائف الأسواق المالية..... |
| 23 | 3.3. أقسام الأسواق المالية..... |
| 25 | 1.3.3. سوق النقد..... |
| 28 | 2.3.3. سوق المال..... |
| 35 | 3.3.3. المشتقات المالية..... |
| المحور الرابع: مدخل للأسواق المالية | |
| 41 | 1.4. مفهوم كفاءة الأسواق المالية..... |
| 41 | 1.1.4. تعريف كفاءة الأسواق المالية..... |
| 42 | 2.1.4. خصائص كفاءة الأسواق المالية..... |
| 43 | 3.1.4. عوامل تعيق كفاءة الأسواق المالية..... |
| 44 | 2.4. شروط كفاءة الأسواق المالية..... |
| 44 | 1.2.4. الكفاءة التسعيرية (الكفاءة الخارجية)..... |
| 45 | 2.2.4. الكفاءة التشغيلية (الكفاءة الداخلية)..... |
| 46 | 3.4. أنواع كفاءة الأسواق المالية..... |
| 46 | 1.3.4. الكفاءة الكاملة..... |
| 46 | 2.3.4. الكفاءة الاقتصادية..... |
| 47 | 4.4. مستويات كفاءة الأسواق المالية..... |
| 47 | 1.4.4. فرض الصيغة الضعيفة..... |

| العنوان | |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 47 | 2.4.4. فرض الصيغة متوسطة..... |
| 48 | 3.4.4. فرض الصيغة القوة..... |
| 49 | 5.4. مؤشرات الأسواق المالية..... |
| 49 | 1.5.4. مفهوم مؤشرات الأسواق المالية..... |
| 51 | 2.5.4. الاستخدامات المؤشرات وكيفية بنائه..... |
| 53 | 3.5.4. بعض مؤشرات الأسواق المالية..... |
| المحور الخامس: النظريات المفسرة للهيكل المالي | |
| 56 | 1.5. مفهوم الهيكل المالي..... |
| 56 | 1.1.5. تعريف الهيكل المالي..... |
| 57 | 2.1.5. خصائص وسمات الهيكل المالي المناسب..... |
| 57 | 3.1.5. مناهج إختيار الهيكل المالي ومؤشراته..... |
| 59 | 2.5. محددات الهيكل المالي..... |
| 59 | 1.2.5. المحددات الكمية..... |
| 60 | 2.2.5. المحددات الكيفية..... |
| 60 | 3.2.5. المحددات الأخرى..... |
| 61 | 3.5. النظريات المحددة والمفسرة للهيكل المالي..... |
| 61 | 1.3.5. النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل..... |
| 63 | 2.3.5. نظرية <i>Modigliani et Miller</i> |
| 66 | 3.3.5. نظرية الحديثة..... |
| 75 | الخاتمة..... |
| 76 | قائمة المراجع..... |

قائمة الجداول

| الصفحة | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|--------|------------------------------|-----------------|
| 35 | المقارنة بين السندات والاسهم | الجدول رقم (01) |
| 48 | صيغ كفاءة الأسواق المالية | الجدول رقم (02) |

قائمة الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|--------|----------------------------------------------------------------|----------------|
| 13 | دالة المنفعة عون يكره المخاطرة | الشكل رقم (01) |
| 13 | دالة المنفعة عون يحب المخاطرة | الشكل رقم (02) |
| 14 | دالة المنفعة عون محايد المخاطرة | الشكل رقم (03) |
| 21 | آلية عمل الأسواق المالية | الشكل رقم (04) |
| 24 | هيكل الأسواق المالية | الشكل رقم (05) |
| 26 | السوق النقدي والبنوك | الشكل رقم (06) |
| 49 | سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاث للكفاءة في سوق الأوراق المالية | الشكل رقم (07) |
| 62 | قيمة المؤسسة حسب نظرية صافي الربح | الشكل رقم (08) |
| 64 | إستقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي | الشكل رقم (09) |
| 65 | قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب | الشكل رقم (10) |
| 67 | الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الإفلاس | الشكل رقم (11) |
| 70 | هيكل رأس المال الأمثل في ظل تكاليف الوكالة | الشكل رقم (12) |

مقدمة

اتخاذ قرارات التمويل يعد جزءًا حيويًا في إدارة المؤسسة، حيث يمثل أحد المحددات الرئيسية لنموها واستدامتها. يتأثر قرار التمويل بشكل كبير بطبيعة النظام المالي، الذي يتسم بتغيره المستمر، مما يخلق تنوعًا في مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة. تلعب الأسواق المالية دورًا بارزًا في تيسير النشاط الاقتصادي من خلال تلبية الاحتياجات المالية لمختلف المؤسسات الاقتصادية. وقد شهدت ظهور العديد من النظريات والمقاربات التي تسعى إلى تفسير اختيار المؤسسة لهيكلها المالي وكيف يؤثر ذلك على قيمتها السوقية.

في هذا السياق، تم تقديم هذه المطبوعة على شكل سلسلة من المحاضرات الموجهة إلى طلبة السنة الأولى في برنامج ماجستير علوم المالية والمحاسبة، متخصصين في مجال مالية المؤسسة بنظام ل.م.د. تم تنظيم هذه المحاضرات وفقًا للمنهج المحدد لهذا المقياس، وتم دعمها بأمثلة تطبيقية تتناسب مع محتوى كل محاضرة. يهدف البرنامج إلى تعزيز فهم الطلاب للمفاهيم المتعلقة بالمبادئ الرئيسية للاستثمار من خلال خمسة محاور رئيسية.

في المحور الأول، يتم إلقاء الضوء على ظروف اتخاذ القرارات في حالات المخاطرة وعدم التأكد. يتناول المحور الثاني منهج السيادة العشوائية. أما المحور الثالث، يُخصص كمدخل للأسواق المالية من خلال استعراض أقسام الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها. يتناول المحور الرابع نظرية الأسواق المالية، بما في ذلك الكفاءة والسكون. أخيرًا، يُكرس المحور الخامس والأخير لاستعراض النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المحور الأول: ظروف القرار في حالة المخاطرة وعدم التأكد

1.1. مفهوم المخاطرة:

يمكن النظر إلى تعريف المخاطرة من عدة زوايا، من خلال ما يلي:
ويعرف الخطر المالي على أنه: "الخسارة التي يمكن التعرض لها نتيجة تهديدات غير المؤكدة".¹

وتعرف المخاطرة من منظور المالي بأنها: "إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي".²
المخاطرة تتبع أساساً من حالة عدم التأكد، وتقدير المخاطر يتطلب تحديد أسبابها و مصادرها، ومن ثم تحديد المقاييس الملائمة لتقديرها.

2.1. نظرية الاختيار الاقتصادي في المخاطرة:

1.2.1. مبادئ النظرية:

في حالة المخاطرة، تتمثل مبادئ نظرية الاختيار الاقتصادي في النقاط التالية:³
➤ الرهانات التي تأخذ قيمة واحدة باحتمال 1 هي قيم أكيدة تعتبر من عناصر فضاء الاختيار S ؛
➤ بناءً على هذه النظرية، يُثبت الزمن ويتم التركيز بشكل أساسي على دراسة المخاطر؛
➤ العامل الاقتصادي يمثل الفرد أو المؤسسة المسؤولة عن اتخاذ القرار، ويكون الفضاء الاختياري S محيط اتخاذ القرار.

➤ لدينا الخيارات التالية: $W_2, W_1 \in S$

➤ نعرف $W_1 \succ W_2$ تعني: W_1 مفضل على W_2

➤ ونعرف أيضاً: $W_1 \sim W_2$ تعني: W_1 و W_2 لهما نفس التفضيل

2.2.1. مسلمات النظرية:

تعتمد نظرية الاختيار الاقتصادي في سياق المخاطر على مجموعة من الفروض الأساسية:

1.2.2.1. قابلية المقارنة:

$\forall W_2, W_1 \in S$

فان العون يختار احدي الحالات التالية:

¹ Gastineau, G.L. Kiritzman, M.P, *The dictionary Of Financial risk management*, Frank J.Fabozzi. associates, New york, 1996, p241

² بلعزوز بن علي وآخرون، إدارة المخاطر، إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص31.

³ دعاس مصعب، نظرية مالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة الأولى ماستر، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2021، ص8.

$$W_2 \sim W_1 \text{ أو } W_1 \xi W_2 \text{ أو } W_2 \xi W_1$$

2.2.2.1. قابلية التعدي:

$$\forall W_1, W_2, W_3 \in S$$

$$W_1 \xi W_2 \text{ و } W_2 \xi W_3 \rightarrow W_1 \xi W_3$$

$$W_1 \sim W_2 \text{ و } W_2 \sim W_3 \rightarrow W_1 \sim W_3$$

3.2.2.1. قابلية الاستمرارية:

تسمى أيضا بالمسلمة الأرخميدسية، وتعني أنه إذا كان الرهان مفضل تماما على الرهان x مفضل تماما على الرهان γ ، ورهان γ مفضل تماما على الرهان z ، فإنه يوجد دائما مزجا احتماليا بين الرهانيين x و z ، $\alpha x + (1 - \alpha)z$ ، حيث $\alpha \in [0,1]$ ، حيث يكون الرهان γ مفضل تماما على الرهان المركب المكون من المزج الاحتمالي للرهنين x و z . وبالعكس أيضا، فإذا كان الرهان x مفضل تماما على الرهان γ ، فإنه لا يوجد رهان ثالث z يسود تفضيليا الرهان ويكون المزج الاحتمالي بين الرهنين x و z . $\beta x + (1 - \beta)z$ مفضل على الرهان γ . ويكتب رياضيا كما يلي:¹

$$\forall x, \gamma, z \in S, x > \gamma > z \Rightarrow \exists \alpha, \beta \in [0,1]: \\ \alpha x + (1 - \alpha)z > \gamma > \beta x + (1 - \beta)z$$

4.2.2.1. قابلية الاستقلالية:

$$\forall X, Y, z \in S$$

إذا كان $X \sim Y$

$$\forall \alpha \in [0,1]$$

$$G(X, Z; \alpha) \sim G(Y, Z; \alpha)$$

$$G(X, Z; \alpha) > G(Y, Z; \alpha)$$

5.2.2.1. قابلية للترتيب:

مهما كانت السلع X, Y, z التي تنتمي إلى مجموعة السلع S ، $\forall x, \gamma, z \in S$ ، فإنه:²
 إذا كانت السلعة x مفضلة على السلعة γ ، والسلعة γ مفضلة على السلعة z ، فإنه بالضرورة السلعة x مفضلة على السلعة z ؛
 إذا كان التفضيل سواء بين السلعتين x و γ ، والتفضيل سواء بين السلعتين γ و z ، فإنه بالضرورة التفضيل سواء بين السلعتين x و z . وكتابة الرياضية:

$$x > \gamma \quad \gamma > z \Rightarrow x > z$$

$$x \sim \gamma \quad \gamma \sim z \Rightarrow x \sim z$$

¹ حمزة غربي، مدخل إلى الاقتصاد المالي: النظرية المالية، منشورات الصفحات الزرقاء، بريكة، الجزائر، 2023، ص 63.

² مرجع نفسه، ص 62.

3.2.1. الرهانات:

يتم اتخاذ القرارات الاقتصادية في سياق المخاطر من خلال فضاء الاختيار "S" ، الذي يشمل مجموعة من البدائل المعروفة باسم الرهانات. يتم تقسيم الرهانات إلى نوعين:¹

1.3.2.1. الرهان البسيط :

عبارة عن متغير عشوائي يمكن ان نرمز له بالرمز W يأخذ القيمة "a" باحتمال "p" او يأخذ القيمة "b" باحتمال (p-1) ويكتب على الشكل التالي:

$$W \sim G (a, b ; p)$$

2.3.2.1. الرهان المركب:

يكتب على الشكل التالي:

$$W \sim G (a_1 , a_2 , a_3 , \dots , a_n ; p_1 , p_2 , p_3 , \dots , p_n)$$

4.2.1. معايير الإختيار الإقتصادي في حالة المخاطرة:

يتم اعتماد على معيارين في الاختيار الاقتصادي في حالة المخاطرة، وهي:²

1.4.2.1. معايير القيمة النقدية المتوقعة:

يتم اتخاذ القرار وفقاً لهذا المعيار الذي يعتمد على البديل الذي يتوقع أعلى قيمة نقدية، حيث يحسب هذا القيمة بواسطة العلاقة التالية:

$$W \sim G (a_1 , a_2 , a_3 , \dots , a_n ; p_1 , p_2 , p_3 , \dots , p_n)$$

$$E(W) = \sum_{i=1}^n w_i p_i$$

$$W_1 \xi W_2 \text{ يكافؤ } E(W_1) > E(W_2)$$

2.4.2.1. معايير القيمة المتوقعة للمنفعة:

يتم اتخاذ القرار وفقاً لهذا المعيار، الذي يعتمد على البديل الذي يتوقع أعلى قيمة منفعة، حيث:

$$\forall W_1, W_2 \in S$$

$$W_1 \xi W_2 \text{ يكافؤ } E[U(W_1)] > E[U(W_2)]$$

بحيث:

$$E[U(W_1)] = \sum_{i=1}^n U(w_i) p_i$$

¹ دعاس مصعب، مرجع سبق ذكره، ص8.

² مرجع نفسه، ص9.

5.2.1. دوال المنفعة للعون الإقتصادي:

إذا كان العون يفضل الكميات الأكبر على الأقل، يمكن التعبير ذلك رياضياً على أساس المنحنى الموافق لدالة المنفعة. في هذه الحالة، إذا كان المنحنى الموافق للدالة متزايداً، أي أن المشتقة الأولى للدالة إيجابية، يتحقق الشرط المطلوب ويمكن التعبير عنه على النحو التالي:

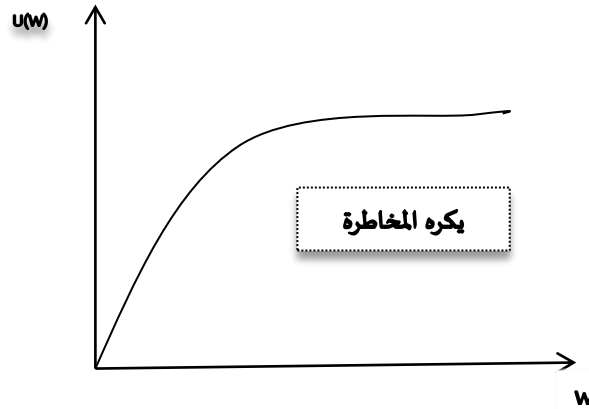
$$U'(w) > 0$$

لـ إذا كان منحنى دالة المنفعة مقعراً، أي أنه يتزايد بمعدل متناقص، فيمكن التعبير عن كره العون للمخاطر بشكل رياضي على النحو التالي:

$$U''(w) < 0$$

ويمثل الشكل الموالي دالة المنفعة عون يكره المخاطرة.

الشكل رقم(01): دالة المنفعة عون يكره المخاطرة

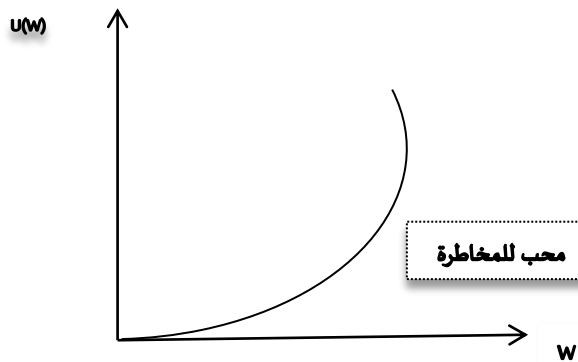


لـ إذا كان منحنى دالة المنفعة محدباً، أي أنه يتزايد بمعدل متزايد، فيمكن التعبير عن تفضيل العون للمخاطرة، كتابته بشكل رياضي على النحو التالي:

$$U''(w) > 0$$

ويمثل الشكل الموالي دالة المنفعة عون يحب المخاطرة.

الشكل رقم (02): دالة المنفعة عون يحب المخاطرة

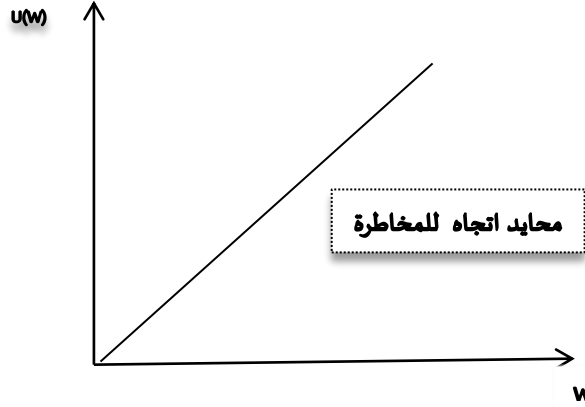


لنقول أن العون محايد تجاه المخاطرة إذا كان منحنى دالة المنفعة محدب عبارة عن خط مستقيم وذو ميل ثابت ويمكن كتابة ذلك رياضياً كالتالي:

$$U''(w) = 0$$

ويمثل الشكل الموالي دالة المنفعة عون محايد المخاطرة.

الشكل رقم (03): دالة المنفعة عون محايد المخاطرة



3.1. المخاطرة وموقف متخذ القرار منها

1.3.1. مبلغ المكافئ الأكيد:

نعرف المبلغ المكافئ الأكيد أنه مبلغ مالي أكيد لا يوجد فيه مخاطرة (لأنه بحوزة العون) يقابل أو يكافئ الرهان أو المشروع الاستثماري الذي فيه مخاطرة، وبعبارة أخرى هو السعر الذي يشتري أو يفتني به الرهان أو المشروع.

وعليه، فإن المبلغ المكافئ الأكيد للعون الذي يكره المخاطرة تماماً دائماً أقل من الرهان المتوقع (متوسط الرهان). وهذا ما يؤكد تحذب دالة منفعة العون الذي يكره المخاطرة. إذا فإذا كانت u دالة النفعة عون ما، وواجه هذا العون الرهان L (البسيط أو المركب) فإن المبلغ المكافئ الأكيد CE للرهان L يعرف كما يلي:¹

$$CE \sim L \Leftrightarrow u([CE(L); 1]) = u(L) = u(CE)$$

2.3.1. علاوة المخاطرة:

هي المبلغ الذي يدفعه العون لتخلص من المخاطرة مثل: الدفع لشركة التأمين، ويمكن حساب علاوة المخاطرة حسب *Pratt Arrow* بالعلاقة التالية:²

$$PR = 1/2\delta^2 [-U''(w_0)/ U'(w_0)]$$

بحيث:

¹ غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 86

² مريم بلقيلي، نظرية مالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة الأولى ماستر، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي، شلف، 2019، ص 9.

$$\delta^2 = \sum [w_i - E(w)]^2 \cdot P_i$$

4.1. المقياس كره المخاطرة:

تعطي المنفعة المتوقعة إطارا نظريا لتحليل مواقف الأعوان اتجاه المخاطرة، ومنها نذكر:¹

1.4.1. المقياس المطلق لكره المخاطرة: *aversion risk Absolut*

هو يشير إلى ذلك المبلغ المستثمر بالقيمة المطلقة في الأصول الخطرة، بحيث بحسب العلاقة

التالية:

$$ARA = - U''(w_0) / U'(w_0)$$

بمعنى إذا كان هذا المؤشر متناقص **ARA** هذا يشير إلى ارتفاع المبلغ المستثمر في الأصول

الخطرة.

