

Ministry of Higher Education and Scientific  
Research

Farhat Abbas Setif University 1

Faculty of Economics, Commerce and  
Management



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس سطيف 1

كلية علوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير

# المؤسسة والأسواق المالية

إعداد الدكتور: عويسي أمين

**الفهرس**

2	تصدير
3	الفهرس
13	مقدمة
13	أولاً: أهداف التعلم
14	ثانياً: ملاحظات مهمة:
15	المحور الأول: المؤسسة
15	الفصل الأول: المؤسسة؛ مفاهيم عامة
15	أولاً: مفهوم المؤسسة:
15	1. تعدد المصطلحات
15	2. تعاريف:
16	ثانياً: أدوار المؤسسة
16	1. المؤسسة عون اقتصادي:
17	2. المؤسسة تنظيم اجتماعي:
17	3. المؤسسة نظام:
19	4. المؤسسة وحدة إنتاجية:
20	5. المؤسسة مركز اتخاذ القرارات
21	ثالثاً: تمييز المؤسسة ككيان اقتصادي
21	1. التمييز في المفهوم
21	2. التمييز بين المؤسسة الاقتصادية والمؤسسة الإدارية
23	الفصل الثاني: أهداف المؤسسة
23	أولاً: الأهداف الاقتصادية
23	1. تحقيق الربح:

23	تحقيق حاجات المجتمع:	2.
23	عقلنة الإنتاج:	3.
23	ثانيا: الأهداف الاجتماعية	
23	ضمان مستوى مقبول من الأجور:	1.
24	تحسين المستوى المعيشي للعمال:	2.
24	إقامة أشكال استهلاكية معينة:	3.
24	توفير تأمينات ومرافق العمال:	4.
24	ثالثا: الأهداف التكنولوجية	
24	البحث والتطور	1.
25	السياسة الوطنية	2.
26	الفصل الثالث: خصائص وأنواع المؤسسات الاقتصادية	
26	أولا: خصائص المؤسسة الاقتصادية	
26	ثانيا: معايير تصنيف المؤسسة	
26	المعيار القانوني	1.
28	المعيار الاقتصادي	2.
28	المعيار التنظيمي (الحجم)	3.
31	الفصل الرابع: الأشكال القانونية للمؤسسات الاقتصادية (أنواع الشركات حسب القانون التجاري الجزائري)	
31	أولا: أحكام عامة في الشركات	
31	مفهوم الشركة	1.
31	أركان الشركة	2.
32	القواعد القانونية لإنشاء وتأسيس شركة	3.
33	ثانيا: قواعد سير مختلف الشركات التجارية	
33	شركة التضامن Société en Nom Collectif (SNC)	1.
33	شركة التوصية البسيطة Société en commandite simple	2.
33	الشركات ذات المسؤولية المحدودة Société à Responsabilité Limitée (SARL)	3.

34	..... Société par actions (SPA) شركات المساهمة	4.
35	..... Société en commandite par actions شركات التوصية بالأسهم	5.
35	..... شركة المحاصة	6.
35	..... التجمعات	7.
37	..... الفصل الخامس: الأوراق المالية المذكورة في القانون التجاري الجزائري	
37	..... أولاً: الأسهم	
37	..... المفهوم	1.
37	..... أنواع الأسهم	2.
38	..... تداول الأسهم	3.
38	..... ثانياً: شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت	
38	..... شهادات الاستثمار	1.
38	..... شهادات الحق في التصويت	2.
38	..... ثالثاً: سندات المساهمة	
39	..... رابعاً: سندات الاستحقاق	
39	..... خامساً: قيم منقولة أخرى	
39	..... سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم	1.
39	..... سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم	2.
40	..... الفصل السادس: تمويل المؤسسات	
40	..... أولاً: أشكال تمويل المؤسسة	
41	..... أشكال التمويل قصير الأجل	1.
42	..... أشكال التمويل طويل الأجل	2.
43	..... ثانياً: مصادر تمويل المؤسسة	
43	..... التمويل الذاتي L'autofinancement	1.
43	..... Le paiement Différé des Achats الدفع المؤجل للمشتريات	2.
44	..... La Dette الدين	3.

44	..... Les Capitaux Propres (ou actions؛ أو الأسهم؛ حقوق الملكية)	4.
45	..... Love Money التمويل العاطفي	5.
45	..... Business Angels ملائكة الأعمال	6.
45	..... Venture Capital الرأسمال المغامر	7.
46	..... L'introduction en bourse (أو الدخول للبورصة)	8.
47	..... المحور الثاني: الأسواق المالية	
47	..... الفصل الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية	
47	..... أولاً: موقع السوق المالي في الاقتصاد	
48	..... ثانياً: الأصول المالية Financial Assets	
48	..... 1. مفهوم الأصل المالي	
48	..... 2. المصدر والمالك	
48	..... 3. أمثلة عن الأصول المالية	
49	..... 4. الدين مقابل أدوات حقوق الملكية (Debt versus Equity Instruments)	
49	..... 5. دور الأصول المالية	
49	..... ثالثاً: الأسواق المالية	
49	..... 1. مفهوم الأسواق المالية	
50	..... 2. دور الأسواق المالية	
51	..... 3. تصنيف الأسواق المالية	
53	..... 4. المشاركون في السوق	
53	..... رابعاً: عولمة الأسواق المالية	
54	..... خامساً: تصنيف الأسواق المالية العالمية (Classification of Global Financial Markets)	
54	..... 1. السوق الداخلي (Internal Market)	
55	..... 2. السوق الخارجي (External Market):	
56	..... سادساً: تصنيف البلدان حسب تطور أسواقها المالية	
56	..... 1. المتقدمة:	

56	..... الناشئة (النامية):	2.
56	.....: (أو ما قبل الناشئة):	3.
56	..... (Asset Classes)	سابعاً: فئات الأصول
58	..... Derivatives Markets	ثامناً: أسواق المشتقات
58	..... Types of Derivative Instruments	1. أنواع الأدوات المشتقة
59	..... The Role of Derivative Instruments	2. دور الأدوات المشتقة
59	..... Financial Markets and the Real Economy	تاسعاً: الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي
61	..... الفصل الثاني: المؤسسات المالية والوسطاء الماليين وشركات إدارة الأصول	
61	..... Financial Institutions	أولاً: المؤسسات المالية
61	.....: الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية:	1.
62	..... Financial Intermediaries	ثانياً: الوسطاء الماليون
62	..... قائمة الوسطاء الماليين	1.
62	..... دور الوسطاء الماليين	2.
63	..... نظرة عامة على إدارة الأصول/الالتزامات للمؤسسات المالية	ثالثاً:
63	..... المفهوم	1.
64	.....: Nature of Liabilities (وهي: الديون المطلوبة)	2. طبيعة الالتزامات (أو الخصوم، وهي: الديون المطلوبة)
65	..... Asset Management Firms	رابعاً: شركات إدارة الأصول
67	..... overview of Private Market Participants	خامساً: نظرة عامة على المشاركين في السوق الخاص
67	..... Households	1. الأسر
68	..... Nonfinancial Corporations	2. الشركات غير المالية
68	..... Depository Institutions	3. مؤسسات الإيداع
69	..... Insurance Companies	شركات التأمين
69	..... Investment Companies	4. شركات الاستثمار
69	..... Private Pension Funds	5. صناديق التقاعد الخاصة
70	..... Nonprofit Organizations	6. المنظمات غير الربحية

71	.....Foreign Investors المستثمرين الأجانب	.7
74	.....(The Money Markets) الفصل الثالث: أسواق النقد	
74	.....أولاً: مفاهيم عامة	
75	.....ثانياً: الغرض من أسواق النقد	
76	.....ثالثاً: المتدخلون (أو المشاركون) في أسواق النقد	
76	.....الخزانة العمومية	.1
77	.....البنك المركزي	.2
77	.....(Commercial banks) البنوك تجارية	.3
77	.....(Businesses) الشركات	.4
78	.....شركات الاستثمار والأوراق المالية	.5
78	.....الأفراد	.6
80	.....رابعاً: أدوات سوق النقد	
80	.....أدوات الخزانة (T-bills)	.1
80	.....(Federal Funds) الأموال (أو القروض) الفدرالية	.2
80	.....(Repurchase Agreements) اتفاقيات إعادة الشراء	.3
81	.....(Negotiable Certificates of Deposit) شهادات قابلة للتداول	.4
81	.....(Commercial Paper) الأوراق التجارية	.5
81	.....(Banker's Acceptances) القبولات مصرفية	.6
82	.....(Eurodollars) اليورودولارز	.7
83	.....(Capital Market) الفصل الرابع: أسواق رأس المال	
83	.....أولاً: مفاهيم عامة	
83	.....ثانياً: الغرض من سوق رأس المال	
84	.....ثالثاً: المتدخلون (أو المشاركون) في سوق رأس المال	
84	.....الحكومات والشركات الفيدرالية والمحلية	.1
84	.....الشركات	.2

84	..... الأفراد والأسر	3.
84	..... رابعا: التداول في سوق رأس المال	
84	..... السوق الأولية	1.
85	..... السوق الثانوية	2.
86	..... (The Bond Market) سوق السندات	الفصل الخامس:
86	..... أولًا: مفهوم السندات	
87	..... ثانيًا: أنواع السندات	
87	..... أوراق وسندات الخزانة (Treasury Notes and Bonds)	1.
91	..... (Corporate Bonds) سندات الشركات	2.
95	..... (The Bond Market) سوق الأسهم	الفصل السادس:
95	..... مفاهيم أساسية	
96	..... أنماط الأسهم:	
96	..... الأسهم العادية	1.
96	..... الأسهم الممتازة	2.
97	..... (Stock Market Indexes) مؤشرات سوق الأسهم	3.
97	..... مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA)	4.
99	..... بورصة الجزائر	الفصل السابع:
99	..... أولًا: نشأة البورصة	
99	..... ثانيًا: المتدخلون في بورصة الجزائر	
99	..... شركة إدارة بورصة القيم	1.
101	..... لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	2.
103	..... المؤتمن المركزي	3.
104	..... وسطاء عمليات البورصة	4.
105	..... التعاون الخارجي	5.
106	..... ثالثًا: التسعيرة الرسمية لبورصة	

106	1.	سوق سندات رأس المال
108	2.	سوق سندات الدين
110		المحور الثالث: المحفظة
110		الفصل الأول: مقدمة في صناعة الاستثمار ( <i>Investment Industry</i> )
112		الفصل الثاني: مدير المحفظة
112		أولاً: من هو مدير المحفظة (Portfolio Manager)؟
112		ثانياً: خصائص مدير المحفظة
113		ثالثاً: ما هي مشكلات الاستثمار التي يسعى مديرو المحفظة إلى حلها؟
113	1.	تخصيص الأصول ومسؤوليات تشكيل فئة أصول المحفظة
114	2.	مشاكل الاستثمار التمثيلية <i>Representative Investment Problems</i>
116	3.	تحديد أهداف العميل للمحفظة المتنوعة
117		الفصل الثالث: عملية إدارة المحفظة وبيان سياسة الاستثمار
117		أولاً: عملية إدارة المحفظة
117	1.	مفهوم المحفظة
117	2.	إدارة المحفظة
119	3.	تخطيط المحفظة <i>Portfolio planning</i>
119		ثانياً: بناء المحفظة وتوقعات سوق رأس المال
120	1.	بناء المحفظة
121	2.	توقعات سوق رأس المال
121	3.	التخصيص الاستراتيجي للأصول
122		ثالثاً: بيان سياسة الاستثمار <i>The Investment Policy Statement (IPS)</i>
122	1.	المفهوم
124	2.	المكونات الرئيسية لبيان سياسة الاستثمار
125		رابعاً: القيود في معيار بيان سياسة الاستثمار
127		خامساً: مثال تطبيقي لبيان سياسة الاستثمار

130.....	الفصل الرابع: تخصيص الأصول: إطار المتوسط - التباين
130 .....	أولاً: محفزات منهج المتوسط-التباين لتخصيص الأصول
130 .....	ثانياً: أنواع تخصيص الأصول
132 .....	ثالثاً: فئات الأصول Asset Classes
133 .....	رابعاً: الإطار العملي لـ: المتوسط - التباين
135.....	الفصل الخامس: أنواع المحافظ المالية
136 .....	أولاً: المحفظة الهجينة (A Hybrid Portfolio)
136 .....	ثانياً: المحفظة الاستثمارية (A Portfolio Investment)
137 .....	ثالثاً: محفظة هجومية "تركز على الأسهم" (An Aggressive, Equities-Focused Portfolio)
137 .....	رابعاً: محفظة دفاعية "تركز على الأسهم" (A Defensive, Equities-Focused Portfolio)
137 .....	خامساً: محفظة أسهم تركز على الدخل (An Income-Focused, Equities Portfolio)
137 .....	سادساً: محفظة مضاربة تركز على الأسهم (A Speculative, Equities-Focused Portfolio)
138.....	المحور الرابع: المخاطر
138.....	الفصل الأول: مفهوم وأنواع المخاطر (المخاطر المالية وغير المالية)
138 .....	أولاً: مفهوم المخاطر
138 .....	1. تعريفات المخاطر <i>Definitions Of Risk</i>
139 .....	2. النتائج <i>Outcomes</i>
139 .....	ثانياً: أنواع المخاطر
139 .....	1. مخاطر مالية
141 .....	2. المخاطر غير المالية
144 .....	3. التفاعلات بين المخاطر
146.....	الفصل الثاني: قياس المخاطر (المحركات والمقاييس)
146 .....	1. محركات المخاطر <i>Drivers</i>
146 .....	2. المقاييس (قياس المخاطر) <i>Metrics</i>
149.....	الفصل الثالث: إدارة المخاطر <i>Risk Management</i>

151 .....	The Risk Management Process	أولاً: عمليات إدارة المخاطر
151 .....	1. مفهوم إدارة المخاطر	
151 .....	2. <i>The Risk Management Framework</i>	إطار إدارة المخاطر
152 .....	3. <i>Risk Governance</i>	حوكمة المخاطر
153 .....	Risk Identification and Measurement	ثانياً: تحديد المخاطر وقياسها
153 .....	1. <i>Risk Infrastructure</i>	هيكل المخاطر
153 .....	2. <i>Policies and Processes</i>	السياسات والعمليات
154 .....	3. <i>The Process of Risk Monitoring, Mitigation, and Management</i>	عملية مراقبة المخاطر والتخفيف من حدتها وإدارتها
154 .....	4. <i>Communication</i>	التواصل
154 .....	Strategic Analysis and Integration	ثالثاً: التحليل والتكامل الاستراتيجي
155 .....	الفصل الرابع: آليات التعامل مع المخاطر	
155 .....	Risk Modification	أولاً: تعديل المخاطر
155 .....	Risk Prevention and Avoidance	ثانياً: الوقاية من المخاطر وتجنبها
156 .....	Risk Acceptance: Self-Insurance and Diversification	ثالثاً: قبول المخاطر (التأمين الذاتي والتنويع)
157 .....	رابعاً: النقل، التحويل، اختيار طريقة التعديل	
157 .....	1. <i>(Risk Transfer)</i>	نقل المخاطر
157 .....	2. <i>Risk Shifting</i>	تحويل المخاطر
158 .....	3. كيفية اختيار الطريقة التي يتم بها تعديل المخاطر	
159 .....	خاتمة	
160 .....	قائمة المصادر والمراجع	

## مقدمة

تركز العديد من المؤسسات التعليمية اليوم على مفهوم ضمان التعلم، وهو عنصر مهم في بعض معايير الاعتماد. تم إنشاء هذا الكتاب ليشمل أهم المعارف المتعلقة بالمؤسسات والمؤسسات المالية والأدوات والأسواق خصيصًا لدعم ضمان مبادرات التعلم المصممة للاستفادة من المعرفة الأساسية ومجموعات المهارات المطلوبة من قبل الخريجين للتوجه نحو إدارة المؤسسات من الناحية المالية وخاصة تكوين "المدير المالي".

ما أقدم في هذا الكتاب شيء يسير جدا ونقطة قوتها هو أنه تم اعتماد مراجع قوية في التخصص ولقائات علمية خاصة في تخصص الأسواق المالية وأن هذه المراجع تعد من أهم المراجع في العالم ومترجمة لعدد لا بأس به من اللغات؛ وما أود أن أكده أنه لا يجب أن يكتفى بما يوجد في الكتاب (مجرد رأس الخيط في حزمة وهناك عدد لا نهائي من الحزم)؛ لذا أوصي بشدة -خاصة طلبة العلم- أن يرجعوا إلى تلك المراجع ويأخذوا منها قدر المستطاع لتعزيز معارفهم وتدقيقها في ميدان المؤسسة والأسواق المالية.

ومنه في هذا الكتاب اعتمدنا بشكل أساسي على الترجمة من المراجع الأساسية في التخصص وذلك حتى لا نَفقد المفاهيم الأساسية معانيها؛ كما أنه في كل الكتاب نترك المصطلحات المفتاح والعناوين باللغة الأصلية للمرجع التي هي في الغالب انجليزية وذلك بهدف تسهيل عملية البحث عن مفهوم المصطلح وبطريقة صحيحة، وذلك لما يريد القارئ التعمق في ذلك.

في هذا الكتاب، نعرض مفاهيم أساسية حول المؤسسات ثم نلقي نظرة عما هو موجود في الجزائر عن طريق جرد أهم أنواع الشركات التي جاء بها المشرع الجزائري.

كما نناقش في هذا الكتاب هيكل ووظائف وعمليات النظام المالي الحديث. أين سنتعرف على المؤسسات المالية والأدوات المالية والأسواق المالية. على الرغم من أن المؤسسات والأدوات والأسواق متشابهة بشكل أساسي، إلا أنه يمكن التمييز بينها من حيث الحجم والمصطلحات ومستوى التنظيم الحكومي والإشراف الاحترافي.

### أولاً: أهداف التعلم

بعد قراءة هذا الكتاب، سوف تتمكن من فهم:

1. أساسيات المؤسسة؛
2. الشركات (المؤسسات) في القانون التجاري الجزائري؛

3. أهم الأوراق المالية في القانون التجاري الجزائري؛
4. مكونات النظام المالي.
5. عمل المؤسسات المالية.
6. الأنواع المختلفة للأصول المالية، والأسواق التي يتم تداولها فيها، ومبادئ تقييمها.
7. من هم المشاركون في الأسواق المالية.
8. إدارة المحفظة المالية.
9. أهم أنواع المحافظ المالية.
10. أهم أنواع المخاطر.

### ثانياً: ملاحظات مهمة:

قد تتكرر بعض العناوين لكن الأكد أن المحتوى سيختلف ذلك أردنا أن نورد المواضيع المهمة من عدة جهات نظر؛ وفي الغالب بهدف تمكين القارئ من المقارنة بين ما هو موجود في الاقتصادات الغربية وبين ما هو موجود في الجزائر؛ ليكون الهدف النهائي إعطاء القارئ نظرة شاملة عن الموضوع.

## المحور الأول: المؤسسة

### الفصل الأول: المؤسسة؛ مفاهيم عامة

#### أولاً: مفهوم المؤسسة:

#### 1. تعدد المصطلحات

يجد القارئ باللغة العربية عدة مصطلحات تعبر كلها عن المؤسسة الاقتصادية، ومن بينها نذكر: المنظمة، الشركة، المقولة، التنظيم، المشروع، المنشأة.

وبهدف رفع الالتباس وتدقيق العبارات، نسجل النقاط التالية:

إن تعدد العبارات موجود أيضاً في اللغات الأجنبية مثل الإنجليزية والفرنسية، غير أن الاستعمال فيهما أدق بكثير.

أ. المنظمة l'organisation: عبارة تطلق على كل تجمع يتم تنظيمه وفق قواعد وأسس معينة، اجتماعية كانت أم اقتصادية أو سياسية أو ثقافية أو غير ذلك.

ب. أما عبارة الشركة firm أو Société، فتعنى وتهتم خاصة بالهيكل الاقتصادي مهما كان حجمه أو طبيعته القانونية.

ج. إن كلمة المقولة Entreprise وهي مشتقة من كلمة entrepreneur أي المقاول فتشير خاصة إلى الخطر أو المغامرة التي تميز توظيف الأموال في النشاط الاقتصادي.

د. أما عبارة المؤسسة فهي تطلق على أي تجمع اقتصادي أو اجتماعي مؤسس بصفة رسمية، حيث أن هناك مؤسسات سياسية، أخرى اجتماعية، أخرى تربوية وأخرى اقتصادية.

#### 2. تعاريف:

أ. المؤسسة في كل تنظيم اقتصادي مستقل مالياً في إطار قانوني واجتماعي معين هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل إنتاج أو تبادل سلع أو خدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين. بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه، وتبعاً لحجم ونوع نشاطه.

ب. وفقًا لـ Coase (1937, pp. 14–18):

❖ «الشركة عقدة من العقود بين جميع أصحاب المصلحة والموردين والعملاء والموظفين والمصرفيين وشركات التأمين ... سيكون المفتاح هو توقيع أكثر العقود حكمة والتي لا يتضرر فيها أي طرف ثم احترامها»

❖ «المؤسسة كنظام كفاءة؛ هي: تجمع العمال والمعدات الذين سيطورون مهارات محددة

يصعب تكرارها لأنها نتيجة تعاون خاص بين الموظفين»

❖ «وحدة اقتصادية لإنتاج السلع أو الخدمات لغرض تجاري»

ج. وفقًا لـ Lamaute (2015, p. 05):

❖ «المؤسسة هي منظمة من القطاع العام أو الخاص، سواء كانت تملك نقابة عمال أو لا، بهدف ربحي أو غير ربحية، تعمل في قطاع الصناعة أو الخدمات والتي، بغض النظر عن حجمها أو شكلها القانوني، تقدم إلى سوق أو أكثر لعدة أسواق منتجًا أو خدمة»

❖ «يغطي مفهوم المؤسسة أي منظمة تقدم، بغض النظر عن حجمها أو شكلها القانوني، منتجًا أو خدمة مخصصة لواحد أو أكثر من الأسواق. بغض النظر عن البيئات (الاقتصادية أو الاجتماعية أو التكنولوجية أو الثقافية أو السياسية أو التنافسية) التي ندرس فيها الشركات، يجب أن نعترف أنه اعتمادًا على العناصر المختلفة المستخدمة لتمييزها عن بعضها البعض، لا تتفاعل المؤسسات بطريقة مماثلة مع هذه البيئات».

## ثانياً: أدوار المؤسسة

### 1. المؤسسة عون اقتصادي:

من هذا المتطور يمكن تعريفها كما يلي:

المؤسسة هي التي تقوم بتوليفة عوامل الإنتاج بهدف إنتاج سلع وخدمات موجهة للسوق، ولذلك فهي تلبي حاجات أي تلمي طلب.

يرتكز هذا المتطور على العناصر التالية:

❖ الحصول على إنتاج متمثل في السلع والخدمات.

❖ وجود مركز قرار للمؤسسة يظهر في سلطة إدارة.

## 2. المؤسسة تنظيم اجتماعي:

بما أن المؤسسة توفر مناصب شغل لمجموعة من الأشخاص فإنها تقوم بوظيفة اجتماعية، وتتمثل هذه الأخيرة في تلبية أو إشباع مجموعة من حاجات المستأجرين، نذكر منها: استقرار في المنصب، مستوى الأجر، الترقية والتكوين ... وتتعدد الحاجيات التي ينتظر العمال تلبيتها من طرف المؤسسة، وتمثل المؤسسة مجموعة اجتماعية مكونة من فرق أو جماعات أو أشخاص يتميزون من حيث الكفاءة والثقافة والأهداف، ويساهم كل عضو في المؤسسة في تحقيق الأهداف المشتركة المحددة من طرف مديرية المؤسسة. وتحدث في بعض الأحيان نزاعات بين الفئات المختلفة للعمال أو بين العمال ومديرية المؤسسة، وتتعلق عادة هذه النزاعات بمناصب الشغل، الأجر أو ظروف العمل، ويرتكز هذا التعريف على مفهوم المجموعة الاجتماعية.

المؤسسة هي مجموعة أفراد تشارك وتساهم جماعيا وفق تنظيم مهيكلي في إنتاج السلع. يركز هذا التعريف على العناصر التالية:

- ❖ تنظيم السلطة،
- ❖ توزيع المهام،
- ❖ كيفية اتخاذ القرار (مركزي أولا مركزي)،
- ❖ حركات وتصرفات الأفراد.

## 3. المؤسسة نظام:

تعريف النظام: هو مجموعة من العناصر المرتبطة فيما بينها بالعديد من العلاقات على أن يبقى المجموع منتظما ومتساندا بغية تحقق هدف مشترك.

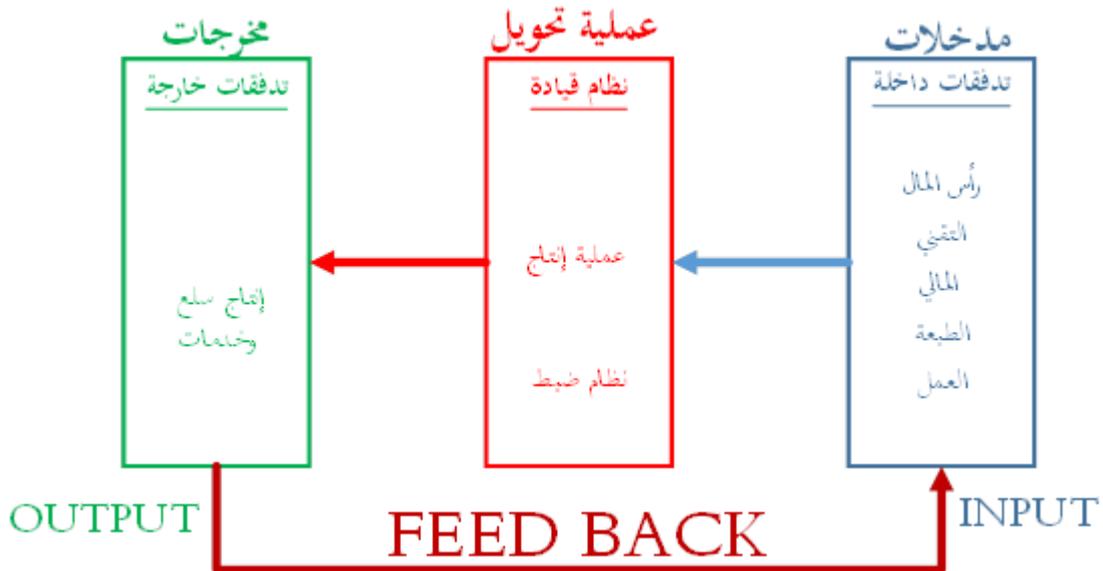
المؤسسة نظام يتكون من مجموعة من الأنظمة الفرعية (الجزئية) التي يعتمد كل جزء منها على الآخر وتتداخل العلاقات فيما بينها وبين البيئة الخارجية لتحقيق الأهداف.

عناصر النظام: المدخلات Input؛ عملية التحويل (الصندوق الأسود) Feedback؛ المخرجات Output

❖ المدخلات: وتشمل ما يلي:

- مدخلات مادية: المواد، رؤوس الأموال والآلات والمعدات والتجهيزات ... الخ
- مدخلات بشرية: وتشمل الأفراد وما يرتبط بهم من قيم ورغبات وعلاقات إنسانية.

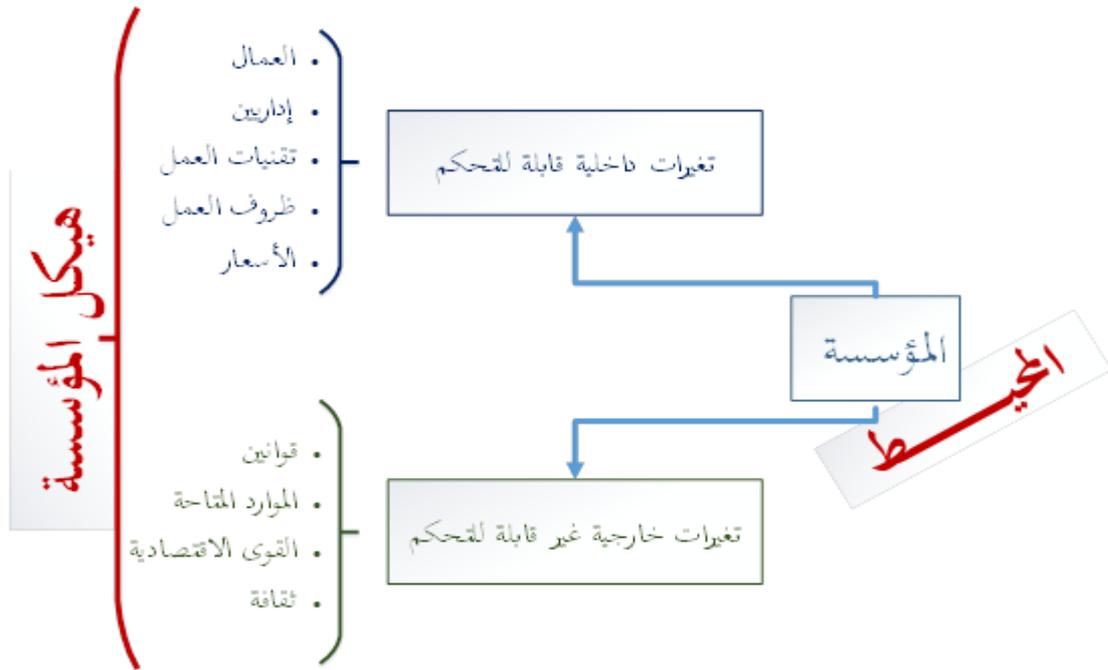
- **مدخلات معنوية:** وتشمل الأهداف والسياسات والمعلومات عن المجتمع وتكوينه والفرص المتاحة والقيود المفروضة.
- **مدخلات تكنولوجية:** أساليب الإنتاج والمعرفة الفنية المتاحة في التنظيم.
- ❖ **عملية التحويل:**
  - عمليات اتصال،
  - قيادة،
  - اتخاذ قرارات،
  - جمع معلومات،
  - تحفيز،
  - رقابة،
  - تطوير وبحث،
  - أنشطة تحويل المواد.
- ❖ **المخرجات: إنتاج؛**
  - مادي،
  - و/أو معنوي.



المصدر: (خليفي، 2004، ص 03)

❖ العناصر المستخلصة من هذا التعريف:

- التدفقات الخارجية هي ناتجة عن تشغيل النظام، فهي تعكس الغايات والأهداف والسياسات التي حددها مركز القرار.
- يقود نظام القيادة المجموع (الكل) فيقدر التدفقات الداخلة ويضمن مدى مطابقة التدفقات الخارجة لما هو منتظر ومنتوقع.
- الضبط ضروري جدا للقيام بالتعديلات والتصحيحات الضرورية للتأقلم مع كل التغيرات الحادثة في محيط المؤسسة والتنبؤ بالانحرافات.



المصدر: (خليفي، 2004، ص 03)

#### 4. المؤسسة وحدة إنتاجية:

نجد في كل بلد عدد كبير من المؤسسات التي تختلف من حيث الشكل القانوني، الحجم أو طبيعة النشاط، وللمؤسسة دورا هاما في اقتصاد السوق إذ أنها تقوم بإنتاج سلع أو خدمات، وبتوزيع إيرادات وكذلك بتوفير مناصب الشغل.

وحتى تتمكن المؤسسة من القيام بنشاطها الإنتاجي تستخدم عوامل إنتاج مختلفة وهي: عمل، مواد أولية، منتجات نصف مصنعة، طاقة، تجهيزات إنتاجية؛ وتحول المؤسسة هذه العوامل إلى منتجات أو خدمات تقدمها إلى السوق.

والمؤسسة في حاجة أيضا إلى معلومات وموارد مالية.

وتتحصل المؤسسة على كل هذه العناصر من الأسواق المختلفة لعوامل الإنتاج.

وعندما تتبع المؤسسة إنتاجها تحقق القيمة المضافة التي ظهرت خلال عملية الإنتاج؛ وتساوي القيمة المضافة للمؤسسة قيمة الإنتاج منقوصا منها الاستهلاكات الوسيطة.

إن الجزء الكبير من القيمة المضافة يوزع من طرف المؤسسة على بعض المتعاملين الاقتصاديين ويمثل بالنسبة لهم دخل أو إيرادات والتي تصنف كما يلي:

❖ الضرائب التي تسدد للدولة وللجماعات المحلية.

❖ الاشتراكات التي تدفع إلى الضمان الاجتماعي وإلى صندوق التقاعد.

❖ أجور العمال.

❖ الفوائد التي تسدد إلى المقرضين، ومنهم البنوك.

❖ الأرباح التي توزع على أصحاب المؤسسة.

وفي النهاية لا يبقى للمؤسسة من القيمة المضافة التي حققتها إلا:

❖ الإهلاكات والمخصصات: والتي تمثل انخفاض قيمة التجهيزات الإنتاجية والأصول.

❖ الأخرى، وتمكن الإهلاكات بتجديد تجهيزات المؤسسة التي أصبح استعمالها غير ممكن.

❖ الجزء من الأرباح الذي لم يوزع على أصحاب المؤسسة ويوضع ضمن الاحتياطات.

فيما يخص الإيرادات التي توزعها المؤسسة تمثل بالنسبة للمستفيدين إيرادات أولية لأنها تنخفض في مرحلة

ثانية عند تسديد الضرائب والمصاريف المستحقة الأخرى، وتزداد في بعض الأحيان مع الحصول على

الإيرادات الاجتماعية مثل المنح والتعويضات الاجتماعية.

### 5. المؤسسة مركز اتخاذ القرارات

تلعب المؤسسة دورا هاما في اقتصاد السوق بحيث أنها تعتبر مركز اتخاذ القرار الاقتصادي فيما يتعلق بطبيعة

وكمية المنتجات وأسعارها، وبكمية ونوعية المواد الأولية المستعملة في عملية الإنتاج ...

وهذه القرارات تمثل اختيارات اقتصادية، أي اختيارات تتعلق بكيفية استعمال الموارد المالية والمادية المحدودة

قصد تحقيق أهداف المؤسسة بفعالية قصوى.

وتدعم قرارات المؤسسة بالحساب الاقتصادي الذي يتمثل في المقارنة بين التكاليف والعوائد الناتجة عن قرار

معين، والذي يستلزم جمع معلومات واستعمال تقنيات مختلفة تساهم في اتخاذ القرار.

وتتوقف سلطة القرار في المؤسسة على الاستقلالية التي تتمتع بها وتكتسيها المؤسسة نتيجة لحرية استعمال ممتلكاتها، أي تتوقف هذه السلطة على حق الملكية لأصحاب المؤسسة.

### ثالثاً: تمييز المؤسسة ككيان اقتصادي

#### 1. التمييز في المفهوم

هناك تعاريف متعددة أعطيت للمؤسسة كما ذكرناها وعددنا سابقاً؛ وكل واحد منها يركز على جانب من الجوانب: كطبيعة النشاط، العناصر المكونة، الأهداف، الهيكل ... والاختيار بين تلك التعاريف المختلفة يتوقف على الغرض من استعماله والأهمية التي تعطى لجانب أو أكثر.

أ. عند اعتبار المؤسسة كعميل اقتصادي فنهتم بالنشاط الصناعي أو التجاري أو المالي للمؤسسة، وتدخل ضمن ذلك عمليات الإنتاج، البيع التمويين، التوزيع، التمويل إلى غير ذلك.

ب. وعند اعتبار المؤسسة من حيث هيكلها العضوي، فنركز عن الفئات المختلفة للعمال وكذلك الوحدات والأقسام والمصالح التي تكونها.

ج. أما اعتبار المؤسسة كنظام، فيعني أنه يمكن النظر إليها كوحدة متكاملة قائمة على أساس العلاقات والتبادلات بين مختلف مكوناتها وأجزائها.

أ. ويمكن تعريف المؤسسة الاقتصادية بأنها: مجموعة عناصر الإنتاج البشرية والمادية والمالية التي تستخدم وتسير وتنظم بهدف إنتاج سلع أو خدمات موجهة للبيع، وهذا بكيفية فعالة تضمنها مراقبة التسيير بواسطة وسائل مختلفة كتسيير الموازنات وتقنية المحاسبة التحليلية وجداول المؤشرات tableaux de bord.

ب. وتعرف كذلك المؤسسة كمنظمة اقتصادية مستقلة تستعمل الوسائل البشرية والمادية الموضوعة تحت تصرفها قصد إنتاج سلع أو خدمات مخصصة للسوق أو للبيع.

#### 2. التمييز بين المؤسسة الاقتصادية والمؤسسة الإدارية

من أجل التمييز بينها يمكن استعمال معيارين أساسيين وهما: طبيعة المنتج وكيفية تغطية التكاليف.

أ. بالنسبة للمعيار الأول أي طبيعة المنتج: السؤال المطروح هو التالي: هل يوجه المنتج إلى السوق أم لا؟ أي هل تحاول أو تبحث المؤسسة عن تسويق منتجها أم لا؟ الكل يعرف أن المؤسسة الاقتصادية توجه منتجها إلى السوق أي تبحث عن العملاء، أما الإدارية فلا تفعل ذلك.

ب. *بالنسبة للمعيار الثاني أي كيفية تغطية التكاليف:* فالمؤسسة الاقتصادية تغطي تكاليفها بمداخيلها أو إيراداتها، أما المؤسسة الإدارية فلا توجد لها إيرادات حقيقية ولذلك فهي تمول عن طريق الميزانية le budget التي تمنح لها سنويا من خزينة الدولة. وقد يسدد العميل السعر الحقيقي عندما يشتري منتج أو خدمة المؤسسة الاقتصادية، أما خدمات المؤسسة الإدارية فهي مجانية، رغم أنه في بعض الأحيان يدفع المستفيد من خدمات المؤسسة الإدارية مبلغا رمزيا والذي لا يمثل مقابل المنتج أو الخدمة التي تقدم له.

## الفصل الثاني: أهداف المؤسسة

إن أي مؤسسة اقتصادية تسعى بالضرورة إلى تحقيق أهداف تختلف وتتعدد حسب اختلاف طبيعة وميدان نشاطها وكذلك أصحابها، ولذا تتداخل هذه الأهداف فيما بينها:

### أولاً: الأهداف الاقتصادية

#### 1. تحقيق الربح:

يتطلب استمرار المؤسسة في السوق تحقيق مستوى معين من الربح، وهو الهدف الرئيسي للمؤسسة، وهو لا يعبر بالضرورة عن جودة تسييرها، أي أنه في بعض الأحيان يكون ناتجا عن التسيير الجيد وفي أحيانا أخرى يأتي نتيجة لوضعية المؤسسة في السوق، فإذا كانت في وضعية الاحتكار مثلا سوف تحقق ربح لكونها وحيدة في السوق دون منافس.

ولهذا لكي يكون الربح مقياسا حقيقيا لتقييم نجاعة المؤسسة يجب أن يتم في ظل ظروف منافسة عادية (مثل المؤسسة الجزائرية عانت من اختلال مالي في نهاية الثمانينات غير أن صناديق المساهمة غطت خسائرها وبدت رابحة، هذه النظرة السلبية للربح).

#### 2. تحقيق حاجات المجتمع:

عند قيام المؤسسة بعملية بيع منتوجاتها (سلع وخدمات) المادية والمعنوية فهي بالضرورة تغطي حاجات المجتمع سواء المحلي أو الجهوي أو الوطني أو الدولي من السلع والخدمات؛ فهي بهذا حققت هدفين في نفس الوقت وهما تلبية حاجات أفراد المجتمع وكذلك تحقيق الأرباح

#### 3. عقلنة الإنتاج:

ولا يتم ذلك إلا بالاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجها بواسطة عملية تخطيط الإنتاج والتوزيع، إضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ الخطط محاولة منها لعدم الوقوع في أي مشاكل اقتصادية أو مالية.

### ثانياً: الأهداف الاجتماعية

#### 1. ضمان مستوى مقبول من الأجور:

يتقاضى العمال أجورا نتيجة عملهم بالمؤسسة فهم بذلك المستفيدين الأوائل من نشاطها. ويعتبر هذا الأجر حقا مضمونا قانونا وشرعا وعرفا. وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على اعتبار العمال عنصرا حيويا حيا في المؤسسة.

## 2. تحسين المستوى المعيشي للعمال:

تتزايد رغبات وحاجات العمال باستمرار نتيجة التطور التكنولوجي السريع الذي يؤدي إلى ظهور منتجات جديدة، مما يؤدي إلى تطوّرهم الحضاري وتغيير أذواقهم وتحسينها، وبالتالي تحسن مستوى استهلاكهم مما يتطلب تنويع وتحسن المنتجات وفق إمكانات مادية ومالية كبيرة سواء للعمال أو المؤسسة.

## 3. إقامة أشكال استهلاكية معينة:

إن المؤسسات وهي تقوم بإنتاج منتجات جديدة تقوم بالضرورة بخلق أنماط استهلاكية لمختلف طبقات المجتمع وذلك من خلال التأثير على أذواقهم عن طريق الإشهار والترويج، وهذا يجعل المجتمع يكتسب عادات استهلاكية صالحة أو غير صالحة في بعض الأحيان، والتي ترفع من مبيعات المؤسسات.

## 4. توفير تأمينات ومرافق العمال:

تسعى المؤسسات المحافظة على عمالها من خلال توفير بعطي التأمينات مثل التأمين الصحي والتأمين ضد حوادث العمل، بالإضافة إلى منح التقاعد وتخصيص مساكن لهم وظيفية كانت أو عادية وغيرها من المرافق العامة الأخرى، كالتعاونيات الاستهلاكية والمطاعم. وليس هذا فقط، فالمؤسسة تعمل على توفير وسائل ترفيهية وثقافية لعمالها إضافة إلى تخصيص أوقات للرياضة لهم. ومن جهة أخرى فالمؤسسة تقوم بتدريب عمالها المبتدئين ورسكلة القدامى تمشياً مع التطورات الحديثة في المكننة والتسيير.

## ثالثاً: الأهداف التكنولوجية

### 1. البحث والتطور

مع تطور المؤسسات وظهور منافسة قوية في السوق لجأت المؤسسات إلى وضع قسم مختص في تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علمياً، وتضع ميزانيات كبيرة لهذا القسم لما يكتسبه من أهمية كبرى في تحقيق مستويات عالية من الأرباح.

## 2. السياسة الوطنية

كما تساند المؤسسات السياسة الوطنية في مجال الاهتمام بالجانب البحث والتطوير التكنولوجي، من خلال خطة الدولة طويلة أو متوسطة الأجل وذلك بدعم الأبحاث والدراسات الخاصة بهذا المجال انطلاقاً من مؤسسات البحث العلمي كالجامعات مثلاً.

## الفصل الثالث: خصائص وأنواع المؤسسات الاقتصادية

### أولاً: خصائص المؤسسة الاقتصادية

تتصف المؤسسة الاقتصادية بالخصائص التالية:

1. للمؤسسة شخصية قانونية (personnalité juridique) مستقلة من حيث الحقوق والصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسئوليتها، إذا فالمؤسسة الاقتصادية شخص معنوي له حقوق وواجبات مثل الشخص الطبيعي.

2. القدرة على الإنتاج وأداء الوظيفة التي أسست من أجلها.

3. أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء، الشيء الذي يستلزم:

أ. حد أدنى من الأموال الخاصة.

ب. ظروف سياسية مواتية.

ج. قدرة المؤسسة على التكيف مع التغيرات التي تحدث في البيئة.

4. التحديد الواضح للأهداف والبرامج وأساليب العمل، فيجب على المؤسسة أن تضع أهدافا تسعى إلى تحقيقها، قد تكون أهداف تتعلق بكمية ونوعية الإنتاج، أو بتحقيق رقم أعمال معين، أو بزيادة حصتها السوقية.

5. يجب على المؤسسة أن تكون مواتية للبيئة التي توجد فيها. فإذا كانت ظروف البيئة مواتية لها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف، أما إذا كانت معاكسة فيمكن أن تواجه عراقيل أو بعض الصعوبات.

### ثانياً: معايير تصنيف المؤسسة

إن تصنيف المؤسسة يحتاج إلى معايير؛ وترتبط المؤسسة بطبيعة المعايير التي تعتمد عليها في التصنيف حيث أن هذا الأخير يكون أكثر ملائمة عندما تكون المعايير أكثر دقة، ويمكن تصنيف المؤسسات بناءً على المعايير الثلاثة الآتية:

#### 1. المعيار القانوني

على هذا الأساس يتم تصنيف المؤسسات إلى عمومية وخاصة.

أ. **المؤسسات العمومية:** بالنسبة لهذا النوع من المؤسسات يكون رأسمالها مملوكا لمجموعة عمومية متمثلة في الدولة. أو الجماعات المحلية، كما أن سلطة القرار ترجع إليها.

كما أن الدولة أو الجماعات المحلية تستطيع أن تملك كل رأسمال (100 %) كما تستطيع أن تشترك مع مساهمين خواص في إطار الاقتصاد المختلط.

في الاقتصاد الجزائري يمكن التمييز بين ثلاث أنواع من المؤسسات العمومية وهي:

❖ المؤسسة العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري (EPIC): وهي تتمتع بالشخصية القانونية وتنشط في ميدان خاص لا تسود فيه المنافسة (احتكار مطلق) مع تميزها بوجود طاقة إنتاجية موحدة وواحدة مثل (SONELGAZ) وتقدم هذه المؤسسات منتجا للسوق كما تؤدي خدمة عمومية، وهي تحاول الآن تطبيق أسعار تتماشى مع تكاليفها، مع استفادتها من مساعدات وإعانات مالية من الدولة تساعد في تسييرها نظرا لدورها في تقديم خدمة عمومية.

❖ المؤسسات العمومية الاقتصادية (EPE): وهي مؤسسات يقارب عددها 400 تتمتع بالاستقلالية، تنظمها وتسييرها يكون بواسطة مجلس إدارة، وتتميز بالمنافسة فيما بينها، وبالحرية فيما يخص تسييرها لأموالها. مثال: المؤسسة الوطنية للصناعات الكهرو منزلية (ENIEM).

❖ المؤسسات العمومية المحلية: تمثل كل المؤسسات التي تنشط على مستوى محلي، ونجدها غالبا في قطاع الخدمات، أغلب هذه المؤسسات حل أو في الطريق للحل.

ب. **المؤسسات الخاصة:** يتفرع هذا النوع إلى مؤسسات أفراد ومؤسسات جماعية:

❖ **المؤسسات الفردية:** وهي ملك لشخص واحد يعتبر رب العمل وهو صاحب رأسمال المال وقد يكون مسير للمؤسسة وهذه المؤسسة تتداخل فيها الشخصية القانونية وشخصية صاحب رأس المال، وتضم التجار الصغار وأصحاب المهن الحرة، وميدانها الفلاحة والحرف كما أن القطاعات الصناعية والتجارية معنية بهذا النوع.

❖ **المؤسسات الجماعية:** وتتفرع إلى شركات الأشخاص، وشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الأموال:

○ شركات الأشخاص: وهي شركات تضم عدد من المؤسسات الفردية بحيث يكون رأسمالها أكبر وتمثل مكانه في السوق أكبر.

○ الشركات ذات المسؤولية المحدودة (SARL): وتتميز هذه الشركة بمحدودية مسؤولية الشريك بقدر حصته والتي تكون متساوية وغير قابلة للتداول، ورأسمالها محدود وشركائها محدودين،

○ شركات المساهمة (الأموال):

وتتكون من مجموعة مساهمين في رأسمالها، عن طريق الأسهم التي تكون في متساوية وقابلة للتداول، يتحمل المساهم الخسارة بقدر رأسماله (مسؤولية محدودة بمقدار السهم).

## 2. المعيار الاقتصادي

هذا المعيار يصنف المؤسسات حسب طبيعة نشاطها، وعليه نجد القطاع، الفرع، والشعبة.

### أ. القطاع SECTEUR:

يضم كل المؤسسات التي لها نفس النشاط الرئيسي ينقسم إلى:

- ❖ قطاع أولي: الزراعة، الصيد البحري، استغلال الغابات.
- ❖ قطاع ثانوي: كل النشاطات التي تطلب عملية تحويل أفي صناعة.
- ❖ قطاع ثالث: ونعني به الخدمات مثل: النقل، التجارة، التربية.

### ب. الفرع Filière:

هو جزء من القطاع، ويمثل تجمع المؤسسات على أساس النشاط المتشابه ابتداءً من المادة الأولية إلى المنتج النصف المصنع، حتى وضع المنتج النهائي في السوق، مؤسسك الفرع تنتج نفس المنتج (منتجات ذات طبيعة واحدة) وتستعمل نفس التكنولوجيا، وتتعرض لنفس المشاكل في السوق (مثال: مؤسسات صناعة النسيج القطني في الجزائر).

القطاع يشمل كل المؤسسات، بينما الفرع يشمل أجزاء من هاته المؤسسات غير أن الفرع يعتبر إطار أكثر ملائمة للمقارنة بين أداء المؤسسات على الصعيد الإنتاجي الكلي.

### ج. الشعبة Branche:

هي سلسلة من النشاطات التقنية مرتبطة من الأعلى إلى الأسفل أي من المواد الأولية إلى المستهلك النهائي مثال: شعبة الحليب، الخشب ... الخ

## 3. المعيار التنظيمي (الحجم)

في هذا المعيار نأخذ بمقياس الحجم الذي يقيم على أساس عدة عناصر منها: عدد العمال، رقم الأعمال، القيمة المضافة، حجم رأس المال، القدرة على التمويل الذاتي. ولا ينصح باستعمال هذه العناصر كل على حدة بل متكاملة ووفقا لهذا المعيار تصنف المؤسسات إلى ثلاث أنواع هي:

### أ. المؤسسات الحرفية:

وهي التي عدد عمالها أقل من 10 أشخاص وغالبا ما تتراوح بين 1 إلى 5 أجراء.

**ب. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة PME:**

ينحصر عدد عمالها للغالبية العظمى من هاته المؤسسات بين 10 و 500 عامل، ولا يوجد مقياس متفق عليه لتعريف هاته المؤسسات، وعليه فهذا الأمر يختلف من بلد لآخر.

❖ حسب البنك الأوربي للاستثمار، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي التي يكون فيها عدد العمال أقل من 500 عامل وتكون المساهمة في رأس مالها من طرف أعوان خارج صاحب المؤسسة لا تتجاوز 30 %.

❖ تستعمل الهيئات الدولية الأخرى مقاييس نوعية وكمية لتعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، وحسبها هي تلك التي يتحمل فيها المقاول شخصيا وبصفة مباشرة كل المسؤوليات المالية والتقنية والاجتماعية، مهما كان الإطار القانوني الذي تعمل فيه المؤسسة.

**ج. المؤسسات الكبيرة:**

وهي التي تشغل أكثر من 500 عامل مثل شركة (SONATRACH) حيث يفوق عدد عمالها 35000 عامل وإطار، أو شركة (SONALLGAZ) والتي يبلغ عدد عمالها (1994) 22800 عامل ورأس مالها (17 مليار دج).

❖ **الشركات القابضة (Holding):** وهي تجمعات ناتجة عن شراء بنوك الأسهم عدد من المؤسسات في قطاعات وفروع اقتصادية متشابهة أو مختلفة صناعية أو تجارية أو مالية لتصبح شبكة مؤسسات تحت استراتيجية وتوجيه الممثلين الماليين بواسطة المديرين أو أعضاء مجالس الإدارة فيها دون أن تفقد استقلالها القانوني.

❖ **شركات متعددة الجنسيات:** وهي مجموعة مؤسسات تكون من بينها شركة أم؛ تراقب المؤسسات الأخرى إما مباشرة (أي تراقب رأس مالها) أو بطريقة غير مباشرة كأن تقوم المؤسسة (1) بمراقبة المؤسسة (2).

## د. التصنيف الغربي للمؤسسات حسب الحجم

الترتيب	عدد الموظفين
Microentreprise مؤسسة صغيرة جدا	أقل من 5 موظفين
Petite entreprise مؤسسة صغيرة	من 5 إلى 99 موظفًا.
Moyenne entreprise مؤسسة متوسطة	من 100 إلى 499 موظف
Grande entreprise مؤسسة كبيرة	500 موظف أو أكثر

المصدر: (Lamaute et al., 2015, p. 06)

## الفصل الرابع: الأشكال القانونية للمؤسسات الاقتصادية (أنواع الشركات<sup>1</sup> حسب

### القانون التجاري الجزائري)

غطى القانون المدني موضوع "عقد الشركة" من الناحية القانونية في جزء خاص منه تحت عنوان "الفصل الثالث: عقد الشركة" من "الباب السابع: العقود المتعلقة بالملكية" من "الكتاب الثاني: الالتزامات والعقود" (القانون المدني، 2007)؛ وقد خصص 33 مادة قانونية، وهي المواد (416 إلى 449)؛ وقد ركز فقط في أساسيات الشركة كعقد.

ثم جاءت تفاصيل أكثر في القانون التجاري الجزائري موضوع "الشركات" من الناحية القانونية في جزء خاص منه تحت عنوان "الكتاب الخامس: في الشركات التجارية" (القانون التجاري، 2007)؛ وقد خصص 296 مادة قانونية، وهي المواد (544 إلى 840)، لمناقشة جميع حيثيات وتفاصيل الشركة الجزائرية بجميع أنواعها ووضعياتها.

ما سنقدمه في هذا الجزء هو إطلالة خفيفة على تفاصيل الشركات في القانون الجزائري الذي يمكن الرجوع له للاستفاضة وتعزيز المعارف.

### أولاً: أحكام عامة في الشركات

#### 1. مفهوم الشركة

يعرف المشرع الجزائري الشركة كما يلي: «الشركة هي عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهما في مشروع مالي، بتقديم حصة من المال أو عمل ويقنسموا ما قد ينشأ من المشروع من ربح أو خسارة». (المادة 416 من القانون المدني، معدلة)

#### 2. أركان الشركة

أهم أركان الشركة حسب (المواد 418-426 من القانون المدني):

- ❖ يجب أن يكون عقد الشركة مكتوباً؛
- ❖ تعتبر حصص الشركاء متساوية القيمة وأنها تخص ملكية المال لا مجرد الانتفاع به، مالم اتفاق أو عرف يخالف ذلك.
- ❖ لا يجوز أن تقتصر حصة الشريك على ما يكون له من نفوذ، أو على ما يتمتع به من ثقة مالية.

<sup>1</sup> يأتي مصطلح شركة الذي جاء به المشرع الجزائري كمرادف لمصطلح "مؤسسة" الذي تناولناه في الجزء السابق؛ ومنه نقول شركة أو مؤسسة فإننا نقصد نفس الكيان.

- ❖ إذا كانت حصة الشريك مبلغا من النقود يقدمها للشركة ولم يقدم هذا المبلغ ففي هذه الحالة يلزمه التعويض.
- ❖ إذا كانت حصة الشريك عملا يقدمه للشركة وجب عليه أن يقوم بالخدمات التي تعهد بها وأن يقدم حسابا عنا يكون قد كسبه من وقت قيام الشركة بمزاولته العمل الذي قدم كحصة لها.
- ❖ إذا لم يبين عقد الشركة نصيب آل واحد من الشركاء في الأرباح، والخسائر كان نصيب كل واحد منهم بنسبة حصته في رأس المال.

### 3. القواعد القانونية لإنشاء وتأسيس شركة

حددت (المواد 544-550 من القانون التجاري) القواعد القانونية العامة التي تضبط عملية إنشاء وتأسيس شركة وفقا للمشرع الجزائري؛ كما يلي:

- ❖ يحدد الطابع التجاري لشركة إما بشكلها أو موضوعها؛
- ❖ تعد: شركات التضامن، شركات التوصية، الشركات ذات المسؤولية المحدودة، وشركات المساهمة؛ تجارية؛ بحكم شكلها ومهما يكن موضوعها؛
- ❖ تثبت الشركة بعقد رسمي وإلا كانت باطلة؛
- ❖ يحدد شكل الشركة ومدتها التي لا يمكن أن تتجاوز 99 سنة، وكذلك عنوانها واسمها ومركزها وموضوعها ومبلغ رأسمالها في قانونها الأساسي؛
- ❖ يكون موطن الشركة في مركز الشركة؛ ومنه تخضع الشركات التي تمارس نشاطها في الجزائر للتشريع الجزائري.
- ❖ يجب أن تودع العقود التأسيسية والعقود المعدلة للشركات التجارية لدى المركز الوطني للسجل التجاري وتنتشر حسب الأوضاع الخاصة بكل شكل من أشكال الشركات وإلا كانت باطلة.
- ❖ لا تتمتع الشركة بالشخصية المعنوية إلا من تاريخ قيدها في السجل التجاري؛
- ❖ يتعين نشر انحلال الشركة حسب نفس شروط وأجال العقد التأسيسي ذاته.

**ثانياً: قواعد سير مختلف الشركات التجارية****1. شركة التضامن (SNC) *Société en Nom Collectif***

تخضع شركة التضامن في تأسيسها وسيرها لأحكام (المواد 551-563 من القانون التجاري)؛ ومنه: للشركاء بالتضامن صفة التاجر وهم مسؤولون من غير تحديد وبالتضامن عن ديون الشركة؛ يتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء أو من اسم أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة و"شركاؤهم". تعود إدارة الشركة لكافة الشركاء ما لم يشترط في القانون الأساسي على خلاف ذلك؛ وتتخذ القرارات التي تجاوز السلطات المعترف بها للمديرين بإجماع الشركاء؛ غير أنه يمكن أن ينص القانون الأساسي على أن تتخذ بعض القرارات بأغلبية محددة في القانون.

**2. شركة التوصية البسيطة *Société en commandite simple***

تخضع التوصية البسيطة في تأسيسها وسيرها لأحكام (المواد 563 مكرر-563 مكرر 10 من القانون التجاري)؛ ومنه:

تطبق الأحكام المتعلقة بشركات التضامن على شركات التوصية البسيطة مع مراعاة القواعد المنصوص عليها في هذا الفصل والخاص بها. يسري على الشركاء المتضامين، القانون الأساسي للشركاء المتضامين. يلتزم الشركاء الموصون بديون الشركة فقط في حدود قيمة حصصهم التي لا يمكن أن تكون على شكل تقديم عمل. يتألف عنوان الشركة من أسماء كل الشركاء المتضامين أو من اسم أحدهم أو أكثر متبوع في كل الحالات بعبارة "شركاؤهم".

يجب أن يتضمن القانون الأساسي للشركة بالتوصية البسيطة البيانات التالية:

- ❖ مبلغ أو قيمة حصص كل الشركاء؛
- ❖ حصة كل شريك متضامن أو شريك موص في هذا المبلغ أو القيمة؛
- ❖ الحصة الاجمالية للشركاء المتضامين وحصصهم في الأرباح وكذا حصصهم في الفائض من التصفية.

**3. الشركات ذات المسؤولية المحدودة (SARL) *Société à Responsabilité Limitée***

تخضع الشركات ذات المسؤولية المحدودة لأحكام (المواد 564-591 من القانون التجاري)؛ ومنه: تؤسس الشركة ذات المسؤولية المحدودة من شخص واحد أو عدة أشخاص لا يتحملون الخسائر إلا في حدود ما قدموا من حصص. وتعين بعنوان للشركة يمكن أن يشتمل على اسم واحد من الشركاء أو أكثر على أن

تكون هذه التسمية مسبقة أو متبوعة بكلمات "شركات ذات المسؤولية المحدودة" أو الأحرف الأولى منها أي "ش.م.م" وبيان رأسمال الشركة.