2.4.1. المقياس النسبي لكره المخاطرة: *aversion risk Relative*

يشير لنصيب أو لنسبة الإستثمار من الثروة في الأصول الخطرة فإذا كان هذا المقياس متناقص

في الثروة هذا يعني أن العون يستثمر ينسب متزايدة في الأصول الخطرة، أما إذا كان ثابت هذا يعني

أن نسبة الإستثمار في الثروة تبقى ثابتة. وبحسب بالعلاقة التالية:

$$RRA = W \times ARA$$

3.4.1. المقياس المطلق القطعي لكره المخاطرة:

يمكن تعريف المقياس المطلق القطعي لكره المخاطرة **HARA** حسب ميرتون **Merton 1971**

بدالة منفعتها كما يلي:²

$$T(w) = \alpha + bw$$

ودالة المنفعة عموما الشكل الرياضي الموالي:

$$u(w) = \begin{cases} \ln(w + \alpha), & \text{if } b = 1 \\ -\alpha^{-w/\alpha}, & \text{if } b = 0 \\ (b - 1)^{-1}(\alpha - bw)^{(b-1)/b} & \text{otherwise} \end{cases}$$

¹ مريم بلقبلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 10-11.

² حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 81.

المحور الثاني: منهج السيادة العشوائية

1.2. مفهوم السيادة العشوائية

يعتبر *Maurcie Kendall* في 1953 هو أول من طرح فكرة الحركة (السيادة) العشوائية عندما أجرى اختباراً على 22 سلسلة زمنية سعرية لقطاعات متعددة امتدت في أغلبها للفترة (1938-1928)، محاولاً تحن وتقلباتها تبعاً لسوكها السابق، إلا أن بحثه كان دون جدوى فلم يخرج بنتيجة لوجود منحنى ثابت لحركة سلسلة الأسعار قيد الدراسة، وتغيراتها عشوائية من نقطة لأخرى تليها بما يسمح بتغطية أي اتجاه ثابت ومنتظم لحركة الأسعار، وبذلك ظهرت العشوائية للنقاش في الوسط المالي¹.

وقدم *L. Bachelier* في 1900 أطروحة دكتوراه بين فيها أن أسعار السوق تعكس جميع الأحداث الماضية والحاضرة، ولكن لا تظهر غالباً علاقة مع تغيرات الأسعار، قام بعده *Pearson* في 1905 بتقديم مفهوم الحركة العشوائية، حيث استخدمه *Kendall* في 1953 عند تحليل عدد من السلال الزمنية السعرية الأسبوعية، ووجد أن حركة الأسعار في هذه السلاسل عشوائية، أي أن احتمال تحرك الأسعار صعوداً يماثل احتمال هبوطها دون أي دور اما حدث في الماضي².

2.2. نظرية السيادة العشوائية:

تعتمد هذه النظرية على نموذج الحركة العشوائية للأسعار *The Random Walk Model* الذي يقوم على فكرة جوهريّة وهي أن لكل فترة معلومات خاصة بها. وطالما أن الأسعار تتحدد بالمعلومات الواردة في لحظة ما، فسيكون لكل فترة سعر خاص. ولما كانت المعلومات ترد إلى السوق في فترة ما بطريقة عشوائية، فإن الأسعار هي الأخرى تتغير بالطريقة ذاتها. فالسلسلة الزمنية للتغيرات السعرية (بالتالي عوائد الأوراق المالية) ستكون من فترة لأخرى مستقلة عن بعضها، الأمر الذي يجعل من تحليل الأسعار الحالية والماضية عديم الجدوى في عملية التنبؤ بالتغيرات السعرية أو العوائد المستقبلية للورقة المالية³.

كان *Fama* عام 1965 قد قدم في معرض بحثه المقدم حول نظرية الحركة العشوائية شرحاً للأساليب التي يعتمدها المحترفون في السوق المالية لتوقع حركة أسعار الأسهم، حيث جسدت هذه النظرية نقله نوعية في مجال السوق المالية والفكر المالي، الأمر الذي جعلها موضع اهتمام الكثير من

¹لمياء أوضافية، النظرية المالية، ط1، الدار الجزائرية، بئر الخادم، الجزائر، 2023، ص39.

²مرجع نفسه، ص39.

³ليث الياس العنيني، اختبار كفاءة الأسواق المالية على المستوى الضعيف: دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان، المعهد العالي لإدارة الأعمال، تخصص: مالية ومصارف، السورية، 2022، ص21.

المحللين والإحصائيين حتى من قبل أساتذة الجامعات الذين قدموا العديد من الأبحاث في هذه النظرية وتقنياتها.¹

وعرف *Mustafa* سنة 2004 على أنها: "تشير الحركة العشوائية إلى ان سلسلة تقلبات أسعار السهم عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتقلبات أسعار الأسهم في الفترة المستقبلية من خلال الأحداث الماضية".²

يعتبر *Okpara* أن عشوائية حركة أسعار الأوراق المالية تدل عدم انتظام حركة أسعار الأوراق المالية يعكس استنتاجاً بأن التقلبات في حركة الأسعار التاريخية لن تعيد نفسها، مما يعني أن التغيرات في حركة الأسعار هي مستقلة تماماً عن الأنماط السابقة.

1.2.2. أدبيات نظرية السيادة العشوائية:

تمثلت أدبيات النظرية في 03 تيارات أو 03 مدارس، وهي:³

➤ المدرسة الأمبيرية أو النفعية؛

➤ المدرسة النظرية أو مقارنة التضعيف الحصري؛

➤ المدرسة النظرية أو مقارنة التضعيق الحصري؛

➤ تيار عدم تماثل المعلومات.

▲ يعتبر *Louis Bachelier* رائد التيارين الأول والثاني، ويعتبر *Fama* المدافع الأول عن تيار

النفعية. حيث يقدم هذا التيار تعريفاً تطورياً للكفاءة.

▲ التيار الثاني الذي يمثله *Paul Samuelson* الذي يدافع عن مدلول التوقعات الرشيدة؛

▲ التيار الثالث وهو نظري وقد بدأ مع المقال *Grossman* وتطور مع منتصف التسعينات مع ما

يعرف بـ *Paradoxes de grossman-Stiglitz 1980*

¹حسن علي، تحليل الحركة العشوائية الأسعار الاسهم في ظل كفاءة سوق الاوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: المصارف والتأمين، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص62.

² *Okpara, Godwin C., Stock Market Prices and the Random Walk Hypothesis: Future Evidence from Nigeria, journal of Economics and International Finance, 2(3), 2010, p49-57.*

³هني محمد نبيل وغرابة زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في اطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة: دراسة حالة المغرب والكويت، مجلة أبحاث اقتصادية، جامعة بسكرة، العدد 11، 2012، ص54.

2.2.2. افتراضيات نموذج السير العشوائي:

ينطوي نموذج السير العشوائي على عدة افتراضيات تشكل الأساس لمضمونة في القياس والإختبار:¹

- تكون المعلومات عشوائية؛
- يكون ورود المعلومات إلى السوق بشكل عشوائي؛
- تؤدي إلى تغيرات عشوائية في أسعار الورقة المالية؛
- تغيرات السعر المتعاقبة هي تغيرات مستقلة وموزعة توزيعاً احتمالياً متماثلاً.

3.2. توضيح الرياضي لنظرية السيادة العشوائية:

السير العشوائي هو مساء المتغير عبر الزمن والذي يظهر عدم وجود صيغ للتنبؤ بأسعار الأسهم على الإطلاق، إذا كان السعر P يتحرك في السير العشوائي فإن قيمة P في أي فترة تكون مساوياً لقيمة P في الفترة التي سبقت زائد أو ناقص بعض المتغير العشوائي وهذا يعني أن أسعار السوق الحالية هي أفضل مؤشر لأسعار السوق في المستقبل مع حد الانحراف الذي يكون عشوائياً بطبيعته في السوق ذات الكفاءة أنه من غير الممكن أن يتم تحقيق إرباح بناءً على المعلومات السابقة وبالتالي التنبؤ بالأسعار المستقبلية مشروطاً بالأسعار الماضية في المتوسط الذي يجب أن يكون صفر.²

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

وبافتراض أن مؤشر سعر السهم يمكن أن تبقى ثابتاً في الوضعية t أو الانتقال إلى الأعلى باتجاه الوضعية $t+1$ أو يتراجع إلى أسفل باتجاه الوضع $t-1$ والاتجاهات العشوائية لكل انتقالات التي حدثت في وقت سابق.

وبشكل أكثر تحديداً، إذا كانت S_n تدل على موقع أسعار الأسهم في الوقت n فإن السلوك العام للتسلسل S_n يمثل النموذج:³

¹ريمة بلفيطح، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر: تحليل سلوك المؤشر *Dzair Index* للفترة

2008-2015، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة مسيلة، العدد 17، 2017، ص 268.

² 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، جامعة بابل، العدد 11، 2014، ص 114-115.

³سليم مجلخ، النظرية المالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة أولى ماستر، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2018، ص 46.

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

حيث : هي X_n متغيرات عشوائية مستقلة ، ومن ثم يكون:

$$S_n = S_0 + \sum_{j=1}^n X_j$$

حيث:

S_0 : نقطة الإنطلاق

X_j : المتغيرات العشوائية المستقلة الموزعة بالتساوي كل متغير يأخذ إما القيمة 1- مع احتمال 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 اسعار الأسهم لن تتبع أنماط واتجاهات التوقع، وان التقلبات التي تحدث في الماضي لأسعار الأسهم لا يمكن استخدامها للتنبؤ بتغيرات الأسعار في المستقبل، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتغيرات أسعار الأوراق المالية من خلال التحركات السابقة لأسعار الأسهم. ويذكر *Mujtaba* في سنة 2012 ان فرضية السير العشوائي هي نظرية مالية تنص على أن الأسعار السائدة في اسواق الأسهم لا يمكن التنبؤ بها كونها تتبع صيغ عشوائية فريدة من نوعها، اذ لا يمكن تحليلها بشكل كامل نظرا لإتاحة كل المعلومات لكل فرد في الأسواق المالية، والعشوائية في الأسعار تقيد قدرات المستثمرين على ان يتفوقوا على السوق وكسب ارباح غير عادية.¹

4.2. نماذج السيادة العشوائية:

يمكننا أن نميز نموذجين نلخصها في الآتي:

1.4.2. منهج السيادة العشوائية من الدرجة الأولى:

ليكن X متغير عشوائي بدالة توزيع تراكمي $F_x(w)$ وليكن Y متغير عشوائي بدالة توزيع تراكمي F_y فنقول أن X يسود Y ($X \succ Y$) إذا كان F_x : يسود F_y وإذا فقط إذا كان:²

$$EU(x) > EU(y) \text{ و } U' > 0$$

وبالتالي نعرف السيادة العشوائية من الدرجة الأولى بان جميع الأعوان الذين يفضلون الأكثر على الأقل، يفضلون X على Y ($X \succ Y$)

2.4.2. منهج السيادة العشوائية من الدرجة الثانية:

¹الحسناوي سالم صلال راهي والعبادي هشام عبد الخضر سكر، دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق في سوق العراقي المالي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، المجلد 13، العدد 52، 2019، ص 9.
²دعاس مصعب، مرجع سبق ذكره، ص 16.

ليكن x متغير عشوائي بدالة توزيع تراكمي $F_x(w)$ وليكن y متغير عشوائي بدالة توزيع تراكمي F_y
(w) نقول أن x يسود y ($D_2 Y$) إذا كان F_x : يسود F_y وإذا فقط إذا كان ¹:

$$EU(x) > EU(y) \text{ و } U' > 0, U'' < 0$$

و بالتالي نعرف السيادة العشوائية من الدرجة الثانية بان جميع الأعوان الذين يفضلون الأكثر على الأقل وكرهون المخاطرة، يفضلون x على y ($D_2 Y$) حيث:

$$\forall w: H'(w) = \int_{-\infty}^w F(x) - F(y) \leq 0$$

¹ دعاس مصعب، مرجع سبق ذكره، ص 18.

المحور الثالث: مدخل للأسواق المالية

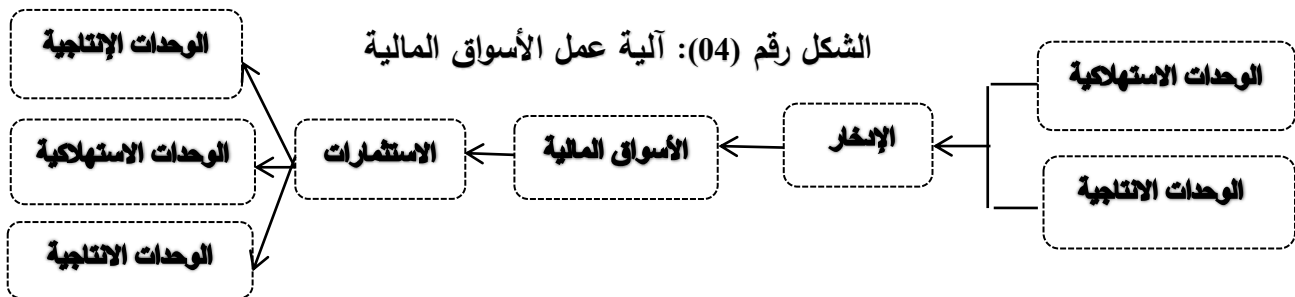
1.3 مفهوم الأسواق المالية:

1.1.3 تعريف الأسواق المالية:

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (*Collegen marcaterum*) في القرن الخامس قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، وفي نهاية القرن الثالث عشر بدأت بيوت التجارة والصرافة بالهجرة من إيطاليا إلى بلاد الفلندر، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج *Bruge* البلجيكية، وأصبح هذا المكان مهب للتجارة ورجال الأعمال، وكانت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724 وفي بريطانيا بأوائل القرن التاسع عشر، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة عام 1821 في شارع وول ستريت.¹

الأسواق المالية هو قناة للربط المالي، بين المدخرات المتدفقة من العوامل والأعمال إلى متطلبات الإنفاق من الاستثمار واستهلاك.²

الأسواق المالية هي: "الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الإستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو الطويلة الأجل من خلال تداول الأداة المالية المناسبة، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق".³ والشكل الموالي يبين آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة به.



المصدر: دريد كمال آل شبيب، مقدمة الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص248.

¹ دلال بن سميحة وجهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة جلفة، المجلد3، العدد1، ص ص215-216.

² محمد عزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013، ص5.

³ ارشد فؤاد التيمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص92.

2.1.3. عوامل نجاح الأسواق المالية:

من أجل نجاح قيام السوق المالي يجب توفر بعض الشروط منها ما هو موضوعي ومنها ما هو شكلي، نذكر:¹

• وجود عدد مناسب من شركات المساهمة العامة الناجحة الرابحة كالبنوك والصرافات وشركات الاستثمار الصناعية والخدمية وشركات التأمين؛

• ارتفاع نسبة الوعي الادخاري عند الأفراد وانتشار ثقافة الأوراق المالية؛

• عدم وجود قيود غير ضرورية تحد من حرية التداول في السوق خصوصاً فيما يتعلق بتداول الأجانب والقيود على حركة رأس المال الأجنبي؛

• توافر نظم المعلومات المالية الحديثة التي يمكن من التعرف على المركز المالي الحقيقي للشركات والمؤسسات المالية؛

• كما ويلعب الموقع الجغرافي للسوق المالي ومدى ارتباطه بالأسواق الدولية دوراً هاماً في نجاحه؛

• أما وجود الحوافز الربحية التي يمكن المستثمر من الحصول على عائد مجز عن استثماراته فلا غنى للسوق عنها، فهي الرافع لحركة ومستوى التداول بالسوق؛

• تنوع أدوات الاستثمار في السوق من أسهم وصكوك وسندات وصناديق استثمارية، بحيث تتيح

خيارات متعددة أمام المستثمرين والمدخرين للتعامل فيها وفق رغباتهم؛

• صدوق القوانين والنظم واللوائح الخاصة بتنظيم الأسواق المالية من قبل الجهات التشريعية بالدولة على ان تتسم بالمرونة الكافية لتسهيل عمليات التداول المشروعة.

2.3. وظائف الأسواق المالية:

تؤدي الأسواق المالية وظائف متعددة تتمثل فيما يلي:²

➤ تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة وتسد الفجوة التمويلية للمشاريع في حالة عزوف المصارف عن تمويلها؛

➤ تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية ان تنفذ سياستها المالية والنقدية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة؛

➤ جذب الأموال من الخارج للبلد للمساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة، وقد عزز هذا الدور مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الإقتصادي واستخدام تكنولوجيا المعلومات والاتفاقات الدولية الثنائية ومتعددة الأطراف؛

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص26.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009، ص178.

➤ الموائمة بين وحدات الفائض والعجز أي أنها تقوم بتجميع المدخرات من وحدات الفائض وتحويلها إلى وحدات العجز مما يساهم في ارتفاع النمو الاقتصادي من خلال زيادة الانتاج واستغلال الموارد الاستغلال الأمثل؛

➤ توفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية والمجالات الاستثمارية وأتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها كالأسهم العادية والسندات والمشتقات المالية، وتوفير حرية انتقال الأموال بين والمستثمرين بهدف رفع معدلات التداول والأسواق لزيادة نشاط الأسواق وتعمل على رفع كفاءة انجاز الصفقات وتخفيض الكلفة مما يزيد من حجم التعامل؛

3.3. أقسام الأسواق المالية:

يمكن تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق مالية تهدف إلى تداول أدوات رأس المال وأسواق مالية تضم أدوات سوق النقد، وأسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق المشتقات المالية، أما أسواق النقد فتشمل أسواق الخصم وعمليات السوق المفتوحة وأسواق النقد تحت الطلب. شكل الموالي يوضح أنواع الأسواق والأدوات المالية التي تداولها في الأسواق المالية.

الشكل رقم (05): هيكل الأسواق المالية



المصدر: الحناوي محمد صالح و ابراهيم العيد، البورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية،

2002، ص 47

وفيما يلي نتناول بشكل مختصر كل سوق من هذه الأسواق.

1.3.3. سوق النقد:

1.1.3.3. تعريف السوق النقدي:

أسواق النقد *Money Market* هي التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وكذلك من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.¹

تعريف السوق النقدية بأنها: "معاملات تقوم على منح الائتمان لمن يحتاج، سواءً كانت الحكومة أو الأفراد، لمدة لا تتجاوز السنة، ويتولى الجهاز المصرفي ممثلاً في البنك المركزي والبنوك التجارية القيام بهذه العمليات".²

يؤدي سوق النقد دوراً مهماً في الاقتصاد الوطني، تنعكس أهمية هذا الدور في الجوانب الآتية:³

- تأمين السيولة للجهاز المصرفي في حيث تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة؛
- يوفر السوق فرصة لمنشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطره منخفضة جداً وذات قابلية تسويقية عالية؛
- يؤدي سوق النقد دوراً مهماً في السياسة النقدية للدولة إذ يقوم البنك المركزي بأحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل المباشر وغير المباشر في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.