لا يجوز أن يكون رأسمال الشركة ذات المسؤولية المحدودة أقل من 100000 دج وينقسم الرأسمال إلى حصص ذات قيمة سوقية متساوية مبلغها 1000 دج على الأقل. كما يجب أن يتم الاكتتاب بجميع الحصص من طرف الشركاء وأن تدفع قيمتها كاملة سواء كانت الحصص عينية أو نقدية؛ ولا يجوز أن تمثل الحصص بتقديم عمل، ويذكر توزيع الحصص في القانون الأساسي.

إذا كانت الشركة ذات المسؤولية المحدودة طبقاً للفقرة السابقة، لا تضم إلا شخصاً واحداً "كشريك وحيد"، تسمى **"مؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة *Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée (E.U.R.L)*"**.

#### **4. شركات المساهمة (SPA) *Société par actions***

تخضع شركات المساهمة لأحكام (المواد 592-715 مكرر 132 من القانون التجاري)؛ ومنه: شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصصهم. ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة (07)، في نفس الوقت لا يطبق هذا الشرط الأخير (الخاص بعدد الشركاء) على الشركات ذات رؤوس أموال عمومية.

يطلق على شركة المساهمة تسمية الشركة، ويجب أن تكون مسبقة أو متبوعة بذكر شكل الشركة ومبلغ رأسمالها، كما يجوز إدراج اسم شريك واحد أو أكثر في تسمية الشركة. يجب أن يكون رأسمال شركة المساهمة بمقدار خمسة (05) ملايين دينار جزائري على الأقل، إذا ما لجأت الشركة علنية للادخار، ومليون دينار على الأقل في الحالة المخالفة.

يتولى إدارة شركة المساهمة مجلس إدارة يتألف من ثلاثة أعضاء على الأقل ومن اثني عشر عضواً على الأكثر. ينتخب مجلس الإدارة من طرف الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العامة العادية وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن يتجاوز ذلك ست (06) سنوات.

**5. شركات التوصية بالأسهم *Société en commandite par actions***

تخضع شركات التوصية بالأسهم لأحكام (المواد 715-715 ثالثا-715 ثالثا 10 من القانون التجاري)؛ ومنه: تؤسس شركات التوصية بالأسهم التي يكون رأسمالها مقسما إلى أسهم، بين شريك متضامن أو أكثر له صفة تاجر ومسؤول دائما وبصفة متضامنة عن ديون الشركة؛ وشركاء موصين لهم صفة مساهمين ولا يتحملون الخسائر إلا بما يعادل حصصهم. لا يمكن أن يكون عدد الشركاء الموصين أقل من ثلاثة (03) ولا يذكر اسمهم في اسم الشركة.

تطبق القواعد المتعلقة بشركات التوصية البسيطة وشركت المساهمة باستثناء المواد 610 إلى 673 من القانون التجاري، على شركة التوصية بالأسهم ما دامت تتطابق مع الأحكام المنصوص عليها في الفصل الخاص بها. يعين المسير الأول أو المسيرين الأولين بموجب القانون الأساسي وينجزون إجراءات التأسيس التي يكلف بها مؤسسو شركات المساهمة. يعين المسير الأول أو المسيرين الأولين من طرف الجمعية العامة العادية.

**6. شركة المحاصة**

تخضع شركة المحاصة لأحكام (المواد 795 مكرر 1-795 مكرر 5 من القانون التجاري) ومنه: يجوز تأسيس شركات محاصة بين شخصين طبيعيين أو أكثر، تتولى إنجاز عمليات تجارية؛ ولا تكون شركة المحاصة إلا في العلاقات الموجودة بين الشركاء ولا تتكشف للغير؛ فهي لا تتمتع بالشخصية المعنوية ولا تخضع للإشهار، ويمكن إثباتها بكل الوسائل.

يتفق الشركاء بكل حرية على موضوع الفائدة أو شكلها أو نسبتها وعلى شروط شركة المحاصة؛ ومنه يتعاقد كل شريك مع الغير باسمه الشخصي، ويكون ملزما وحده حتى في حالة كشفه عن أسماء الشركاء الآخرين دون موافقتهم. وأخيرا لا يمكن تمثيل حقوق الشركاء بسندات قابلة للتداول.

**7. التجمعات**

تخضع التجمعات لأحكام (المواد 796-799 مكرر 4 من القانون التجاري) ومنه: يجوز لشخصين معنويين أو أكثر أن يؤسسوا فيما بينهم كتابيا، ولفترة محدودة تجمعا لتطبيق كل الوسائل الملائمة، لتسهيل النشاط الاقتصادي لأعضائها أو تطويره وتحسين نتائج هذا النشاط وتميمته. كما يحدد عقد التجمعات تنظيم التجمع مع مراعاة أحكام هذا القانون؛ ويتم إعداده كتابيا وينشر حسب الكيفيات المحددة عن طريق التنظيم؛ ويتضمن لا سيما البيانات الآتية:

❖ اسم التجمع؛

- ❖ اسم الشركة أو موضوعها والشكل القانوني وعنوان المقر أو المركز الرئيسي للشركة، وإذا اقتضى الأمر رقم تسجيل كل عضو من التجمع في السجل التجاري؛
  - ❖ المدة التي أنشئ لأجلها التجمع؛
  - ❖ عنوان مقر التجمع.
- تتم جميع تعديلات العقد وتنتشر حسب شروط العقد نفسه؛ ولا تصبح قابلة للاحتجاج بها على الغير إلا ابتداء من تاريخ الإشهار.
- كما يجب أن ينص عقد التجمع كذلك على ما يلي:
- ❖ شروط قبول الأعضاء الجدد وعزلهم؛
  - ❖ صلاحيات جمعية أعضاء التجمع؛
  - ❖ كفاءات مراقبة التسيير؛
  - ❖ كفاءات الحل والتصفية.
- يجوز للتجمع إصدار سندات استحقاق بموجب الشروط العامة المتعلقة بإصدار هذه السندات من الشركات ويتكون هذا التجمع فقط من شركات تستوفي الشروط المنصوص عليها في هذا القانون. ولا يمكن تمثيل حقوق أعضائه بواسطة سندات قابلة للتداول، ويعتبر كل شرط مخالف كأن لم يكن؛ حيث لا يؤدي التجمع من تلقاء نفسه إلى تحقيق الفوائد واقسامها ويمكن أن يؤسس بدون رأسمال.
- يتمتع التجمع بالشخصية المعنوية وبالأهلية التامة ابتداء من تاريخ تسجيله في السجل التجاري. ويحدد العقد الخاضع للإشهار القانوني، شروط التجمع وموضوعه.
- أعضاء التجمع ملزمون بتسديد ديون وذلك من ثرواتهم الخاصة، وهم متضامنون إلا إذا وجد اتفاق مخالف مع المتعاقدين الآخرين.
- يسير التجمع شخص واحد أو أكثر ويمكن أن يعين شخص معنوي قائماً بإدارة التجمع مع مراعاة تعيين ممثل دائم يتحمل نفس المسؤوليات المدنية والجزائية كما لو كان قائماً بالإدارة باسمه الخاص.

## الفصل الخامس: الأوراق المالية المذكورة في القانون التجاري الجزائري

### أولاً: الأسهم

(المواد 715 مكرر 61-72 من القانون التجاري)

#### 1. المفهوم

يظهر هنا مفهوم السهم الذي عرفه المشرع الجزائري بأنه: «سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها».

#### 2. أنواع الأسهم

ومنه تعتبر **أسهما نقدية**:

❖ الأسهم التي تم وفاؤها نقداً أو عن طريق المقاصة؛

❖ والأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار؛

❖ الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار

وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقداً. ويجب أن يتم وفاء هذه الخيرة بتمامها وعند الاكتتاب.

أما جميع الأسهم الأخرى فتعد من **الأسهم العينية**.

ثم هناك **الأسهم العادية** «هي الأسهم التي تمثل اكتتاب ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون». وتمنح الأسهم العادية الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفائدة الصافية المحققة أو جزء منها. كما للمساهمين العاديين (أصحاب الأسهم العادية) الحق في حالة التصفية بالتراضي، في توزيع فائض التصفية بالتناسب مع مساهمتهم.

يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية:

❖ الفئة الأولى، تتمتع بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي تحوزها؛

❖ الفئة الثانية، تتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة.

**أسهم التمتع**: «هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوص إما

من الفوائد أو الاحتياطات. ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في

المستقبل».

### 3. تداول الأسهم

تحدد القيمة الاسمية للسهم عن طريق القانون الأساسي. يكون السهم النقدي اسمياً إلى أن يدفع كاملاً. لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري؛ وفي حالة الزيادة في رأس المال، تكون الأسهم قابلة للتداول ابتداءً من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة. ويحظر التداول في الوعود بالأسهم، ما عدا إذا كانت أسهماً تنشأ بمناسبة زيادة في رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم. وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا تم تحت شرط موقف لتحقيق الزيادة في رأس المال. ويكون هذا الشرط مفترضاً في غياب بيان صريح. تبقى الأسهم قابلة للتداول بعد حل الشركة ولغاية اختتام التصفية.

### ثانياً: شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت

(المواد 715 مكرر 61-72 من القانون التجاري)

تصدر شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأس مال وتجزئة الأسهم الموجودة. يجب أن تصدر شهادات الحق في التصويت بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار.

#### 1. شهادات الاستثمار

تمثل شهادات الاستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة، حقوقاً مالية، وهي قابلة للتداول.

#### 2. شهادات الحق في التصويت

تمثل شهادات الحق في التصويت حقوقاً أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم. يجب أن تكتسي شهادات الحق في التصويت الشكل الاسمي.

### ثالثاً: سندات المساهمة

(المواد 715 مكرر 73-80 من القانون التجاري)

يجوز لشركات المساهمة أن تصدر سندات مساهمة. تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استناداً إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند. يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة. تكون سندات المساهمة قابلة للتداول. لا تكون سندات المساهمة قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد انتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار.

**رابعاً: سندات الاستحقاق**

(المواد 715 مكرر 81-109 من القانون التجاري)

سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية. لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسدداً بكامله. لا يجوز لأصحاب سندات الاستحقاق وممثلي الجماعة التدخل في تسيير شؤون المؤسسة؛ غير أنه يجوز لممثلي جماعة أصحاب سندات الاستحقاق حضور الجمعيات العامة للمساهمين بصفة استشارية، ولهم الحق في الاطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين.

**خامساً: قيم منقولة أخرى**

(المواد 715 مكرر 110-132 من القانون التجاري)

ترخص الجمعية العامة غير العادية للمساهمين بإصدار القيم المنقولة، بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين ومندوب الحسابات. ويجوز قرار الجمعية العامة غير العادية بقوة القانون، لصالح حاملي هذه القيم المنقولة، تنازل المساهمين عن حقهم في الأفضلية للاكتتاب في السندات التي تعطي الحق فيه. كما لمساهمي هذه الشركة حق تفضيلي في اكتتاب هذه القيم المنقولة بما يناسب قيمة أسهمهم. ومن أهم القيم المنقولة الأخرى، نجد:

**1. سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم****2. سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم**

## الفصل السادس: تمويل المؤسسات

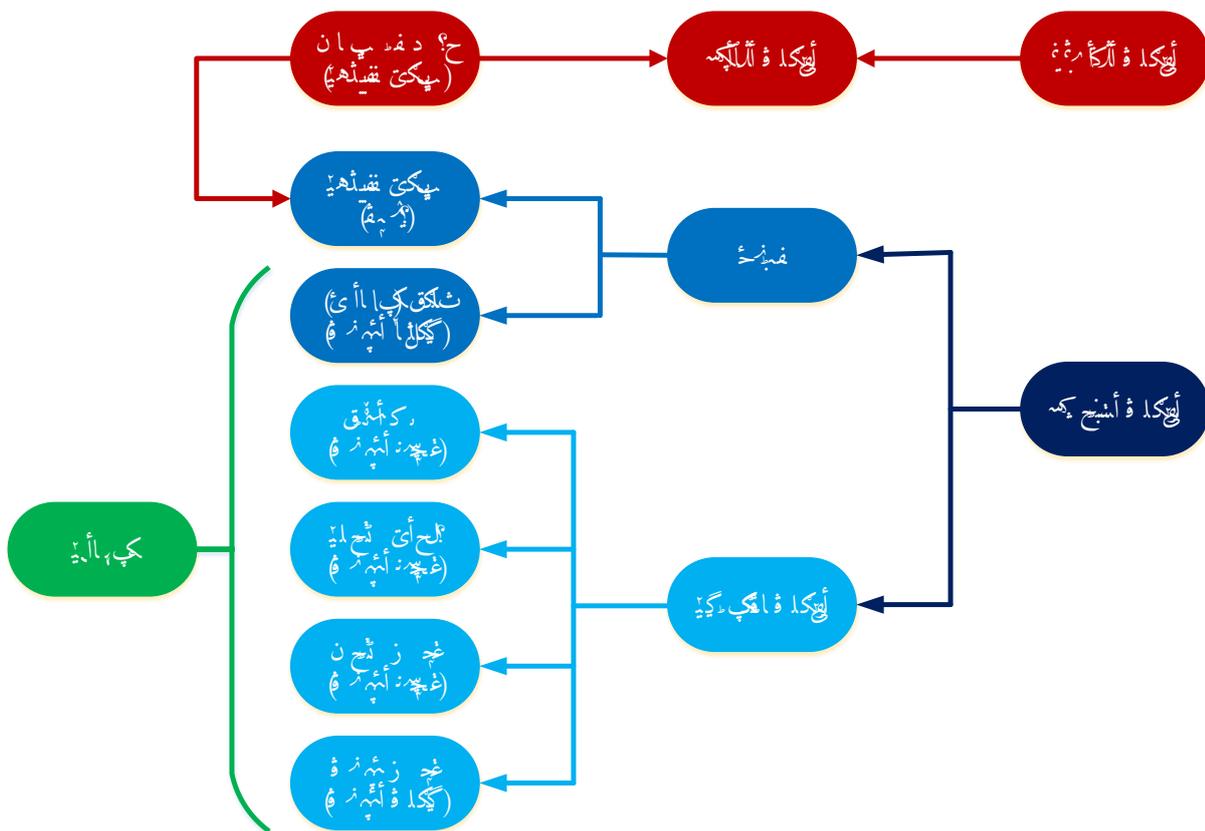
تحتاج جميع المؤسسات تقريبًا إلى التمويل من أجل الاستثمار والتطوير والنمو.

للبيع، تحتاج المؤسسة إلى الاستثمار أولاً. للاستثمار، تحتاج إلى المال. القصد هو أنه إذا لم تبيع فإنها ستفلس، أي بما أنها لا يمكنها البيع، لا يمكنها تحمل الاستثمار. باختصار، هي عالق ولا يمكنها أن تتطور. يهدف التمويل إلى حل هذه المشكلة: جلب المال اليوم الذي لن يتم إرجاعه إلا في وقت لاحق، بعد أن يكون

النشاط التجاري قادرًا على النمو. (Bersinger, 2017, pp. 109–116)

### أولاً: أشكال تمويل المؤسسة

رسم بياني يوضح أهم أشكال تمويل المؤسسة



المصدر: (Lamaute et al., 2015, p. 231)

## 1. أشكال التمويل قصير الأجل

تستخدم المؤسسة التمويل قصير الأجل لتلبية احتياجات دورة التشغيل (دورة الاستغلال) الخاصة بها. فترة السداد لهذه القروض أقل من سنة واحدة. هناك عدة طرق للتمويل قصير الأجل. سيتعين على المدير اختيار الشكل الأنسب للوضع المالي للمؤسسة.

### التمويل الذاتي *L'autofinancement*

التمويل الذاتي هو أسهل أشكال التمويل يمكن الحصول عليها. وهو جميع الموارد الداخلية الناتجة عن نشاط المؤسسة. سيمول هذا احتياجاتها بمساعدة الأرباح المتحققة في السنوات السابقة والتي لم يتم توزيعها على المساهمين؛ وهي ما يسمى بـ: "الأرباح المحتجزة". ستستخدم المؤسسة هذه الموارد لسداد القروض أو تمويل الاستثمارات الجديدة.

### القروض التجارية *Le crédit commercial*

وهي القروض الممنوحة للمؤسسة من قبل الموردين الذين يمنحونها الوقت لدفع ثمن مشترياتهم. المعروف أيضًا باسم "قروض المورد"، هو أهم مصدر للتمويل قصير الأجل للمؤسسة. اعتمادًا على علاقة المؤسسة بمورديها، قد يعرض الموردون تأخيرات في دفع فواتير الشراء، والتي يمكن أن تتراوح من 30 إلى 90 يومًا.

تختلف هذه المواعيد النهائية اعتمادًا على حجم المعاملات التي تتم مع المؤسسة واعتمادًا على العلاقات التجارية المطورة بينهما. تتمثل ميزة مصدر التمويل هذا في عدم وجود تكلفة (بدون فائدة) إذا تمت تسوية الحساب عند استحقاقها. حتى أن الموردين يقدمون خصومات تسمى "الخصومات النقدية *Escomptes de Caisse*" لتشجيع المؤسسة على الدفع المسبق.

### خط الائتمان *La marge de credit*

الائتمان الممنوح من قبل مؤسسة مالية للسماح للمؤسسة بسد النقص المؤقت في السيولة. يتم استخدام خط الائتمان لتغطية احتياجات السيولة<sup>2</sup> قصيرة الأجل المرتبطة بدورة تشغيل المؤسسة. يمكن هذا الائتمان من جمع الأموال لشراء المخزون أو لتأمين مدفوعات قصيرة الأجل من الموردين أو الموظفين، في انتظار تحصيل المبالغ المستحقة على العملاء.

<sup>2</sup> هي: الأموال النقدية والحسابات المصرفية والاستثمارات المؤقتة اللازمة للوفاء بالتزامات قصيرة الأجل.

خط الائتمان هو اتفاق مكتوب بين المؤسسة والمؤسسة المالية، توافق فيه المؤسسة المالية، في ظل شروط معينة، على إتاحة الحد الأقصى للمبلغ الذي يمكن أن تحصل عليه المؤسسة لفترة محددة. عادة ما يتم تجديد هذه الاتفاقية كل عام. ستفرض المؤسسة المالية فائدة فقط على المبلغ المستخدم بالفعل من قبل المؤسسة.

### *الأوراق التجارية Le papier commercial*

الأوراق التجارية هي وثيقة دين (Titre d'emprunt) تصدرها المؤسسة لتلبية احتياجات رأس المال العامل. تسمح طريقة التمويل هذه بتجنب المرور عبر المؤسسة المالية. في مقابل المبلغ المستلم، تقوم المؤسسة بإعطاء المستثمر ورقة تجارية يتم سدادها وفقاً للشروط المتفق عليها بين الطرفين ودفع فائدة إضافية. لا تقدم الأوراق التجارية أي ضمان للمقرض بخلاف سمعة المؤسسة المصدرة.

### *2. أشكال التمويل طويل الأجل*

يسمح التمويل طويل الأجل للمؤسسة بإجراء الاستثمارات اللازمة لتشغيلها ونموها. يمكن أن تتخذ هذه الاستثمارات شكل شراء المباني، أو أدوات الإنتاج الأكثر كفاءة، أو أجهزة الكمبيوتر، أو البرامج، أو توسيع المصنع.

### *أ. إصدار الأسهم L'émission d'actions*

يمكن للمؤسسة تلبية حاجتها إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم في السوق المالية وزيادة رأس مالها. وتتمثل ميزة هذا الشكل من أشكال التمويل في أنه لا يتعين على المؤسسة سداد الأموال المستلمة أو دفع الفوائد. وبالتالي، فإن الأسهم هي وثيقة ملكية وليست وثيقة دين. يمثل السهم جزءاً يسيراً من قيمة الشركة ويطلق على حاملها اسم "المساهم Actionnaire".

وهي تخول المالك الحق في جزء من أرباح المؤسسة: هذه هي حصص الأرباح. إذا أراد المستثمر استرداد أمواله، فلديه خيار بيع أسهمه متى شاء.

هناك فئتان من الأسهم: الأسهم العادية (Actions Ordinaires) والأسهم الممتازة (Actions Privilégiées).

الأسهم العادية هي وثيقة ملكية تمنح حق التصويت في اجتماعات المساهمين وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمشاركة في القرارات الإدارية. يعطون الحق في أرباح الأسهم. لا تحمل الأسهم الممتازة حقوق التصويت، ولكنها تمنح حاملها الحق في توزيعات أرباح ثابتة لها الأسبقية على توزيعات الأرباح من الأسهم العادية.

بالإضافة إلى ذلك، في حالة تصفية الشركة، يكون للمساهمين المفضلين الأسبقية على المساهمين العاديين في تقاسم صافي الأصول المتبقية، بعد سداد جميع ديون الشركة.

### ب. إصدار السندات *L'émission d'obligations*

السندات هي وثيقة دين صادرة عن المؤسسات كبيرة وحكومات مختلفة لتلبية متطلبات المؤسسات الكبيرة. ستقوم المؤسسات، من أجل تمويل أنشطتها، بإصدار أوراق مالية تسمى "السندات Obligations" في الأسواق المالية. تمنح هذه الأوراق المالية حاملها الحق في تلقي الدخل المعروف باسم "الفائدة Intérêts" في تواريخ محددة والحصول على سداد رأس المال، وفقاً للشروط المحددة في وقت إصدار القرض.

وبالتالي، ستقوم المؤسسة بالتعاقد على دين مع العديد من المستثمرين الذين سيشاركون في شراء السندات الصادرة. وتتمثل ميزة هذا الشكل من أشكال التمويل في مركزة الأموال من مصادر متعددة. يشكل كل سند التزام دين للمقرض واعترافاً بالديون للمقرض. غالباً ما يكون القرض السندي مصحوباً بضمانات تضمن استرداد الدفعة المقدمة عند استحقاقها.

### ج. قروض طويلة الأجل *Les prêts à terme*

القرض لأجل هو قرض تمنحه مؤسسة مالية إلى مؤسسة لتمويل شراء المواد أو المعدات أو المباني اللازمة لنموها. هذا القرض مضمون بسند على العقار الذي تم استخدامه للحصول عليه. لا يتجاوز استحقاق القرض العمر الإنتاجي للسلعة المعروضة كضمان. يتم سداد القرض وفقاً لجدول السداد المحدد بين المؤسسة والمؤسسة المالية.

## ثانياً: مصادر تمويل المؤسسة

### 1. التمويل الذاتي *L'autofinancement*

هو عندما تستخدم المؤسسة الأموال التي خصصتها للاستثمار. فقط، وحتى يكون لديك المال جانباً، يجب أن يكون لديك دخل كافٍ في الماضي لتتحمل وضع بعضه على اليسار؛ وبالتالي، فإن التمويل الذاتي لا يحل الفاصل الزمني الذي ذكرناه سابقاً بين الحاجة إلى الاستثمار الآن والمكاسب المستقبلية التي سيولدها هذا الاستثمار؛ وبشكل أكثر دقة، لا تعاني الشركة التي يمكن أن تكون ذاتية التمويل من مشاكل التمويل.

### 2. الدفع المؤجل للمشتريات *Le paiement Différé des Achats*

تخيل أنك تصنع حلوى وعليك شراء السكر. في معظم الحالات، لا تدفع للموردين نقداً (أي ليس في وقت التسليم). إذا دفعت مقابل السكر بعد 30 يوماً من تسليمه إليك (نقول "ادفع بعد 30 يوماً") فهذا يعد وسيلة

للمويل. نظرًا لأنك، لمدة 30 يومًا، تستخدم منتجًا لم تدفع ثمنه، فهذه طريقة لشركة ما لحل المشكلة الأساسية التي أبرزناها في البداية: الفارق الزمني بين التكاليف التي يجب تحملها اليوم للإنتاج، والإيرادات التي لن تأتي إلا في وقت لاحق.

مثل جميع أنواع التمويل، فإن هذا التمويل له تكلفة. لأنه إذا كنت تدفع نقدًا، يمكنك التفاوض على خصم صغير، والذي سيكون أكثر صعوبة إذا دفعت بعد 30 أو 60 يومًا.

### **3. الدين La Dette**

هو مبلغ من المال مستحق لشخص اقترضناه منه. بالنسبة للأعمال التجارية، هناك نوعان رئيسيان من الديون.

أ. **الديون البنكية (La dette bancaire):** هو أسهل طريقة للمؤسسات التي تتطلع إلى اقتراض الأموال، فهي تحدد موعد مع أقرب بنك وتقوم بإقناعه بجديتها وجدوى مشروعها. أمر شائع آخر: المصرفي ليس فاعل خير وسوف يفرض عليك سعر فائدة.

ب. **الدين المستندي (La dette obligataire):** هناك طريقة أخرى للمؤسسة للدخول في الديون، وهي أقل شهرة ومخصصة للمؤسسات الكبيرة، وذلك من خلال الديون المستندية (وهي كلمة مشتقة من كلمة "سند"؛ والسند هو سند دين يصدر في الأسواق المالية ويشتريه من يريد: بنك، صندوق استثمار، فرد...). وبذلك لم تعد المؤسسة مجبرة بأن تمر على بنك، فهي تتوجه مباشرة إلى جميع المقرضين المحتملين، وهذا هو السبب في أننا نتحدث في بعض الأحيان عن طرح عام أو تمويل مباشر (لا-وساطة: حيث لا يوجد بنك يعمل كوسيط بين المقرض والمقترض).

### **4. حقوق الملكية (أو الأسهم؛ Les Capitaux Propres (ou actions)**

الطريقة الأخرى الأكثر شيوعًا لتمويل المؤسسات هي بيع حقوق الملكية (الأسهم)، وهو ما يسمى بالتمويل الأسهم (le Financement par Capitaux Propres). والسهم هو عبارة عن جزء بسيط من رأس مال المؤسسة.

عندما تمول شركة ما نفسها عن طريق بيع الأسهم، فإن ذلك يشبه بيع "جزء من نفسها" إلى مساهم خارجي، والذي، عن طريق شراء الأسهم، يجلب نقدًا صعبة.

الهدف من القيام بذلك هو بدلاً من الدخول في الديون أنت تحصل على تمويل دون فائدة يجب دفعها. والسهم لا يضمن أي دخل. يتم تحقيق مكافأة المساهمين إما من خلال مكاسب رأس المال، أي إعادة بيع السهم بسعر أعلى مما تم شراؤه، أو من خلال استلام أرباح الأسهم. لكن الشركة ليست ملزمة بدفع توزيعات أرباح لمساهميها.

وبالطبع، إذا لم تفعل ذلك، فسوف يسقطون رؤوسهم بسرعة وسيكون من الصعب في المستقبل تمويل أنفسهم عن طريق بيع الأسهم.

### 5. التمويل العاطفي Love Money

وهو المال المجمع من جميع المستثمرين الذين لديهم صلة وثيقة بالمؤسسة. على سبيل المثال، أصدقاؤك أو أمك أو جدتك العجوز؛ والذين يأتون لوضع بعض الأموال في شركتك بدافع التعاطف معك أكثر من كونهم يتوقعون عوائد رائعة. ومع ذلك، فإن المبالغ المجمعة تكون منخفضة بشكل عام ويمكن أن تكون كافية فقط للشركات التي تتخذ خطواتها الأولى؛ ومنه سيكون من الضروري العثور على مستثمرين لديهم جيوب أعمق وبسرعة.

### 6. ملائكة الأعمال Business Angels

ملائكة الأعمال هم أفراد سيستثمرون في شركتك ولكن دون أي صداقة أو روابط عائلية. عادة، هؤلاء هم رواد أعمال (مقاولين) سابقون ناجحون يفضلون رؤية مدخراتهم في الشركات الصغيرة والمتوسطة بدلاً من وضعها في سندات الخزينة التي تتصف ببطء وضعف المردودية. إنهم يستثمرون بدافع شغفهم بريادة الأعمال (المقاول) بقدر ما يستثمرون مع توقع مردودية عالية. يمكن أن تثبت خبرتهم في تنظيم المشاريع وعلاقاتهم الخاص توفر لهم فائدة كبيرة من مساهمتهم المالية. وع ذلك مرة أخرى، تظل المبالغ المستثمرة متواضعة، وإذا كانت احتياجات التمويل عالية، فسيكون من الضروري الانتقال إلى المستوى التالي.

### 7. الرأسمال المغامر Venture Capital

أو صندوق رأس المال المُخاطر (أو الاستثماري)، هو شركة مالية تجمع الأموال من المدخرين، والبنوك، والصناديق الأخرى... وتهتم باستثمارها في شركات محفوفة بالمخاطر وسريعة النمو بشكل عام، أو ما يسمى الشركات الناشئة (start-ups)، أو البراعم الصغيرة. هذا نوع من الاستثمار محفوف بالمخاطر، يمكنك بسهولة أن تخسر كل شيء ولكنك يمكن تريح أيضاً عشرة أضعاف حصتك. يفسر هذا المستوى العالي من المخاطر تطور صناديق رأس المال المُخاطر التي تحتل مكانة معتبرة للغاية في تمويل المؤسسات. إنهم محترفون، على عكس الاثنين السابقين، لن يستثمروا أبداً في عمالك لعينيك الجميلتين. الميزة هي أن استثماراتهم يمكن أن تصل إلى عشرات الملايين من اليورو. ولكن حتى عشرات الملايين من اليورو قد لا تكون كافية لبعض المؤسسات سريعة النمو، وفي هذه الحالة ننتقل إلى الدرجة الرابعة والأخيرة.

### 8. الإكتتاب (أو الدخول للبورصة) L'introduction en bourse

المصطلح الأكثر استخداماً هو مصطلح IPO (طرح عام أولي initial public offering) ويعني "الإكتتاب العام".

الميزة التي تعود على الشركة من طرح أسهمها للإكتتاب العام هي أنه يمكنك جمع الكثير من الأموال. في الواقع، أي شخص في السوق، أي مستثمر في أي مكان في العالم، سيكون قادراً على شراء الأسهم التي تصدرها. ثم هناك أقسام مختلفة في أسواق الأسهم للشركات الأكبر والأصغر، لكننا سنتوقف هنا (سنتحدث عليها بالتفصيل في الجزء الثاني من هذه الكتاب).

## المحور الثاني: الأسواق المالية

### الفصل الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية

#### أولاً: موقع السوق المالي في الاقتصاد

يجب أن نميز بين الاقتصاد الحقيقي real economy والقطاع الورقي paper sector (ما يعرف بالقطاع المالي) للاقتصاد.

في اقتصاد السوق، يكون تخصيص الموارد الاقتصادية نتيجة للعديد من القرارات الخاصة. الأسعار هي الإشارات التي تعمل في اقتصاد السوق والتي توجه الموارد الاقتصادية إلى أفضل استخدام لها. يمكن تقسيم أنواع الأسواق في الاقتصاد إلى (1) أسواق المنتجات (السلع والخدمات المصنعة)، وتسمى أسواق المنتجات Product Markets، و (2) سوق عوامل الإنتاج (العمالة ورأس المال)، ويسمى أسواق العوامل Factor Markets.

نركز في درسنا هذا على جزء واحد من أسواق العوامل، وهو: سوق الأصول المالية Market For Financial Assets، أو اختصاراً: السوق المالية financial market. ويعد السوق المالي أحد المكونات الرئيسية الثلاثة للنظام المالي.

المكونان الآخران للنظام المالي Financial Institutions هما المؤسسات المالية والبنية التحتية للأسواق المالية Financial Market Infrastructure.

إذن يتكون النظام المالي من:

أ. **السوق المالي**: وهو أحد أسواق العوامل.

ب. **المؤسسات المالية**: وهي الكيانات التي تقدم خدمات مالية للكيانات الأخرى في النظام المالي. وهي تشمل مؤسسات الإيداع (مثل البنوك) وشركات التأمين وشركات الأوراق المالية.

ج. **البنية التحتية للأسواق المالية**: وهي أحد مكونات النظام المالي الذي يتضمن معالجة مدفوعات الأصول المالية.

**ثانياً: الأصول المالية Financial Assets****1. مفهوم الأصل المالي**

الأصول، بالمعنى الواسع، هي أي حيازة لها قيمة في التبادل. يمكن تصنيف الأصول على أنها ملموسة أو غير ملموسة (Tangible or Intangible).

أ. **الأصل الملموس Tangible Asset** هو الأصل الذي تعتمد قيمته على خصائص مادية معينة (ومن الأمثلة على ذلك المباني أو الأراضي أو الآلات).

على النقيض من ذلك، تمثل:

ب. **الأصول غير الملموسة Intangible Assets** هي مطالبات قانونية لبعض المنافع المستقبلية. لا

علاقة لقيمتها بالشكل، المادي أو غير ذلك، الذي يتم فيه تسجيل هذه المطالبات.

ومنه فذ: «الأصول المالية<sup>3</sup> هي أصول غير ملموسة. وبالنسبة للأصول المالية، فإن المنفعة أو القيمة النموذجية هي مطالبة بالنقد في المستقبل. باستثناء واحد (العقار، وهو أصل ملموس)».

**2. المصدر والمالك****أ. المصدر Issuer**

يُطلق على الكيان الذي وافق على إجراء مدفوعات نقدية مستقبلية اسم "مصدر الأصل المالي (Issuer Of The Financial Asset)؛"

**ب. المالك Owner**

وهو مالك الأصل المالي ويطلق عليه اسم "المالك Owner" أو "المستثمر (Investor)".

**3. أمثلة عن الأصول المالية**

أ. قرض من بنك أمريكا (مستثمر) لفرد (مصدر / مقترض) لشراء سيارة.

ب. سند (Bond) صادر عن وزارة الخزانة الأمريكية.

ج. سند صادر عن AT&T.

د. سند صادر عن مدينة نيويورك.

هـ. سند صادر عن الحكومة الألمانية.

و. حصة (Share) من الأسهم العادية (Common Stock) الصادرة عن شركة Apple Inc.

<sup>3</sup> في الغالب تستخدم مصطلحات "الأصول المالية Financial Asset" و"الأداة المالية Financial Instrument" و"ورقة مالية Security"؛ على أنها مترادفات.

ز. حصة من الأسهم العادية صادرة عن شركة هوندا موتور، وهي شركة سيارات يابانية.

#### 4. الدين مقابل أدوات حقوق الملكية (Debt versus Equity Instruments)

##### أ. أداة دين (Debt Instrument)

مطالبة مالك الأصل المالي قد تكون في شكل مبلغًا ثابتًا أو مبلغًا متغيرًا أو متبقيًا؛ في هذه الحالة، يشار إلى الأصل المالي على أنه أداة دين. يعتبر قرض السيارة، وسندات الخزنة الأمريكية، وسندات AT&T، وسندات مدينة نيويورك، وسندات الحكومة الألمانية؛ المذكورة أعلاه أمثلة على أدوات الدين التي تتطلب مدفوعات ثابتة.

##### ب. أدوات حقوق الملكية (Equity Instrument)

تُزَم أداة حقوق الملكية (وتسمى أيضًا "مطالبة متبقية Residual Claim") مُصدر الأصل المالي بدفع مبلغ لحاملها بناءً على الأرباح، إذا وافق عليه مجلس الإدارة، بعد الدفع لحاملي أدوات الدين. الأسهم العادية هي مثال على أداة حقوق الملكية. حصة الشراكة في الأعمال التجارية هي مثال آخر.

#### 5. دور الأصول المالية

الأصول المالية لها وظيفتان اقتصاديتان رئيسيتان:

أ. الأولى هي تحويل الأموال من أولئك الذين لديهم أموال فائضة (Surplus Funds) يرغبون في استثمارها في الأصول المالية؛ إلى أولئك الذين يحتاجون إلى أموال لاستثمارها في الأصول الملموسة.

ب. تتمثل الوظيفة الاقتصادية الثانية في تحويل الأموال بطريقة لإعادة توزيع المخاطر التي لا مفر منها والمرتبطة بالتدفق النقدي الناتج عن الأصول الملموسة بين أولئك الذين يسعون والذين يقدمون الأموال.

### ثالثًا: الأسواق المالية

#### 1. مفهوم الأسواق المالية

السوق المالي هو سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية (أي التداول). على الرغم من أن وجود سوق مالي ليس شرطًا ضروريًا لإنشاء الأصول المالية وتبادلها، إلا أنه في معظم الاقتصادات، يتم إنشاء الأصول المالية ثم تداولها لاحقًا في نوع ما من الأسواق المالية. يسمى السوق الذي يتم فيه تداول الأصول المالية للتسليم الفوري بـ: "السوق الفورية (Spot Market)" أو "سوق الدفع نقداً (Cash Market)".

2. دور الأسواق المالية

أ. **تحدد تفاعلات المشترين والبائعين في السوق المالية سعر الأصل المتداول.** أو، بشكل مكافئ، يحددون العائد المطلوب على الأصل المالي. نظرًا لأن حافز الشركات للحصول على الأموال يعتمد على العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمرون، فإن هذه الميزة للأسواق المالية هي التي تشير إلى كيفية تخصيص الأموال في الاقتصاد بين الأصول المالية. وهذا ما يسمى "عملية اكتشاف السعر (Price Discovery Process)".

ب. **توفر الأسواق المالية آلية للمستثمر لبيع أصل مالي.** وبسبب هذه القدرة، يُقال إن السوق المالي يوفر السيولة، وهي ميزة جذابة عندما تجبر الظروف أو تحفز المستثمر على بيع أصل مالي. في حالة عدم وجود السيولة، سيضطر المالك إلى الاحتفاظ بأداة دين حتى استحقاقها وأداة حقوق الملكية حتى يتم تصفية الشركة إما طواعية أو غير طوعية. على الرغم من أن جميع الأسواق المالية توفر شكلاً من أشكال السيولة، إلا أن درجة السيولة هي أحد العوامل التي تميز الأسواق المختلفة.

ج. **الوظيفة الاقتصادية الثالثة للسوق المالي هي أنه يقلل من تكلفة المعاملات.** هناك نوعان من التكاليف المرتبطة بالمعاملة: تكاليف البحث وتكاليف المعلومات:

❖ تكاليف البحث Search Costs؛ تمثل تكاليف صريحة، مثل الأموال التي يتم إنفاقها للإعلان عن نية الفرد لبيع أو شراء أحد الأصول المالية، والتكاليف الضمنية، مثل قيمة الوقت المنقضي في تحديد موقع الطرف المقابل. إن وجود شكل من أشكال السوق المالية المنظمة يقلل من تكاليف البحث.

❖ تكاليف المعلومات Information costs؛ هي التكاليف المرتبطة بتقييم مزايا الاستثمار للأصل المالي، أي مقدار واحتمالية التدفق النقدي المتوقع إنشاؤه. في السوق ذات الكفاءة السعرية، تعكس الأسعار المعلومات الإجمالية التي تم جمعها من قبل جميع المشاركين في السوق.

### 3. تصنيف الأسواق المالية

يمكن تبويب الأسواق المالية بعدة طرق. إحدى الطرق هي "نوع المطالبات المالية" (هذا التبويب يعطينا نوعين: أسواق الديون وأسواق الأسهم). وهناك تبويب آخر من خلال "استحقاق المطالبة"<sup>4</sup> (يعطينا هذا التبويب: سوق مالي لأدوات الدين قصيرة الأجل تسمى "السوق النقدي Money Market"، وأخرى للأصول المالية طويلة الأجل تسمى "سوق رأس المال Capital Market").

يمكن تصنيف الأسواق المالية على أنها تلك التي تتعامل مع المطالبات المالية التي تم إصدارها حديثاً، وتسمى السوق هنا: "السوق الرئيسية (الأولية) Primary Market"، وتلك الخاصة بتبادل المطالبات المالية الصادرة سابقاً، وتسمى السوق هنا: "السوق الثانوية" أو "سوق الأدوات المالية الموسمية"<sup>5</sup> Market "For Seasoned Instruments".

يتم تصنيف الأسواق إما على أنها "أسواق الأدوات السائلة"<sup>6</sup> Cash Instrument Markets أو "أسواق الأدوات المشتقة (المشتقات المالية) Derivative Instruments Markets".

يمكن تصنيف السوق حسب هيكله التنظيمي (Organizational Structure): قد يكون "سوقاً للمزادات"<sup>7</sup> Auction Market، أو "سوقاً خارج البورصة (سوق موازية)"<sup>8</sup> Over-the-Counter Market، أو "سوق الوساطة Intermediated Market".

<sup>4</sup> المقصود زمن استحقاق المطالبة.

<sup>5</sup> أو "المخضومة"، ويقصد بها في هذه الحالة أنها أصدرت في سوق وتتداول في سوق آخر.

<sup>6</sup> يقصد بها: التسديد نقداً.

<sup>7</sup> سوق تحركها أوامر التداول؛ سوق مزايمة.

<sup>8</sup> أو "سوق غير نظامية للأوراق المالية"

معيار التصنيف	حسب طبيعة المطالبة (nature of claim)	حسب تاريخ استحقاق المطالبة (maturity of claim)	عن طريق موسمية المطالبة (Seasoning Of Claim)	بالتسليم الفوري أو التسليم المستقبلي (Immediate Delivery Or Future Delivery)	حسب الهيكل التنظيمي (Organizational Structure)
السوق	سوق الدين (Debt Market)	سوق النقدي (Money Market)	السوق الرئيسية (Primary Market)	السوق السائلة (الفورية) (Cash (Spot) Market)	سوق مزايده (Auction Market)
	سوق الأسهم (Equity Market)	سوق رأس المال (Capital Market)	سوق ثانوي (Secondary Market)	سوق المشتقات المالية (Derivatives Market)	سوق خارج البورصة (Over-the-Counter Market)
					سوق الوساطة (Intermediated Market)

المصدر: (Fabozzi & Jones, 2019, p. 34)

#### 4. المشاركون في السوق

المشاركون في الأسواق المالية العالمية التي تصدر المطالبات المالية وتشتريها الأسر والكيانات التجارية (الشركات وشراكات المحاصة) والحكومات الوطنية والوكالات الحكومية الوطنية وحكومات الولايات والحكومات المحلية والشركات فوق الوطنية (مثل البنك الدولي وبنك الاستثمار الأوروبي وبنك التنمية الآسيوي).

تشمل الكيانات التجارية المؤسسات المالية وغير المالية.

تقوم المؤسسات غير المالية بتصنيع المنتجات (على سبيل المثال، السيارات والصلب وأجهزة الكمبيوتر)، أو تقديم خدمات غير مالية (بما في ذلك النقل والمرافق وبرمجة الكمبيوتر) أو كلا الأمرين.

#### رابعاً: عولمة الأسواق المالية

بسبب عولمة الأسواق المالية، لا يجب أن تقتصر الكيانات في أي بلد على جمع الأموال على أسواقها المالية المحلية فقط؛ كما لا يقتصر المستثمرون في بلد ما على الأصول المالية الصادرة في أسواقهم المحلية فقط؛ ومنه فالعولمة تعني اندماج الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم في سوق مالي عالمي (أو دولي). العوامل التي أدت إلى تكامل الأسواق المالية هي:

❖ تحرير الأسواق (أو إزالة القيود) وكذلك تحرير أنشطة المشاركين في السوق في المراكز المالية

الرئيسية في العالم؛

❖ التقدم التكنولوجي لمراقبة الأسواق العالمية وتنفيذ الأوامر وتحليل الفرص المالية؛

❖ الزيادة في مأسسة (إضفاء الطابع المؤسسي) الأسواق المالية.

أجبرت المنافسة العالمية الحكومات على تحرير (أو إزالة القيود) جوانب مختلفة من أسواقها المالية حتى تتمكن مؤسساتها المالية من المنافسة بفعالية في جميع أنحاء العالم.

أدى التقدم التكنولوجي إلى زيادة تكامل وكفاءة (integration and efficiency) السوق المالية العالمية. حيث ربطت التطورات في أنظمة الاتصالات بين المشاركين في السوق في جميع أنحاء العالم، مما أدى إلى إمكانية تنفيذ الطلبات في غضون أجزاء من الثانية. تتيح التطورات في تكنولوجيا الكمبيوتر، إلى جانب أنظمة الاتصالات المتقدمة، نقل المعلومات في الوقت الفعلي حول أسعار الأمان وغيرها من المعلومات الرئيسية إلى العديد من المشاركين في العديد من الأماكن. لذلك، يمكن للعديد من المستثمرين مراقبة الأسواق المالية العالمية وتقييم كيفية تأثير هذه المعلومات في الوقت نفسه على ملف العائد/المخاطرة لمحافظهم

الاستثمارية. تسمح قوة الحوسبة المحسنة بشكل كبير بالمعالجة المتفوقة والفورية لمعلومات السوق في الوقت الفعلي (real-time)، بحيث يمكن تحديد فرص المرجحة، ومنه فبمجرد تحديد هذه الفرص، تسمح أنظمة الاتصالات السلكية واللاسلكية بتنفيذ سريع للأوامر لالتقاط تلك الفرصة.

تحولت الأسواق المالية الأمريكية من هيمنة صغار المستثمرين إلى هيمنة المؤسسات الاستثمارية؛ ويشار إلى تحول الأسواق المالية من هيمنة صغار المستثمرين إلى المؤسسات الاستثمارية باسم إضفاء الطابع المؤسسي (مأسسة) على الأسواق المالية. وهو ما يحدث في البلدان الصناعية بصفة عامة.

حيث:

❖ **صغار المستثمرين 9 (Retail Investors)؛** على سبيل المثال، عندما تشتري أنت أو أنا حصة من الأسهم العادية، يُشار إلينا باسم "صغار المستثمرين".

❖ **المؤسسات الاستثمارية 10 (Institutional Investors)؛** ومن أمثلتها: صناديق التقاعد وشركات التأمين والصناديق المشتركة والبنوك التجارية وجمعيات الادخار والقروض.

على عكس صغار المستثمرين، كانت المؤسسات الاستثمارية أكثر استعدادًا لتحويل الأموال عبر الحدود الوطنية لتحسين تنويع المحفظة أو استغلال سوء تسعير الأصول المالية في البلدان الأجنبية. تم توثيق الفوائد المحتملة لتنويع المحفظة المرتبطة بالاستثمار العالمي في العديد من الدراسات، والتي زادت من وعي المستثمرين حول مزايا الاستثمار العالمي.

## خامسا: تصنيف الأسواق المالية العالمية ( Classification of Global Financial

### (Markets

على الرغم من عدم وجود نظام موحد لتصنيف الأسواق المالية العالمية، يظهر عرض تخطيطي مناسب في الشكل 1-1. من منظور بلد معين، يمكن تصنيف الأسواق المالية على أنها إما داخلية أو خارجية.

1. **السوق الداخلي (Internal Market)؛** الذي يشار إليه أيضًا بالسوق الوطني ( National

Market)، يتكون من جزأين: السوق المحلي والسوق الخارجي.

أ. **السوق المحلي (Domestic Market)؛** في بلد ما هو المكان الذي يصدر فيه المصدرون المقيمون

في ذلك البلد الأوراق المالية ويتم تداول هذه الأوراق المالية لاحقًا.

<sup>9</sup> أو مستثمرون أفراد.

<sup>10</sup> هيئات الاستثمار أو جهات الاستثمار المؤسسية.

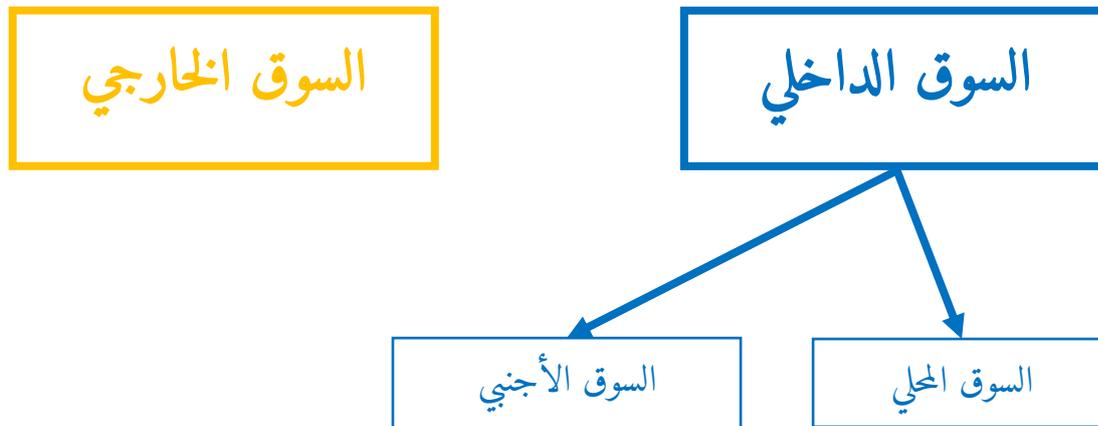
ب. **السوق الأجنبي (Foreign Market):** لأي بلد هو المكان الذي يتم فيه بيع وتداول الأوراق المالية للمصدرين غير المقيمين في الدولة. القواعد التي تحكم إصدار الأوراق المالية الأجنبية هي تلك التي تفرضها السلطات التنظيمية حيث يتم إصدار الورقة المالية. على سبيل المثال، يجب أن تمثل الأوراق المالية الصادرة عن الشركات الأجنبية في الولايات المتحدة للوائح المنصوص عليها في قانون الأوراق المالية الأمريكي. يجب على الشركة غير اليابانية التي تسعى إلى تقديم الأوراق المالية في اليابان الامتثال لقانون الأوراق المالية واللوائح اليابانية التي تفرضها وزارة المالية اليابانية.

2. **السوق الخارجي (External Market):** الذي يشار إليه أيضًا بالسوق الدولي ( International Market)، يسمح بتداول الأوراق المالية بسمتين مميزتين:

- أ. عند الإصدار، يتم تقديم الأوراق المالية في وقت واحد للمستثمرين في مختلف البلدان؛ و
- ب. تصدر خارج نطاق السلطة القانونية لأي دولة بمفردها.

يشار إلى السوق الخارجية عمومًا باسم سوق الخارج (Offshore Market)، أو، بشكل أكثر شيوعًا: الأوروسوق (Euromarket).

رسم بياني يوضح تصنيف الأسواق المالية العالمية



المصدر: (Fabozzi & Jones, 2019, p. 36)

**سادسا: تصنيف البلدان حسب تطور أسواقها المالية**

عادة ما يتم تقسيم البلدان وأسواق الأسهم الخاصة بهم إلى ثلاث فئات: المتقدمة (Developed) والناشئة (النامية (Developing) والمحدودة (ما قبل الناشئة (Pre-Emerging).

تستند الاختلافات بين هذه الأنواع الثلاثة بشكل أساسي إلى عاملين: تطور اقتصاداتها وأسواق رأس المال.

❖ أين يشير تطورها الاقتصادي بشكل أساسي إلى دخل الفرد والنمو المحتمل؛ حيث تتمتع البلدان المتقدمة بمستويات أعلى من الدخل الفردي ولكن النمو المحتمل أقل.

❖ ويشير تطوير أسواق رأس المال إلى: حجم رأس المال السوقي (Market Capitalization)، ومستوى السيولة، وتطوير الهيئات التنظيمية والقانونية الداعمة لها.

❖ تؤثر هاتان سمتان على إمكانات النمو والمخاطر والسيولة للاستثمارات في أسواقها.

1. **المتقدمة:** توجد معظم البلدان المتقدمة في أمريكا الشمالية وأوروبا الغربية وأستراليا، بما في ذلك الولايات المتحدة وكندا وألمانيا والمملكة المتحدة وأستراليا ونيوزيلندا واليابان.

2. **الناشئة (النامية):** هي دولة لديها بعض خصائص السوق المتقدمة ولكن ليس جميعها. تشمل البلدان النامية البرازيل وروسيا والهند والصين (كمجموعة، يشار إليها باسم BRIC)؛ ثم: البرتغال، أيرلندا، إيطاليا، اليونان، إسبانيا (كمجموعة، يشار إليها باسم PIIGS)؛ وبلدان أخرى.

3. **السوق المحدودة (أو ما قبل الناشئة):** هي سوق صغيرة جدًا وغير متطورة بحيث لا يمكن اعتبارها سوقًا ناشئة.

**سابعا: فئات الأصول (Asset Classes)**

في الأسواق المالية، يتحدث المشاركون عن فئات الأصول. في الأسواق المالية لمعظم البلدان المتقدمة، فئات الأصول هي:

❖ الأسهم العادية (Common Stocks)،

❖ السندات (Bonds)،

❖ أشباه النقود (Cash Equivalents)، و

❖ أموال ثابتة (أو العقارات (Real Estate).

كيف يحدد المشاركون في السوق فئات أصولهم؟ هناك طريقتان للقيام بذلك.

❖ إحدى الطرق هي من حيث سمات الاستثمار التي يشترك فيها أعضاء فئة الأصول. تتضمن خصائص الاستثمار هذه العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على قيمة فئة الأصول، ونتيجة لذلك، ترتبط ارتباطاً وثيقاً بعوائد كل عضو في فئة الأصول، ولديها خصائص مماثلة للمخاطرة والعائد، ولها هيكل قانوني أو تنظيمي مشترك. ومن ثم، بناءً على هذه الطريقة في تحديد فئات الأصول، سيكون الارتباط بين عائدات فئات الأصول المختلفة منخفضاً.

❖ طريقة أخرى لتحديد فئة الأصول تعتمد ببساطة على خصائص مجموعة الأصول التي يعتمدها مديرو الأصول كفئة أصول.

بناءً على هاتين الطريقتين لتعريف فئات الأصول، يمكن توسيع فئات الأصول التقليدية المذكورة أعلاه لإنشاء فئات أخرى من هذا القبيل. من وجهة نظر مستثمر أمريكي، على سبيل المثال، تم توسيع فئات الأصول التقليدية المذكورة أعلاه من خلال فصل الأسهم والسندات الأجنبية إلى تلك التي تصدرها كيانات أمريكية وتلك التي تصدرها كيانات أجنبية.

علاوة على ذلك، يتم تقسيم الأسهم والسندات العادية إلى المزيد من فئات الأصول بناءً على حجم الشركة. هنا، يشير الحجم إلى القيمة السوقية (Market Capitalization) للأسهم العادية للشركة. تساوي القيمة السوقية للشركة (أو ببساطة "market cap") إجمالي القيمة السوقية للأسهم العادية القائمة. على سبيل المثال، افترض أن الشركة لديها 50 مليون سهم من الأسهم العادية القائمة، ولكل سهم قيمة سوقية 400 دولار. ومنه تبلغ القيمة السوقية (market cap) لهذه الشركة 20 مليار دولار (أي: 50 مليون سهم × 400 دولار لكل سهم).

في الولايات المتحدة، تعتمد إحدى طرق تصنيف فئات الأصول على أساس "القيمة السوقية market cap":

أكثر من 200 مليار دولار	mega-cap stocks
من 10 إلى 200 مليار دولار	large-cap stocks
من 1 مليار دولار إلى 10 مليارات دولار	mid-cap stocks
300 مليون دولار إلى 1 مليار دولار	small-cap stocks
من 50 مليون دولار إلى 300 مليون دولار	micro-cap stocks
أقل من 50 مليون دولار	nano-cap stocks

المصدر: (Fabozzi & Jones, 2019, pp. 38–39)

باستثناء العقارات، يشار إلى جميع فئات الأصول المحددة أعلاه على أنها فئات الأصول التقليدية (Traditional Asset Classes). يشار إلى العقارات وجميع فئات الأصول الأخرى غير المدرجة في القائمة أعلاه على أنها فئات الأصول غير التقليدية (Nontraditional Asset Classes) أو فئات الأصول البديلة (Alternative Asset Classes)؛ وهذه الأخيرة تشمل السلع والأسهم الخاصة وأدوات التحوط ورأس المال الاستثماري والأصول الحقيقية والعملات.

### **ثامنا: أسواق المشتقات Derivatives Markets**

حتى الآن، ركزنا على أسواق الأدوات السائلة للأصول المالية. لكن، في بعض العقود، يكون على حامل العقد إما التزام أو اختيار شراء أو بيع أصل مالي في وقت ما في المستقبل. يستمد سعر أي عقد من هذا القبيل قيمته من قيمة الأصل المالي الأساسي أو المؤشر المالي أو سعر الفائدة. وبالتالي، تسمى هذه العقود بالأدوات المشتقة Derivative Instruments.

#### **1. أنواع الأدوات المشتقة Types of Derivative Instruments**

النوعان الأساسيان من الأدوات المشتقة هما العقود الآجلة/المستقبلية وعقود الخيارات.

##### **أ. العقود الآجلة أو المستقبلية (Futures/Forward Contracts):**

العقد الآجل (أو العقد لأجل) هو اتفاق يتفق بموجبه طرفان على التعامل مع بعض في أصول مالية بسعر محدد مسبقاً في تاريخ مستقبلي محدد. يوافق أحد الطرفين على شراء الأصل المالي؛ ويوافق الآخر على بيع الأصل المالي. كلا الطرفين ملزمان بالأداء، ولا يتقاضى أي من الطرفين رسوماً.

##### **ب. عقود الخيارات**

يمنح عقد الخيارات مالك العقد الحق، ولكن ليس الالتزام، بشراء (أو بيع) أصل مالي بسعر محدد من (أو إلى) طرف آخر. يجب على مشتري العقد أن يدفع للبائع رسوماً تُعرف بسعر الخيار. عندما يمنح الخيار مالك الخيار الحق في شراء أصل مالي من الطرف الآخر، يكون الخيار "خيار شراء (Call Option)". بدلاً من ذلك، إذا كان الخيار، يمنح مالك الخيار الحق في بيع أصل مالي للطرف الآخر، فإن الخيار هو "خيار بيع (Put Option)".

لا تقتصر الأدوات المشتقة على الأصول المالية؛ فقد تتضمن بعض الأدوات المشتقة السلع والمعادن النفيسة؛ علاوة على ذلك، فإن الأنواع الأخرى من الأدوات المشتقة هي في الأساس حزم إما عقود آجلة أو عقود خيار.

## 2. دور الأدوات المشتقة *The Role of Derivative Instruments*

توفر الأدوات المشتقة للمصدرين والمستثمرين طريقة غير مكلفة للسيطرة على بعض المخاطر الرئيسية. تتمتع أسواق المشتقات بثلاث مزايا على الأقل في "السوق السائلة (الفورية) cash (spot) market" المقابل لنفس الأصل المالي.

أ. اعتمادًا على الأداة المشتقة، قد يكون تنفيذ معاملة في سوق المشتقات أقل تكلفة لضبط التعرض للمخاطر على المعلومات الاقتصادية الجديدة مما قد يكلف إجراء هذا التعديل في السوق الفورية.

ب. يمكن عادةً إنجاز المعاملات بشكل أسرع في سوق المشتقات مقارنة بالسوق الفورية.

ج. يمكن لبعض أسواق المشتقات استيعاب صفقة أكبر بالدولار دون التأثير السلبي على سعر الأداة المشتقة؛ بمعنى أن سوق المشتقات قد يكون أكثر سيولة من السوق الفورية.