2.1.3.3. الأطراف المتعاملة في السوق النقدي:

تنقسم السوق النقدية إلى فرعين على أساس نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما:⁴

Ⓒ سوق الخصم أو السوق ما بين البنوك: ويعد السوق الذي يتم فيه خصم الأدوات المالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها: الأوراق التجارية العادية الكمبيالات والسندات الإذنية، القبولات المصرفية، أذون

¹ عبد الغفار حنفي وسمية زكي قرياقص، المنشآت المالية: دورها في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2014، ص 407

² مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، ص 88.

³ غصون كاظم عبيد آل جار الله، دور الأسواق المالية في التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص في بلدان مختارة وامكانية الاستفادة منها في العراق، مذكرة الماجستير، تخصص: العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصادية، جامعة كربلاء، العراق، 2018، ص 11.

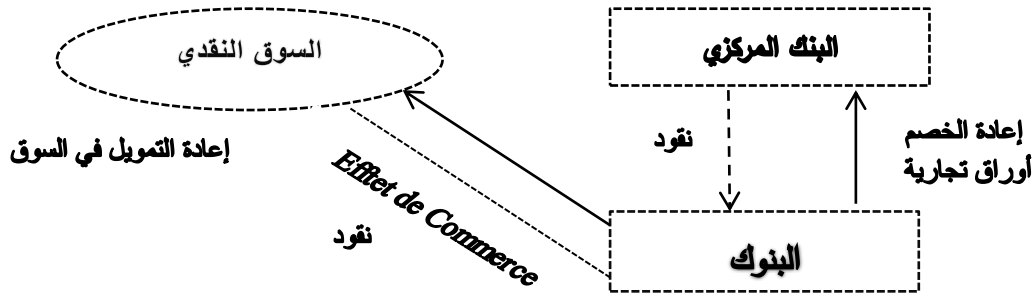
⁴ نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001-2015)، أطروحة دكتوراه، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015، ص 11.

الخزانة ويترأس البنك المركزي جلسات هذه السوق وبعد كأحد الفاعلين فيه، بالإضافة إلى البنوك التجارية التي تعرض أوراقها لإعادة الخصم لدى البنك المركزي؛

● **سوق القروض قصيرة الأجل:** وتشمل هذه السوق على العروض والطلبات على جميع القروض قصيرة الأجل، التي تتراوح فترة استئاقها بين أربعة وعشرون ساعة لتصل حتى سنة كاملة ويتعامل فيها بشكل أساسي كل من أو أفراد من ناحية، والبنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

3.1.3.3. هيكل السوق النقدي:

الشكل رقم (06): السوق النقدي والبنوك



المصدر: عبد اللطيف مصيطفى ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة

حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015، ص17

● **إعادة التمويل Refinancement:** عملية يهدف بها البنك التجاري الحصول على النقود المركزية

الضرورية لنشاطه، هذه النقود تمويل مباشرة عن طريق البنك المركزي أو عن طريق السوق النقدي؛

● **إعادة الخصم Réescompte:** عملية أين البنك المركزي يورد السيولات للبنوك التجارية ويحصل

مقابل ذلك على أوراق قروض خاصة كسندات السحب أو السندات حكومية كسندات الخزينة¹.

3.1.3.3. أدوات السوق النقدي:

تتألف أدوات الاستثمار في سوق النقد من الأدوات التالية:

➤ **أذونات الخزينة:** هي أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3-12 شهرا تصدر من قبل

الحكومات وتصنف ضمن الأوراق المالية القصيرة الأجل، حيث يتم تداولها في السوق الثانوي على

أساس الخصم. وتصدر الحكومات هذه الأذونات لمواطنيها، بغرض تشجيعهم على الإدخار،

وتحقيق ذلك يتم إصدارها بشروط مغرية. وفي أغلب الأحيان تصدر اذونات الخزينة بقيم اسمية،

يتسلم المستثمر القيمة الاسمية كاملة عند تاريخ الإستحقاق. ويتم تداول أسعار الخصم بالنسبة

لأذونات الخزينة على أساس سعريين هما:²

¹ عبد اللطيف مصيطفى ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن

العصرية، بيروت، لبنان، 2015، ص17.

² محمد الفاتح محمود بشير المغربي، الإدارة المالية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2014، ص37.

* **سعر الشراء:** وهو الثمن الذي يرغب المستثمر حامل الإذن في بيعه، عن طريق الوكيل في السوق المحلي؛

* **سعر البيع:** وهو الثمن الذي يطلبه وكيل من مستثمر، يرغب في شراء أدوات خزانة في السوق المالي.

➤ **اتفاقيات إعادة الشراء:** هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جداً ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الإقتراض باللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في اقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به.¹

➤ **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** هي تعتبر أدوات دين تعطي لحاملها الحق في مقابل وديعة بنكية مودعة لأجل محدد، حيث تقوم البنوك التجارية عادة بإصدار مثل هذه الشهادات بقيمة اسمية مختلفة، ولأجل زمنية متفاوتة حسب مدة الوديعة التي تكون داخل عام دائماً. ومن مزايا هذه الشهادة أنها:²

- ترضي طموح المستثمرين من حيث العائد؛
- تفي بمتطلبات المؤسسات المصرفية من حيث الاستقرار؛
- تمتاز الشهادات بإمكانية بيعها، والحصول على قيمتها السوقية، والتي غالباً ما تكون أعلى من القيمة الإسمية للشهادة.

➤ **القبولات المصرفية:** تعد من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً من محدداً من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة مقبول *Accepted*.³

➤ **اليورو دولار:** لقد ازدادت ودائع الشركات الأمريكية بالدولار في بنوك غير أمريكية نتيجة زيادة المعاملات التجارية العالمية التي تقوم بها الشركات الأمريكية بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية وأطلقت على هذا النوع من الودائع طمعا في الحصول على اسعار فائدة أعلى.⁴

¹ تمار أمين وحنان سلاوتي، واقع وآفاق الأسواق المالية وظل العولمة المالية: دراسة حالة الدول النامية، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، جامعة تيارت، المجلد 04، العدد 01، 2021، ص 157.

² محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

³ ابن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، ط 1، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 45.

⁴ غصون كاظم عبيد آل جار الله، مرجع سبق ذكره، ص 16.

2.3.3. سوق رأس المال:

1.2.3.3. تعريف سوق رأس المال:

سوق رأس المال هي: "التي تتداول فيها الأصول المالية طويلة الاستحقاق مثل السندات طويلة الأجل والأسهم سواء كانت عادية وممتازة"، وفي هذه الأسواق يلعب العائد دور كبيراً في حركة التدفقات المالية بين الأصول المالية المختلفة ولذلك تتحدد حركة التدفقات في الأسواق الرأسمالية وفقاً لأسعار الأصول المالية المتداولة والعوائد والمخاطر المرتبطة بهذه العوائد، أما السيولة لا تلعب دور هذه الأسواق".¹

وتعرف كذلك على أنها: "تلك السوق التي تتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضاً ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعاً من السوق لكنها أكثر تنظيماً".²

2.2.3.3. أهمية سوق رأس المال:

تأتي أهمية سوق رأس المال من خلال الدور الذي تلعبه ويمكن حصر أهمها فيما يلي:³

- ▲ تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل ؛
- ▲ من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة؛
- ▲ تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم؛
- ▲ مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية. أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الإقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار - وهو ما يعد مؤشراً لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللين الإقتصاديين وجهات نظرهم بشأن الحالة وشان الترتيبات المقترحة لمواجهةها.
- ▲ حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاضها كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.

¹ إيمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل المشاريع النمو الاقتصادي، مجلة أبحاث الاقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، المجلد 10، العدد 1، 2016، ص 61-62.

² تمار أمين وحنان سلاتوي، مرجع سبق ذكره، ص 157.

³ عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال: التجربة الماليزية أنموذجاً، مذكرة ماجستير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص 12.

3.2.3.3. أنواع سوق المال:

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى من:

أ. **السوق الأولية:** هي الأسواق التي يتم فيها إصدار جميع الإصدارات "الجديدة" من الأوراق المالية. ففي هذا السوق تقوم الشركات والوحدات الحكومية بإصدار أوراقها المالية، بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية، وهذه الأوراق قد يتم شراؤها "مباشرة"، سواء من قبل المنشآت المالية أو المستثمرين لآخرين، الذين تتوافر لديهم أموال للاستثمار.¹

ب. **السوق الثانوية:** يسمى سوق التداول *Secondary Market*، وفي هذا السوق تتم إعادة التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراء والتي سبق إصدارها في السوق الأولى الرئيسي، إن البائع للورقة في هذا السوق يحصل على النقود مقابل الورقة ولكن المصدر الرئيسي للورقة المالية لا يحصل على نقود جديدة مقابلها.²

وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى كل من:

➤ **أسواق الأوراق المالية المنظمة:** وتتمثل في البورصة، التي تتميز بوجودها في موقع جغرافي محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية (لكافة أنواع وأشكال الأسهم والسندات) المسجلة في تلك السوق والمستوفية لشروطها والتي تم إصدارها في السوق الأولية، ويحكم تعاملاتها قواعد ولوائح رسمية منظمة تحت إشراف وإدارة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى هيئة البورصة.³

➤ **أسواق الأوراق المالية غير المنظمة:** هي عبارة عن أسواق متنقلة وليست محددة بمكان معين وفيها يتم تداول الأوراق المالية من قبل المتعاملين والسماسة في مواقع مختلفة ومن خلال استخدام الحاسوب للاتصال فيما بينهم. حيث يستطيع المتعاملون متابعة حركة الأسعار والعرض والطلب وهو الأمر الذي يجعل من هذه الأسواق أسواق تنافسية. ولا تختلف الأسعار في الأسواق المنظمة عن مثيلتها في الأسواق غير المنظمة.⁴

وتنقسم الأسواق غير منظمة إلى:

* **السوق الثالثة:** ويتكون من الوسطاء والسماسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق. هؤلاء الوسطاء دائماً على استعداد لشراء وبيع الأوراق وبأي كمية، وهم من المنافسين الأقوياء لأعضاء السوق المنظمة، ويتمثل جمهورهم في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق الضمان الإجتماعي والمعاشات والبنوك الاستثمارية وبيوت السمسرة

¹ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² الإفندي محمد أحمد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2018، ص 157.

³ ابن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 28.

⁴ الإفندي محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 158.

الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ويتميز هذا السوق بفرصة التفاوض حول العمولة للوصول بها إلى الحد الأدنى وذلك بإعتبار أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بحد ادنى للعمولة، كما أنهم غير ملزمين يدفع رسوم عضوية للسوق¹.

***السوق الرابعة:** حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية وتسمى حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقاً لحجم التعامل².

4.2.3.3. أدوات الإستثمار في سوق رأس المال:

وفيما يلي سنتطرق إلى أهم الأدوات المتداولة في السوق المالية:

أ. أدوات الملكية:

وتتمثل أساساً في الأسهم، إذ يندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز بعدة خصائص ومزايا.

للأسهم العادية: تعرف على أنها سند ملكية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل حيث أن ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة³ ويمكن للسهم العادي أن يأخذ القيم التالية⁴:

➤ **القيمة الإسمية:** تتمثل في القيمة المكتوبة على قسيمة السهم وهي القيمة الأصلية المنصوص عليها عادة في عقد تأسيس الشركة.

➤ **القيمة الدفترية:** هي القيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة- مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

➤ **القيمة السوقية:** وهي تمثل القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أو أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية.

¹أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 37-38.

²عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الإستثمار في الأوراق المالية: مدخل اتخاذ القرار، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2012، ص73.

³مختار حميدة، مرجع سبق ذكره، ص116.

⁴منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الاسكندرية، مصر، 1993، ص7.

وتتسم الأسهم العادية بالخواص التالية:¹

* إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة *Statut* أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون، عادة ما تصدر الشركات عددا من الأسهم العادية أقل من ذلك العدد المحدد في القانون الأساسي حتى تترك مجالا للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور، ومقابلة بعض الاختيارات والأوراق القابلة للتبديل... الخ؛

* بالإمكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الأسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل؛

* أما في حالة افلاس الشركة أو تصفيتها فهم يحصلون على حقوقهم بعد كافة الدائنين وبعد حملة الأسهم الممتازة؛

* إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاعف إلى ما يمتلكونه سابقا من أسهم.

للأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين - فهي تشبه السندات من حيث ثابت العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك الحال عند التصفية - وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الإتجاه الحالي لتكوين إحتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.² وتتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص يمكن ذكر منها بما يلي:³

➤ المؤسسة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح؛
➤ التوزيعات محددة بمقدار معين؛

➤ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة؛

➤ إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة لأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للمؤسسة.

¹ مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال: دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، مذكرة ماجستير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص32.

² عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص41.

³ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، المنشآت المالية: دورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص413.

ب. أدوات الدين (السندات):

هو صك قابل للتداول يدين به حامل الشركة بمبلغ من المال قدم على سبيل القرض طويل الأجل، يعقد هن طريق الاكتتاب العام ليمنحه الحصول على الفوائد المشروطة أثناء المدة المحددة لبقائه، واقتضاء دينه عند انقضاء أجله.¹

ويمكن تعريفها كذلك: "هي صكوك متساوية القيمة، تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، تثبت حق حاملها فيما قدموه من مال، أو إقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد إستحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية".²

ج أنواع السندات:

للسندات أنواع عديدة تتمثل أهمها في الآتي:

- **السندات ذات الدخل:** لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.³
- **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي تمنح الحق للشركة باستدعائها بعد مرور فترة محددة من إصدارها، ويكون ذلك من خلال شراء السندات نقداً من أسواق التداول أو باستدعاء هذه السندات لقاء علاوة إضافية تمنح إلى حاملها بالإضافة إلى قيمة السند الأصلية.⁴
- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** تصدر هذه السندات بعقد صريح في الإصدار يعطى لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد، فمثلاً إذا صدر السند بقيمة اسمية مقدارها 100 دينار وكان قابل للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 40 دينار للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فإن لحامل هذا السهم الحق في تحويله في أي لحظة خلال الفترة المسموح بها للتحويل وهي ثلاث سنوات إلى 25 سهماً عادياً، وتوفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي وأمان السند.⁵

¹ مختار حميدة، مرجع سبق ذكره، ص 118.

² قط سليم، مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص 96.

³ مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁴ دريد كمال آل شبيب، مقدمة الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 215.

⁵ بتسام قواجلية، دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية: دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية، أطروحة دكتوراه، تخصص: تجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، محمد خيضر، بسكرة، 2020، ص ص 37-38.

- السندات الحكومية: تصدر الحكومات في مختلف البلدان عن طريق البنك المركزي، سندات متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً من طرف الدول، لتغطية مصاريفها من الإنفاق العام او استعمالها كأداة للسياسة النقدية، لامتصاص السيولة، وهي تنقسم بدورها إلى : السندات الإدخارية، السندات الخزينة، سندات البلدية، سندات الاستثمار.¹

- السندات التي لا تحمل معدل فائدة: وهي تلك السندات التي تتضمن قيمة كوبون ثابت طول الأجل للسند وتكون متفق عليها مسبقاً ضمن شروط الإصدار ويتم سداد هذه الفوائد في تاريخ محدد من كل عام، وهذه النوعية من السندات تضمن لحاملها عائداً ثابتاً وهو ما يرغبه الكثير من المستثمرين، وتتأثر هذه السندات بأي تغيرات تطرأ على أسعار الفائدة في السوق في الآجال القصيرة، نظراً للعلاقة العكسية بين أسعار السندات السوقية وسعر الفائدة السوقية.²

- السندات متقاسمة الأرباح: وهذه الميزة تمنح لغرض تشجيع المستثمرين للاكتتاب بالسندات كونها تمنح المستثمرين في هذا النوع من السندات امتيازاً إضافياً، بالإضافة إلى الفائدة الثابتة فإنه يشارك حامل السهم العادية بنسبة من الأرباح التي تحققها الشركة وتحدد هذه النسبة في شروط الإصدار.³

⊕ مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات:

يمكن تناول مختلف المزايا والمخاطر المتعلقة بالاستثمار في السندات من خلال ما يلي:

▲ مزايا الاستثمار في السندات: يمكن للمستثمر في السندات أن يستفيد من عدة مزايا، منها ما يلي:⁴

- ثبات العائد واستمراره *Stability and Continuity Of Return*: لأن كوبون السند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة على عكس ما هو الحال لتوزيعات السهم *Dividend* والذي لا يدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحاً يكفي للتوزيع وبعد توصية بذلك من مجلس إدارة الشركة تخضع لموافقة الجمعية العمومية للمساهمين؛

- ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر *Security Principal*: فالسند يصدر في الغالب مضموناً إما بأصل محدد من أصول الشركة، أو بجملة أصولها، بالإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند عن حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء على الشركة عند تسهيل أصولها سواء بسبب التصفية أو بسبب الإفلاس؛

- كما توفر بعض أنواع السندات (الحكومية مثلاً) للمستثمر فيها ميزة الإعفاءات الضريبية؛

¹ محمد عزال، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

² قط سليم، مرجع سبق ذكره، ص 104.

³ دريد كمال آل شبيب، مقدمة الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 213.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، إدارة الحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 116.

لذلك يتجه للاستثمار في السندات أنماط محددة من المستثمرين هم غالباً المستثمرون المتحفظون الذين لا يميلون إلى المضاربة. في حين يتجه المضاربون إلى سوق الأسهم حيث تتقلب أسعارها السوقية في مدى واسع يتيح لهم تحقيق أرباح رأسمالية.

⊖ مخاطر الاستثمار في السندات:

لكن مقابل المزايا آنفة الذكر للاستثمارات في السندات، هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرين فيها تتطلب منهم الحرص والعناية في تحليل هذه المخاطر قبل الإقدام على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ومن أهم هذه المخاطر يمكن ذكر:¹

⚠ **خطر عدم الدفع:** إذا لم يتمكن مصدر السند من دفع مبالغ الكوبونات الرئيسية كما وعد بذلك، فإن العوائد المحققة ستكون أقل من الموعود بها، وكلما كانت حالة عدم التأكد في دعم الدفع كبيرة أصبحت حالة عدم التأكد من العوائد المتحققة الممكن توفرها ضمن السقف الزمني أكبر.

⚠ **خطر الاستدعاء:** إن الجهات المصدرة للسندات قادرة على إنهاء سند قبل موعد استحقاقه، وهذه الظاهرة تؤدي إلى حالة عدم التأكد عن التدفقات النقدية المستقبلية على الاستثمار.

⚠ **خطر السعر:** تتناسب أسعار السندات بصورة عكسية مع معدل العائد المطلوب، فإذا زادت العوائد المطلوبة، فإن أسعار السندات تنخفض والعكس بالعكس، والتاريخ الوحيد الذي يصبح فيه سعر السند مؤكداً هو عند الإستحقاق بإستثناء عدم الدفع أو الإستدعاء وكنتيجة لذلك، فإن مخاطر معدل الفائدة غالباً ما يمكن التحقق منها باختيار حياة السندات الملائمة.