النقطة الأساسية هنا هي أن الأدوات المشتقة تلعب دورًا مهمًا في الأسواق المالية العالمية: «تخدم المشتقات وظيفة مهمة في السوق المالية العالمية، حيث توفر للمستخدمين النهائيين فرصًا لإدارة المخاطر المالية المرتبطة بمعاملاتهم التجارية بشكل أفضل. يعكس النمو السريع والتعقيد المتزايد للمشتقات كلاً من الطلب المتزايد من المستخدمين النهائيين لطرق أفضل لإدارة المخاطر المالية والقدرة الابتكارية لصناعة الخدمات المالية على الاستجابة لمتطلبات السوق» (Fabozzi & Jones, 2019, p. 41) لسوء الحظ، غالبًا ما ينظر عامة الناس -وأحيانًا المنظمون والهيئات التشريعية - إلى أدوات المشتقات باعتبارها أدوات للمضاربة البحتة (أي المقامرة القانونية). بدون الأدوات المشتقة والأسواق التي يتداولون فيها، لن تكون الأنظمة المالية في جميع أنحاء العالم متكاملة كما هي اليوم.

## تاسعا: الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي *Financial Markets and the Real*

### Economy

يمكن تقسيم اقتصاد السوق إلى سوقين، سوق المنتجات (Product Market) وسوق العوامل (Factor Market). كما نشير إلى الدور الحاسم للأسواق المالية في التخصيص الفعال لرأس المال. في نفس الوقت هناك طريقة أخرى للنظر إلى اقتصاد السوق وهي تقسيمه إلى سوقين: (1) الاقتصاد الحقيقي (Real Economy) و (2) الاقتصاد الورقي (Paper Economy). يشير الاقتصاد الحقيقي إلى الأسواق التي

يتم فيها إنتاج المنتجات والخدمات وتحديد أسعارها. يشير الاقتصاد الورقي إلى الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية (أي الأسواق المالية) ويتم تحديد أسعار هذه الأصول. الأسواق المالية لا تشمل فقط السوق الفورية ولكن أسواق المشتقات أيضا.

المثير للاهتمام هو أنه على الرغم من الارتباط الملحوظ بين الاقتصاد الورقي والاقتصاد الحقيقي عندما انهار سوق الأوراق المالية في عام 1929 وأثناء الكساد الكبير الذي أعقب ذلك، يبدو أن نماذج الاقتصاد الكلي لم تركز على هذا الارتباط حتى الأزمة المالية لعام 2008. قبل الأزمة، لم تكن الأسواق المالية بشكل عام مدرجة في النماذج الكلية، ولم يكن ذلك ضروريًا لأنه، في الغالب، لم يكن يُنظر إلى الأسواق المالية نفسها على أنها تحتوي على أي احتمال للتسبب في اضطرابات. ومع ذلك، في أعقاب الأزمة، تم دمج الأسواق المالية بشكل متزايد في نماذج الاقتصاد الكلي التجريبية والنظرية.

**والخلاصة: برهنت الأزمات المالية والاقتصادية التي مرت عبر التاريخ على الارتباط الوثيق بين السوق الحقيقي والسوق الورقي.**

## الفصل الثاني: المؤسسات المالية والوسطاء الماليين وشركات إدارة الأصول

في هذا الفصل، نناقش المؤسسات المالية ونوعًا خاصًا وهامًا من المؤسسات المالية، الوسيط المالي. يشمل الوسطاء الماليون البنوك التجارية وجمعيات S&L وشركات الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد. تتمثل أهم مساهمة للوسطاء الماليين في التدفق الثابت وغير المكلف نسبيًا للأموال من المدخرين إلى المستخدمين النهائيين أو المستثمرين. لكل اقتصاد حديث وسطاء ماليين يؤدون وظائف مالية رئيسية للأفراد والأسر والشركات والشركات الصغيرة والجديدة والحكومات. في الجزء الأخير من هذا الفصل، نقدم لمحة عامة عن شركة إدارة الأصول، والمنظمات التي تدير الأموال للوسطاء الماليين وكذلك المستثمرين الأفراد.

### أولاً: المؤسسات المالية Financial Institutions

المؤسسات المالية هي كيانات تجارية تشمل الشركات المالية وغير المالية. تقوم الشركات غير المالية (Nonfinancial Enterprises) بتصنيع المنتجات (مثل السيارات والصلب وأجهزة الكمبيوتر) أو تقديم خدمات غير مالية (مثل النقل والمرافق وخدمات الكمبيوتر) أو كلا الأمرين. تقدم الشركات المالية (Financial Enterprises)، التي يشار إليها عمومًا باسم المؤسسات المالية (Financial Institutions)، خدمات تتعلق بواحد أو أكثر مما يلي:

#### 1. الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية:

تقدم المؤسسات المالية (Financial Institutions) واحدة أو أكثر من الخدمات التالية:

أ. تحويل الأصول المالية المكتسبة من خلال السوق وتحويلها إلى نوع مختلف ومفضل على نطاق واسع من الأصول؛ وفيها وظيفة على الأقل من الوظائف التالية:

❖ توفير وساطة الاستحقاق<sup>11</sup>،

❖ الحد من المخاطر عن طريق التنويع،

❖ تخفيض تكاليف التعاقد ومعالجة المعلومات

❖ توفير آليات الدفع.

ب. تبادل الأصول المالية نيابة عن العملاء.

ج. مبادلة الأصول المالية بحساباتهم الخاصة.

<sup>11</sup> يقوم البنك التجاري، من خلال إصدار مطالباته المالية الخاصة، بتحويل الأصل طويل الأجل إلى أصل قصير الأجل عن طريق منح المقرض قرضًا للمدة المطلوبة والمستثمر/المودع أصلًا ماليًا لأفق الاستثمار المطلوب. تسمى هذه الوظيفة للوسيط المالي ب: وساطة الاستحقاق (Maturity Intermediation).

د. المساعدة في إنشاء أصول مالية لعملائها، ومن ثم بيع تلك الأصول المالية لمشاركين آخرين في السوق.

هـ. تقديم المشورة الاستثمارية للمشاركين الآخرين في السوق. و

و. إدارة محافظ المشاركين الآخرين في السوق.

الخدمات الثانية والثالثة في القائمة أعلاه هي وظائف السمسار (Broker) والمصفق (أو المضارب Dealer)؛ ويشار إلى الخدمة الرابعة باسم الاكتتاب. حيث عادةً ما توفر المؤسسة المالية التي تقدم خدمة الاكتتاب أيضًا خدمة السمسرة أو المضاربة.

لدى بعض الشركات غير المالية شركات تابعة تقدم خدمات مالية. على سبيل المثال، تمتلك العديد من شركات التصنيع الكبيرة شركات فرعية توفر التمويل لعملاء الشركة الأم. تسمى هذه المؤسسات المالية "شركات التمويل الأسيرة Captive Finance Companies". تشمل الأمثلة شركة قبول جنرال موتورز (شركة تابعة لشركة جنرال موتورز) وشركة جنرال إلكتريك كريدت (شركة تابعة لشركة جنرال إلكتريك).

## ثانياً: الوسطاء الماليون Financial Intermediaries

### 1. قائمة الوسطاء الماليون

يشمل الوسطاء الماليون (Financial Intermediaries) في الأسواق المالية:

- أ. مؤسسات الإيداع Depository Institutions (البنوك التجارية، وجمعيات S & L ، وبنوك التوفير، والاتحادات الائتمانية)، التي تستحوذ على الجزء الأكبر من أموالها من خلال عرض التزاماتها للجمهور في الغالب في شكل ودائع؛
- ب. شركات التأمين Insurance Companies (شركات التأمين على الحياة والممتلكات والإصابات)؛
- ج. صناديق التقاعد Pension Funds؛
- د. وشركات التمويل Finance Companies.

### 2. دور الوسطاء الماليين

يحصل الوسطاء الماليون على الأموال عن طريق إصدار مطالبات مالية (Issuing Financial Claims) على أنفسهم لصالح المشاركين في السوق، ثم استثمار تلك الأموال المحصلة. يمكن أن تكون الاستثمارات التي يقوم بها الوسطاء الماليون - أصولهم - في شكل قروض أو أوراق مالية أو كليهما. يشار إلى هذه

الاستثمارات على أنها استثمارات مباشرة (Direct Investments). يقال للمشاركين في السوق الذين لديهم مطالبات مالية صادرة عن وسطاء ماليين قاموا باستثمارات غير مباشرة (Indirect Investments). مثالان سوف يوضحان هذه العملية.

أ. المثال الأول: ما تفعله البنوك التجارية (Commercial Banks) هو أنها تقبل الودائع (deposits) وتستخدم العائدات لإقراض الأموال للمستهلكين والشركات. تمثل الودائع التزام البنك التجاري والأصل المالي المملوك من قبل المودع. يمثل القرض التزام الشركة المقترضة وأصل مالي للبنك التجاري. وبذلك يكون البنك التجاري قد قام باستثمار مباشر في الكيان المقترض؛ وقام المودع فعلياً باستثمار غير مباشر في ذلك الكيان المقترض.

ب. كمثال ثاني، فكر في شركة استثمار (Investment Company)، والذي يجمع أموال المشاركين في السوق ويستخدم تلك الأموال لشراء محفظة من الأوراق المالية (Portfolio of Securities)، مشكلة غالباً من الأسهم والسندات. يشار إلى شركات الاستثمار بشكل أكثر شيوعاً باسم "الصناديق المشتركة Mutual Funds". يتلقى المستثمرون الذين يقدمون أموالاً لشركة الاستثمار مطالبة بحقوق الملكية تمنح المستثمر حصة تناسبية من ناتج المحفظة. يتم إصدار مطالبة حقوق الملكية من قبل شركة الاستثمار. تمثل محفظة الأصول المالية (Portfolio of Financial Assets) التي حصلت عليها شركة الاستثمار، استثماراً مباشراً، قامت به. من خلال امتلاك مطالبة حقوق ملكية ضد شركة الاستثمار، يكون أولئك الذين يستثمرون في شركة الاستثمار قد قاموا باستثمار غير مباشر.

لقد أكدنا أن الوسطاء الماليين يلعبون دوراً أساسياً في تحويل الأصول المالية غير المرغوب فيها لجزء كبير من الجمهور إلى أصول مالية أخرى - التزاماتهم الخاصة - والتي يفضلها الجمهور على نطاق واسع.

### ثالثاً: نظرة عامة على إدارة الأصول/الالتزامات للمؤسسات المالية

#### 1. المفهوم

لفهم الأسباب التي تدفع مديري المؤسسات المالية إلى الاستثمار في أنواع معينة من الأصول المالية وأنواع استراتيجيات الاستثمار التي يستخدمونها، من الضروري أن يكون لديك فهم عام لمشكلة الأصول/الخصوم التي تواجهها. في هذا القسم، نقدم لمحة عامة عن إدارة الأصول/الخصوم (Asset/Liability Management).

تحدد طبيعة الالتزامات (أو الخصوم) استراتيجية الاستثمار التي ستتبعها المؤسسة المالية. على سبيل المثال، تسعى مؤسسات الإيداع إلى توليد الدخل من خلال الفارق بين العائد الذي تكسبه على الأصول (Assets) وتكلفة أموالها (Funds). أي أنهم يشترون المال ويبيعون المال. يشترون الأموال عن طريق الاقتراض من المودعين أو مصادر الأموال الأخرى. ويبيعون الأموال عندما يقرضونها للشركات أو الأفراد. من حيث الجوهر، فهم يعملون في مجال فروق الأسعار - هدفهم هو بيع الأموال بأكثر من تكلفة شراء المال.

يتم التعبير عن تكلفة الأموال والعائد على الأموال المباعة من حيث معدل الفائدة لكل وحدة زمنية. وبالتالي، فإن هدف مؤسسة الإيداع هو كسب 'فارق إيجابي (Positive Spread)' بين الأصول التي تستثمر فيها (ما بيعت الأموال من أجله) وتكاليف أموالها (ما اشترت الأموال من أجله).

شركات التأمين على الحياة (Life Insurance Companies) - وإلى حد ما، شركات التأمين على الممتلكات والتأمين ضد الحوادث (Property and Casualty Insurance Companies) في "أعمال الفارق Spread Business" (يكسبون من خلال الفرق بين ثمن بيع المال وتكلفة شرائه). صناديق المعاشات التقاعدية (Pension Funds) ليست في مجال "أعمال الفارق": فهي لا تجمع الأموال بنفسها في السوق. إنهم يسعون لتغطية تكلفة التزامات المعاش التقاعدي بأقل تكلفة يتحملها راعي خطة المعاشات التقاعدية. لا تواجه شركات الاستثمار (Investment Companies) أي تكاليف صريحة للأموال التي تحصل عليها، ويجب ألا تقي بأي صكوك التزم (Liability Obligations) محددة؛ الاستثناء الوحيد هو نوع معين من شركات الاستثمار التي توافق على إعادة شراء الحصص (shares) في أي وقت.

## 2. طبيعة الالتزامات (أو الخصوم، وهي: الديون المطلوبة) Nature of Liabilities:

### أ. المفهوم

نقصد بالالتزامات (أو خصوم) المؤسسة المالية مقدار وتوقيت المصروفات النقدية (Cash Outlays)، التي يجب بذلها للوفاء بالشروط التعاقدية للصكوك الصادرة (Obligations Issued).

**ب. أنواع الالتزامات**

يمكن تصنيف مطلوبات أي مؤسسة مالية إلى أربعة أنواع:

طبيعة التزامات المؤسسات المالية.

نوع المسؤولية	مقدار المصروفات النقدية	توقيت المصروفات النقدية
النوع الأول	معروف	معروف
النوع الثاني	معروف	غير مؤكد
النوع الثالث	غير مؤكد	معروف
النوع الرابع	غير مؤكد	غير مؤكد

إن أوصاف المصروفات النقدية سواء كانت معروفة أو غير مؤكدة واسعة بلا شك. عندما نشير إلى الإنفاق النقدي على أنه غير مؤكد، فإننا لا نعني أنه لا يمكن التنبؤ به. هناك بعض الالتزامات حيث يسهل "قانون الأعداد الكبيرة" التنبؤ بتوقيت أو مقدار النفقات النقدية. هذا هو العمل الذي يقوم به عادةً الخبراء الاكتواريون، ولكن بالطبع حتى الخبراء الاكتواريين لا يمكنهم التنبؤ بالكوارث الطبيعية (مثل الفيضانات والزلازل).

**رابعاً: شركات إدارة الأصول Asset Management Firms**

تدير شركات إدارة الأصول أموال الأفراد والشركات والأوقاف والمؤسسات وحكومات الولايات والحكومات المحلية. يشار إلى هذه الشركات أيضاً باسم "شركات إدارة الأموال Money Management Firms"، ويشار إلى أولئك الذين يديرون الصناديق باسم مديري الأصول (Asset Managers) ومديري الأموال (Money Managers) ومديري الصناديق (fund Managers) ومديري المحافظ (Portfolio Managers).

شركات إدارة الأصول إما تابعة لبعض المؤسسات المالية Financial Institution (مثل بنك تجاري أو شركة تأمين أو بنك استثماري) أو شركات مستقلة. عادةً العملاء المؤسسون الأكبر حجماً (Larger Institutional Clients) الذين يبحثون عن خدمات شركة إدارة الأصول لا يقومون بتخصيص جميع أصولهم لشركة واحدة لإدارة الأصول. بدلاً من ذلك، عادةً ما يوظفون أموالهم عند العديد من شركات إدارة الأصول، فضلاً عن إمكانية إدارة جزء من أموالهم داخلياً. أحد أسباب استخدام العديد من شركات إدارة الأصول هو أن الشركات تختلف في خبرتها فيما يتعلق بفئات الأصول. على سبيل المثال، العميل الذي

يبحث عن مدير أصول للاستثمار في الأسهم العادية والسندات والعقارات والاستثمارات البديلة (مثل السلع وصناديق التحوط) سيستخدم شركات إدارة الأصول المتخصصة في كل فئة من فئات الأصول تلك.

على الرغم من أن رسوم الأداء شائعة بالنسبة لصناديق التحوط، فإن شركات إدارة الأصول تعتمد بشكل متزايد "رسوم الإدارة القائمة على الأداء Performance-Based Management Fees" لأنواع أخرى من الحسابات. يتم استخدام العديد من أنواع هياكل رسوم الأداء في صناعة إدارة الأصول. يمكن أن تستند الرسوم فقط على الأداء أو على مجموعة من الرسوم الثابتة على أساس الأصول المدارة بالإضافة إلى الرسوم المستندة إلى الأداء. مثال على هذا الأخير هو هيكل الرسوم حيث يتلقى مدير الأصول 80 نقطة أساس (Basis Points) من الأصول المدارة بالإضافة إلى رسوم قدرها 20 ٪ من العائد المكتسب على تلك الأصول. يختلف معيار تحديد الرسوم المستندة إلى الأداء. على سبيل المثال، يمكن أن تستند الرسوم إلى أي عائد إيجابي، أو الزيادة التي تزيد عن الحد الأدنى للعائد الذي حدده العميل، أو الزيادة التي تزيد عن مؤشر معياري (أي مؤشر لفئة الأصول) يحدده العميل.

أهم أنواع الأموال التي تديرها شركات إدارة الأصول، ما يلي:

أ. شركات الاستثمار المنظمة (regulated investment companies)،

ب. أموال شركة التأمين (insurance company funds)،

ج. حسابات مدارة بشكل منفصل للأفراد والمستثمرين المؤسسيين (separately managed)

د. (accounts for individuals and institutional investors)،

هـ. صناديق التقاعد (pension funds)،

و. وصناديق التحوط (hedge funds).

و. عادة ما تشارك شركات إدارة الأصول في إدارة أنواع متعددة من الأصول المذكورة سابقا.

**خامسا: نظرة عامة على المشاركين في السوق الخاص overview of Private****Market Participants**

وصفنا سابقا كيفية مشاركة المؤسسات المالية ومديري الأصول في النظام المالي. في هذا الفصل، نصف المشاركين الآخرين في السوق الخاص (Private Market) من الأسواق المالية. يشمل هؤلاء المشاركين الكيانات التي تصدر الأصول المالية والكيانات التي تستثمر في الأصول المالية.

**1. الأسر Households**

ميزنا فيما سبق بين الاقتصاد الحقيقي والقطاع الورقي (المالي) للاقتصاد. تشكل الأسر، إلى جانب الشركات غير المالية، جزءًا من الاقتصاد الحقيقي. لهذا السبب، تلعب الأسر دورًا رئيسيًا في اقتصاد البلد. من خلال استثمار الأموال ومن خلال الاقتراض، تلعب الأسر دورًا رئيسيًا في القطاع المالي. تؤثر قرارات مدخراتهم وإنفاقهم على أسعار الأصول وأسعار الفائدة.

تتكون الميزانية العمومية للأسرة من ثلاثة مكونات:

أ. الأصول،

ب. الخصوم،

ج. حقوق الملكية أو القيمة الجديدة.

عندما تدخر الأسر، فإنها تستخدم هذه الأموال للاستثمار في الأصول المالية.

يمكن تقسيم جانب الأصول في ميزانية الأسر إلى مكونين:

أ. الأصول المستثمرة في حسابات المعاشات التقاعدية

ب. والأصول المستثمرة في الحسابات غير التقاعدية.

الأسر كمدخرين في الأصل هم مستثمرين. قد يكون الاستثمار الذي تم إجراؤه استثمارًا مباشرًا أو غير مباشر. مثال على ذلك هو شراء الأسرة لأسهم شركة Apple Inc أو سنداتها هنا الاستثمار مباشر. وقد تكون استثماراتهم غير المباشرة عندما تشمل أدوات الاستثمار الجماعي والاستثمارات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين.

ومن المشاركين المهمين الآخرين في أسواق الائتمان وكالات التصنيف الائتماني، وأكثرها شهرة هي تصنيفات "فيتش Fitch"، و"خدمة المستثمرين موديز Moody's Investors Service"، و"ستاندرد آند بورز Standard & Poor's". بسبب أهميتها، نخصص الفصل التالي لهم.

## 2. الشركات غير المالية (Nonfinancial Corporations)

يتم تصنيف الشركات غير الزراعية (Nonfarm) على أنها شركات مالية أو شركات غير مالية. تشمل الشركات المالية (Financial Corporations) مؤسسات الإيداع وشركات التأمين وشركات الاستثمار. تصدر الشركات غير المالية (Nonfinancial Corporations) الأوراق المالية؛ فهي تصدر كل من الأسهم العادية (Common Stock) وسندات الديون (Debt Obligations). بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركات التي لديها فائض نقدي للاستثمار تشارك في الأسواق المالية عن طريق استثمار تلك الأموال على المدى القصير. تمتلك بعض الشركات غير المالية شركات تابعة (Subsidiaries) تشارك في نفس الأنشطة مثل الشركات المالية ويشار إليها باسم "شركات التمويل الأسيرة" Captive Finance Companies. مثال لشركات التمويل الأسيرة في الولايات المتحدة نجد "قرض فورد موتور Ford Motor Credit" وهي شركة تابعة لـ: "شركة فورد موتور Ford Motor Company". نشير أيضا إلى أن العديد من الشركات الأمريكية غير المالية الكبرى لديها شركات أسيرة غير أمريكية (على سبيل المثال، شركة فورد موتور تملك: قرض فورد أوروبا بنك، فورد كابيتال، قرض فورد كندا، قرض فورد أستراليا، قرض فورد مكسيكو، قرض فورد بورتوريكو). حيث توفر هذه الشركات أنواعًا مختلفة من خطط التقاعد لموظفيها. في حالة خطط معاشات التقاعد ذات المزايا المحددة التي ترعاها الشركات، يكون للراعي نفس الخيارات مثل تلك الخاصة بحكومات الولايات والحكومات المحلية التي ترعى مثل هذه الخطط: الإدارة الداخلية أو الإدارة الخارجية أو كليهما.

## 3. مؤسسات الإيداع (Depository Institutions)

تشمل مؤسسات الإيداع: البنوك التجارية (Commercial Banks)، وجمعيات S&L (S&L Associations)، وبنوك التوفير (Savings Banks)، والاتحادات الائتمانية (Credit Unions). في الأساس، من خلال الأموال التي تجمعها مؤسسات الإيداع من خلال الودائع ومصادر التمويل الأخرى، فإنها تقدم قروضًا مباشرة للأفراد والشركات المالية وغير المالية وحكومات الولايات والحكومات المحلية. يحققون ربحًا، عن طريق كسب فرق بين العائد المحقق على استثماراتهم وتكلفة الحصول على الأموال. نظرًا لدورها المهم في الأسواق المالية، فهي منظمة للغاية.

**شركات التأمين Insurance Companies**

توفر شركات التأمين الحماية التأمينية ضد وقوع الأحداث المستقبلية التي ستؤثر سلبًا على المؤمن عليه؛ وبالتالي فهي تتحمل المخاطر. لتوفير هذه الحماية (أي قبول المخاطر المصاحبة)، تجمع شركات التأمين أقساط التأمين. بين الوقت الذي يتم فيه دفع قسط التأمين لشركة التأمين والوقت الذي تدفع فيه الشركة المطالبات لحاملي الوثائق، يمكن للشركة استثمار قسط التأمين في السوق المالية. تبيع شركات التأمين كلاً من منتجات التأمين الموجهة نحو الاستثمار ومنتجات التأمين البحتة. أنواع منتجات التأمين البحتة، وكيفية تصنيفها في صناعة التأمين، هي: التأمين على الحياة، والتأمين الصحي، والتأمين على الممتلكات والتأمين ضد الحوادث، والتأمين ضد المسؤولية، والتأمين ضد العجز، والتأمين على الرعاية طويلة الأجل.

توفر بعض شركات التأمين الحماية في شكل ضمانات مالية. المشاركون الرئيسيون في النظام المالي من بين الأنواع المختلفة لشركات التأمين هم شركات التأمين على الحياة؛ فعلى الرغم من أن شركات التأمين على الحياة تتحمل المخاطر، إلا أن هناك بعض المنتجات التي تصدرها وهي منتجات استثمارية.

**4. شركات الاستثمار Investment Companies**

شركات الاستثمار هم وسطاء ماليون يبيعون الأسهم للجمهور ويستثمرون العائدات في محفظة متنوعة من الأصول المالية. يمثل كل سهم حصة نسبية في صافي الأصول التي تستثمر فيها الأموال. نظرًا لأن المنظم الأساسي لشركات الاستثمار هو هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC)، يشار إلى هذه الشركات على أنها "شركات استثمار مسجلة Registered Investment Companies". تنقسم شركات الاستثمار إلى شركات مفتوحة (Open-end companies) وشركات مغلقة (Closed-end companies). في حين أن كلا النوعين من شركات الاستثمار يشار إليه عمومًا باسم "الصناديق المشتركة Mutual Funds"، لكن من الناحية الفنية "الصناديق المفتوحة" هي فقط التي يمكن أن تعتبر "صناديق مشتركة".

**5. صناديق التقاعد الخاصة Private Pension Funds**

يتم إنشاء صندوق معاشات لغرض تقديم مزايا عند التقاعد لمجموعات معينة من الموظفين أو المهنيين. يتم شراء "مجمع أصول الصندوق fund's pool of assets" بمساهمات في خطة المعاشات التقاعدية لغرض حصري هو تمويل مزايا خطة التقاعد. أعضاء صندوق المعاشات التقاعدية أو خطة المعاشات التقاعدية لديهم حق قانوني أو منفعة أو أي مطالبة تعاقدية أخرى ضد "مجمع الأصول pool of assets".

"راعي خطة المعاشات التقاعدية Pension Plan Sponsor" هو الكيان الذي يصمم خطة المعاشات التقاعدية لأعضائه ويتفاوض بشأنها ويساعد في إدارتها. تتم إدارة "صندوق المعاشات التقاعدية الخاص Private Pension Fund" من قبل مؤسسة أخرى غير الكيان الحكومي.

يرتبط "نظام التقاعد المهني Occupational Pension Plan" بعلاقة عمل أو مهنية بين عضو النظام والكيان الذي يؤسس الخطة (راعي النظام "the Plan Sponsor"). يتم وضع هذه الخطط من قبل أرباب العمل أو مجموعات من أصحاب العمل في نفس الصناعة (أي الرابطة الصناعية)، والجمعيات المهنية، والجمعيات العمالية.

يشار إلى "خطة التقاعد Pension Plan" التي هي ليست "خطة معاشات مهنية Occupational Pension Plan"؛ باسم "خطة التقاعد الشخصية Personal Pension Plan". بعض البلدان، مثل الولايات المتحدة، لديها كلا النوعين من خطط المعاشات التقاعدية، لكن البعض الآخر لديه نوع واحد فقط من الخطط.

### 6. المنظمات غير الربحية Nonprofit Organizations

يمكن تصنيف الكيانات غير الحكومية على أنها شركات تجارية أو منظمات غير ربحية (أو لا تهدف للربح). الفرق بين الكيانيين الأخيرين هو أن المؤسسات التجارية هدفها الأساسي هو تحقيق الربح؛ أما المنظمات غير الربحية ليست مدفوعة بالربح أو أي مكاسب مالية ولكن هدفها الأساسي هو الدعم المالي أو المشاركة بنشاط في الأنشطة التي ستفيد بعض المصالح العامة أو الخاصة المحددة، مثل المساعدات الإنسانية أو التعليم أو الفنون أو الدين.

تشمل المنظمات غير الربحية المؤسسات الخيرية (Foundations) والأوقاف (Endowments)؛ هناك اختلافات بين الاثنين فيما يتعلق بالمتطلبات اللازمة لمعالجة الإعفاء الضريبي للدخل المتولد من صناديق الاستثمار الخاصة بهم. لكن الاختلاف الرئيسي بين هذين النوعين من المنظمات غير الربحية هو أن المؤسسات الخيرية تم إنشاؤها بأموال مجمعة من قبل مانح أو مانحين ولا تتم إضافة أي أموال إضافية لها، في حين أن الأوقاف يمكن أن تستمر في جمع الأموال من الجمهور بشكل مستمر. يتم إنشاء المؤسسات الخيرية من قبل الأفراد والأسر الأثرياء. بعض المؤسسات ترعاها شركة أو مرتبطة جاليات أو فئات معينة من المجتمع. لا يزال يطلق على البعض الآخر "مؤسسات إدارة الأعمال الخيرية Operating Foundations"، لأنهم يمنحون معظم هيبتهم لوحدهم الخاصة بدلاً من المنظمات خارج المؤسسة. عادة ما يتم إنشاء صناديق الهبات من قبل الكليات والجامعات والمستشفيات والمنظمات الدينية.

أغنى مؤسستان خياريتان هما: مؤسسة بيل وميليندا جيتس الخيرية في الولايات المتحدة (هبة تبلغ حوالي 49.8 مليار دولار أمريكي؛ توظف 1602 موظف)، وقف ويلكوم في المملكة المتحدة (29.1 مليار جنيه استرليني)؛ إحصائيات 2020م.

يحدد مجلس أمناء المؤسسة الخيرية أو الوقف أهداف الاستثمار وبدائل الاستثمار المقبولة. يمكن إدارة الصناديق إما داخليا أو من قبل مديري الصناديق الخارجيين. قامت العديد من الجامعات ذات الأوقاف الكبيرة بتكوين "شركات إدارة الأصول Asset Management Firms" الخاصة بها. على سبيل المثال، في عام 1974م، شكلت جامعة هارفارد، أكبر صندوق أوقاف جامعي، تحت مسمى "شركة إدارة هارفارد Harvard Management Company" لإدارة الأوقاف والأصول المالية ذات الصلة بمهمة فريدة تتمثل في تحقيق «نتائج استثمار طويلة الأجل لدعم الأهداف التعليمية والبحثية للجامعة».

### 7. المستثمرين الأجانب Foreign Investors

يشمل المستثمرون الأجانب الذين يشاركون في السوق المالية لبلد ما الأفراد والشركات غير المالية والكيانات المالية غير المقيمين في ذلك البلد، فضلاً عن الحكومات المركزية الأجنبية (Foreign Central Governments) والشركات فوق الوطنية (Supranationals) وصناديق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Funds). يمكن إجراء نوعين من الاستثمارات من قبل الكيانات الأجنبية: الاستثمارات الأجنبية المباشرة (Foreign Direct Investments) واستثمارات المحافظ الأجنبية (Foreign Portfolio Investments).

#### **أ. الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحافظ الأجنبية**

❖ عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) على النحو التالي:

❖ «يُعرّف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه استثمار عابر للحدود من قبل كيان مقيم في اقتصاد ما بهدف الحصول على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر. تعني المصلحة الدائمة وجود علاقة طويلة الأمد بين المستثمر المباشر والمؤسسة ودرجة كبيرة من التأثير من قبل المستثمر المباشر على إدارة المؤسسة. المعيار الأساسي المستخدم هو امتلاك ما لا يقل عن 10% من قوة التصويت، والتي تمثل تأثير المستثمر» (Fabozzi & Jones, 2019, p. 108)

❖ على عكس الاستثمار الأجنبي المباشر، فإن "استثمارات الحافظة الأجنبية (FPI) Foreign Portfolio Investment" ذات طبيعة مؤقتة أكثر (قصيرة المدى نسبة للنوع السابق). عادة ما يتم تداول أدوات الاستثمار، مثل الأسهم والسندات، في مؤسسات الاستثمار الأجنبي.

### ب. البنوك المركزية *Central Banks*

يشارك البنك المركزي عن طريق شراء أو بيع الأصول المالية في السوق المالية لبلد آخر إما لتحقيق الاستقرار في عملة ذلك البلد بالنسبة لعملتها المحلية أو كأداة استثمارية (الشراء إذا كان هناك تصور بأن امتلاك أصل ما قد يكون جذاب وتبيع إذا كان يُنظر إلى الحيازة على أنها غير جذابة).

### ج. مؤسسة فوق وطنية *supranational institution*

هي منظمة شكلتها حكومتان مركزيتان أو أكثر من خلال معاهدات دولية. تعمل هذه المؤسسات الفوق وطنية على تعزيز التنمية الاقتصادية للبلدان الأعضاء فيها. مثالان على المؤسسات فوق الوطنية هما "البنك الدولي للإنشاء والتعمير International Bank for Reconstruction and Development"، المعروف باسم "البنك الدولي World Bank"، و"بنك التنمية للبلدان الأمريكية Inter-American Development Bank". الهدف العام من الأول هو تحسين كفاءة الأسواق المالية والتجارية الدولية. الهدف من الأخير هو تعزيز النمو الاقتصادي في البلدان النامية في الأمريكيتين.

### د. صناديق الثروة السيادية *Sovereign wealth funds (SWFs)*

هي صناديق الاستثمار المملوكة للبلد أو الدولة والتي تتشبهها البلدان. يتم الحصول على الأموال الخاصة بصندوق الثروة السيادية من عائدات واحد أو أكثر من المصادر التالية:

❖ صادرات الموارد الطبيعية،

❖ خصخصة الشركات أو المؤسسات المملوكة للدولة سابقًا،

❖ فوائض الميزانية العمومية،

❖ فوائض ميزان المدفوعات،

❖ وعوائد العمليات الرسمية بالعملة الأجنبية.

بالطبع، كان الدافع الأساسي المقدم لإنشاء صندوق الثروة السيادية هو تعظيم العوائد المتاحة من الاستثمارات خارج الدولة التي أنشأت الصندوق السيادي.

منذ إنشاء أول صندوق سيادي من قبل الكويت في عام 1953 (هيئة الاستثمار الكويتية)، بدافع من هدف تلك الحكومة لحماية المستوى المعيشي الوطني من التقلبات في أسعار صادراتها الأساسية (النفط)، شهد القرن الحادي والعشرون نمو كبير في عدد الصناديق السيادية. هناك سببان للنمو في عدد ومقدار الأصول المتراكمة من قبل صناديق الثروة السيادية:

- ❖ الأول هو طفرة أسعار السلع في البلدان التي تسيطر فيها الحكومة على الصادرات أو تفرض ضرائب باهظة على الإيرادات المحصلة من هذه الصادرات.
- ❖ السبب الثاني هو أن حكومات العديد من بلدان الأسواق الناشئة قد حققت فوائض مستمرة في الحساب الجاري أكبر من المطلوب.
- وبالتالي تراكمت مخزونات كبيرة من الاحتياطيّات الدولية بقصد استثمارها في أصول عالية العائد خارج بلدانها. وفقاً "لمعهد صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Fund Institute"، فإن أكبر خمسة صناديق ثروة سيادية، استناداً إلى الأصول الخاضعة للإدارة (assets under management) سنة 2021م، كانت:
- ❖ صندوق التقاعد الحكومي النرويجي (1289 مليار دولار)،
- ❖ ومؤسسة الاستثمار الصينية (1045 مليار دولار)،
- ❖ الهيئة العامة للاستثمار الكويتية (692 مليار دولار)،
- ❖ هيئة أبوظبي للاستثمار (649 مليار دولار)،
- ❖ المحفظة الاستثمارية لهيئة النقد في هونج كونج (580 مليار دولار).

**الفصل الثالث: أسواق النقد (The Money Markets)****أولاً: مفاهيم عامة**

مصطلح سوق النقد هو في الواقع تسمية خاطئة. النقود - العملة - لا يتم تداولها في أسواق النقد. نظراً لأن الأوراق المالية التي يتم تداولها هناك قصيرة الأجل وذات سيولة عالية، فهي قريبة من كونها نقوداً. الأوراق المالية لسوق النقد، التي سنناقشها بشيء من التفصيل هنا، لها ثلاث خصائص أساسية مشتركة: تباع عادة بفتات كبيرة.

مخاطر التخلف عن السداد منخفضة.

تستحق في غضون عام واحد أو أقل من تاريخ الإصدار الأصلي. تطفأ معظم أدوات سوق النقد في أقل من 120 يوماً.

لا تتم معاملات سوق النقد في أي مكان أو مبنى معين. بدلاً من ذلك، يقوم المتداولون عادةً بترتيب عمليات الشراء والبيع بين المشاركين عبر الهاتف وإكمالها إلكترونياً. بسبب هذه الخاصية، عادة ما يكون للأوراق المالية في أسواق النقد سوق ثانوي نشط. هذا يعني أنه بعد بيع الورقة المالية في البداية، من السهل نسبياً العثور على مشترين سيشترونها في المستقبل. وهو ما يجعل السوق الثانوي النشط الأوراق المالية الخاصة بسوق النقد أدوات مرنة للغاية لاستخدامها لسد الاحتياجات المالية قصيرة الأجل. على سبيل المثال، ينص تقرير Microsoft السنوي على ما يلي: "نحن نعتبر جميع الاستثمارات عالية السيولة التي تدر عائداً والتي تستحق خلال 3 أشهر أو أقل من تاريخ الشراء هي معادلات للنقود (السيولة)".

من السمات الأخرى لأسواق النقد أنها أسواق جملة. هذا يعني أن معظم المعاملات كبيرة جداً، وعادة ما تزيد عن مليون دولار. حجم هذه المعاملات يمنع معظم المستثمرين الأفراد من المشاركة مباشرة في أسواق النقد. بدلاً من ذلك، الوسطاء والسماسرة (dealers<sup>12</sup> and brokers)، يقومون بإجراء العمليات في غرف التداول في البنوك الكبيرة وبيوت السمسرة، على الجمع بين العملاء.

سيشتري هؤلاء التجار أو يبيعوا 50 دولارًا أو 100 مليون دولار في ثوانٍ معدودة - وبالتأكيد ليست وظيفة لضعاف القلوب! فإن المرونة والابتكار هما سمتان مهمتان لأي سوق مالي، وأسواق النقد ليست استثناء.

<sup>12</sup> في بورصات الخليج يعرفون بالمصفقين (أو وسطاء الصفقات).

على الرغم من طبيعة البيع بالجملة لسوق النقد، فقد تم تطوير أساليب تداول الأوراق المالية المبتكرة لمنح صغار المستثمرين إمكانية الوصول إلى الأوراق المالية في أسواق النقد.

### ثانياً: الغرض من أسواق النقد

تجعل السوق الثانوية المتطورة لأدوات سوق النقد من سوق النقد مكاناً مثاليًا للشركات أو المؤسسات المالية "استيداع -من الوديعة- warehouse" فائض الأموال حتى يتم الاحتياج إليها. وبالمثل، توفر أسواق النقد مصدر تمويل منخفض التكلفة للشركات والحكومة والوسطاء الذين يحتاجون إلى ضخ الأموال على المدى القصير.

لا يمثل هدف معظم المستثمرين في سوق النقد الذين يستودعون الأموال مؤقتًا في كسب عوائد عالية على أموالهم. بدلاً من ذلك، يستخدمون سوق النقد كاستثمار مؤقت يوفر عائداً أعلى من الاحتفاظ بالنقود أو الأموال في البنوك. قد يشعرون أن ظروف السوق ليست مناسبة لضمان شراء سهم إضافي، أو قد يتوقعون ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي لا يرغبون في شراء السندات. ومن المهم أن تضع في اعتبارك أن الاحتفاظ بفائض نقدي خامل يعد مكلفاً بالنسبة للمستثمر لأن الأرصدة النقدية لا تُكسب المالك أي دخل. يمثل النقد الخامل تكلفة للفرصة البديلة<sup>13</sup> من حيث دخل الفوائد المفقود.

غالبًا ما يحتفظ مستشارو الاستثمار ببعض الأموال في سوق النقد حتى يتمكنوا من التصرف بسرعة للاستفادة من فرص الاستثمار التي قد يحدونها. تمتلك معظم صناديق الاستثمار والوسطاء الماليين أيضًا أوراقًا مالية في أسواق النقد لتلبية تدفقات الاستثمار أو الودائع الخارجة.

يجد بائعو الأوراق المالية في سوق النقد أن هذا الأخير يوفر مصدرًا منخفض التكلفة للأموال المؤقتة. يوضح الجدول (رقم 01) أسعار الفائدة المتاحة على مجموعة متنوعة من أدوات سوق النقد المباعة من قبل شركات ومؤسسات مختلفة. على سبيل المثال، قد تقتض البنوك الاحتياطات الزائدة للحصول على أموال في سوق النقد لسد النقص في متطلبات الاحتياطي قصير الأجل. تمول الحكومة جزءًا كبيرًا من ديون الولايات المتحدة بأذون الخزانة. وقد تدخل شركات التمويل مثل GMAC (شركة قبول جنرال موتورز) سوق المال لجمع الأموال التي تستخدمها لتقديم قروض السيارات.

<sup>13</sup> تكلفة الفرصة البديلة للأصل هي مقدار الفائدة التي يتم التضحية بها من خلال عدم الاحتفاظ بأصل بديل. توفر أسواق المال وسيلة لاستثمار الأموال المعطلة ولتقليل تكلفة الفرصة البديلة.

لماذا تحتاج الشركات والحكومة الأمريكية أحياناً إلى الحصول على الأموال بسرعة؟ السبب الرئيسي هو أن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة نادراً ما تتم مزامنتها. على سبيل المثال، عادة ما يتم جمع إيرادات الضرائب الحكومية فقط في أوقات معينة من السنة، ولكن المصاريف تظهر طوال العام. ومنه يمكن للحكومة أن تقترض أموالاً قصيرة الأجل تسددها عندما تتلقى عائدات ضريبية.

تواجه الشركات أيضاً مشاكل ناجمة عن الإيرادات والنفقات التي تحدث في أوقات مختلفة. توفر أسواق المال وسيلة فعالة ومنخفضة التكلفة لحل هذه المشكلات.

نموذج لمعدلات سوق النقد، 13 مايو 2016

الأداة	معدل الفائدة على الأداة (%)
معدل رئيس (Prime rate)	3.50
الصناديق الفيدرالية (Federal funds)	0.37
ورقة تجارية (Commercial paper)	0.55
سعر العرض بين البنوك في لندن (London interbank offer rate)	0.44
يورو دولار (Eurodollar)	0.48
أذونات الخزانة (4 أسابيع) (Treasury bills (4 week))	0.24

المصدر: (Mishkin & Eakins, 2018, p. 289)

### ثالثاً: المتدخلون (أو المشاركون) في أسواق النقد

يتدخل في أسواق النقد عادة الفاعلون الآتي ذكرهم (مع التركيز على حالة الو.م.أ) كما يلي:

#### 1. الخزانة العمومية

تعتبر الخزانة الأمريكية (U.S. Treasury Department) فريدة من نوعها لأنها تطالب دائماً بأموال سوق النقد وليست مورداً على الإطلاق. وزارة الخزانة الأمريكية هي من أكبر المقترضين من أسواق النقد في جميع أنحاء العالم. تصدر أذون الخزانة (bills (often called T-bills)) والأوراق المالية الأخرى الشائعة لدى المشاركين الآخرين في سوق النقد. تمكن الإصدارات قصيرة الأجل للحكومة من جمع الأموال حتى يتم استلام عائدات الضرائب. كما تصدر الخزانة أذون الخزانة (T-bills) لتحل محل الإصدارات المستحقة (المطفأة).

## 2. البنك المركزي

في الـو.م.أ يدعى "نظام الاحتياطي الفيدرالي Federal Reserve System" وهو البنك المركزي للبنوك المركزية؛ يحتفظ الاحتياطي الفيدرالي بكميات هائلة من سندات الخزنة التي يبيعها إذا كان يعتقد أنه يجب رفع أسعار الفائدة. وبالمثل، سيشتري الاحتياطي الفيدرالي سندات الخزنة إذا كان يعتقد أنه يجب تخفيض أسعار الفائدة. إن مسؤولية بنك الاحتياطي الفيدرالي عن أسعار الفائدة تجعله المشارك الأكثر تأثيرًا في سوق النقد الأمريكي.

## 3. البنوك التجارية (Commercial banks)

تحتفظ البنوك التجارية بنسبة مئوية من الأوراق المالية للحكومية الأمريكية في المرتبة الثانية بعد صناديق التقاعد. ويرجع ذلك جزئيًا إلى اللوائح التي تحد من فرص الاستثمار المتاحة للبنوك. على وجه التحديد، يحظر على البنوك امتلاك أوراق مالية محفوفة بالمخاطر، مثل الأسهم أو سندات الشركات. لا توجد قيود على الاحتفاظ بسندات الخزنة بسبب انخفاض مخاطرها وسيولتها العالية.

تعد البنوك أيضًا المصدر الرئيسي لشهادات الإيداع القابلة للتداول (CDS<sup>14</sup>)، والقبولات المصرفية، والصناديق الفيدرالية، واتفاقيات إعادة الشراء. بالإضافة إلى استخدام الأوراق المالية في أسواق النقد للمساعدة في إدارة السيولة الخاصة بهم، وكذلك نجد أن العديد من البنوك تتداول نيابة عن عملائها (لا تتعامل جميع البنوك التجارية في سوق المال الثانوي لعملائها)؛ وكمثال عن البنوك التي تقوم بعمليات التداول عن عملائها نجد: وهي من بين أكبر البنوك في الـو.م.أ وغالبًا ما يشار إليها باسم بنوك مركز النقد (Money Center Banks)؛ وتشمل Citigroup و Bank of America و J.P. Morgan و Wells Fargo.

## 4. الشركات (Businesses)

تشتري العديد من الشركات الأوراق المالية وتبيعها في أسواق النقد. عادة ما يقتصر هذا النشاط على الشركات الكبرى بسبب المبالغ الكبيرة بالدولار المتداولة؛ ويتم استخدام أسواق النقد على نطاق واسع من قبل الشركات لاستيداع فائض الأموال وجمع الأموال قصيرة الأجل.

<sup>14</sup> Certificates of Deposit

**5. شركات الاستثمار والأوراق المالية**

وتظم عدد من الشركات؛ نذكر أهمها فيما يلي:

أ. **شركات الاستثمار**: تنشط شركات الوساطة المالية المتنوعة الكبيرة في أسواق المال. أكبرها بنك أوف أمريكا، ميريل لينش، باركليز كابيتال، كريدي سويس، وجولدمان ساكس. تتمثل الوظيفة الأساسية لهؤلاء المتعاملين في "إنشاء سوق" للأوراق المالية في أسواق النقد من خلال الاحتفاظ بمخزون يمكن الشراء منه أو البيع منه. هذه الشركات مهمة للغاية لسيولة سوق النقد لأنها تضمن قدرة البائعين على تسويق أوراقهم المالية بسهولة.

ب. **الشركات المالية**: تجمع الشركات المالية الأموال في أسواق النقد بشكل أساسي عن طريق بيع الأوراق التجارية. ثم يقومون بإقراض الأموال للمستهلكين لشراء السلع المعمرة مثل السيارات والقوارب وتحسينات المنازل.

ج. **شركات التأمين**: يجب على شركات التأمين على الممتلكات والتأمين ضد الحوادث الاحتفاظ بالسيولة بسبب حاجتها غير المتوقعة للأموال. على سبيل المثال، عندما ضربت الأعاصير والفيضانات الغرب الأوسط في ديسمبر 2015، دمر أكثر من 1000 منزل وقد 50 شخصًا. دفعت شركات التأمين أكثر من مليار دولار من الفوائد لحاملي وثائق التأمين. لتلبية هذا الطلب على الأموال، باعت شركات التأمين بعض أوراقها المالية في أسواق المال لجمع النقود.

د. **صناديق التقاعد**: تستثمر صناديق التقاعد جزءًا من أموالها النقدية في أسواق النقد حتى تتمكن من الاستفادة من فرص الاستثمار التي قد تحددها في أسواق الأسهم أو السندات. مثل شركات التأمين، يجب أن يكون لدى صناديق التقاعد سيولة كافية للوفاء بالتزاماتها. ومع ذلك، نظرًا لأن التزاماتهم يمكن التنبؤ بها بشكل معقول، فإن مقتنيات الأمان الكبيرة في سوق النقد ليست ضرورية.

**6. الأفراد**

عندما ارتفع التضخم في أواخر السبعينيات، أصبحت أسعار الفائدة التي كانت البنوك تعرضها على الودائع غير جذابة للمستثمرين الأفراد. في الوقت نفسه، بدأت شركات السمسرة في الترويج لصناديق الاستثمار المشتركة في أسواق النقد، والتي دفعت معدلات أعلى بكثير.

بسبب اللوائح التي حدت من السعر الذي يمكنهم دفعه على الودائع، لم تستطع البنوك منع مبالغ كبيرة من النقد من الانتقال إلى الصناديق المشتركة. لمكافحة هذا الهروب من الأموال من البنوك، قامت السلطات

بمراجعة اللوائح. رفعت البنوك أسعار الفائدة بسرعة في محاولة لاستعادة أموال المستثمرين الأفراد. أدى هذا إلى توقف الحركة السريعة للأموال، لكن صناديق الاستثمار المشتركة في سوق النقد تظل خيارًا شائعًا للاستثمار الفردي. تتمثل ميزة الصناديق المشتركة في أنها تمنح المستثمرين بمبالغ صغيرة نسبيًا من النقد إمكانية الوصول إلى الأوراق المالية ذات الفئات الكبيرة.

المشاركون في سوق النقد

الدور	المتدخل
يبيع سندات الخزانة الأمريكية لتمويل الدين القومي	الخزانة الأمريكية (U.S. Treasury Department)
تشتري وتبيع سندات الخزانة الأمريكية كطريقة أساسية للسيطرة على أسعار الفائدة	نظام الاحتياطي الفيدرالي (Federal Reserve System)
شراء سندات الخزانة الأمريكية ؛ بيع شهادات الإيداع وتقديم قروض قصيرة الأجل ؛ تقدم حسابات المستثمرين الأفراد التي تستثمر في الأوراق المالية في أسواق المال	بنوك تجارية (Commercial banks)
شراء وبيع مختلف الأوراق المالية قصيرة الأجل كجزء منتظم من إدارتها النقدية	الشركات (Businesses)
التجارة نيابة عن الحسابات التجارية	شركات الاستثمار (شركات السمسرة) Investment companies (brokerage firms)
إقراض الأموال للأفراد	شركات التمويل (شركات التأجير التجاري) Finance companies (commercial leasing companies)
الحفاظ على السيولة اللازمة لتلبية الطلبات غير المتوقعة	شركات التأمين (شركات التأمين على الممتلكات والتأمين ضد الحوادث) Insurance companies (property and casualty insurance companies)
الاحتفاظ بالأموال في أدوات سوق المال استعدادًا للاستثمار في الأسهم والسندات	صناديق التقاعد (Pension funds)
شراء صناديق الاستثمار في سوق المال	الأفراد (Individuals)
السماح لصغار المستثمرين بالمشاركة في سوق المال من خلال تجميع أموالهم للاستثمار في الأوراق المالية ذات الفئات الكبيرة	صناديق الاستثمار في سوق المال (Money market mutual funds)

المصدر: (Mishkin & Eakins, 2018, p. 290)

**رابعاً: أدوات سوق النقد**

تتوفر مجموعة متنوعة من أدوات سوق النقد لتلبية الاحتياجات المتنوعة للمشاركين في السوق. ورقة مالية واحدة ستكون مثالية لمستثمر واحد؛ وقد تكون ورقة مالية أفضل من أخرى.

**1. أنونات الخزنة (T-bills)**

لتمويل الدين القومي، تصدر الخزنة الأمريكية مجموعة متنوعة من سندات الدين. أكثر الأوراق المالية انتشاراً والأكثر سيولة هي سندات الخزنة.

تُباع سندات الخزنة بأجال استحقاق 4 و 13 و 26 و 52 أسبوعاً. كان الحد الأدنى لسندات الخزنة 1000 دولار أمريكي حتى عام 2008، وفي ذلك الوقت أصبحت فئات 100 دولار جديدة متاحة. الاحتياطي الفيدرالي هو وكيل الخزنة لتوزيع جميع الأوراق المالية الحكومية. لقد أنشأت خيار الشراء المباشر الذي قد يستخدمه الأفراد لشراء أذون الخزنة عبر الإنترنت. تم توفير هذه الطريقة لأول مرة في سبتمبر 1998، وتمثل هذه الطريقة لشراء الأوراق المالية محاولة لجعل سندات الخزنة متاحة على نطاق أوسع.

لا تدفع الحكومة بالفعل فائدة على أذون الخزنة. بدلاً من ذلك، يتم إصدارها بخصم من الإسمية (قيمتها عند الاستحقاق). يأتي عائد المستثمر من الزيادة في قيمة الورقة المالية بين وقت شرائها ووقت استحقاقها.

**2. الأموال (أو القروض) الفدرالية (Federal Funds)**

(أو الأوراق المالية الفيدرالية) هي أوراق مالية قصيرة الأجل يتم تحويلها (مقرضة أو مقترضة) بين المؤسسات المالية، وعادة ما تكون لمدة يوم واحد. مصطلح الأموال الفيدرالية (Fed Funds) مضلل. فأموال الاحتياطي الفيدرالي لا علاقة لها بالحكومة الفيدرالية.

يأتي المصطلح من حقيقة أن هذه الأموال المحفوظة في النظام الاحتياطي الفيدرالي. بدأ سوق الأوراق المالية الفدرالية في عشرينيات القرن الماضي عندما أقرضتها البنوك ذات الاحتياطيات الفائضة للبنوك التي تحتاجها. كان معدل الفائدة لاقتراض هذه الأموال قريباً من المعدل الذي فرضه الاحتياطي الفيدرالي على قروض الخصم.

**3. اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements)**

تعمل اتفاقيات إعادة الشراء (اختصاراً: Repos) بنفس الطريقة التي تعمل بها الأموال الفيدرالية فيما عدا أنه يمكن للمؤسسات غير المصرفية المشاركة. يمكن للشركة بيع سندات الخزنة في اتفاقية إعادة الشراء حيث توافق الشركة على إعادة شراء الأوراق المالية في تاريخ مستقبلي محدد. معظم المستودعات (أو الإيداعات)

لها مدة قصيرة جدًا، وأكثرها شيوعًا هي 3 إلى 14 يومًا. ومع ذلك، هناك سوق لإعادة الشراء من شهر إلى ثلاثة أشهر.

#### 4. شهادات قابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposit)

أو شهادة الإيداع القابلة للتداول (اختصارًا: CD)؛ هي ورقة مالية صادرة عن البنك توثق الإيداع وتحدد سعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق. نظرًا لأنه تم تحديد تاريخ الاستحقاق، فإن شهادة الإيداع هي عبارة عن ورقة مالية مقابل إيداع تحت الطلب: الأوراق المالية لأجل لها تاريخ استحقاق محدد؛ يمكن سحب الودائع تحت الطلب في أي وقت.

تسمى شهادة الإيداع القابلة للتداول أيضًا "سند لحامله bearer instrument". وهذا يعني أن أي شخص يحمل الأداة عند الاستحقاق يتلقى أصل الدين والفائدة. يمكن شراء القرص المضغوط وبيعه حتى تاريخ الاستحقاق.

#### 5. الأوراق التجارية (Commercial Paper)

(أو الورقة المالية التجارية؛ أو كمبيالة) وهي سند إذني غير مضمون، تصدره الشركات، ويستحق في مدة لا تزيد عن 270 يومًا. نظرًا لأن هذه الأوراق المالية غير مضمونة، فإن الشركات الأكبر والأكثر جدارة ائتمانية فقط هي التي تصدر الأوراق التجارية. يعكس سعر الفائدة الذي تتحمله الشركة مستوى مخاطر الشركة (فهو مرتفع غالبًا).

#### 6. القبولات مصرفية (Banker's Acceptances)

هي أمر بدفع مبلغ محدد من المال لحامل الورقة في تاريخ معين. تم استخدام قبول Banker منذ القرن الثاني عشر.

يتم استخدامها لتمويل البضائع التي لم يتم نقلها بعد من البائع إلى المشتري. على سبيل المثال، افترض أن شركة بيلتويل للإنشاءات تريد شراء جرافة من كوماتسو في اليابان. لا ترغب شركة Komatsu في شحن الجرافة دون أن يتم الدفع لها لأن Komatsu لم تسمع عن بيلتويل من قبل وتدرّك أنه سيكون من الصعب تحصيل أموالها إذا لم يكن الدفع وشيكًا. وبالمثل، لا ترغب شركة بيلتويل في إرسال الأموال إلى اليابان قبل استلام المعدات. يمكن للبنك التدخل في هذه المواجهة عن طريق إصدار تصريح "قبول مصرفي" الذي بموجبه يستبدل البنك في جوهره أهليته الائتمانية بجدارة المشتري.

نظرًا لأن القبولات المصرفية مستحقة الدفع لحاملها، فيمكن شراؤها وبيعها حتى استحقاقها. يتم بيعها على أساس مخفض مثل الأوراق التجارية وأذون الخزانة. يقوم المتداولون في هذا السوق بمطابقة الشركات التي ترغب في خصم قبول المصرفي (بيعه مقابل الدفع الفوري) مع الشركات التي ترغب في الاستثمار في القبول المصرفي. أسعار الفائدة على القبول المصرفي منخفضة لأن مخاطر التخلف عن السداد منخفضة للغاية.

### 7. اليورودولارز (Eurodollars)

تتطلب العديد من العقود حول العالم الدفع بالدولار الأمريكي بسبب استقرار الدولار. لهذا السبب، تختار العديد من الشركات والحكومات الأجنبية الاحتفاظ بالدولار. قبل الحرب العالمية الثانية، كان يتم الاحتفاظ بمعظم هذه الودائع في بنوك مركز النقد في نيويورك (New York money center banks). ومع ذلك، نتيجة للحرب الباردة التي تلت ذلك، كان هناك خوف من مصادرة الودائع الموجودة على الأراضي الأمريكية. استجابت بعض البنوك الكبيرة في لندن لهذه الفرصة من خلال عرض الاحتفاظ بالودائع المقومة بالدولار في البنوك البريطانية.

كانت هذه الودائع يطلق عليها اسم Eurodollars؛ استمر سوق اليورو دولار في النمو بسرعة. السبب الرئيسي هو أن المودعين يحصلون غالبًا على معدل عائد أعلى على الودائع بالدولار في سوق اليورو دولار مقارنة بالسوق المحلي. في الوقت نفسه، غالبًا ما يكون المقترض قادرًا على الحصول على سعر أفضل في سوق اليورو دولار منه في السوق المحلية؛ وذلك لأن البنوك متعددة الجنسيات لا تخضع لنفس اللوائح التي تقيد البنوك الأمريكية ولأنها مستعدة وقادرة على قبول هوامش أضيق بين الفائدة المدفوعة على الودائع والفائدة المكتسبة على القروض.

## الفصل الرابع: أسواق رأس المال (Capital Market)

### أولاً: مفاهيم عامة

سواق رأس المال مخصصة للأوراق المالية التي يزيد تاريخ استحقاقها عن عام واحد. تشمل هذه الأوراق المالية السندات والأسهم والرهن العقاري. تسهل أسواق رأس المال بيع الأوراق المالية طويلة الأجل المصدرة من طرف وحدات العجز إلى وحدات الفائض.

يشار إلى الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق باسم الأوراق المالية لسوق رأس المال. يتم إصدار الأوراق المالية الخاصة بسوق رأس المال عادة لتمويل شراء الأصول الرأسمالية، مثل المباني أو المعدات أو الآلات. ثلاثة أنواع شائعة من الأوراق المالية في أسواق رأس المال هي السندات، والرهن العقاري، والأسهم.