نستخلص مقارنة بين الأسهم والسندات من خلال الجدول التالي:

¹ خالد وهيب الراوي، في الأسواق المالية والنقدية، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2000، ص ص 198-199.

الجدول رقم (01): المقارنة بين السندات والاسهم

| السند | الأسهم |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| يعد دين على الشركة | يعد جزء من رأس مال الشركة |
| حامل السند دائن للشركة | حامل الأسهم شريك في رأسمال الشركة بقدر قيمة أسهمه |
| ربح السندات ثابت ولا يتأثر بالخسارة | ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة وقد يكون هناك خسارة |
| حامل السند ليس له الحق في الإدارة | حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طرق الجمعية العامة |
| حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق السداد وبالكامل | حامله لا يسترد رأسماله إلا ببيع حصته في السوق المالية أو عند التصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون قابل للزيادة أو النقصان |
| عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية، لحامل السند الأولوية في الحصول على المستحقات | عند الخسارة وتصفية الشركة، يكون نصيب السهم المتبقي بعد تسديد كافة الديون |

المصدر: سالم صلال راهي الحسناوي، الإستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2017، ص98.

3.3.3 المشتقات المالية:

1.3.3.3 مفهوم المشتقات المالية

أ.تعريف المشتقات المالية:

المشتقات (*Derivatives*) هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد *Underlying Asset*) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.¹

يعرف بنك التسويات الدولي *BIS* المشتقات المالية على أنها: "أدوات تأخذ قيمتها من قيمة الأصول الضمنية المكونة لها (الأساس)، وهذه الأصول قد تكون مالية أو سلعا ومنتجات أساسية، أو متغيرات أخرى محددة مسبقا (كالمؤشرات)".²

بينما عرفها صندوق النقد الدولي بأنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول/ وكعقد بين طرفين على

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص66.

² عماني لمياء وسمية بن علي، الهندسة المالية المشتقات المالية وإدارة المخاطر: دروس وتطبيقات، ط1، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، بئر الخادم، الجزائر، 2020، ص45.

تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لمكليه الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".¹

ويمكن تعريف عقود المشتقات على أنها: "أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيمة المتغير الأساسي أو مشتقة منها، ويمكن تداولها في أسواق المشتقات، بتداولها إما في البورصة أو خارج البورصة OTC. غالباً ما يشير المتغير الأساسي إلى سعر الأصول المتداولة".²

وتتمثل أهمية المشتقات المالية في تغذي ديناميكية الأسواق المالية وتضاعف حجم المعاملات صعيد دولي، إنها تفعل ذلك لأنها:³

• تسير حالة عدم الإستقرار في معدلات الفائدة والصراف والأسعار، فتساعد على ممارسة عمليات السوق المختلفة من تحكيم وتغطية ومضاربة في أفضل الشروط؛

• تخلق مرونة أكبر عند التحويل من عملية لأخرى، أو من سوق لآخر، أو من شروط انتمان لأخرى، مما يزيد من التأمين والتحوط من حالة عدم اليقين، ويشكل حافزاً أكبر للاستثمار المالي؛

• تسهم في الاندماج المالي وتكامل الأسواق وشمولية المنتجات المالية وتقارب الأسعار، خاصة إذا كانت أدوات معيارية متجانسة؛

• تخلق حالة من التشابك المطرد بين الاستثمار والادخار والتمويل والتغطية والمضاربة، فتتلاشى الحدود التقليدية الفاصلة بين هذه العمليات.

ب. خصائص المشتقات المالية: أن المشتقات المالية هي أداة مالية تتصف بالخصائص التالية:⁴

- يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي؛
- لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات ائتمانية؛
- تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة / الصراف / الفائدة/ الورقة المالية محل التعاقد؛
- تستخدم عقود المشتقات المالية للتحوط وصد المخاطرة نتيجة التغير في أسعار تلك الأصول؛
- تشتق قيمة العقود من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل: سعر الصراف الحالي أو السعر الفائدة الحالي؛

¹ بدر الدين براحلية، عقود المشتقات المالية، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، الجامعة، العدد 42، 2015، ص 191.

² سهام شاوش اخوان، تحليل تطورات تداول المشتقات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة للفترة (2013-2019)، مجلة ابحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، المجلد 16، العدد 02، 2022، ص 196.

³ عماني لمياء وسمية بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

⁴ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 390.

➤ تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف أو سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى بمعنى آخر ترتبط العقود المالية للمشتقات بسعر فائدة محدد أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات ائتمانية؛
2.3.3.3. كيفية إدارة المشتقات المالية:

يتمكن المدير المالي من التعامل مع هذه الأدوات، لا بد من اتخاذ السياسات والإجراءات الآتية:¹

- ☉ أدوات الرقابة الداخلية لتعديل المخاطر الائتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف المقابل؛
- ☉ التوفيق الدقيق للتعاملات بشكل يخفف وطأة المخاطرة الائتمانية؛
- ☉ وضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات؛
- ☉ الالتزام بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في المشتقات؛
- ☉ تكوين الإحتياطات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات؛
- ☉ الوسائل التي تدعم الائتمان وتقلل التعرض لمخاطر تعثر أطراف عملية معينة كتوفير الضمانات اللازمة.

2.3.3.3. أنواع المشتقات المالية:

تنوع وتعدد المشتقات المالية وفقاً لطبيعتها إلى:

أ. عقود الخيارات: هي عبارة عن عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع سهم أو سند معين بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين وتسمى بالمشتقات لأنه يتم اشتقاقها من الأسهم العادية والسندات وتصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل للشركة مصدر الأسهم العادية فيها وتعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد أو بيع السهم ذاته أو خلال مدة معينة بسعر محدد.² وفيما يلي عرض لكل خيار:³

ب. عقد خيار أمريكي: هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه وتاريخ الإنهاء يمثل تاريخ انتهاء فترة صلاحية الخيار الأمريكي؛

¹ سالم صلال راهي الحساوي، الإستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2017، ص137.

² فيصل محمود الشاوري، الإستثمار بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص86.

³ دريد كامل آل شبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري مرجع سبق ذكره، ص395

بـ **عقد خيار اوروبي**: هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد

هناك نوعين من الخيارات العادية:¹

▲ **خيار الشراء Call Option**: خيار يعطي حق التنفيذ للطرف الأول أي حامل الخيار دون إلزام شراء كمية محددة من الأصول كالأوراق المالية أو السلع أو عملة بسعر متفق عليه في عقد الخيار خلال مدة سريان العقد بالنسبة للخيار الأمريكي مقابل عمولة تدفع للطرف الثاني للعقد. عادة يصطلح بأن بائع خيار الشراء يأخذ وضع قصير الأجل *Short Position* لأنه يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية أو السلع أو العملة موضوع عقد الخيار، بينما مشتري خيار الشراء يأخذ موضع طويل الأجل *Long Position* لأنه يتوقع ارتفاع سعر الورقة المالية.

▲ **خيار البيع Put Option**: يمنح خيار البائع صاحبه حق بيع كمية محددة من الأوراق المالية أو أصول نقدية أو سلعية بسعر تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال فترة العقد هذا إذا كان الخيار أمريكياً أو عند انتهاء فترة العقد إذا كان الخيار أوروبياً.

ب. **العقود المستقبلية**: هو عقد نمطي يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في التاريخ اللاحق، يجري الترتيب لهمن خلال السوق المنظمة.²

وتتميز العقود المستقبلية (المستقبليات) بالخصائص التالية:³

▲ تتميز بأنها عقود نمطية (*Standard Contracts*) من حيث تحديد كمية العمل نوعها وشهور التسليم، يتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح (*Open Outcry*) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسة؛
▲ تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المالية المستقبلية تميل إلى الإنخفاض؛

▲ يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة المقاصة (*Clearing house*) تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقاً للعقد؛

¹الوردي خدومة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015، ص 31-32.

² ابتسام قواجلية، مرجع سبق ذكره، ص 46.

³ عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص 67.

ج. العقود المبادلة: وهي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محدودة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالباً ما يتخيله الطرفان. وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعمولات، ويتصف بالإلزامية عكس عقد الخيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية يتم تسويتها يومياً كما هو في العقود المستقبلية ولا يتم أيضاً تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، وهي في العقود المستقبلية ولا يتم أيضاً تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، وهي عقود تستعمل عادة لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة.¹ وتتميز عقود المبادلة بالخصائص التالية:²

- عقود ملزمة للطرفين؛
- عقود غير نمطية وإنما تفصل حسب رغبة الزبون؛
- يتم التعاقد بصورة مباشرة وغير مباشرة؛
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية؛
- لا تتضمن دفع هوامش أو علاوات في أغلب أنواعها؛
- أنها تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلاً عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى؛
- أنها توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب الأسعار الفائدة، أسعار صرف العملات الأجنبية وكذا أسعار السلع.

د. العقود الآجلة: التي تتم بين البائع والمشتري ويتعهد فيها البائع بتسليم المشتري مستقبلاً أصلاً مالياً معيناً بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين، وتنظم في بورصة للعقود لضمان جدية التنفيذ وبالتالي تخفيض المخاطر المترتبة عليها بالمقارنة مع العقود الآجلة للأصول المادية التي لا تنظم في أسواق مماثلة.³ وإن التعامل العقود الآجلة، يتخذ أحد طرفين:⁴

أ. عائد المشتري صاحب المركز الطويل *Long Position*: يحقق المشتري صاحب المركز الطويل أرباحاً عندما يرتفع سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد، والعكس

¹ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتجاري وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014، ص42.

² ابتسام قواجلية، مرجع سبق ذكره، ص49.

³ فيصل محمود الشاوير، مرجع سبق ذكره، ص88.

⁴ محمد عنتر أحمد، المشتقات المالية، 2021، ص44.

صحيح. حيث يحقق خسارة عندما ينخفض سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد؛

▲ **عائد البائع صاحب المركز القصير Short Position:** يحقق البائع صاحب المركز القصير ارباحا عندما ينخفض سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد، والعكس صحيح. حيث يحقق خسارة عن ارتفاع سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد.

هـ. **المشتقات المختلطة (الهجينة):** هي عقود مالية جديدة، خلطت بين صفات ومميزات الأسهم بمختلف انواعها، كما تحمل بعض مميزات وصفات السندات في الوقت نفسه، وبالتالي من غير الممكن أن تعد أسهما ولا سندات، إذ أنها خليط متجانس فيما بينهما، وتعتبر العقود الهجينة التي يمكن إيجادها من خلال الخلط ما بين اثنين أو أكثر من الأدوات المالية (على أن تكون أحدهما أداة مشتقة على أدنى حد) لتمنح أداة تحمل أو تمتلك كلا أو بعض مواصفات هاتين الأدوات، مثل خيارات المستقبلية، خيارات المبادلات، المشتقات الائتمانية، والسندات القابلة للتحويل.¹

3.3.3.3. مخاطر المشتقات المالية:

ينطوي التعامل في المشتقات على مجموعة من المخاطر تتمثل أهمها فيما يلي:²

▲ **مخاطر الائتمان:** تتمثل في الخسارة الناشئة عن تعثر، الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي ينظمها عقد المشتقات، وتتمثل الخسارة في تكلفة إحلال عقد محل العقد السابق؛

▲ **المخاطر التشغيلية:** تنشأ هذه المخاطر بسبب الإخراق في إجراء المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخر في التسوية أو الأخطاء أو الغش؛

▲ **المخاطر الإحلال:** لا تتعلق هذه المخاطر بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الإلتزام مطلقا، وهو ما يضطر الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد كي يتمكن من الوفاء بالتزاماته مع تحمله لخسائر جسيمة تتمثل في الفرق بين السعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.

▲ **المخاطر القانونية:** تنشأ هذه المخاطر جراء كون العقود ليست ملزمة قانونا، بمعنى آخر ليس قوة التنفيذ وتصبح عملية الإلتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية؛

▲ **المخاطر السيولة:** تتحقق هذه المخاطر عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق محل التعاقد في موعدها، مما يضطره إلى الإقتراض أو تسهيل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزامته تجاه الغير.

¹ سهام شاوش اخوان، مرجع سبق ذكره، ص 200.

² سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سبق ذكره، ص 135.

المحور الرابع: مؤشرات كفاءة الأسواق المالية

1.4. مفهوم كفاءة الأسواق المالية

تميز السوق الكفاء بالاستجابة السريعة للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف المشاركون في السوق، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية استناداً إلى هذه المعلومات. تعكس أسعار الأوراق المالية في هذا السوق جميع البيانات المعروفة، بما في ذلك المعلومات التاريخية والجارية، ويتم ذلك عبر تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والحالية التي يقوم بها المشاركون في السوق.

1.1.4. تعريف كفاءة الأسواق المالية:

هناك العديد من الباحثين الذين تعرضوا لمفهوم كفاءة السوق المالي ووضعا عدة تعريفات لهذا المفهوم. نذكر أهم تعريفات في مايلي:

يعرّف *Fama* السوق الكفاء بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على عدد كبير من المتعاملين العقلانيين والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية فيه تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها مستقبلاً. أي يشمل سعر ورقة المالية في أي وقت المعلومات الماضية والحالية والمستقبلية".¹

ويرى (*Haim, Marshall*) أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس أن المعلومات المناسبة المعطاة عن الأسهم وتنعكس على أسعارها، بمعنى أنه في السوق الكفاء يكون أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في سعره الحالي، وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالإعتماد على المعلومات الجديدة.²

وعرض *Bever* سنة 1981 تعريفاً بسيطاً وواضحاً استطاع أن يتغلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن: "سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة"³

¹نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر - المغرب - تونس - الأبعاد والآفاق، أطروحة دكتوراه، تخصص: التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2013، ص3، ص73.

²نعاس مريم نجا، استراتيجية التنويع الاستثماري كآلية لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية: حالة البورصات العربية، أطروحة دكتوراه، التخصص: محاسبة مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2017، ص32.

³بن امر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، المجلد1، العدد2، 2012، ص236.

ويمكن تقديم الأسواق الكفؤة على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف الآتية:¹

- تخصيص أمثل للموارد المتاحة؛
- تقييم أمثل للمبادلات؛
- توفر المعلومة وانعكاسها على السعر؛
- تقديم خدمات بأقل التكاليف.

2.1.4. خصائص كفاءة الأسواق المالية:

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، من هذه الخصائص:

● **استمرارية السعر:** تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة لأخرى، إلا إذا كانت هنا معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة و غير مبررة في أسعار الأوراق المالية بالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه؛²

● **عدالة السوق:** يقصد بها إتاحة السوق فرصاً متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية الصفقات أو المعلومات هذا ما يؤدي إلى زيادة الاستثمار وفقاً للأسس الاقتصادية والمساعدة على التخصيص الأمثل للموارد؛³

● **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.⁴

● **الشفافية:** تتوقف كفاءة الأسواق المالية على مدى فاعلية نظامها الإعلامي الإقتصادي عامة وعلى نظام المعلومات الخاصة بهذا النوع من الأسواق، وبالفعل فإن نظام الإعلامي الإقتصادي

¹نعيمة كنتور وسمية صلعة، زيادة كفاءة السوق المالي من خلال نشر التقارير المالية: دراسة قياسية لسوق عمان المالي للفترة 2010-2022، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة، المجلد 13، العدد 01، 2023، ص 298.

² نوال بن لكحل، مرجع سبق ذكره، ص 86.

³ مزبود ابراهيم وخديجة بلحاني، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة *RUN TEST*: حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015، مجلة معارف، جامعة تيبازة، العدد 22، 2017، ص 313.

⁴ بن عمر بن حاسين وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 237.

الفعال يفرض أن تكون المعلومات الخاصة بالاستثمار وبمحيطه دقيقة وبكمية وافرة، ويمكن الحصول عليها دون تمييز بين المتدخلين في السوق المالية.¹

ع عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر، وجود عمق في السوق. والسوق العميق هو الذي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (وأمر بيع) والمشتريين (وأمر شراء)، المستعدون دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية) دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى منع أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية، فالسوق لا يحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين مستثمرين ومضاربيين.²

3.1.4. عوامل تعيق كفاءة الأسواق المالية:

هناك عوامل من شأنها أن تضعف من قدرة السوق على تحقيق هذا الهدف، وتتمثل هذه العوامل في:³

1.3.1.4. إطلاق الشائعات: يعتمد بعض المضاربيين إلى إطلاق بعض الشائعات والتمثلة في معلومات غير صحيحة أو انطباعات خاطئة عن أحداث مستقبلية لإحداث تغييرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية رغبة في استغلال السوق لأغراض شخصية وتحقيق أرباح غير عادية؛

2.3.1.4. حالة الذعر في السوق: قد تسود حالة لذعر بين المتعاملين في السوق لأسباب قد تكون مجهولة كما حصل في الإثنين الأسود أكتوبر 1987، حيث اندلعت الأزمة ببورصة "وال ستريت" وفقد المؤشر "داو جونز" 502 نقطة خلال هذا اليوم أي انخفض بنسبة 22.6% من مستواه البالغ 2247.04 نقطة، وهبطت أسعار أسهم بورصة نيويورك بنسبة 26% واستمر الانخفاض في الأسواق العالمية؛

3.3.1.4. الاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل: تفضل معظم المنشآت تمويل التوسعات من الأرباح المحتجزة نظراً لانخفاض تكلفتها، وذلك بدل عن إصدار المزيد من الأسهم، غير أن الاعتماد على هذا المصدر من التمويل من شأنه أن يعني توجيه موارد مالية إلى استثمارات ليست بالضرورة

¹ نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة شلف، المجلد 6، العدد 08، 2010، ص 95.

² نوال بن لكحل، مرجع سبق ذكره، ص 86.

³ اعتماد على:

- حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالي السعودي، اطروحة دكتوراه، تخصص: إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014، ص 58.

- مزويد ابراهيم وخديجة بلحياي، مرجع سبق ذكره، ص 311.

هي أفضل الفرص المتاحة لحملة أسهم المنشأة بعبارة أخرى لو أن المنشأة قامت بتوزيع الأرباح ولم تحتجزها ثم قامت بإصدار أسهم جديدة. فليس هناك ما يضمن أن يقوم حملة أسهمها باستخدام تلك التوزيعات في شراء تلك الأسهم، بل وربما استخدموها في شراء أسهم منشآت أخرى منافسة تتوافر لها فرص استثمارية أفضل.