### ثانياً: الغرض من سوق رأس المال

الشركات التي تصدر الأوراق المالية في أسواق رأس المال والمستثمرين الذين يشترونها لديهم دوافع مختلفة تماماً عن أولئك الذين يعملون في أسواق النقد. تستخدم الشركات والأفراد أسواق النقد في المقام الأول لتخزين الأموال لفترات قصيرة من الوقت حتى تنشأ حاجة أكثر أهمية أو استخدام أكثر إنتاجية للأموال. على النقيض من ذلك، تستخدم الشركات والأفراد أسواق رأس المال للاستثمارات طويلة الأجل.

افتراض أنه بعد تحليل مالي دقيق، قررت شركتك أنها بحاجة إلى مصنع جديد لتلبية الطلب المتزايد على منتجاتها. سيتم إجراء هذا التحليل باستخدام أسعار الفائدة التي تعكس التكلفة الحالية طويلة الأجل (current long-term) للأموال المطلوبة من طرف الشركة. افتراض الآن أن شركتك اختارت تمويل هذا المصنع عن طريق إصدار أوراق مالية في أسواق النقد، مثل الأوراق التجارية. طالما أن أسعار الفائدة لا ترتفع، فكل شيء على ما يرام: عندما تنضج (حلول تاريخ الاستحقاق) هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل، يمكن إعادة إصدارها بنفس سعر الفائدة. ومع ذلك، إذا ارتفعت أسعار الفائدة، كما فعلت بشكل كبير في عام 1980، فلا يزال يتعين على الشركة إعادة الإصدار، الآن بسعر أعلى. من الممكن تجد أنه لا يوجد لديك التدفقات النقدية أو الدخل لدعم المصنع بهذا المعدل المتزايد. إذا تم استخدام الأوراق المالية طويلة الأجل، مثل السندات أو الأسهم، فلن تكون معدلات الفائدة المتزايدة حرجة. السبب الرئيسي لاختيار الأفراد والشركات الاقتراض طويل الأجل هو تقليل مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة قبل سداد ديونها. ومع ذلك، فإن هذا التخفيض في المخاطر له تكلفة. فإن

معظم أسعار الفائدة طويلة الأجل أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل بسبب أقساط المخاطر. على الرغم من الحاجة إلى دفع معدلات فائدة أعلى للاقتراض في أسواق رأس المال، تظل هذه الأسواق نشطة للغاية.

### ثالثاً: المتدخلون (أو المشاركون) في سوق رأس المال

1. الحكومات والشركات الفيدرالية والمحلية؛ وهم أساساً المُصدرون الرئيسيون لأوراق سوق رأس المال؛ تصدر الحكومة الفيدرالية سندات طويلة الأجل وسندات لتمويل الدين الوطني. تصدر حكومات الولايات والبلديات أيضاً سندات طويلة الأجل وسندات لتمويل المشاريع الرأسمالية، مثل بناء المدارس والسجون (الحكومات لا تصدر الأسهم أبداً لأنها لا تستطيع بيع مطالبات الملكية).
2. الشركات؛ تصدر الشركات السندات والأسهم؛ ويمكن أن يكون أحد أصعب القرارات التي تواجهها الشركة هو ما إذا كان ينبغي عليها تمويل نموها بالديون أو حقوق الملكية. يطلق على توزيع رأس مال الشركة بين الديون وحقوق الملكية مسمى: "هيكل رأس المال". وقد تدخل الشركات إلى أسواق رأس المال لأنها لا تملك رأس المال الكافي لتمويل فرصها الاستثمارية. بدلاً من ذلك، قد تختار الشركات دخول أسواق رأس المال لأنها تريد الحفاظ على رأس مالها لحمايته من الاحتياجات غير المتوقعة. في كلتا الحالتين، فإن توافر أسواق رأس المال التي تعمل بكفاءة أمر بالغ الأهمية لاستمرار صحة قطاع الأعمال. وقد تجلى هذا بشكل كبير خلال الأزمة المالية 2008-2009. مع قرب انهيار أسواق السندات والأسهم، حيث جفت الأموال المخصصة لتوسيع الأعمال التجارية. أدى ذلك إلى انخفاض النشاط التجاري، وارتفاع معدلات البطالة، وتباطؤ النمو. فقط بعد استعادة ثقة السوق بدأ الانتعاش.
3. الأفراد والأسر؛ وهم أكبر مشتري لأوراق المالية في سوق رأس المال هم الأسر. في كثير من الأحيان، يقوم الأفراد والأسر بإيداع الأموال في المؤسسات المالية التي تستخدم الأموال لشراء أدوات سوق رأس المال مثل السندات أو الأسهم.

### رابعاً: التداول في سوق رأس المال

يتم التداول في سوق رأس المال إما في السوق الأولية أو السوق الثانوية.

1. السوق الأولية؛ هي المكان الذي يتم فيه تقديم إصدارات جديدة من الأسهم والسندات؛ ويمكن لصناديق الاستثمار والشركات والمستثمرين الأفراد شراء الأوراق المالية المعروضة في السوق الأولية. كما يمكنك التفكير في معاملة السوق الأولية باعتبارها معاملة يتلقى فيها مُصدر الورقة المالية بالفعل عائدات البيع. عندما تبيع الشركات الأوراق المالية لأول مرة، يكون الإصدار في شكل طرح (أو إصدار) عام

أولي (IPO15). المبيعات اللاحقة للأسهم أو السندات الجديدة للشركة للجمهور هي مجرد معاملات سوق أولية (على عكس الطرح الأولي).

2. السوق الثانوية: أسواق رأس المال لديها أسواق ثانوية متطورة. السوق الثانوي هي المكان الذي يتم فيه بيع الأوراق المالية المصدرة مسبقاً. تعتبر الأسواق الثانوية حاسمة في أسواق رأس المال لأن معظم المستثمرين يخططون لبيع السندات طويلة الأجل في وقت ما قبل أن تنتضج (حلول تاريخ الاستحقاق). هناك نوعان من البورصات في السوق الثانوية للأوراق المالية:

❖ البورصات المنظمة (organized exchanges)

❖ والبورصة الموازية (over-the-counter exchanges).

في حين أن معظم معاملات سوق المال تتم عبر الهاتف، فإن معظم معاملات سوق رأس المال، التي تقاس بالحجم، تحدث في التبادلات منظمة.

يوجد في البورصة المنظمة مبنى يتم فيه تداول الأوراق المالية (بما في ذلك الأسهم والسندات وعقود الخيار والعقود الآجلة). تحكم قواعد البورصة التداول لضمان التشغيل الفعال والقانوني للبورصة، ويقوم مجلس إدارة البورصة بمراجعة هذه القواعد باستمرار للتأكد من أنها تؤدي إلى تجارة تنافسية.

<sup>15</sup> Initial Public Offering (IPO)

## الفصل الخامس: سوق السندات (The Bond Market)

### أولاً: مفهوم السندات

هي أوراق مالية تمثل ديناً مستحقاً على المصدر للمستثمر. تُلزم السندات المصدر بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين، بشكل عام مع مدفوعات الفائدة الدورية.

السندات هي أوراق دين طويلة الأجل تصدرها الهيئات الحكومية أو الشركات. مُصدر السند ملزم بدفع مدفوعات الفائدة (أو القسيمة) بشكل دوري (سنوياً أو نصف سنوياً) والقيمة الاسمية (الأصل) عند الاستحقاق. يجب أن يكون المُصدر قادراً على إظهار أن تدفقاته النقدية المستقبلية ستكون كافية لتمكينه من سداد مدفوعات القسيمة والأصول لحملة السندات. سينظر المستثمرون في شراء السندات التي يكون سدادها مشكوكاً فيه فقط إذا كان العائد المتوقع من الاستثمار فيها كافياً للتعويض عن المخاطر.

يتم إصدار السندات في السوق الأولية من خلال شبكة اتصالات. (Madura, 2015, p. 163) القيمة الاسمية أو الوجهية أو الاستحقاق (كلها تعني نفس الشيء) للسند<sup>16</sup>، وهي المبلغ الذي يجب على المصدر دفعه عند الاستحقاق.

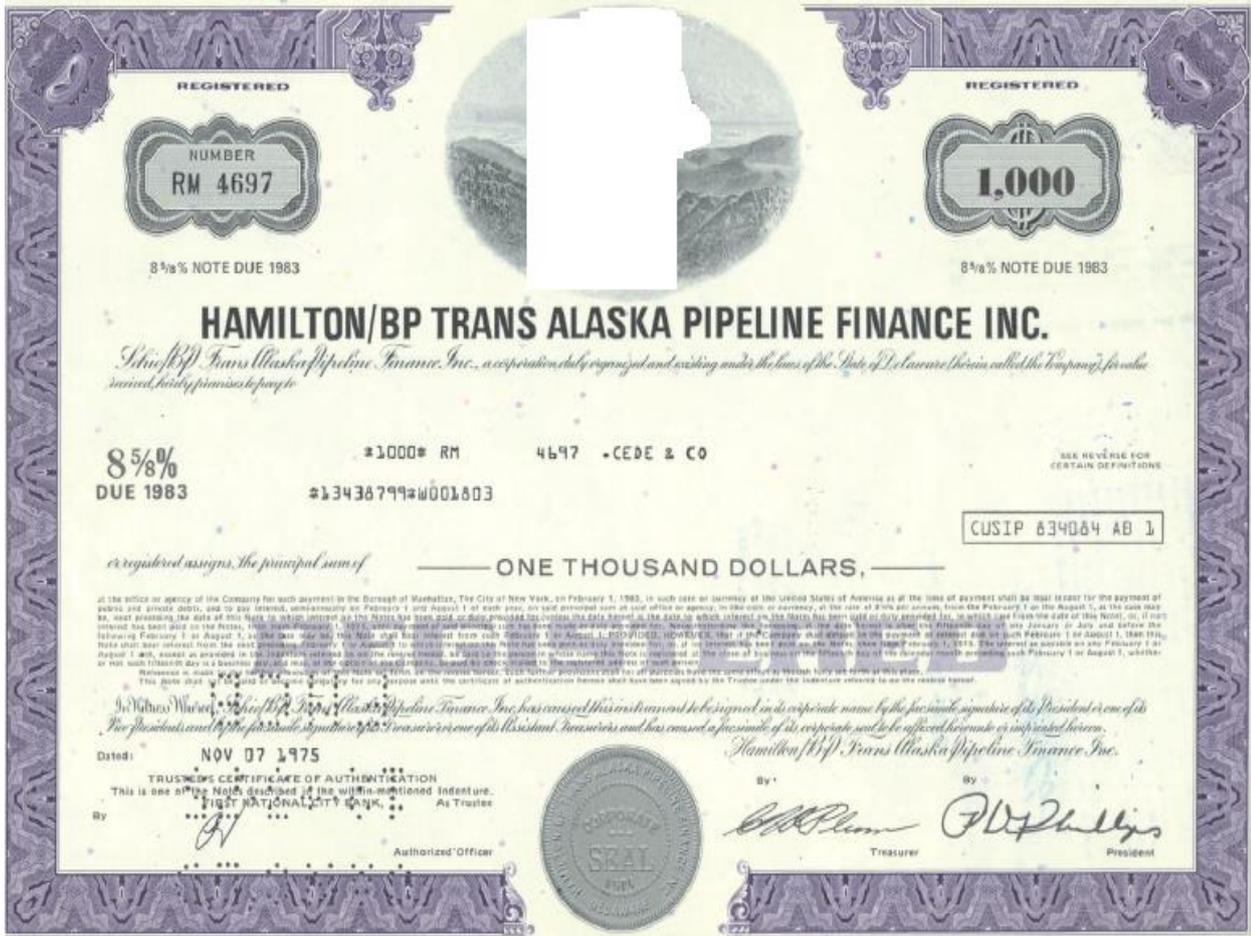
معدل القسيمة (The coupon rate) هو معدل الفائدة الذي يجب أن يدفعه المصدر، وغالباً ما يُطلق على دفعة الفائدة الدورية هذه دفع القسيمة (coupon payment).

معظم السندات لها آجال استحقاق تتراوح بين 10 و30 سنة. يتم تصنيف السندات حسب هيكل الملكية إما على أنها سندات لحاملها أو سندات مسجلة. تتطلب السندات لحاملها من المالك قص الكوبونات المرفقة بالسندات وإرسالها إلى المُصدر لتلقي مدفوعات الكوبون. تتطلب السندات المسجلة من المُصدر الاحتفاظ بسجلات لمن يمتلك السند وإرسال مدفوعات القسيمة تلقائياً إلى المالكين.

عادة ما يكون هذا السعر ثابتاً طوال مدة السند ولا يتقلب مع أسعار الفائدة في السوق. إذا لم يتم استيفاء شروط سداد السند، فإن حامل السند يمكنه المطالبة بأصول المصدر. ترد القيمة الاسمية للسند في الزاوية العلوية اليمنى. يتم الإبلاغ عن سعر الفائدة البالغ  $(8\frac{5}{8}\%)$ ، إلى جانب تاريخ الاستحقاق، عدة مرات على وجه السند.

تشمل السندات طويلة الأجل المتداولة في سوق رأس المال، أوراق نقدية طويلة الأجل (long-term government notes) والسندات الحكومية، والسندات البلدية، وسندات الشركات.

<sup>16</sup> The par, face, or maturity value of the bond (they all mean the same thing)



سند شركة هاملتون (Hamilton/BP Corporate Bond)

## ثانياً: أنواع السندات

غالبًا ما يتم تصنيف السندات وفقًا لنوع المصدر. يتم إصدار سندات الخزنة من قبل وزارة الخزانة الأمريكية، ويتم إصدار سندات الوكالات الفيدرالية من قبل الوكالات الفيدرالية، ويتم إصدار سندات البلدية من قبل حكومات الولايات والحكومات المحلية، ويتم إصدار سندات الشركات من قبل الشركات. (Madura, 2015, p. 163)

### 1. أوراق وسندات الخزنة (Treasury Notes and Bonds)

تصدر الخزنة الأمريكية الأوراق والسندات لتمويل الدين القومي. الفرق بين ورقة الخزنة والسند هو أن ورقة الخزنة لها تاريخ استحقاق أصلي من 1 إلى 10 سنوات بينما السندات لها تاريخ استحقاق أصلي من 10 إلى 30 عامًا. (تذكر أن أذونات الخزنة تستحق في أقل من سنة واحدة، وبهذا فهي تختلف عن أوراق الخزنة). تصدر الخزنة حاليًا أوراق استحقاق 2 و3 و5 و7 و10 سنوات. كما استأنفت الخزنة إصدار سندات لمدة 30 عامًا في فبراير 2006. ويلخص الجدول (رقم 02) فروق الاستحقاق بين إصدارات الخزنة. يتم عرض أسعار أوراق الخزنة والسندات والأذونات كنسبة مئوية من القيمة الاسمية 100 دولار.

النوع	الاستحقاق
Bills أذون الخزانة	أقل من سنة
Notes ورقة الخزانة	من 01 إلى 10 سنوات
Bonds سند الخزانة	من 10 إلى 30 سنة

المصدر: (Mishkin & Eakins, 2018, p. 311)

ملاحظة: أوراق وسندات الحكومة الفيدرالية خالية من مخاطر التخلف عن السداد لأن الحكومة يمكنها دائماً طباعة النقود لسداد الديون إذا لزم الأمر. هذا لا يعني أن هذه الأوراق المالية خالية من جميع أنواع المخاطر الأخرى.

### أ. الأوراق المالية للخرزينة المحمية من التضخم<sup>17</sup> (TIPS):

في عام 1997، بدأت الخزانة الأمريكية في تقديم سندات مبتكرة مصممة لإزالة مخاطر التضخم من حياة الأوراق المالية للخرزينة. السندات المربوطة بالتضخم لها سعر فائدة لا يتغير طوال مدة الورقة المالية. ومع ذلك، فإن المبلغ الأساسي المستخدم لحساب مدفوعات الفائدة لا يتغير بناءً على مؤشر أسعار المستهلك. عند الاستحقاق، يتم استرداد الأوراق المالية بقيمة أكبر من أصلها المعدل حسب التضخم أو المبلغ الاسمي عند الإصدار الأصلي.

تتميز الأوراق المالية الخاضعة لمؤشر التضخم، والتي يشار إليها أيضاً باسم الأوراق المالية المحمية من التضخم، في أنها تمنح المستثمرين الأفراد والمؤسسات فرصة لشراء ورقة مالية لن تتآكل قيمتها بسبب التضخم. يمكن استخدام هذه الأوراق المالية من قبل المتقاعدين الذين يرغبون في الاحتفاظ بمحفظة منخفضة المخاطر للغاية. يتم تقديمها من قبل الخزانة بأجال استحقاق 5 و 10 و 30 سنة.

### ب. ورقة STRIPS<sup>18</sup> للخرزينة:

بالإضافة إلى السندات والأوراق المالية والأذونات، في عام 1985، بدأت الخزانة الأمريكية في إصدار سندات لمؤسسات الاستيداع في نموذج إدخال دفتر يسمى "التداول المنفصل للفوائد المسجلة والأوراق المالية الرئيسية"، والتسمية الأكثر شيوعاً هي: STRIPS. فبدل بيع الورقة المالية في نموذج "قيد دفترى (book entry)" يعني عدم وجود مستند مادي؛ يتم إصدار الأوراق المالية وحسابها إلكترونياً. سمح هذا بإنشاء ورقة مالية جديدة.

<sup>17</sup> Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)

<sup>18</sup> Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities

تفصل STRIPS مدفوعات الفائدة الدورية عن السداد الأساسي النهائي. عندما يتم "تجريد" السند أو السند الثابت أو السندات المفهرسة بالتضخم من الخزنة، تصبح كل دفعة فائدة والدفع الأساسي ضمانًا منفصلاً بدون قسيمة. كل مكون له رقم تعريف خاص به وتاريخ استحقاق مختلف ويمكن الاحتفاظ به أو تداوله بشكل منفصل. على سبيل المثال: يتألف سند الخزنة مع بقاء خمس سنوات حتى تاريخ الاستحقاق من دفعة رئيسية واحدة عند الاستحقاق و10 مدفوعات فائدة، واحدة كل ستة أشهر لمدة خمس سنوات. عندما يتم تجريد هذه الورقة، تصبح كل من مدفوعات الفائدة العشر والدفع الأساسي ضمانًا منفصلاً. وهكذا، تصبح سندات الخزنة الواحدة، 11 ورقة مالية، يمكن تداولها بشكل فردي. يُطلق على STRIPS أيضًا اسم الأوراق المالية بدون قسيمة لأن المرة الوحيدة التي يتلقى فيها المستثمر دفعة خلال عمر كل مكون من مكونات STRIPS هي عندما ينضج (يصل تاريخ استحقاقه).

قبل أن تقدم الحكومة هذه الأوراق المالية، كان القطاع الخاص قد أنشأها بشكل غير مباشر. في أوائل الثمانينيات، أنشأت ميريل لينش صندوق نمو استثمار الخزنة (TIGRs)، المعروف باسم "النمور"، حيث اشترت سندات الخزنة ثم جردتها من أجل إنشاء أوراق مالية ذات رأس مال فقط وأوراق مالية ذات فائدة فقط. في الوقت الحالي، لا يزال هناك أكثر من 50 مليار دولار من سندات الخزنة المجردة.

### ج. سندات الوكالة (Agency Bonds):

سمح الكونجرس لعدد من الوكالات الأمريكية، والمعروفة أيضًا باسم الحكومات التي ترعاها الشركات (GSEs<sup>19</sup>)، بإصدار السندات. لا تضمن الحكومة صراحة سندات الوكالات، على الرغم من أن معظم المستثمرين يشعرون أن الحكومة لن تسمح للوكالات بالتخلف عن السداد. تشمل جهات إصدار سندات الوكالة جمعية تسويق قروض الطلاب (Sallie Mae)، وإدارة منازل المزارعين، والمؤسسة الفيدرالية، إدارة الإسكان، وإدارات المحاربين القدامى، والبنوك العقارية الفيدرالية.

تصدر هذه الوكالات سندات لجمع الأموال التي تستخدم لأغراض يرى الكونجرس أنها تخدم المصلحة الوطنية. على سبيل المثال، تساعد Sallie Mae في تقديم قروض للطلاب لزيادة الوصول إلى الكلية. المخاطر على سندات الوكالة منخفضة للغاية في الواقع. عادة ما يتم تأمينها بالقروض التي يتم تقديمها من الأموال التي تم جمعها من خلال مبيعات السندات. بالإضافة إلى ذلك، قد تستخدم الوكالات الفيدرالية خطوط

<sup>19</sup> Government Sponsored Enterprises (GSEs)

الائتمان الخاصة بها مع وزارة الخزانة إذا واجهت صعوبة في الوفاء بالتزاماتها. أخيراً، من غير المحتمل أن تسمح الحكومة الفيدرالية لوكالاتها بالتقصير في التزاماتها.

### د. سندات البلدية (Municipal Bonds)

سندات البلدية هي أوراق مالية تصدرها الحكومات المحلية وحكومات المقاطعات والولايات. تُستخدم عائدات هذه السندات في تمويل مشاريع المصلحة العامة، مثل المدارس والمرافق وأنظمة النقل. الفوائد المكتسبة على السندات البلدية التي يتم إصدارها لدفع تكاليف المشاريع العامة الأساسية معفاة من الضرائب الفيدرالية. تسمح هذه السندات للبلدية بالاقتراض بتكلفة أقل لأن المستثمرين سيكونون راضين عن معدلات فائدة أقل على السندات المعفاة من الضرائب.

يمكنك استخدام المعادلة التالية لتحديد معدل الفائدة المعفاة من الضرائب الذي يعادل المعدل الخاضع للضريبة: معدل معفاة من الضرائب = معدل الفائدة الخاضع للضريبة \* (1 - معدل الضريبة الهامشية) هناك نوعان من السندات البلدية: سندات الالتزام العام وسندات الإيرادات.

### هـ. سندات الالتزام العام (General Obligation Bonds)

لا تحتوي على أصول محددة مرهونة بها كضمان أو مصدر دخل محدد مخصص لسدادها. بدلاً من ذلك، يتم دعمهم من قبل "الإيمان الكامل والائتمان full faith and credit" بالمصدر. تعني هذه العبارة أن المصدر يعد باستخدام كل مورد متاح لسداد السند كما وعد. يجب الموافقة على معظم إصدارات سندات الالتزام العامة من قبل دافعي الضرائب لأن سلطة الضرائب الحكومية ملتزمة بسدادها.

سندات الإيرادات (Revenue Bonds)؛ وعلى النقيض من النوع الأول، نجد أن سندات الإيرادات مدعومة بالتدفق النقدي لمشروع معين مدر للدخل. على سبيل المثال، قد يتم إصدار سندات الإيرادات لبناء طريق برسوم، مع التعهد بالرسوم كسداد. إذا لم تكن الإيرادات كافية لسداد السندات، فقد تتخلف عن السداد، وقد يتكبد المستثمرون خسائر.

## 2. سندات الشركات (Corporate Bonds)

عندما تحتاج الشركات الكبيرة إلى اقتراض أموال لفترات طويلة من الزمن، فقد تصدر سندات. تبلغ القيمة الاسمية لمعظم سندات الشركات 1000 دولار وتدفع فائدة نصف سنوية (مرتين في السنة). معظمها تحت الطلب (مستحقة)<sup>20</sup>، مما يعني أنه يجوز للمصدر استرداد السندات قبل الاستحقاق بعد تاريخ محدد. عقد السندات (The bond indenture) هو عقد ينص على حقوق المقرض وامتيازاته والتزامات المقرض. أي ضمانات مقدمة كضمان لحاملي السندات موصوفة أيضًا في العقد. تختلف درجة المخاطر على نطاق واسع بين إصدارات السندات المختلفة لأن مخاطر التخلف عن السداد تعتمد على صحة الشركة، والتي يمكن أن تتأثر بعدد من المتغيرات. يختلف سعر الفائدة على سندات الشركات باختلاف مستوى المخاطرة.

في وقت من الأوقات، تم بيع السندات مع قسائم مرفقة حيث يقوم مالك السند بقصها وإرسالها بالبريد إلى الشركة لتلقي مدفوعات الفائدة. كانت تسمى هذه السندات لحاملها لأن المدفوعات كانت تدفع لمن لديه حيازة مادية للسندات. لم تهتم دائرة الإيرادات الداخلية بطريقة الدفع هذه، لأنها جعلت من قضية تتبع دخل الفوائد أمرًا صعبًا. تم الآن استبدال السندات لحاملها بنسبة كبيرة بالسندات المسجلة (Registered Bonds)، والتي لا تحتوي على قسائم (Coupons). بدلاً من ذلك، يجب على المالك التسجيل في الشركة لتلقي مدفوعات الفائدة. يتعين على الشركات إبلاغ مصلحة الضرائب باسم الشخص الذي يتلقى دخل الفوائد. على الرغم من حقيقة أن السندات لحاملها مع القسائم المرفقة قد تم التخلص منها تدريجياً، فإن الفائدة المدفوعة على السندات لا تزال تسمى "دفعة فائدة القسيمة Coupon Interest Payment"، وأن مدفوعات الفائدة مقسومة على القيمة الاسمية للسند هي سعر فائدة القسيمة.

تتوفر مجموعة متنوعة من سندات الشركات. وعادة ما يتم تمييزها بنوع الضمان الذي يؤمن السند وبالترتيب الذي يتم فيه سداد السند إذا تخلفت الشركة عن السداد. ونذكر منها على سبيل المثال ما يلي:

### أ. السندات المضمونة (Secured Bonds)

وهي تلك السندات ذات الضمانات المرفقة. تستخدم سندات الرهن العقاري لتمويل مشروع معين. على سبيل المثال، قد يكون المبنى هو الضمان للسندات الصادرة لتشييده. في حالة فشل الشركة في سداد المدفوعات كما وعدت، يحق لحاملي سندات الرهن العقاري تصفية الممتلكات من أجل الدفع. نظرًا لأن هذه السندات لها

<sup>20</sup> تسمى أيضا: السند القابل للإطفاء (التسديد)؛ أو السند القابل للسحب.

ممتلكات محددة تم التعهد بها كضمان، فهي أقل خطورة من السندات غير المضمونة المماثلة. نتيجة لذلك، سيكون لديهم سعر فائدة أقل.

مثال: **سندات دين لتمويل شراء معدّات**<sup>21</sup> (Equipment Trust Certificates)؛ هي سندات مضمونة بممتلكات غير عقارية ملموسة، مثل المعدات الثقيلة والطائرات. عادة، يتم تسويق الضمانات الداعمة لهذه السندات بسهولة أكبر من سندات الرهن العقاري التي تدعم العقارات. كما هو الحال مع سندات الرهن العقاري، فإن وجود الضمانات يقلل من مخاطر السندات وبالتالي يقلل من أسعار الفائدة.

### ب. السندات غير المضمونة<sup>22</sup> (Unsecured Bonds)

هي سندات طويلة الأجل غير مضمونة تدعمها الجدارة الائتمانية العامة للمصدر. لا يتم فيها التعهد بأي ضمانات محددة لسداد الدين. في حالة التخلف عن السداد، يجب على حملة السندات اللجوء إلى المحكمة لمصادرة الأصول. الضمانات التي تم التعهد بها لمدينين آخرين غير متاحة لحاملي السندات. عادة ما يكون للسندات عقد مرفق يوضح شروط السند ومسؤوليات الإدارة. العقد المرتبط بالسند يسمى "عقد إصدار السند (indenture)". (يجب الحرص على عدم الخلط بين المصطلحين سند الدين (Debentures) وعقد إصدار السند (indenture)). السندات غير المضمونة لها أولوية أقل من السندات المضمونة إذا تخلفت الشركة عن السداد. نتيجة لذلك، سيكون لديهم معدل فائدة أعلى من السندات المضمونة المماثلة.

مثال 01: **سندات الإقراض الثانوي**<sup>23</sup> (Subordinated debentures) هي نسخة من السندات غير المضمونة، باستثناء أن لها مطالبة ذات أولوية أقل. هذا يعني أنه في حالة التخلف عن السداد، لا يتم الدفع لحاملي سندات الإقراض الثانوي إلا بعد أن يتم الدفع بالكامل لحملة السندات غير الثانوية. نتيجة لذلك، يكون حاملو سندات الإقراض الثانوي أكثر عرضة للخسارة.

مثال 02: سندات ذات العائد المتغير<sup>24</sup> (Variable-rate bonds) (التي قد تكون مضمونة أو غير مضمونة)؛ هي ابتكار مالي حفزته زيادة تقلب أسعار الفائدة في الثمانينيات والتسعينيات. يرتبط معدل الفائدة

<sup>21</sup> وتسمى أيضا: شهادة إئتمان المعدات.

<sup>22</sup> وتسمى أيضا: سندات الدين (Debentures).

<sup>23</sup> وتسمى أيضا: قرض متأخر الرتبة.

<sup>24</sup> وتسمى أيضا: سندات بسعر فائدة متغيّر؛ أو سندات متغيرة السعر.

على هذه الأوراق المالية بسعر فائدة آخر في السوق، مثل السعر على سندات الخزنة، ويتم تعديله بشكل دوري. يتغير سعر الفائدة على السندات بمرور الوقت مع تغير أسعار السوق.

### ج. السندات عالية المخاطر<sup>25</sup> (Junk Bonds)

وهي سندات ذات عائد مرتفع لأنها ذات مخاطرة مرتفعة؛ أو نقول سندات منخفضة السعر وذات عائد مرتفع؛ وبالتالي هي مربحة وتتمتع بدرجة مخاطرة عالية.

نشير هنا أن جميع السندات يتم تصنيفها من قبل وكالات التصنيف الائتماني المختلفة وفقاً لمخاطر التخلف عن السداد. تدرس هذه الوكالات الخصائص المالية للمصدر وتتخذ حكماً بشأن احتمال تخلف المصدر عن السداد. مثلاً:

السندات ذات التصنيف AAA لها أعلى درجة (أو تصنيف) ممكن (Highest Grade).