2.4. شروط كفاءة الأسواق المالية:

1.2.4 الكفاءة التسعيرية (الكفاءة الخارجية):

يطلق عليها أيضاً بالكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها قدرة السوق على تحديد السعر المعروف بحيث قريب القيمة الحقيقية ولذلك بأن يقوم السوق بتزويد المستثمرين بكافة المعلومات عن الشركات بالسرعة وبدون كلفة، بحيث تعكس هذه المعلومات الأسعار في السوق، فتكون الفرصة تحقيق عوائد عادلة ومتوفرة لجميع المستثمرين لا يوجد فرصة لمستثمر متميز يحقق عوائد غير عادية.¹ وإذا كان تحقيق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، وإذا كان تحقيق أرباحاً غير عادية أمراً صعباً في السوق إلا أنه أمراً غير مستحيل فقد يمنى مستثمراً عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظراً لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى عدم كفاءة السوق وإنما إلى جهل المستثمر أو كسله.²

وإذا كان تحقيق أرباحاً غير عادية أمراً صعباً في هذا السوق إلا أنه أيضاً غير مستحيل لأسباب التالية:³

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظر لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته؛
- قد تستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة. هذا السبب غير صحيح دوماً في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا إلى الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحاً طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

¹غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص127.

²جربو كلتوم ويبدو محمد، دور مبدأ الإفصاح وشفافية في تعزيز كفاءة الاسواق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد16، العدد 01، 2017، ص117.

³عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص192.

2.2.4. الكفاءة التشغيلية (الكفاءة الداخلية):

يقصد بكفاءة التشغيل *Operational Efficiency* أو الكفاءة الداخلية، قدرة السوق على خل توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح كبير. وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على ذل جهد للحصول على معلومات جديدة وتحليلها، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يتبع به الورقة المالية، وإذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة، فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً، ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف، وبالتالي لا يكون هناك سعي للبحث عنها. وتكون الأسعار السوقية غير معبرة عن القيمة الحقيقية لتلك الأوراق، وبالتالي يكون السوق بعيداً عن الكفاءة المنشودة.¹

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:²

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الإحتكار. وتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والإتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الإستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب
- ان يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

¹ عبد القادر بسبع وبن علي بن عيسى، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، جامعة الجلفة، المجلد 1، العدد 1، 01، 2017، ص 53.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص 107

3.4. أنواع كفاءة الأسواق المالية:

تتعدد أشكال كفاءة السوق المال التي يمكن ذكرها من خلال مايلي:

1.3.4. الكفاءة الكاملة:

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السوق حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.¹

حيث أن مضمون كفاءة السوق تؤكد مفهوم كفاءة السوق الكاملة وشروطه تتمثل بالآتي:²
لأن المعلومات عن السوق متاحة للجميع، وفي ذات اللحظة وبدون تكاليف، وبالتالي تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة، نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم؛
لأنه هناك عدد كبير من المستثمرين؛

لأن لا توجد قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف المعاملات، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من سهم مؤسسة، هذا إلى جانب حرية الدخول والخروج من السوق، بالنسبة للمستثمرين أو المؤسسات المدرجة؛
لأن المستثمرين يتصفون بالرشادة.

2.3.4. الكفاءة الاقتصادية:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على أقل، غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل. كل هذا يعني أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات.³

¹ خضير عقبة ورضا زهواني، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، جامعة واد سوف، المجلد 02، العدد 01، 2019، ص 102.

² صويلح ينور الدين وعمر العودي، دور هيئات التصنيف الائتماني في دعم كفاءة الأسواق المالية بعد أزمة الرهون العقارية الأمريكية 2008، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، جامعة تمنغراست، المجلد 01، العدد 01، 2020، ص 211.

³ حوحو فطوم، مرجع سبق ذكره، ص 56.

4.4.4. مستويات كفاءة الأسواق المالية:

اقترح فاما الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي تمثلت في ثلاث فروض، وفيما يلي تفصيل لكل صيغة منها:

1.4.4. فرض الصيغة الضعيفة *The Weak Form Hypothesis* :

وفقاً لهذا الفرض فإن الأسعار المتداولة في السوق، لا يعكس إلا المعلومات الماضية أو التاريخية فقط، لذا تكون الفرصة في مثل هذه الظروف لان يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقين هما:¹

- إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) وليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات؛

- ان يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم.

لذلك يتيح المجال في هذا النوع من الأسواق المالية لعمل المحللين الماليين، لانهم بما أوتوا من خبرة وتأهيل سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة، والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم، وتعتبر أسواق الدول العربية والدول النامية تمثيلاً جيداً للمستوى الضعيف من الكفاءة. ولتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقاً لهذه الصيغة هناك طريقتين هما:²

➤ **اختبار الأنماط:** يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار .

➤ **اختبار سلسلة الارتباط:** يستند على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ويعتمد على الفترة القصيرة فقط.

4-4-2- فرض الصيغة المتوسطة *The Semi Form Hypothesis*:

يقوم هذا الافتراض على أساس أن أسعار الأوراق المالية السائدة في السوق تتغير لحظياً وبطريقة غير متحيزة لأي معلومات جديدة، إذ نتاح هذه المعلومات الجديدة مباشرة للسوق عن طريق النشر. وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أي أرباح إستثنائية عن طريق التوصل إلى استراتيجية مبنية على أي من المعلومات التاريخية أو هذه المعلومات الجديدة والتي يتم نشرها فوراً لكافة المتعاملين في السوق، أي لا يمكن للمستثمر وتحقيق أرباح غير عادية إلا من خلال معلومات خاصة لم يتم نشرها. أي لا تتأثر الأسعار إلا بالمعلومات المستقبلية والتي لم يتم نشرها، ولقد

¹ عبد القادر بسبع وبين عليية بن عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 54.

² نزار سناء، مرجع سبق ذكره، ص 33.

أوضحت الكثير من الدراسات التطبيقية صحة هذا الافتراض لكفاءة السوق في بعض الأسواق المالية المتقدمة.¹

3.4.4. فرض الصيغة القوة *The Strong Form Hypothesis*:

تقتضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة وللخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعها خبرة ومهارة عاليتين، باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته. وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الإستثمار في السوق، وحتى لو كان هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.² ويتطلب ذلك تحقيق شرطين مهمين هما:³

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

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

الجدول رقم (02): صيغ كفاءة الأسواق المالية

| المعلومات | | | |
|---------------|-------|---------|-------------------|
| خاصة (داخلية) | حالية | تاريخية | |
| | | X | ضعيفة |
| | X | X | متوسطة (شبه قوية) |
| X | X | X | قوية |

المصدر: حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية: دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص: تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018، ص134.

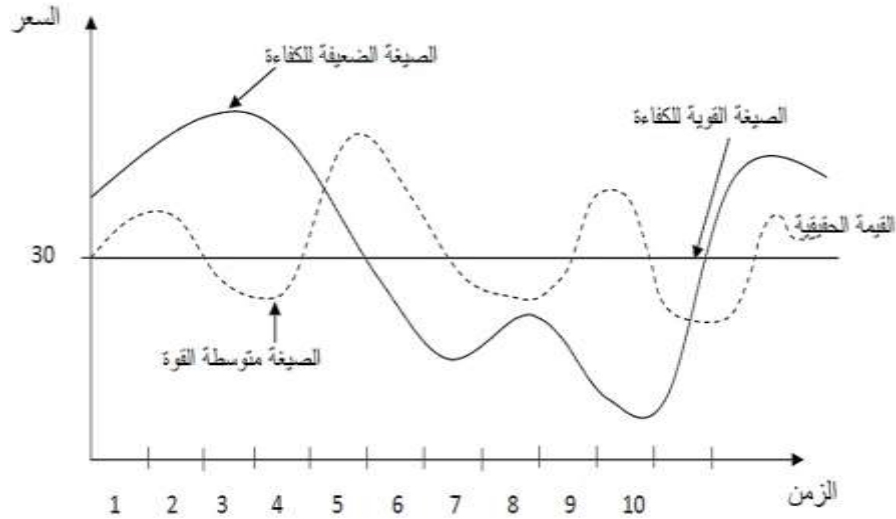
¹ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، ط1، مكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص31.

² نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص95.

³ حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية: دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص: تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018، ص134.

ولفهم أكثر هذه الصيغ بيانياً أين يتم توضيح تقلبات الأسعار في مختلف الصيغ الثلاث للكفاءة كما يلي:

الشكل رقم (07): سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاث للكفاءة في سوق الأوراق المالية



المصدر: نعاس مريم نجاه، استراتيجيات التنوع الاستثماري كألية لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية: حالة البورصات العربية، أطروحة دكتوراه، التخصص: محاسبة مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبيبة بن بوعلي، الشلف، 2017، ص37.

5.4 مؤشرات الأسواق المالية:

1.5.4 مفهوم مؤشرات الأسواق المالية:

يقوم مؤشر سوق الأسواق المالية بقياس مستوى الأسعار في السوق، حيث يعتمد على عينة من أسهم الشركات المتداولة في أسواق رأس المال، سواء كانت هذه الأسواق منظمة أو غير منظمة، أو ربما تشمل كليهما. يتم اختيار العينة غالباً بطريقة تسمح للمؤشر بأن يعكس الوضع الحالي لسوق رأس المال الذي يهدف المؤشر إلى قياسه.

1.1.5.4 تعريف مؤشرات الأسواق المالية:

لقد ظهرت المؤشرات (الأرقام القياسية) لأول مرة في نهاية القرن التاسع عشر على يد *dow* *Charles* وشريكه *Johns* المتعاملين في بورصة نيويورك، حيث تطورت وازدادت أهميتها عبر الزمن، واستخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، ويعتبر مؤشر داو جونز هو المؤشر الأول في العالم حيث ظهر لأول مرة عام 1984، وعرفت المؤشرات قفزة نوعية في فترة ثمانينات القرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى

أداة من الادوات المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990.¹

يعرف مؤشر السوق هو: "أداة تستخدم لقياس اتجاهات التقدم أو التراجع في السوق المالي ككل، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة متجهة نحو الصعود يطلق على السوق المالية السوق الصعودية (Martet Bull) أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة متجهة نحو الهبوط يطلق عليها السوق النزولية (Martet Beer)".²

يعرف مؤشر سوق الأوراق المالية على أنه: "أداة رياضية ذات دلالة ومضمون معينين، ويلخص التغير النسبي لمجموعة مشاهدات خلال مدة زمنية معينة، ويعرف على أنه الأداة الكمية التي تقيس التغيرات وبالصيغة النسبية وتحديد اتجاه تلك التغيرات، وتتنوع المؤشرات للأسهمواخرى للسندات وثالثة للخيارات³. إن هناك شروط وأسس يجب توافرها في المؤشرات ولعل أهم هذه الشروط:⁴

- ☛ يجب أن يكون فيه (المؤشر) عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية؛
- ☛ يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي؛
- ☛ يجب ان يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم؛
- ☛ يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.

2.1.5.4. أهداف مؤشرات الأسواق المالية:

تستخدم المؤشرات المالية بشكل كبير في أسواق رأس أجل تحقيق أهداف متعددة هي:⁵

- ☉ تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ولمتابعة إنجازات الشركات وتحديد كفاءة أداء المحفظة الإستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق؛
- ☉ تعديل المحفظة الإستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتبادلة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر؛
- ☉ يمكن استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية، وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات؛

¹ مسعودة بن لخصر، مرجع سبق ذكره، ص 57.

² إلهام وحيد دحام، فاعلية اداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، عابدين، مصر، 2013، ص 25.

³ سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، ط1، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2018، ص 89.

⁴ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 176.

⁵ نزار سناء، مرجع سبق ذكره، ص 38.

• يمكن الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بيان الارتباطات القائمة بين الإقتصاديات القومية المختلفة؛

• تقدير درجة حساسية الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد للمتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات في ما بين تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.

3.1.5.4. مزايا مؤشرات الأسواق المالية:

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق والتي منها:¹

• يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة؛

• أحد الإتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع ان تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين؛

• تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشاكلات والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛

• يخلص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الإقتصاد إلى صورة كمية، إذا تعكس المؤشرات الظروف الإقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الإقتصادي لقطاع معين.

2.5.4. الاستخدامات المؤشرات وكيفية بنائها:

1.2.5.4. الاستخدامات المؤشرات:

يمكن استخدام المؤشر للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الإقتصادية العامة في الدولة وذلك من خلال معرفة العناصر التالية:

• التنبؤ بحركة أسعار الأسهم البورصات: يمكن التوصل إلى نمذجة التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل. كذلك يمكن تحليل العلاقة التكاملية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والتغيرات في أسعار الأسهم

¹عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص175.

باستخدام الأساليب الإحصائية مثل تحليل الانحدار والإرتباط ونموذج تصحيح الخطأ والتكامل المشترك، إذ بواسطتها يمكن رصد حركة السوق، إذ تسمح هذه التحليلات لمتخذي القرار الاستثماري بتوسيع مجال المعلومات عن الحركة المستقبلية لاتجاهات المؤشر المستقبلية؛¹

الحكم على أداء المديرين: وفقا لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً إن يحقق عائداً يقارب عائد السوق (متوسط معدل على الأوراق المتداولة في السوق)، الذي يعكسه المؤشر. وهذا بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه إن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.²

للمتابعة أداء المحفظة الإستثمارية: تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا ما يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على المؤشر، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق. وبهذا يتمكن المستثمر من المقارن بين العائد في محفظته الاستثمارية والعائد السوقي الذي يمثله بقيسه المؤشر.³

2.2.5.4. كيفية بناء المؤشرات:

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي:

► **ملائمة العينة:** أنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والانتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق، أما الانتساع فينبغي مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية.⁴

¹ فيصل بشرول وعبد القادر رملوي، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية التنبؤ بحركة مؤشر داوجونز الصناعي باستخدام منهجية *Box-Jenkins* في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، جامعة مسيلة، المجلد 02، العدد 02، 2017، ص 120.

² سالم محمد عبود واحمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وادواته في الاسواق المالية: دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والامريكي، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والإقتصادية، بغداد، العراق، 2014، ص 133.

³ ابتسام قواجلية، مرجع سبق ذكره، ص 69.

⁴ بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012، ص 65.

- **الأوزان النسبية:** وتتمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المختار للمؤشر. وتوجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية، هي:¹
- **مدخل الوزن على أساس القيمة Value Weighting:** اي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد السعر السهم هو المحدد الوحيد النسبي فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة هذا بدوره إن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.
 - **مدخل الوزن على أساس السعر Price Weighting:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل إن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين إن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها؛
 - **مدخل الأوزان المتساوية Equal Weighting:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

➤ **إجراءات حساب قيمة المؤشر:** تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي) وأخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.²

3.5.4. بعض مؤشرات الأسواق المالية:

توجد أنواع عديدة من المؤشرات المالية يمكن ذكر البعض منها فيما سيأتي:

1.3.5.4. مؤشر داوجونز:

يعتبر مؤشر داوجونز من أقدم مؤشرات السوق المالي وأكثرها شهرة حتى لقد صار ذكر هذا المؤشر على كل لسان، ومن المعلوم لدى محلي السوق والمتخصصين أن عدد مؤشرات داوجونز أربع مؤشرات، وكل مؤشر منها يمثل قطاعاً عريضاً من القطاعات الاقتصادية.³

¹ سالم محمد عبود واحمد محمد فهمي سعيد، مرجع سبق ذكره، ص 135.

² بن امر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 66.

³ وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص

وهي أقدم المؤشرات التي استخدمت في هذه السوق من قبل المستثمرين لمتابعة التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم، فهناك 04 أنواع لهذه المعدلات:¹

- معدل لأسعار تطراً على أسعار الشركات الصناعية ويتكون من 30 شركة؛
- معدل لأسعار أسهم الشركات الخدمية ويتكون من 15 شركة؛
- معدل لأسعار أسهم شركات النقل والمواصلات ويتكون من 20 شركة؛
- المعدل المركب لهذه المعدلات الثلاثة السابقة ويتكون من 65 شركة.

2.3.5.4. مؤشر كاك40 (Cac40) في بورصة فرنسا:

ويتم حسابه انطلاقاً من عينة تتكون من 40 مؤسسة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك(Cac40) وفق الصيغة الموالية:²

$$\text{مؤشر Cac40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدلة}} \times 100$$

3.3.5.4. مؤشر DAX30:

مؤشر بورصة فرانك فورت بدأ استعماله في جويلية 1988 بقاعدة 1000 شركة، ولكن تم تعديل عدد الشركات ليصبح ثلاثين شركة في وقت لاحق. يحسب هذا المؤشر من أسعار أسهم تلك الشركات بحيث تختار الشركات التي يتم التعامل بأسهمها إلكترونياً من خلال شاشة خاصة، وهو مؤشر مرجح بالفوائد أي بالأرباح الموزعة وبالأسعار ولكن منذ جوان 2002 أصبح مرجح بمعامل التعويم. يعد مؤشر DAX30 الأساس في سوق رأس المال الألمانية، فهو معيار أداء الأسهم في البورصة وكذلك معيار التطورات في أسعار أكبر ثلاثين شركة مساهمة في ألمانيا، يتم اختيار هذه الشركات بناءً على حجم أعمال الشركة، وحجم أرباحها وكذلك بناءً على حجم فرص العمل التي توفرها.³

4.3.5.4. مؤشر كولس:

في عام 1949 قدم ألفريد كولس، مؤشر كولس والذي استخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناءً

¹ إلهام وحيد دحام، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² فيصل بشرول وعبد القادر رملوي، مرجع سبق ذكره، ص 122.

³ همال فريدة، دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 1 جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015، أطروحة دكتوراه، تخصص: اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 58.

على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي.¹

5.3.5.4 مؤشر ستاند أندبوز 500:

يقيس هذا المؤشر، معدل أسعار أكبر 500 شركة مسجلة في السوقين الرئيسيين:²

*سوق نيويورك المالي *NYSE New York Stock Exchange*

*سوق الأسهم الأمريكي *AMEX American Security Exchange*

وخلافاً لمؤشر "الداوجونز" الذي يجري احتسابه باستخدام المتوسط الحسابي، أي باهمال الأوزان، فإن مؤشر "ستاندرد أند بوز 500" هو مؤشر مرجح يراعي في احتسابه الأوزان الترجيحية، فيظهر التغيرات النسبية في أوراق الشركات التي يشملها المؤشر مقارنة بسنة الأساس

6.3.5.4 مؤشر *Shanghai Stock Exchange (SSE)*:

هو مؤشر بورصة قيم *Shanghai* وهو المؤشر الرئيسي والأكثر استعمالاً لتحديد قوة أو ضعف أداء السوق. أنشأ سنة 1990 وفي سنة 2012 أصبحت بورصة *Shanghai* أهم بورصة في جمهورية الصين الشعبية، أمام بورصة *HongKong* وبورصة *Shanghai* ويأتي في الترتيب السادس عالمياً بالنظر إلى قيمته السوقية، حيث ضمن في سنة 2006 لوحدها 842 شركة للتداول وتمثلت القيمة السوقية لهذا المؤشر حوالي 915 مليار دولار أمريكي. ومن بين مؤشرات هذا السوق كذلك هي: *SSE50* و *SSE180*، يجمع الأول أكبر خمسين شركة في الصين بينما يجمع الثاني 180 من أكبر الشركات.³

¹ جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 217

² وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 212.

³ همال فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 59.

المحور الخامس: مؤشرات كفاءة الأسواق المالية

1.5. مفهوم الهيكل المالي

1.1.5. تعريف الهيكل المالي

السعي إلى بلورة الاستفسار في مجال تمويل المؤسسة يتمحور حول إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل. يتيح ذلك للمؤسسة استكشاف مجموعة متنوعة من السيناريوهات المتعلقة بنمط التمويل، حيث تختلف درجة المخاطر من سيناريو إلى آخر. وفي هذا السياق، يعتبر الاختيار الحكيم لهيكل المالية أمرًا حيويًا، ويجب على المؤسسة تحسين اختياراتها من خلال تنظيم سياستها التمويلية.

وهنا يجب أن نميز بين مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال، يقصد بالهيكل المالي *Financial Structure*: "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فإنه تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل".¹ أما هيكل رأس المال *Capital Structure*، والذي يعني به: "الطريقة التي تمول المؤسسة بها أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية (الأموال الخاصة) والمديونية، ويتم وصف هيكل رأس المال بحساب نسبة كل من حقوق الملكية والمديونية إلى رأس المال، وهيكل رأس المال علاقة مباشرة بمتوسط تكلفة رأس المال وهو أحد عناصر تقييم الشركات فبتغيير الهيكل يتغير المتوسط، وبالتالي تتغير قيمة الشركة".²

يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن. وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.³

يعرف الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بأنه: "تلك التركيبة المالية المكونة من رأس المال الخاص والاقتراض، التي تقلل من تكلفة التمويل وتزيد في الوقت نفسه قيمة المؤسسة، مما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين".⁴

¹سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة شلف، المجلد 14، العدد 19، 2018، ص 192.

²علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 75.

³عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد 4، العدد 04، 2006، ص 109.

⁴JeanMarie Gagnon, Nabil Kouri, *Traité de gestion financière*, 2^e edition, Gaetan Mourin, Paris, 1981, p343.

كما يعني الهيكل الأمثل في مؤسسة: "إيجاد التركيبة المثلى لعناصر رأس المال بحيث تكون التكلفة المرجحة في حدها الأدنى".¹

وبالتالي فإن تحقيق الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق العناصر التالية:²

- لتكون القيمة السوقية للسهم أعلى ما يمكن، بما يحقق تعظيم قيمة المؤسسة؛
- لتخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال أقل ما يمكن؛
- للاستخدام الأمثل لموارد التمويل، ورفع معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي؛
- لزيادة إمكانية الحصول على الأموال اللازمة والاستفادة من الفرص الاستثمارية.

2.1.5. خصائص وسمات الهيكل المالي المناسب:

ينبغي على المؤسسة التخطيط السليم لبناء الهيكل المالي الملائم الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها. وتتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي فيما يلي:³

► **الربحية والمرونة:** يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتعديل المصادر التمويلية المكونة له؛

► **القدرة على الوفاء بالديون:** فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك للمخاطر إضافية؛

► **الرقابة:** وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة؛

3.1.5. مناهج إختيار الهيكل المالي ومؤشراته:

1.3.1.5. مناهج إختيار الهيكل المالي:

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب، وهي:

• **منهج التوازن المقارن:** يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر

¹ ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية كمية، جامعة قصدي مرياح، ورقلة، 2015، ص7.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص171.

³ خلفلاوي إخلاص وآخرون، أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2021)، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، جامعة مسيلة، المجلد7، العدد2، 2022، ص300.

كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب؛¹

● **منهج التوازن الحركي الديناميكي:** يفترض وجود متغيرين يؤثران في إختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، وبمجموعة من العوامل متمثلة في: مدة الإئتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم إتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الإستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجال إستخدام الأموال، والقرارات المالية التي أتخذف في الماضي... الخ. وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة إستغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل تغير في حجم أعمال المؤسسة. وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عن إختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل؛²

● **منهج التوازن:** يقصد بالتوازن هو استمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مالية في ضوء البدائل من مصادر التمويل المتاحة والعائد المتوقع تحقيقه واتجاهات أسعار الفائدة، واختيار المزيج التمويلي الذي يحقق أقل تكلفة وفضل حالة توازن لعناصر هيكل التمويل.³

2.3.1.5. مؤشرات تحليل الهيكل المالي:

تتمثل مؤشرات تحليل الهيكل المالي، في:⁴

● **الاحتياجات 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؛

● **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 المخاطر؛

¹ عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019، ص48.

² أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS- بسكرة، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص4.

³ عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص48.

⁴ سليمان شلاش واخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في الشركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (2001-1997)، مجلة المنارة، جامعة آل البيت، المجلد 14، العدد 01، 2008، ص ص59-60.

2.5. محددات الهيكل المالي:

من أهم المحددات التي تتحكم في اختيار الهيكل المالي، ونذكر منها:

1.2.5. المحددات الكمية:

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات الكمية التي تؤثر قرارها المالي، هذه المحددات تتمثل في العناصر التالية:

▲ **الربحية:** تعتبر الربحية من بين أبرز المحددات للهيكل المالي، بالأخص الهيكل المالي للمؤسسات التي تفضل أن تمول استثماراتها من خلال أرباحها المحتجزة، فنجد أن هذه المؤسسات تعتمد بشكل كبير على التمويل الذاتي. والعلاقة هنا الربحية وبين نسبة الإستدانة ستكون عكسية. في حين أن المؤسسة إذا هدفت لزيادة ربحيتها فإنها سلباً أكثر للاستدانة قصد الإستفادة من الوفورات الضريبية؛¹

▲ **هيكل الأصول:** كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وهو ما أكدته *Marsh*، حيث يرى أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الإنخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية. بالإضافة إلى ذلك، فإن ارتفاع نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول يؤدي إلى ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف بسبب حجم تكاليف اهتلاك الأصول الثابتة، وهذا ما يجعل أرباح المؤسسة شديدة الحساسية لأي تغيير صغير في المبيعات، وفي هذه الحالة يكون التمويل بالإقتراض عاملاً لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين؛²

▲ **السيولة:** وتعتبر السيولة من أبرز المحددات التي تساعد المؤسسة على اختيار مصادر تمويلية ملائمة لها. وتعكس هذه مدر قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل؛³

▲ **حجم المؤسسة:** هناك العديد من المقاييس التي استخدمت في قياس هذا المتغير منها مجموع الأصول، حجم المبيعات، مجموع الأصول الثابتة، اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات، اللوغاريتم الطبيعي

¹ يسرى أسية لعقاب وعمار درويش، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الإقتصادية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات، مجلة التنوع الإقتصادي، جامعة عين تموشنت، المجلد 03، العدد 01، 2022، ص 143.

² نبيل حركاتي، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، المجلد 18، العدد 01، 2018، ص 220.

³ يسرى أسية لعقاب وعمار درويش، مرجع سبق ذكره، ص 143.

لمجموع الأصول.¹

2.2.5. المحددات الكيفية:

بالإضافة إلى المحددات الكيفية للهيكل المالي هناك محددات كيفية تأخذ بعين الاعتبار عن اختيار الهيكل المالي الأمثل، وتتمثل في:²

▲ **المرونة:** وهي قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات في الحاجة للأموال؛

▲ **الملائمة:** تعرف الملائمة على أنها مدى توافق وملائمة أنواع الأموال المستخدمة من مصادر التمويل المختلفة لطبيعة الاستخدامات في الأصول والعمليات التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها.

▲ **الشكل القانوني للمؤسسة:** تختلف مصادر التمويل في شركات المساهمة عن تلك المصادر في شركة التضامن أو شركة ذات المسؤولية المحدودة، فمثلاً نجد أن هذه الأخيرة تكون فيها الخسائر ومسؤولية الشركاء في حدود ما ساهموا به، عكس شركة التضامن التي المسؤولية فيها غير محدودة وتصل إلى الأموال الشخصية للشركاء المتضامنين، الأمر الذي يعتبر عاملاً مسهلاً للحصول على قروض جديدة، نتيجة لقدرة المقرض على استرجاع أمواله.³

3.2.5. المحددات الأخرى:

تتمثل أهم هذه المحددات فيما يلي:⁴

▲ **تطور السوق المالي *Stock Market Development*:** مما هو معلوم في حقل مالية الأسواق، أن تطور السوق المالي يساعد على سهولة الوصول لمصادر التمويل عن طريق الوساطة، الأمر الذي يجعل المؤسسات تتجه أكثر نحو التقليل من الإعتماد على الديون. وبذلك، تفترض هذه الدراسة حدوث نفس التأثير بالنسبة للمؤسسات التي تتمول بصيغ التمويل الإسلامية بمعنى وجود علاقة عكسية بين درجة تطور السوق المالي والهيكل التمويلي للمؤسسة؛

▲ **معدل النمو الاقتصادي *Economic Growth*:** تعتبر حالة الاقتصاد لبلد ما من بين العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسات التي تنشط في بيئته؛ إذ أن الأزمات الاقتصادية تزيد من

¹ بكاري بالخير وقمو سهيلة، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية: دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات العاملة منطقة حاسي مسعود للفترة 2009-2014، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، العدد 10، الجزء 1، 2017، ص 166.

² سليم مجلخ ووليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الإنحدار الذاتي *VAR*، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 02، المجلد 6، العدد 01، 2019، ص ص 122-123.

³ يسرى أسية لعقاب وعمار درويش، مرجع سبق ذكره، ص 143.

⁴ سفيان دلفوف، مرجع سبق ذكره، ص 197.

مخاطر الإفلاس، مما يدفعها إلى تقليل من الآثار السلبية لظاهرة الرفع المالي والتي تنتج كما سبق بيانه من التكاليف المالية؛

▲ التضخم *Inflation*: يؤثر التضخم على طبيعة التوليفة التمويلية التي تتبناها إدارة المؤسسة، فارتفاع معدل التضخم من شأنه أن يؤثر على أسعار الفائدة وتكلفة والرسوم الضريبية، ويخفض من القيمة الحقيقية للوفر الضريبي مما سيرفع من نسبة القروض في الهيكل المالي، وهذا راجع لتناقص القيمة الحقيقية لتكلفة التمويل بالقروض.

3.5. النظريات المحددة والمفسرة للهيكل المالي:

1.3.5. النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل:

لقد تبنت هذا النموذج عدة مدارس، والتي كانت تقدم في بعض الأحيان حجج وبراهين متعارضة، أهم هذه النظريات هي نظرية الاستغلال والنتيجة الصافية.

1.1.3.5. نظرية صافي الربح:

تعود هذه النظرية إلى *Durand* سنة 1952 الذي توصل إلى نتيجة مفادها أن قرار هيكل التمويل مرتبط بشكل مباشر بقيمة المؤسسة، وأي تغيير في هذا الهيكل سيؤدي إلى تغيير مماثل في تكلفة رأس المال وبالتالي في قيمة المؤسسة. أي أنه على المدى الطويل يمكن للمؤسسة أن تزيد قيمتها السوقية من خلال زيادة الإعتماد على مصادر التمويل الأقل كلفة (كالدون) مقابل مصادر التمويل الأكثر كلفة (كإصدار أسهم جديدة).¹ وتقوم نظرية صافي الربح على الفروض التالية:²

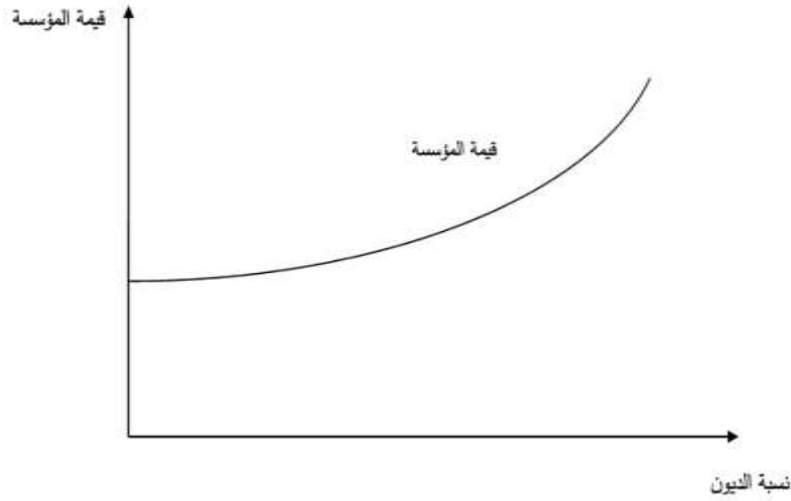
- * هناك نوعان من مصادر التمويل لجميع الشركات، وهما الأسهم والديون؛
- * عدم وجود كل من الضرائب على الشركات وتكلفة المعاملات والأرباح المحتجزة؛
- * تكلفة حقوق الملكية أعلى مقارنة بتكلفة الديون؛
- * تظل النسبة المئوية الإجمالية للأسهم والديون متساوية؛
- * لا تؤثر نسبة الدين على المخاطر المالية الإجمالية؛
- * تظل تكلفة الدين ثابتة مهما كان مستوى الديون؛
- * يجب أن يكون توزيعات الأرباح مساويا لـ 100%

فإن الهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتكون من أكبر نسبة ممكنة (حتى لو كانت 100%) من القروض. والشكل الموالي يوضح أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسة حسب نظرية صافي الربح.

¹ رضوان العمار ودانيا ابراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة: عرض وتحليل، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية: سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة تشرين، المجلد 40، العدد 06، 2018، ص 67.

² لمياء أوضايفية، مرجع سبق ذكره، ص 148.

الشكل رقم (08): قيمة المؤسسة حسب نظرية صافي الربح



المصدر: ايمان آيت ساعد، أثر خيارات التمويل على أداء المؤسسات حالة القطاع الصناعي، اطروحة دكتوراه، تخصص: الإدارة المالية والمحاسبية، كلية الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2020، ص70.

بناء على ذلك يمكن للشركة تعظيم القيمة السوقية من جهة أو تخفيض متوسط تكلفة الأموال من جهة ثانية من خلال زيادة نسبة القروض في الهيكل التمويلي ضمن ظروف التشغيل نفسها، وبالتالي تزداد القيمة الكلية للشركة باطراد مع زيادة نسبة الرفع المالي بينما يستمر متوسط تكلفة الأموال بالإنخفاض، وبالتالي تكون قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها عندما تقل التكاليف إلى أدنى مستوياتها.¹

يعاب على نظرية صافي الربح افتراضها أن تكلفة القروض وتكلفة الأموال الخاصة ثابتة، وهذا يعني ثبات معدل العائد الذي يطلبه الدائنون والمساهمون مهما تغيرت نسبة القروض في الهيكل المالي، وبالتالي فهذه النظرية تجاهلت المخاطر المالية الناجمة عن الرفع المالي والذي من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المساهمون نتيجة استخدام المؤسسة المتزايد للديون، إضافة إلى ارتفاع معدل الفائدة الذي يطالب به الدائنون بسبب المخاطر المتوقعة، وتعتبر هذه الفرضية نقطة الضعف الأساسية التي تعاني منها نظرية صافي الربح، والتي تم اتخاذها بعين الاعتبار في نظرية صافي الربح التشغيلي.²

¹ رضوان العمار ودانيا ابراهيم غيا، مرجع سبق ذكره، ص67.

² ايمان آيت ساعد، أثر خيارات التمويل على أداء المؤسسات حالة القطاع الصناعي، اطروحة دكتوراه، تخصص: الإدارة المالية والمحاسبية، كلية الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2020، ص70 .

2.1.3.5. مدخل صافي ربح العمليات:

حسب المدخل السابق تكلفة الاستدانة، وتكلفة الأموال الخاصة مستقلة عن الهيكل المالي، لكن M.M اعتبر أن تكلفة الافتراض تبقى ثابتة فعلا مهما كان مستوى الرفع المالي، أما تكلفة الأموال الخاصة فتكون في ارتفاع عند الزيادة في نسبة الإستهانة، وهذا نتيجة المخاطر المالية المصاحبة للاعتماد على الاستدانة في التمويل، وهو ما يعرف بأثر الرافعة المالية، يرى M.M أن الزيادة في تكلفة رأس المال بسبب الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سوف يقابلها انخفاض بنفس القيمة نتيجة الاعتماد على مصادر التمويل الأقل تكلفة، لذا تظل تكلفة هيكل رأس المال ثابتة مهما تغيرت الاستدانة.¹

2.3.5. نظرية Modigliani et Miller

حاول كل من مودقلياني وميلر الإجابة عن وجود هيكل رأس المال الأمثل، وهذا بتقديم تحليل علاقة قيمة المؤسسة بهيكلها التمويلي في محيط يخلو من الضرائب أو لا سنة 1958، ثم ثانيا في محيط ضرائب سنة 1963 وفق بعض الفرضيات.

1.2.3.5. النموذج في غياب ضرائب 1985:

يقوم هذا المقترح على مجموعة من الإفتراضات النظرية البحتة أهمها:²

- ▲ وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة؛
- ▲ يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق؛
- ▲ ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق؛
- ▲ يتصور جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم.

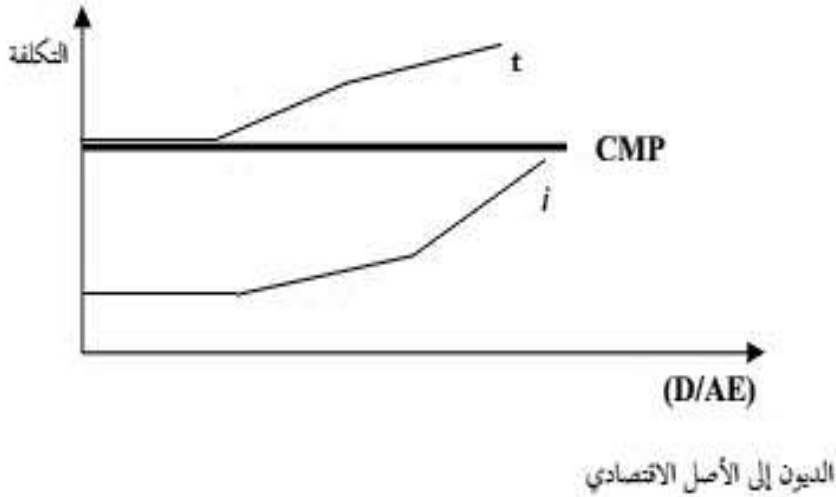
فبرهن هذان الإقتصاديان على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي وبأنه إذا كان هناك إختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة للإستهانة سيرون انه من فائدتهم بيع أسهمهم وإستبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد الإستهانة، مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتها. وهذا ما أدى بهما فعلاً إلى

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص102.

² يونس مونة ونذير نجموي، أهمية كفاءة المؤسسة الإقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل: دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية، مجلة الإقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة أدرار، المجلد 05، العدد 02، 2021، ص28.

استخلاص النتيجة التالية، أنه لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي.¹ والمنحنى البياني الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (09): إستقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



المصدر: أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS- بسكرة، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص25.

قدم *Stiglitz* سنة 1969 حدود النظرية موديفلياني وميلر، وهي:²

☞ ارتباط النظرية بوجود شريحة المخاطرة؛

☞ يبدو أن استعمال المخاطرة على النتائج المحتملة يعبر عن الهدف بدلاً من استعمال التوزيعات

الاحتمالية؛

☞ تعتمد النظرية على التوازن الجزئي بدلاً من التوازن الكلي في التحليل؛

☞ لم يكن من الواضح ما إذا كانت النظرية تستعمل في الأسواق التنافسية فقط؛

☞ ليس واضحاً تأثير إمكانية الإفلاس على صحة النظرية إلا في ظروف خاصة.

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS- بسكرة، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص24.

² حمزة غربي ومصطفى قمان، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكل المالية حسب موديفلياني وميلر: اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة1، المجلد22، العدد02، 2021، ص113.

2.2.3.5. النموذج تفرض فيه الضرائب:

أكد موديفلياني وميلر سنة 1963 بأن للديون أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكله المالية لها وذلك بسبب ما تحققه الديون مع اقتصاد ضريبي الذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الإستدانة في التمويل، حيث إن زيادة التمويل بالديون في الهيكله المالية للمؤسسة يترتب عليها انخفاض مستمر في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى إرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظراً لاعتبار فائدة الديون كمصارف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة. ولذلك، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الإقتصاد الضريبي.¹

وقد نص *Modigliani et Miller* على أن الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفرات الضريبية. وان قيمة المؤسسة المرفوعة تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية. كما هو في المعادلة التالية:²

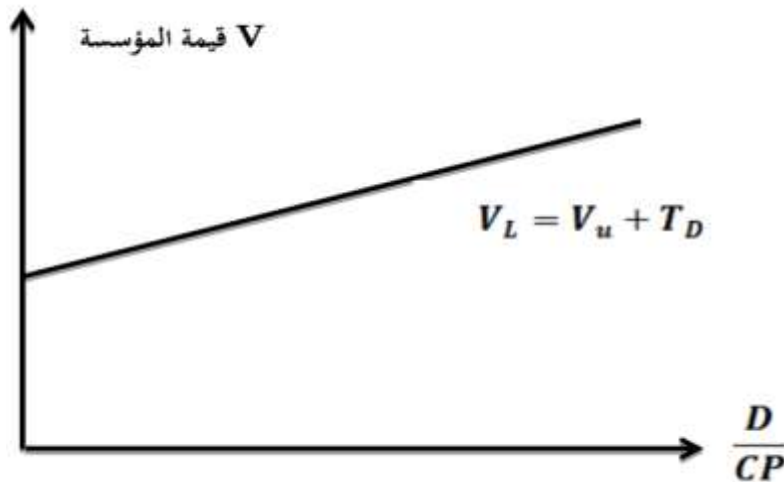
$$V_L = V_U + T_D$$

V_L : قيمة المنشأة المرفوعة

V_U : قيمة المنشأة الممولة بالملكية فقط.

T_D : القيمة الحالية للوفرات الضريبية (وهي تقدر بقيمة الفائدة مضروبة في معدل الضريبة على دخل الشركة)

الشكل رقم (10): قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019، ص 80.

¹ حمزة غربي ومصطفى قمان، مرجع سبق ذكره، ص 113.

² يونس مونة ونذير نجموي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

3.3.5. نظرية الحديثة:

1.3.3.5. نظرية التوازن:

هذه النظرية تفترض وجود معدل تمويل مثلى للاستدانة، الذي يتأتى نتيجة تحقيق توازن بين الآثار الإيجابية والسلبية للاستخدام الفعال للديون. تنقسم هذه النظرية إلى مرحلتين، حيث يُلقى في المرحلة الأولى الضوء على تحقيق توازن بين فوائد الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس. أما في المرحلة الثانية، يُضاف إلى النموذج السابق تأثير تكلفة وكالة الدين.

أ. تكلفة الإفلاس:

تعرض المؤسسات الاقتصادية التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال ملكية وأموال استدانة لمخاطر الإفلاس بدرجة عالية، وهي مخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي فقط من أموال الملكية بالحدة ذاتها، ويرجع سبب الإفلاس إلى فشل المؤسسة على دفع ما عليها من التزامات اتجاه الغير من الآجال المحددة ذاتها، ويرجع سبب الإفلاس إلى فشل المؤسسة على دفع ما عليها من التزامات اتجاه الغير في الآجال المحددة، وعلى رأسها سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ استحقاقها، هذا ما يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة. ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف:¹

تلكلفة الإفلاس المباشرة: تتمثل في مصاريف الإدارية والقانوني، كما تتضمن بعض الخسائر الناتجة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها المحاسبية المتبقية

تلكلفة الإفلاس غير المباشرة: تتمثل في انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة تحدث قبيل الإفلاس، أو ارتفاع تكاليف الرفع المالي مقارنة بتطور النشاط.

ويعرف *Beaver* تكلفة الإفلاس على أنها: "عدم قدرة المؤسسة على دفع إلتزاماتها المالية في آجال إستحقاقها، كما يراها الميداني على أنها تمثل أقصى درجات فشل المؤسسة".²

انتهى تحليل *M&M* سنة 1963 في حالة وجود الضرائب على أرباح المؤسسات إلى أن الاقتراض يصاحبه اقتصاد ضريبي يزيد من القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة، إلا أنهما استبعدا من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاقتراض، حيث تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض (المستدينة) لمخاطر الإفلاس وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط (غير مستدينة)، ويرجع هذا إلى عدم قدرة المؤسسة في تسديد قيمة القروض والفوائد في تواريخ

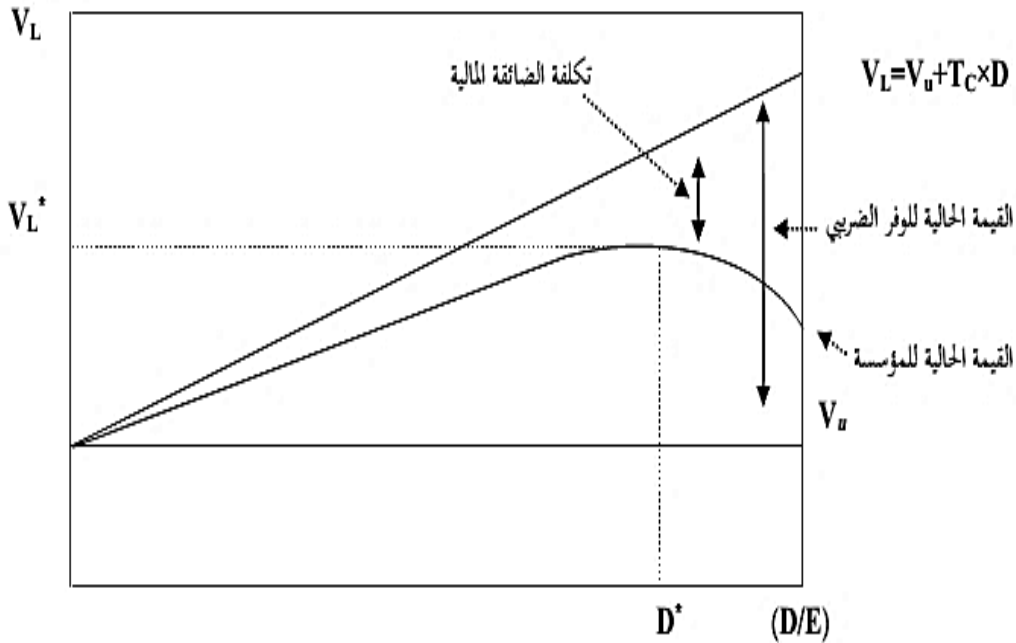
¹ محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2010، ص72.

² عبد الكريم خيربي، مرجع سبق ذكره، ص98

الاستحقاق مما يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان افلاس المؤسسة.¹

ولقد تعددت الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، وذلك بغية تحديد دقيق لحجم التكاليف الناتجة عن الإفلاس، والتي يعود سببها أساساً حسب *Pinches* إلى مجموعة من العوامل أهمها: إستعمال طرق ملتوية لتحقيق الربحية زيادة إلى عدم الكفاءة في الأداء وكل هذا في ظل عدم المرونة المالية، هذا الامر تؤدي بالضرورة إلى الإعلان عن حالة الإفلاس، والتي حسب *Gup* تكون إما بطريقة طوعية أو غير طوعية والتي تتم تحت ضغط الدائنين، ويعتبر نموذج *Altman* من أهم النماذج المستخدمة في التنبؤ بإحتمال حدوث حالة الافلاس لدى المؤسسات، والذي يدعى بـ *Zscore*.²

الشكل رقم (11): الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الإفلاس



المصدر: زكرياء بلولو، محددات الهيكل المالي وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2022، ص 76.

¹ كنزة باية شرابي، مرجع سبق ذكره، ص 116

² عبد الكريم خيربي، مرجع سبق ذكره، ص ص 98-99

ب. تكلفة الوكالة:

تعرف الوكالة على أنها عقد بموجبه يوكل شخص - مجموعة أشخاص - يسمى الموكل *Principal* شخصاً آخر يسمى الوكيل *Agent* للقيام بوظائف نيابة عنه، مع إعطائه بعض الصلاحيات.¹

وظهر مفهوم تكاليف الوكالة على يد كل من *Michael Jensen* و *William Meckling* في مقال تحت عنوان " *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* " سنة 1976 وهو مقال يدرس أثر هذه التكاليف على قيمة المؤسسة وتكلفة الهيكل المالي، كما يفترض الباحثين أن الهيكل المال الأمثل يتم تحديده عن طريق تحديد تكاليف الوكالة التي تنشأ نتيجة تضارب أصحاب المصلحة.² وقد صنف الباحثين هذه التكاليف إلى:³

١- تكاليف الرقابة *the monitoring expenditures by the principles* التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعة، أي التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله؛

٢- تكاليف الإلتزام *the bonding expenditures by the agent*: مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير

٣- الخسارة المتبقية *the residual loss*: والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أو بصيغة أخرى هي الفارق بين قيمة الخسائر المحتملة بسبب السلوك غير الرشيد للوكيل من جهة ومجموع تكاليف المراقبة وتكاليف البرهنة من جهة أخرى.

تركز نظرية الوكالة على الفرضيات التالية:⁴

- ١- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية؛
- ٢- دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدراً من التعارض في المنافع بينهما؛
- ٣- بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو بقاء المؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى؛

¹ أمينة حمادة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2010-2016)، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018، ص 27.

² زكرياء بلولو، محددات الهيكل المالي وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة، 2022، ص 78.

³ كنزة باية شرابي، مرجع سبق ذكره، ص 121.

⁴ عبد الكريم خيربي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

▲ هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة؛
▲ يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل لكي يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل؛
▲ للأصيل الرغبة في تعميم عقود الوكالة التي تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.

ويمكن القول أن هناك ثلاثة مصادر رئيسية تؤدي إلى ظهور تكلفة الوكالة تتمثل في:¹
● الملكية الجزئية للمؤسسة: فعند قيام المالك - المدير ببيع أسهم عادية لملاك آخرين جدد فإنه من خلال ذلك يتنازل طواعية عن ملكيته الكاملة للمؤسسة. لكنه في نفس الوقت يبقى مديراً، أي أنه يحتفظ لنفسه بحق اتخاذ القرارات، وحيث أنه يسعى لمنفعته الشخصية، فسوف ينشأ لديه حافزاً للاستفادة من ذلك. فعندما يكون المالك مديراً للمؤسسة ولا يوجد معه شركاء يكون إنفاقه بشكل يختلف عندما يكون معه ملاك آخرين طالما أنه لا يتحمل هذه التكاليف بمفرده؛

● المديونية واستخدام الرافعة المالية: فعند قيام المؤسسة بالاقتراض يدخل طرف ثالث بالإضافة للمدير والملاك هم دائنو المؤسسة، وهذا ما يؤدي إلى تعقيد المشكلة، حيث أنه وبموجب العقد بين الدائنين والمؤسسة تنشأ علاقة وكالة من نوع آخر، فالدائنون يفوضون إدارة المؤسسة باستخدام أموالهم. ففي هذه الحالة تكون مشكلة الوكالة مزدوجة، الأولى بين الدائنين والإدارة، والثانية بين الدائنين والملاك؛

● عدم تماثل المعلومات لدى جميع الأطراف: حيث أنه إذا لم يكن هناك علم تام من قبل الملاك والدائنين بما يجري وما هو متوقع أن يجري في المؤسسة، فإن ذلك يدل على أن المدير يخفي معلومات عن الأطراف الأخرى. وهذا المعلومات لو كانت متاحة لجميع الأطراف لغيرت من قرار الملاك والدائنين الخارجين في قرار تمويلهم للمؤسسة. أما إذا توافرت هذه المعلومات ولم تستطيع أي جهة تفسيرها بشكل صحيح، فإن السوق لن يستطيع التوصل إلى القيمة الحقيقية للاستثمار المراد تمويله، وبالتالي تنشأ تكلفة الوكالة مرة أخرى.

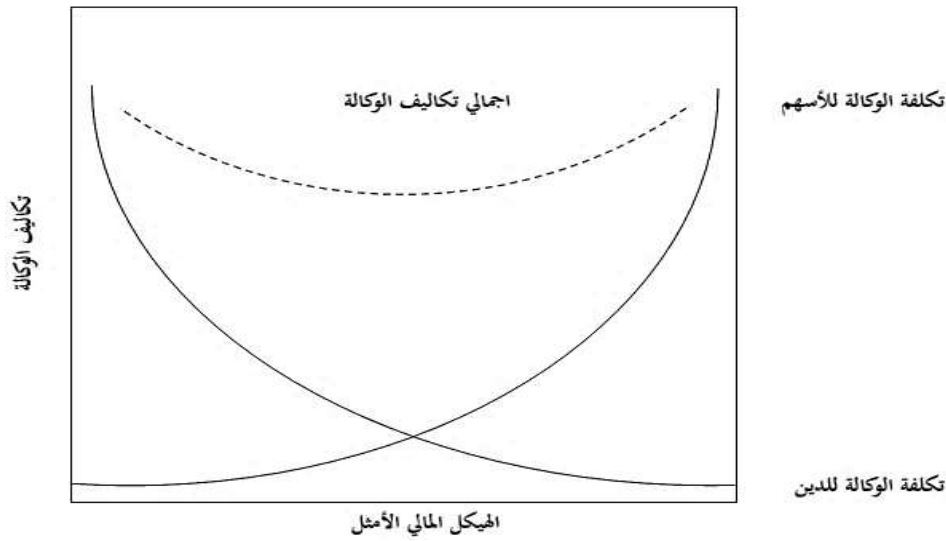
وتنعكس تكاليف الوكالة على إختبار الهيكل المالي للمؤسسة، سواء كانت هذه الوكالة بين المالك والمسيرين، أو الملاك والمقرضين، ففي حال إستعمال أموال الملكية في تمويل الإستثمار قد تخلق حالة عدم تماثل المعلومات بين كل من الموكل (الملاك) والوكيل (المستثمر) درجة قصوى من

¹ عبد المجيد تيماي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: علوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص 62-63.

تكلفة الوكالة، ففقي ظل إستحواذ الوكيل على كافة المعلومات عن المؤسسة وعدم قدرة الموكل على مراقبة هذا الأخير، هذا الظرف حتماً سينعكس سلباً على قيمة المؤسسة.¹

أما عند لجوء المؤسسة لمصدر التمويل الخارجي ذو الكلفة الأقل والمتمثل في الديون، عندها تمتد مشكلة الوكالة إلى العلاقة بين المساهمين والدائنين وهنا تظهر تكاليف الوكالة للدين، والتي تزداد بازدياد مستوى المديونية، وذلك بسبب تكاليف التدابير الوقائية التي يضعها الدائنين، وترتفع تكاليف الوكالة للديون بارتفاع نسبة هذه الأخيرة في هيكل رأس المال. وعليه يتحقق الهيكل المالي الأمثل عند تخفيض التكاليف الإجمالية للوكالة إلى حددها الأدنى.² والشكل البياني التالي يبين ذلك.

الشكل رقم (12): هيكل رأس المال الأمثل في ظل تكاليف الوكالة



المصدر: زكرياء بلولو، محددات الهيكل المالي وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2022، ص 80.

وتجدر الغشارة إلى أنه من بين نقاط الضعف التي تبقى غير مفسرة من طرف النظريات التي سبق التطرق إليها بخصوص تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة نقاط التالية:³

• لوحظ في الواقع أن عدداً كبيراً من المؤسسات التي تحقق أرباحاً معتبرة لا تلجأ إلى الإستدانة، وهذا ما يتناقض مع نتائج النظريات السابقة التي أثبتت أنه كلما حققت المؤسسات أرباحاً معتبرة كلما استطاعت توجيه هذه الأرباح إلى الإحتياط وبالتالي الرفع من قدرتها على الاستدانة؛

¹ عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم: مع دراسة حالة، مذكرة ماجستير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 97.

² أمينة حمادة، مرجع سبق ذكره، ص 31.

³ كنزة باية شرابي، مرجع سبق ذكره، ص 125.

أكدت النظريات السابقة على أنه كل محاولة لتغيير هيكل رأس مال المؤسسات بهدف الوصول إلى النسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة، بشرط أن تحافظ هذه المؤسسات على ارتفاع أسعار الأسهم في البورصة، لكن في حقيقة نجد أن ارتفاع أسعار الأسهم في البورصة أي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة يتحقق كلما اتجهت المؤسسة إلى الاستدانة، وتنخفض في الحالة العكسية.

2.3.3.5. نظرية متعددة الأشكال:

أ. نظرية الإشارة:

حاول العديد من المفكرين تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات في ظل اختلاف مستوى المعلومات بين مستخدمي تلك المعلومات الخارجيين والداخليين حول الفرص الاستثمارية وتوزيعات العائد الحقيقية للشركة. ويعتبر نموذج *ROSS* سنة 1977 ونموذج *Leland* سنة 1977 ومودج *Majluf&Myers* عام 1984 الأساس الذي بني عليه هذا المدخل. فنموذج *ROSS* سنة 1977 يستخدم نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي - في ظل ثبات قرار الاستثمار - كمؤشر على نوعية المؤسسة، بينما يركز نموذج *Pyle&Leland* على تأثير نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي على نسبة الأسهم المملوكة من طرف المسيرين والتي تمثل تعتبر كمؤشر على نوعية المؤسسة. أمّا نموذج *Majluf&Myers* (1984) فيستخدم الهيكل التمويلي - في ظل عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين - للحد من مشكلة سوء تقييم الأسهم الجديدة من طرف السوق.¹

وفي الواقع أن المعلومات التي تبثها المنشآت ليست بالضرورة حقيقة وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تعتبر امكانية المديرين المدراء في الشركات ذات الأداء الجيد إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن الشركات الأخرى ذات المستوى الأقل أداء، وخاصية هذه الإشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المنشآت الضعيفة. تستند فكرة الإشارة إلى فكرتين مهمتين:²

تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساوي: إذا ان المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين؛

حتى إن كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة للجميع إلا إنها لا تفهم ولا تدرك بالأسلوب والطريقة نفسها.

حسب هذه النظرية فإن المعلومات حول الفرص الإستثمارية المستقبلية للمؤسسة وكذا الظروف الحالية تكون أفضل عند المسيرين مقارنة بالمستثمرين، مما يؤثر في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالي للمؤسسة، فتلجأ المؤسسة إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروف مستقبلية مشجعة، بينما تلجأ

¹ نبيل حركاتي، مرجع سبق ذكره، ص 219.

² صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الإلتقاط ودورة حياة الشركة/ بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 2015، ص 83، ص 69-70.

إلى إصدار أسهم جديدة كنمط تمويلي لما تتوقع ظروف مستقبلية سيئة، وبذلك فالهيكلية المالية للمؤسسة تتوقف على الإشارات الصادرة عنها والتي تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي تواجهها.¹

ب. نظرية الإلتقاط التدريجي:

من بين النظريات الحديثة التي هدفت السلوك التمويلي للمؤسسات، نظرية الإلتقاط التدريجي للتمويل أو (نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل أو نظرية التمويل السلمي)،² وجاءت هذه النظرية من دراسة *Donaldson* عام 1961 من ممارسات التمويل لعينة من الشركات الكبيرة، ولا حظ أن الإدارة تستخدم بصورة كبيرة المصادر الداخلية للأموال تمويلاً لها مع استبعاد الأموال الخارجية إلا في حالة نفاذ الأموال الداخلية فعندها تحتاج الشركة إلى الأموال الخارجية.³

لقد قامت هذه النظرية على العديد من الفرضيات أهمها:⁴

▲ هناك تناظر في المعلومة بالنسبة للتدفقات المستقبلية المحققة؛

▲ هناك تناظر في المعلومة بالنسبة للخطر الذي تتحمله المؤسسة؛

▲ يقوم المسيريون بإدارة المؤسسة لفائدة المساهمين والذين يتمثلون في هؤلاء المسيريون الذي يحتفظون بجزء من رأس مال المؤسسة (الذين لا يملكون حق إعادة الإكتتاب عند إصدار الأسهم).

دعم مايرز *Myer* سنة 1984 هذا النموذج ليرتقى بعده إلى نظرية الإلتقاط التدريجي لمصادر التمويل، ويتميز هذا النموذج بعدم ارتباط الهيكل المالي بقيمة المؤسسة ولا بالهيكل المالي المثالي، إذ ترى أنه لا يوجد نسبة استنادة مثالية، فنسبة الإستنادة الملاحظة في كل مؤسسة تعكس احتياجها إلى التمويل الخارجي، وتكمن إتباع سياسة التمويل التدريجي للأسباب التالية:⁵

✍ عدم وجود مصاريف إصدار للأرباح المحتجزة وانخفاض مصاريف إصدار السندات عن مصاريف إصدار الأسهم العادية؛

✍ إصدار أسهم عادية جديدة من شأنه إنهاك ذوي السهم العادية بالعبء الضريبي في حين أن إصدار سندات يؤدي إلى وفر ضريبي للمؤسسة؛

✍ إصدار أسهم عادية من طرف كبريات المؤسسات يتم تفسيره من قبل المستثمرين في السوق كأخبار سيئة مما يصاحبه انخفاض في اسعار السهم الحالية؛

¹ عبد الكريم خيرى، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² يسرى أسية لعقاب وعمار درويش، مرجع سبق ذكره، ص 142.

³ صبيحة قاسم هاشم، مرجع سبق ذكره، ص 70.

⁴ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 228.

⁵ كنزة باية شرابي، مرجع سبق ذكره، ص 131.

إن استخدام أموال التوزيعات في تمويل الاحتياطات نتيجة لعدم كفاية الأرباح المحتجزة له دلالة إعلامية على المستوى السوقي؛

إصدار ملكية جديدة يهدد الملاك الحاليين بفقدان مركزهم السابق وحق التصويت، وعليه فإن سبب مبدأ الإنلقاط التدريجي لا يوجد هناك تمويل مثالي وإنما سلوك تمويلي يفضل التمويل الداخلي، وإذا دعت الضرورة للتمويل الخارجي فيحبذ الديون على الملكية أي نسبة الديون تتغير لوجود فجوة بين التدفقات النقدية الداخلية بعد دفع التوزيعات وبين فرص الإستثمار الحقيقية؛

لأن معظم المؤسسات تحتجز جزء معتبر من الأرباح ونسبة منخفضة من الديون حتى تتمتع بنسبة عالية من الملكية ومخزون من الطاقة الإفتراضية (قدرة استدانة) حيث تستخدم هذه الطاقة في تمويل استثمارات دوماً إصدار لأسهم عادية إلا كمالذ نهائي في كون الإستثمار ذو مردودية عالية ولا يمكن تأجيله وفي نفس الوقت عندما يرى مديري المؤسسة بأن أسعار أسهم المؤسسة مسعرة بأكثر مما يجب.

ولعل إن العيب الأساسي المأخوذ على نظرية الإنلقاط أنها تركز كثيراً على عامل التوقيت في إختيار القرار التمويلي المناسب، إلا أنه على المسير الأخذ بعين الإعتبار لكل من تكلفة الوكالة، الإقلاس والضرائب، الأمر الطي يحد من قدرة المؤسسة في الإستمرار في عملية الإقتراض، خاصة في ظل إرتفاع إحتمال الإفلاس، مما يحتم الإعتماد الأسهم العادية بدلاً من السندات.¹

فنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تنص على أن المؤسسات الأكثر مردودية تقترض بنسب أقل نظراً لأنها ليست في حاجة للإعتماد على التمويل الخارجي، أما المؤسسات ذات المردودية الأقل، فإنها تلجأ للإقتراض بسبب عدم كفاية التمويل الذاتي في توفير الموارد المالية للقرارات الإستثمارية، كذلك فإن الاقتراض يمثل المصدر المالي الأول الخارجي حسب ترتيب *Mayers* ومنه فنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل لا تحدد نسبة الإقتراض المثلى، بل أن نسبة الإقتراض تعكس مدى الرغبة في اللجوء للتمويل من المصادر الخارجية.²

ج. نظرية توقيت السوق:

تستند النظرية على فكرة أن هيكل التمويل هو نتيجة لمحاولات سابقة متراكمة لتوافق قرارات التمويل مع ظروف السوق وبالأخص سوق الأسهم. إذ تقوم الشركات بالتمويل من خلال اصدار أسهم جديدة عندما تكون اسهمها بأكثر من قيمتها وتعيد شراءها عندما تصبح أقل من قيمتها الحقيقية. وان

¹ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 102.

² ياسين ضيف، مرجع سبق ذكره، ص 34.

التركيز الأساسي للنظرية ليس اقتراح هيكل تمويل أمثل بل التوقيت المناسب لتعديل هيكل التمويل اذا تقوم الشركة بإصدار الأسهم عن انخفاض كلفتها عن المصادر الأخرى للتمويل.¹

وبناءً على هذه النظرية إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الإكتتاب (*Initial Public Offering-IPO*) فيكون من الأفضل للشركة الإقتراض، وإذا كانت قيمة السهم أكثر من قيمتها عند الإكتتاب ينبغي على الشركة إصدار الأسهم. وجد *Baker & Wurgler* سنة 2002 من خلال دراسة أجريت في أمريكا أن تأثير التوقيت في الرافعة يرتبط بقوة تتجاوز عشر سنوات ووجدوا أن هيكل رأس المال الحالي له ارتباط وثيق بالقيم السوقية الماضية ويمكن للشركة إصدار الأسهم بناءً على تقييم السوق.²

¹ عبد الكاظم محسن كوين، العوامل الإقتصادية وتأثيرها في هيكل التمويل: بحث استطلاعي لعينة من العاملين في معهد الإدارة/ الرصافة، مجلة دراسات اقتصادية، بيت الحكمة، العدد40، 2019، ص146.

² عادلة حاتم ناصح وعبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق لأوراق المالية للفترة من 2004-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد10، العدد37، 2014، ص96.

الخاتمة:

بعد استعراضنا للمحتويات المهمة في مقياس نظرية المالية، نجد أنه تم تسليط الضوء على جوانب حيوية تشكل أساس فهمنا للعديد من التحديات والمفاهيم الرئيسية في علم المالية. في هذه الرحلة، تذكرنا ظروف اتخاذ القرار في ظل المخاطرة وعدم اليقين، حيث يظهر أن التحليل الدقيق والتفكير الاستراتيجي يلعبان دورًا حاسمًا في نجاح قراراتنا المالية.

تعرفنا أيضًا على مناهج السيادة العشوائية وكيف تؤثر على عمليات اتخاذ القرار، حيث تُظهر هذه المناهج أهمية العوامل العشوائية في تشكيل مصائر الأسواق المالية. ومع دخولنا إلى الأسواق المالية، فقد تعلمنا كيفية التنقل والتفاعل في هذا البيئة الديناميكية، حيث يكمن فهم الكفاءة والسكونية في قلب هذه العملية.

في مسارنا نحو فهم أعماق الأسواق المالية، انتقلنا إلى نظرية الأسواق المالية واستكشفنا مفاهيم الكفاءة والسكونية، حيث تبرز أهمية التحليل الفعّال والتقييم الشامل للمخاطر والعائدات. ولا يقل أهمية ذلك عن فهم النظريات المفسرة للهيكل المالي، حيث تسلط الضوء على كيفية تكوين وتنظيم الأصول والديون في الاقتصاد.

في الختام، يبرز هذا المقياس أهمية الرؤية الشاملة لنظرية المالية في فهم العالم المالي المعقد. إن فهم طبيعة القرارات المالية، سواء في ظل المخاطرة وعدم التأكد أو في مواجهة الأسواق المالية الديناميكية، يشكل أساسًا حيويًا لاتخاذ قرارات مستنيرة وتحقيق أهدافنا المالية بنجاح".

قائمة المراجع:

أولاً: مراجع باللغة العربية

I. كتب:

1. ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
2. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
3. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
4. الافندي محمد أحمد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2018.
5. إلهام وحيد دحام، فاعلية اداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، عابدين، مصر، 2013.
6. بلعزوز بن علي وآخرون، إدارة المخاطر: إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
7. جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003.
8. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، ط1، مكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005.
9. حمزة غربي، مدخل إلى الاقتصاد المالي: النظرية المالية، منشورات الزرقاء، بركة، الجزائر، 2023 .
10. خالد وهيب الراوي، في الأسواق المالية والنقدية، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2000
11. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009، ص178.
12. دريد كمال آل شبيب، مقدمة الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
13. سالم صلال راهي الحسنوي، الإستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2017.
14. سالم محمد عبود واحمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وادواته في الاسواق المالية: دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والامريكي، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والإقتصادية، بغداد، العراق، 2014.
15. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، ط1، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2018.
16. عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
17. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية: مدخل اتخاذ القرار، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2012
18. عبد الغفار حنفي وسمية زكي قرياقص، المنشآت المالية: دورها في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2014

19. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
20. عبد اللطيف مصيطفى ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015.
21. عماني لمياء وسمية بن علي، الهندسة المالية المشتقات المالية وإدارة المخاطر: دروس وتطبيقات، ط1، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، بئر الخادم، الجزائر، 2020.
22. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
23. فيصل محمود الشواور، الإستثمار بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
24. لمياء أوضايفية، النظرية المالية، ط1، الدار الجزائرية، بئر الخادم، الجزائر، 2023.
25. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، الإدارة المالية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2014.
26. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
27. مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان.
28. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الاسكندرية، مصر، 1993.
29. وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

II. الرسائل وأطروحات العلمية:

1. ابتسام قواجلية، دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية: دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية، أطروحة دكتوراه، تخصص: تجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، محمد خيضر، بسكرة، 2020.
2. أمينة حمادة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2010-2016)، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018.
3. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS- بسكرة، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة
4. ايمان آيت ساعد، أثر خيارات التمويل على أداء المؤسسات حالة القطاع الصناعي، اطروحة دكتوراه، تخصص: الإدارة المالية والمحاسبية، كلية الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2020.
5. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012.
6. حسن علي، تحليل الحركة العشوائية الأسعار الاسهم في ظل كفاءة سوق الاوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: المصارف والتأمين، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014.

7. حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية: دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص: تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018.
8. حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، تخصص: إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.
9. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
10. زكرياء بلولو، محددات الهيكل المالي وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة، 2022.
11. عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال: التجربة الماليزية أنموذجاً، مذكرة ماجستير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
12. عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم: مع دراسة حالة، مذكرة ماجستير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
13. عبد الكريم خيربي، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019.
14. عبد المجيد تيماي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص: علوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
15. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009.
16. غصون كاظم عبيد آل جار الله، دور الأسواق المالية في التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص في بلدان مختارة وإمكانية الاستفادة منها في العراق، مذكرة الماجستير، تخصص: العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصادية، جامعة كربلاء، العراق، 2018.
17. قط سليم، مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
18. كنزة باية شرابي، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة: حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2014.

19. ليث الياس العنيني، اختبار كفاءة الأسواق المالية على المستوى الضعيف: دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية وبورصة عمان، المعهد العالي لإدارة الأعمال، تخصص: مالية ومصارف، السورية، 2022.
20. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
21. محمد عزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013.
22. مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال: دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، مذكرة ماجستير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
23. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتجاري وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014.
24. نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001-2015)، أطروحة دكتوراه، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015.
25. نعاس مريم نجا، استراتيجية التنويع الاستثماري كألية لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية: حالة البورصات العربية، أطروحة دكتوراه، التخصص: محاسبة مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2017.
26. نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر - المغرب - تونس - الأبعاد والآفاق، أطروحة دكتوراه، تخصص: التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013.
27. الوردي خدومة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015.
28. ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية كمية، جامعة قصدي مرباح، ورقلة، 2015.

III. المجالات:

1. ايمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل المشاريع النمو الاقتصادي، مجلة أبحاث الاقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، المجلد 10، العدد 1، 2016.
2. بدر الدين براحلية، عقود المشتقات المالية، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، الجامعة، العدد 42، 2015.

3. بكاري بالخير وقمو سهيلة، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية: دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات العاملة منطقة حاسي مسعود للفترة 2009-2014، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، العدد10، الجزء1، 2017.
4. بن امر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية : دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، المجلد1، العدد02، 2012.
5. تمار أمين وحنان سلاوتي، واقع وآفاق الأسواق المالية وظل العولمة المالية: دراسة حالة الدول النامية، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، جامعة تيارت، المجلد04، العدد01، 2021.
6. جريو كلتوم و يدو محمد، دور مبدأ الإفصاح وشفافية في تعزيز كفاءة الاسواق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد16، العدد 01، 2017.
7. الحسنوي سالم صلال راهي والعبادي هشام عبد الخضر سكر، دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق في سوق العراقي المالي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، المجلد13، العدد52، 2019.
8. حمزة غربي ومصطفى قمان، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكلية المالية حسب موديفلياني وميلر: اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة1، المجلد22، العدد02، 2021.
9. خضير عقبة ورضا زهواني، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، جامعة واد سوف، المجلد02، العدد01، 2019.
10. خلفاوي إخلاص وآخرون، أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2021)، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، جامعة مسيلة، المجلد7، العدد2، 2022.
11. دلال بن سمينة وجهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة جلفة، المجلد3، العدد1، 2017.
12. 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، جامعة بابل، العدد 11، 2014.
13. رضوان العمار ودانيا ابراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة: عرض وتحليل، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية: سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة تشرين، المجلد40، العدد06، 2018.
14. ريمة بلفيطح، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر: تحليل سلوك المؤشر *Dzair Index* للفترة 2008-2015، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة مسيلة، العدد17، 2017.
15. سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة شلف، المجلد14، العدد19، 2018.
16. سليم مجلخ ووليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الإنحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 02، المجلد6، العدد01، 2019.

17. سليمان شلاش واخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في الشركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (2001-1997)، مجلة المنارة، جامعة آل البيت، المجلد 14، العدد 01، 2008.
18. سهام شاوش اخوان، تحليل تطورات تداول المشتقات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة للفترة (2013-2019)، مجلة ابحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، المجلد 16، العدد 02، 2022.
19. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الإنقراض ودورة حياة الشركة/ بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 83، 2015.
20. صويلح ينور الدين وعمر العودي، دور هيئات التصنيف الائتماني في دعم كفاءة الأسواق المالية بعد أزمة الرهون العقارية الأمريكية 2008، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، جامعة تمنغراست، المجلد 01، العدد 01، 2020.
21. عادلة حاتم ناصح وعبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق لأوراق المالية للفترة من 2004-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، 2014.
22. عبد القادر بسبع وبن علي بن عيسى، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، جامعة الجلفة، المجلد 1، العدد 01، 2017.
23. عبد الكاظم محسن كوين، العوامل الاقتصادية وتأثيرها في هيكل التمويل: بحث استطلاعي لعينة من العاملين في معهد الإدارة/ الرصافة، مجلة دراسات اقتصادية، بيت الحكمة، العدد 40، 2019، ص 146.
24. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد 4، العدد 04، 2006.
25. فيصل بشرول وعبد القادر رملوي، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية التنبؤ بحركة مؤشر داوجونز الصناعي باستخدام منهجية *Box-Jenkins* في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، جامعة مسيلة، المجلد 02، العدد 02، 2017.
26. مزبود ابراهيم وخديجة بلحياي، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST: حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015، مجلة معارف، جامعة تيبازة، العدد 22، 2017.
27. نبيل حركاتي، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، المجلد 18، العدد 01، 2018.
28. نعيمة كنتور وسمية صلعة، زيادة كفاءة السوق المالي من خلال نشر التقارير المالية: دراسة قياسية لسوق عمان المالي للفترة 2010-2022، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة، المجلد 13، العدد 01، 2023.
29. نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة شلف، المجلد 6، العدد 08، 2010.
30. هني محمد نبيل وغرابية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في اطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة: دراسة حالة المغرب والكويت، مجلة أبحاث اقتصادية، جامعة بسكرة، العدد 11، 2012.

31. يسرى أسية لعقاب وعمار درويش، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الإقتصادية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات، مجلة التنوع الاقتصادي، جامعة عين تموشنت، المجلد 03، العدد 01، 2022.
32. يونس مونة ونذير جماوي، أهمية كفاءة المؤسسة الإقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل: دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية، مجلة الإقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة أدرار، المجلد 05، العدد 02، 2021.

IV. مطبوعات جامعية:

1. دعاس مصعب، نظرية مالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة الأولى ماستر، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2021.
2. سليم مجلخ، النظرية المالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة أولى ماستر، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2018.
3. مريم بلقبلي، نظرية مالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة الأولى ماستر، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2019.

ثانيا: مراجع باللغة الأجنبية

- Gastineau, G.L. Kiritzman, M.P, *The dictionary Of Financial risk management* , Frank J.Fabozzi. associates, New york, 1996, p241
- Okpara , Godwin C., *Stock Market Prices and the Random Walk Hypothesis :Future Evidence from Nigeria* , journal of Economics and International Finance , 2(3), 2010, p49-57.
- JeanMarie Gagnon, Nabil Kouri, *Traité de gestion financière*, 2^e edition, Gaetan Mourin , Paris , 1981, p343.