السندات عند تصنيف أو Moody's Baa أو Standard and Poor's BBB أو أعلى، تعتبر من الدرجة الاستثمارية (Investment Grade).

وعادة السندات التي تم تصنيفهم تحت المستويات السابقة تعتبر من درجة المضاربة (Speculative Grade). غالباً ما تسمى السندات من درجة المضاربة بالسندات عالية المخاطر (Junk Bonds). قبل أواخر السبعينيات، كانت الإصدارات الأولية للأوراق المالية من درجة المضاربة نادرة للغاية؛ تألفت جميع إصدارات السندات الجديدة تقريباً من سندات ذات درجة استثمارية. إذا واجهت الشركات صعوبات مالية، فإن تصنيفات سندات ستنخفض، أحياناً إلى نطاق السندات عالية المخاطر. وجد حاملو هذه السندات التي تم تخفيض تصنيفها أنه من الصعب بيعها بسبب عدم وجود سوق ثانوية متطورة. من السهل أن نفهم سبب قلق المستثمرين من هذه الأوراق المالية، لأنها عادة ما تكون غير مضمونة.

<sup>25</sup> وتسمى أيضاً: السندات الرديئة.

التعريف	Moody's	Standard & Poor's
أفضل جودة وأعلى تصنيف. القدرة على دفع الفائدة وسداد رأس المال قوية للغاية. أصغر درجة من مخاطر الاستثمار.	Aaa	AAA
جودة عالية. قدرة قوية جدًا على دفع الفائدة وسداد أصل الدين وتختلف عن AAA / Aaa بدرجة صغيرة.	Aa	AA
قدرة قوية على دفع الفوائد وسداد أصل القرض. تمتلك العديد من سمات الاستثمار المواتية وتعتبر التزامات من الدرجة الأولى والمتوسطة. أكثر عرضة إلى حد ما للآثار السلبية للتغيرات في الظروف والظروف الاقتصادية.	A	A
التزامات متوسطة الدرجة. ليست محمية بدرجة عالية ولا مؤمنة بشكل سيئ. القدرة الكافية على دفع الفوائد وسداد أصل القرض. قد تقتصر إلى الموثوقية طويلة الأجل وعناصر الحماية لتأمين الفائدة والمدفوعات الرئيسية.	Baa	BBB
قدرة معتدلة على دفع الفائدة وسداد أصل القرض. وجود عناصر مضاربة ولا يمكن اعتبار المستقبل مضمونًا جيدًا. قد تؤدي الظروف التجارية والاقتصادية والمالية السيئة إلى عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية.	Ba	BB
عدم وجود خصائص الاستثمار المرغوب فيه. قد يكون ضمان الفوائد والمدفوعات الأساسية على مدى فترة طويلة من الزمن صغيرًا. من المحتمل أن تؤدي الظروف المعاكسة إلى إضعاف القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية.	B	B
مكانة ضعيفة. قابلية تحديدها للتخلف عن السداد وتعتمد على ظروف تجارية واقتصادية ومالية مواتية للوفاء بدفع الفائدة في الوقت المناسب وسداد أصل الدين.	Caa	CCC
تمثل الالتزامات المضاربة إلى درجة عالية. غالبًا ما تتخلف المشكلات ولديها أوجه قصور ملحوظة.	Ca	CC
فئة السندات ذات التصنيف الأدنى. لديهم احتمالات سيئة للغاية لتحقيق أي معيار استثمار حقيقي. يمكن استخدامها لتغطية حالة تم فيها تقديم التماس الإفلاس، ولكن مدفوعات خدمة الدين مستمرة.	C	C
محجوزة لسندات الدخل التي لا يتم دفع فائدة عليها.		CI
التقصير في الدفع.		D
لم يتم طلب أي تصنيف عام.		NR
قد يتم تعديل التقييمات من AA إلى CCC بإضافة علامة زائد أو ناقص لإظهار المكانة النسبية ضمن فئات التصنيف الرئيسية.		(+) or (-)

المصدر: (Mishkin & Eakins, 2018, p. 322)

## الفصل السادس: سوق الأسهم (The Bond Market)

### مفاهيم أساسية

يحظى سوق الأسهم بأكبر قدر من الاهتمام والتدقيق؛ حيث يتم فيه تكوين ثروات كبيرة وضياها أين يحاول المستثمرون توقع صعود وهبوط السوق. (Madura, 2015, p. 333)

تمثل الأسهم حصة في ملكية الشركة. يمتلك حامل الأسهم نسبة مئوية من أرباح شركة، بما يتوافق مع النسبة المئوية للسهم.

يمكن للمستثمرين كسب عائد من الأسهم بإحدى طريقتين:

إما أن يرتفع سعر السهم بمرور الوقت

أو أن تدفع الشركة أرباح الأسهم.

وفي كثير من الأحيان، يكسب المستثمرون عائداً من كلا المصدرين.

الأسهم أكثر خطورة من السندات لأن حملة الأسهم لديهم أولوية أقل من حملة السندات عندما تكون الشركة في وضعية إفلاس، وأرباح الأسهم أقل ضماناً، وزيادات أسعار الأسهم غير مضمونة. وعلى الرغم من هذه المخاطر، من الممكن جني قدر كبير من المال من خلال الاستثمار في الأسهم، في حين أن ذلك غير محتمل عن طريق الاستثمار في السندات. تمييز آخر بين الأسهم والسندات هو أن الأسهم لا تتضح (ليس لها تاريخ استحقاق).

تمنح ملكية الأسهم حامل الأسهم حقوقاً معينة فيما يتعلق بالشركة:

**الحق الأول هو حق "المطالبة بالمتبقي residual claimant"**: أصحاب الأسهم لديهم مطالبة بجميع الأصول والدخل المتبقي بعد إرضاء جميع المطالبين الآخرين. إذا لم يتبق شيء، فلن يحصلوا على شيء. ومع ذلك، كما لوحظ، من الممكن أن تصبح ثرياً كمساهم إذا كان أداء الشركة جيداً.

**الحق الثاني هو "حق التصويت right to vote"**: يحق لمعظم المساهمين الأعضاء في مجلس الإدارة وبشأن قضايا معينة "التصويت"، مثل التعديلات على ميثاق الشركة وما إذا كان ينبغي إصدار أسهم جديدة.

لاحظ أن شهادة الأسهم الموضحة في الشكل التالي لا تويد تاريخ الاستحقاق أو القيمة الاسمية أو معدل الفائدة، والتي يتم تحديدها على السند.



### أنماط الأسهم:

هناك نمطين من الأسهم، العادية والممتازة (common and preferred).

#### 1. الأسهم العادية

تمثل حصة الأسهم العادية<sup>26</sup> في شركة حصة ملكية في تلك الشركة. يصوت المساهمين العاديين؛ يتلقون أرباح على أسهمهم، ويأملون أن يرتفع سعر أسهمهم. هناك فئات مختلفة من الأسهم العادية، وعادة ما يشار إليها بالنوع أ، والنوع ب، وما إلى ذلك (type A, type B...). عادة ما تتضمن الاختلافات بين الأنواع إما توزيع أرباح الأسهم أو حقوق التصويت. من المهم للمستثمر في الأسهم أن يعرف بالضبط الحقوق التي تتماشى مع الأسهم التي يفكر في شرائها.

#### 2. الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة<sup>27</sup> هي شكل من أشكال حقوق الملكية من وجهة نظر قانونية وضريبية. ومع ذلك، فإنها تختلف عن الأسهم العادية بعدة طرق مهمة.

<sup>26</sup> وتعرف أيضا ب: الأسهم العادية المحررة؛ أو الأسهم الشائعة.

<sup>27</sup> وتعرف أيضا ب: الأسهم المفضلة؛ أو أسهم مفضلة ذات أولوية.

أولاً، نظراً لأن حملة الأسهم الممتازة يتلقون عائداً ثابتاً لا يتغير أبداً، وبذلك فعائدها يشبه عائد السند؛  
ثانياً، نظراً لأن توزيعات الأرباح لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز ثابت نسبياً.  
ثالثاً، لا يصوت حملة الأسهم الممتازة عادةً، ما لم تقبل الشركة في دفع الأرباح الموعودة.  
أخيراً، يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق المطالبة بشأن الأصول؛ ولهم الأولوية على مطالبات المساهمين  
العاديين ولكن بعد مطالبة الدائنين مثل حملة السندات.

### 3. مؤشرات سوق الأسهم (Stock Market Indexes)

تستخدم مؤشرات سوق الأسهم لمراقبة سلوك مجموعة من الأسهم. أي من خلال مراجعة متوسط سلوك مجموعة  
من الأسهم، حيث يمكن للمستثمرين اكتساب بعض البصيرة - فُدرَةً على التَّمْيِيز (insight) حول كيفية أداء  
مجموعة واسعة من الأسهم. تم الإبلاغ عن مؤشرات سوق الأسهم المختلفة لإعطاء المستثمرين مؤشراً على  
أداء مجموعات مختلفة من الأسهم. المؤشر الأكثر شيوعاً هو مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA<sup>28</sup>)، وهو  
مؤشر يعتمد على أداء 30 شركة كبيرة.

### 4. مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA)

مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) هو مؤشر يتألف من 30 شركة صناعية "رائدة". في 26 مايو 1896،  
جمع Charles H. Dow أسعار 12 من أفضل الأسهم المعروفة وخلق متوسطاً بالقسمة على عدد الأسهم.  
في عام 1916، تمت إضافة ثمانية أسهم أخرى، وفي عام 1928 ظهر متوسط 30 سهماً لأول مرة.  
اليوم، يختار محررو صحيفة وول ستريت جورنال الشركات التي تتكون منها DJIA. يأخذون نظرة واسعة لنوع  
الشركة التي تعتبر "صناعية": في الجوهر، إنها تقريباً أي شركة لا تعمل في مجال النقل أو المرافق (لأن هناك  
أيضاً متوسطات داو جونز لتلك الأنواع من الأسهم).

يتم تغيير مكونات DJIA بشكل دوري؛ وعندما يريدون اختيار شركة جديدة لـ DJIA، فإنهم يبحثون بين  
الشركات الصناعية الكبيرة التي لها تاريخ من النمو الناجح والاهتمام الواسع بين المستثمرين.  
على سبيل المثال: تم استبدال ATT و Bank of America مؤخراً بـ Apple و Nike.

<sup>28</sup> Dow Jones Industrial Average

## الثلاثين شركة التي تشكل متوسط داو جونز الصناعي

Company Stock	Symbol
3M Co.	MMM
Apple Inc.	AAPL
American Express Co.	AXP
Boeing Co.	BA
Caterpillar Inc.	CAT
Chevron	CVX
Cisco Systems	CSCO
Coca-Cola Co.	KO
E.I. DuPont de Nemours	DD
Exxon Mobil Corp.	XOM
General Electric Co.	GE
Goldman Sachs	GS
Home Depot Inc.	HD
International Business Machines	IBM
Intel Corp.	INTC
Johnson & Johnson	JNJ
JP Morgan Chase & Co.	JPM
McDonald's Corp.	MCD
Merck & Co. Inc.	MRK
Microsoft Corp.	MSFT
Nike	NKE
Pfizer Inc.	PFE
Procter & Gamble Co.	PG
Travelers Corp.	TRV
United Technologies Corp.	UTX
United Health Group	UNH
Verizon Communications Inc.	VZ
Visa International	V
Wal-Mart Stores Inc.	WMT
Walt Disney Co.	DIS

المصدر: (Madura, 2015)

## الفصل السابع: بورصة الجزائر

### أولاً: نشأة البورصة

أسست بورصة القيم المنقولة؛ من خلال المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993؛ وعرفت المادة 2 «تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم» (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993) وقد شملت البورصة عند تأسيسها حسب المادة 03 (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993) من نفس التشريع، هيئتين:

❖ لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة

❖ شركة لتسيير بورصة القيم

وبعد الاستدراك الذي جاء في القانون رقم 03-04 المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 هـ الموافق 17 فبراير سنة 2003م؛ أين مس بشكل أساسي المادة 03 (القانون رقم 03-04 - استدراك، 2003)؛ حيث أضيفت هيئة جديدة تحت مسمى:

❖ المؤتمر المركزي على السندات.

### ثانياً: المتدخلون في بورصة الجزائر

#### 1. شركة إدارة بورصة القيم

تتولى شركة لإدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة (المادة 15 (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993)). تعرف اختصاراً بـ: SGBV<sup>29</sup> (SGBV, 2021e)؛ وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

<sup>29</sup> La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV).

**أ. مهام الشركة**

تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة؛ وهدف الشركة (المادة 18 (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993)) ما يلي:

- ❖ التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛
- ❖ التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛
- ❖ تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة؛
- ❖ تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها؛
- ❖ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛
- ❖ إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجري في البورصة، وفق قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

**ب. المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة**

- ❖ البنوك الوطنية: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque؛
- ❖ البنك الخاص: يونيون بنك UB.
- ❖ شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاقدية الفلاحية CNMA.

**ج. المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة**

- بنك التنمية المحلية (BDL)؛ البنك الخارجي الجزائري (BEA)؛ بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛ القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛ البنك الوطني الجزائري (BNA)؛ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (بنك-CNEP)؛ BNP PARISBAS EI Djazair؛ Societ  Generale Alg rie؛ Tell Markets؛ البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Alg rie؛ السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria.

**2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**

نشأة اللجنة بموجب المادة 20 (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993)، وتتكون من رئيس وستة أعضاء؛ وحددت مهامها في المادة 30 (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993)، بهدف تنظيم سوق قيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على:

- ❖ حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
  - ❖ حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.
- تعرف اختصاراً بـ: COSOB<sup>30</sup>؛ (SGBV, 2021f)

**أ. الوظائف القانونية:**

ولها عدد من الوظائف القانونية حددت في المادة 31 (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993)، هي:

- ❖ رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة؛
- ❖ اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم؛
- ❖ نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب أن يكفلوها لزيائهم؛
- ❖ الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة؛
- ❖ الإصدارات في أوساط الجمهور؛
- ❖ قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها؛
- ❖ تنظيم عمليات المقاصة؛
- ❖ الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة؛
- ❖ تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة؛
- ❖ محتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزيائهم؛
- ❖ العروض العمومية لشراء قيم منقولة؛
- ❖ القيام دورياً بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة أسعار قيمها.

<sup>30</sup> La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB).

**ب. التشكيل:**

- ❖ تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات،
- ❖ ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

**ج. السلطات:**

خُولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

**د. السلطة التنظيمية:**

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:

- ❖ التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للدخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- ❖ اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛
- ❖ شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- ❖ القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛
- ❖ القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛
- ❖ تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.

**هـ. سلطة المراقبة والإشراف:**

وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

- ❖ الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛
- ❖ قيام الشركات باللجوء العلني للدخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- ❖ السير الحسن للسوق.

**و. السلطة التأديبية والتحكيمية:**

تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل. وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشبة بين:

- ❖ الوسطاء في عمليات البورصة؛
- ❖ الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)؛
- ❖ الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- ❖ الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

### 3. المؤتمر المركزي

وفقا للمواد 10، 11، و 19 (مكرر 1-4) من (القانون رقم 03-04 - استدراك، 2003) تمارس وظائف المؤتمر المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم؛ فتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على وجه الخصوص في:

- ❖ حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين؛
- ❖ متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر؛
- ❖ إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛
- ❖ نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.
- ❖ فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين.

تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ...).

**4. وسطاء عمليات البورصة**

خاص بالوسطاء: المادة 04 (المرسوم التشريعي رقم 93-10، 1993): يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة وسطاء في عمليات البورصة.

يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من جنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ حصيصاً لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية؛ وهذا حسب المادة 06 من (القانون رقم 03-04 - استدرارك، 2003).

ومنح الوسطاء السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.(SGBV, 2021g)؛ وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد.

**أ. المهام:**

وقد حددت النشاطات التي يمكن للوسيط القيام بها حسب المادة 07 (القانون رقم 03-04 - استدرارك، 2003)، كما يلي:

- ❖ التفاوض لحساب الغير؛
- ❖ الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة؛
- ❖ التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب؛
- ❖ تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- ❖ توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية؛
- ❖ ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة؛
- ❖ التفاوض للحساب الخاص؛
- ❖ إرشاد المؤسسات في مجال هيكل رأس المال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

**ب. قائمة الوسطاء في عمليات البورصة**

- ❖ بنك الفلاحة والتنمية الريفية
- ❖ بنك التنمية المحلية
- ❖ البنك الخارجي الجزائري
- ❖ البنك الوطني الجزائري

- ❖ بي أن بي باريبا الجزائر
- ❖ بنك التوفير والاحتياط
- ❖ القرض الشعبي الجزائري
- ❖ سوسيتي جنيرال الجزائر
- ❖ تل ماركتس
- ❖ بنك البركة الجزائري
- ❖ مصرف السلام-الجزائر

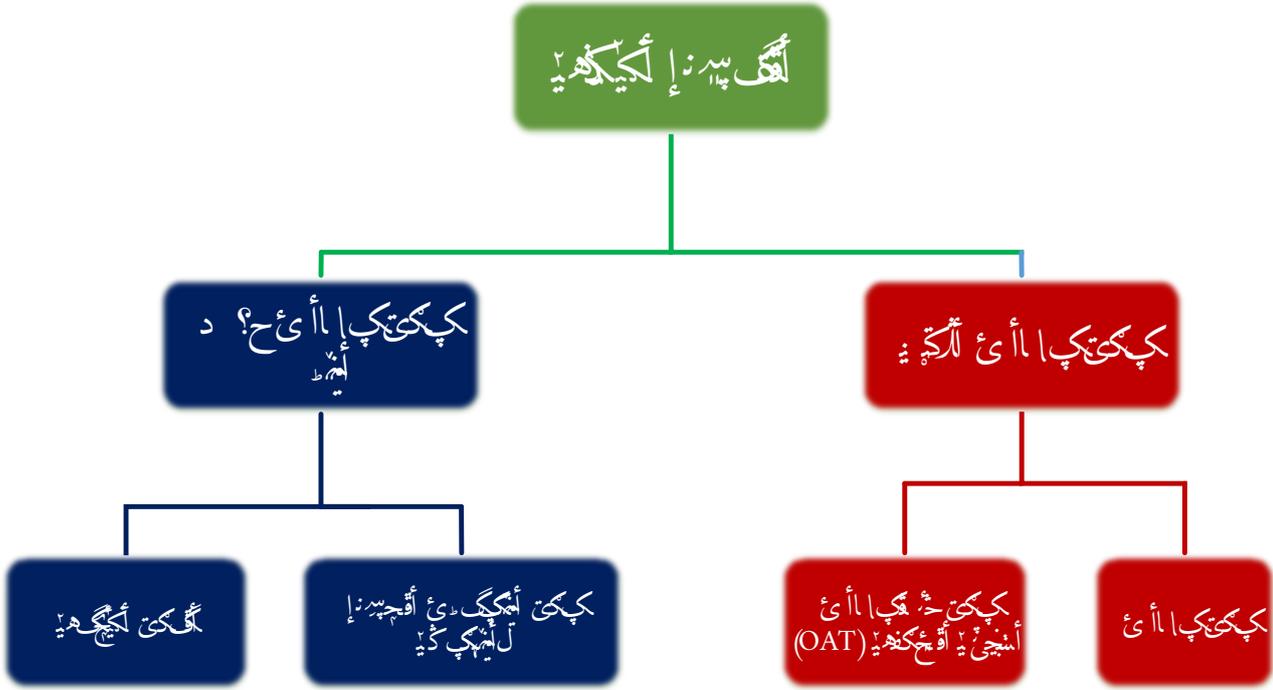
### 5. التعاون الخارجي

وفقا للمادة 95 من القانون رقم 17-11 المؤرخ في 27 ديسمبر 2017م المتضمن لقانون المالية لسنة 2018م؛ تم فتح المجال لبورصة الجزائر أن تتعاون مع مثيلاتها الخارجية؛ «يجوز للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن تتعاون مع نظيراتها الأجنبية أو مع هيئات تمارس مهام مماثلة لمهامها وفقا للقوانين والنظم السارية المفعول» (المادة 95 من القانون رقم 17-11، 2017) وفق ثلاثة شروط هي:

- أ. يجب أن تكون المعلومات المتبادلة ضرورية لتحقيق مهام نظيرتها الطالبة للمساعدة وألا يتم استغلالها لغرض آخر؛
- ب. لا يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التذرع بالسرية المهنية لغرض رفض تقديم المساعدة وتبادل المعلومات؛
- ج. يتعين على نظيرتها الأجنبية الطالبة للمعلومات أن تحافظ على سرية المعلومات وتوفير الضمانات اللازمة لحمايتها، تكون معادلة، على الأقل، لتلك التي تخضع لها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

**ثالثاً: التسعيرة الرسمية لبورصة**

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين. ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:



المصدر: (SGBV, 2021a)

**1. سوق سندات رأس المال**

تتكون سوق سندات رأس المال من:

**أ. السوق الرئيسية****المؤسسات المدرجة**

الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربعة (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية (سنة 2021م)،

وهي:

الرمز	اسم الشركة	الرأس مال الاجتماعي (دج)	قطاع النشاط	النوع	السعر المرجعي (دج)	الكمية المعروضة (سهم)	نسبة رأس المال (%)
AUR	مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي	1500000000	السياحة	سند رأس المال	400	1200000	20

31	1804511	830	سند رأس المال	التأمينات	2205714180	أليانس للتأمينات	ALL
20	5104375	200	سند رأس المال	الصيدلاني	5104375000	مؤسسة بيوفارم	BIO
20	2000000	800	سند رأس المال	الصيدلاني	2500000000	مجمع صيدال	SAI

المصدر: (SGBV, 2021b)

سندات رأس المال

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	9287217
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندقة	250	6000000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10000000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25521875
DZ0000010060	AOM	أوم انفست	سياحة	100	1171769

المصدر: (SGBV, 2021d)

**ب. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمّم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق

الرمز	اسم الشركة	الرأس مال الاجتماعي (دج)	قطاع النشاط	النوع	السعر المرجعي (دج)	نسبة رأس المال (%)
AOM	أوم انفست	115930000	السياحة	سند رأس المال	297	10

**2. سوق سندات الدين**

تتكون سوق سندات الدين من:

**أ. سوق السندات**

الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

**ب. سوق كتل سندات الخزينة العمومية**

سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

**سندات الخزينة العمومية المدرجة**

نسبة الفائدة	حجم الاصدار 10 <sup>6</sup> دج	تاريخ الاستحقاق	تاريخ الادراج	سعر الادراج	رمز ISIN	الرمز	الفئة
5.00 %	16 000,00	17-01-2022	17-01-2007	103.05	DZ0000700090	O150122	O.A.T 15 ans
5.00 %	6 000,00	16-01-2023	16-01-2008	110.66	DZ0000700132	O150123	O.A.T 15 ans
3.50%	15 000,00	20-04-2022	18-04-2012	108.85	DZ0000700264	O100422	O.A.T 10 ans
3.50%	5 000,00	09-06-2023	05-06-2013	108.93	DZ0000700298	O100623	O.A.T 10 ans
3.75%	1 000,00	11-12-2023	10-12-2008	120.22	DZ0000700157	O151223	O.A.T 15 ans
3.75%	15 000,00	18-03-2024	18-03-2009	108.58	DZ0000700181	O150324	O.A.T 15 ans
3.75%	19 900,00	07-04-2025	07-04-2010	109.6	DZ0000700215	O150425	O.A.T 15 ans
3.75%	5 000,00	01-06-2026	01-06-2011	115.62	DZ0000700249	O150626	O.A.T 15 ans
3.75%	15 000,00	03-05-2027	02-05-2012	106.3	DZ0000700272	O150527	O.A.T 15 ans
3.75%	5 000,00	07-07-2028	03-07-2013	100	DZ0000700306	O150728	O.A.T 15 ans
3.50%	41 232,00	23-02-2024	23-02-2014	100.05	DZ0000700322	O100224	O.A.T 10 ans
3.75%	48 177,00	23-03-2029	23-03-2014	100.1	DZ0000700330	O150329	O.A.T 15 ans
3.25%	21 882,00	05-07-2022	05-07-2015	98.43	DZ0000020348	O070722	O.A.T 7 ans
4.00 %	31 590,00	19-07-2030	15-07-2015	90.5	DZ0000700363	O150730	O.A.T 15 ans
3.75%	23 653,00	12-07-2025	08-07-2015	92.2	DZ0000700355	O100725	O.A.T 10 ans
4.00%	953,00	22-01-2024	18-01-2017	95.5	DZ0000700371	O070124	O.A.T 7 ans
4.00%	7 520,00	29-10-2027	29-10-2017	77	DZ0000700397	O101027	O.A.T 10 ans
5.00%	23 152,00	14-01-2025	14-01-2018	89.29	DZ0000700405	O070125	O.A.T 7 ans
6.50%	22 100,00	04-02-2033	25-02-2018	87.24	DZ0000700421	O150233	O.A.T 15 ans
5.75%	21 300,00	21-01-2028	21-01-2018	88.69	DZ0000700413	O100128	O.A.T 10 ans
5.75%	11 853,00	03-02-2029	03-02-2019	87.98	DZ0000700439	O100229	O.A.T 10 ans
6.50%	17 593,00	21-04-2034	17-04-2019	87.538	DZ0000700454	O150434	O.A.T 15 ans
5.00%	19 486,00	10-03-2026	06-03-2019	89.725	DZ0000700447	O070326	O.A.T 7 ans
5.00%	22 880,00	06-10-2026	02-10-2019	89.725	DZ0000700462	O071026	O.A.T 7 ans

5.75%	8 173,00	23-02-2030	19-02-2020	88.074	DZ0000700470	O100230	O.A.T 10 ans
6.50%	10 735,00	26-04-2035	22-04-2020	87.55	DZ0000700488	O150435	O.A.T 15 ans
5.00%	54 014,00	05-07-2027	01-07-2020	89.721	DZ0000700496	O070727	O.A.T 7 ans
5.75%	3 680,00	14-03-2031	10-03-2021	87.97	DZ0000700504	O100331	O.A.T 10 ans
6.50%	6 790,00	04-04-2036	31-03-2021	87,54	DZ0000700512	O150436	O.A.T 15 ans
5.00%	4 284,00	20-06-2028	20-06-2021	89.725	DZ0000700520	O070628	O.A.T 7 ans

المصدر: (SGBV, 2021c)

## المحور الثالث: المحفظة

### الفصل الأول: مقدمة في صناعة الاستثمار (Investment Industry)

(Stewart et al., 2019, p. 15)

يوفر العمل الاستثماري إمكانات لمهنة مثيرة. الرهانات عالية والمنافسة شديدة. يتم دفع رسوم إدارية لشركات الاستثمار لاستثمار أموال الآخرين ويتوقع عملاؤها رعاية الخبراء والأداء المتفوق. إدارة أموال الآخرين مسعى جاد. يأتى الأفراد على مدخراتهم وأحلامهم بمنازل جذابة وتعليم أبنائهم وتقاعد مريح. المؤسسات والأوقاف تسلم المسؤولية عن الأصول التي تدعم مهامها. تفوض الشركات إدارة الأموال التي ستدفع استحقاقات التقاعد المستقبلية لموظفيها.

يتمتع المديرون الناجحون وعمالهم بمكافآت مالية كبيرة للغاية، ولكن الأداء الضعيف المستمر يمكن أن يقوض رفاهية العميل ويترك المدير يبحث عن مهنة جديدة.

ينجذب العديد من الأشخاص الساطعين والعاملين بجد إلى هذه الصناعة المليئة بالتحديات. نظرًا لأن منافسيهم يعملون بجد، يجب أن يكون مديرو المحافظ دائمًا في أفضل حالاتهم، وأن يستمروا في تحسين مهاراتهم وقاعدة معارفهم. بالنسبة لمعظم مديري المحافظ الاستثمارية، يعد الاستثمار مهنة محفزة للغاية وتتطلب التعلم المستمر والتحسين الذاتي. يطلب العملاء الكثير، خاصة عندما تكون النتائج مخيبة للآمال. على الرغم من اعتبارها وظيفة مرهقة من قبل العديد من الأشخاص، إلا أنه ليس من المستغرب أن يدير المحترفون أموالهم في الثمانينيات أو التسعينيات من العمر.

أصبحت إدارة المحافظ أكثر تطوراً بشكل متزايد بسبب التقدم المستمر للنظرية والتعقيد المتزايد للممارسة، بقيادة عدد من الاتجاهات، بما في ذلك:

❖ التطورات في نظرية المحفظة الحديثة.

❖ أدوات مالية أكثر تعقيداً.

❖ زيادة الطلبات على الأداء.

❖ زيادة تطور العملاء.

❖ ارتفاع تكاليف التقاعد، وتزايد الاتجاه نحو المسؤولية الفردية عن تلك التكاليف.

❖ نمو كبير في الأصول الخاضعة للإدارة.

تتعتمد إدارة المحفظة على ثلاثة متغيرات رئيسية:

❖ الهدف من خطة الاستثمار،

❖ والمبلغ الأساسي للاستثمار،

❖ والعائد الإجمالي التراكمي على ذلك الأصل.

يتم تصميم خطة أو استراتيجية الاستثمار لتوفير نمط من العائدات المتوقعة بما يتفق مع أهداف الاستثمار ضمن مستويات مقبولة من المخاطر. يجب تشكيل استراتيجية الاستثمار هذه من خلال تقييم متطلبات العميل أولاً، أي:

❖ استعداداه وقدرته على المخاطرة،

❖ واحتياجات التدفق النقدي الخاصة به،

❖ وتحديد أي قيود، مثل القيود القانونية.

ونظراً لاحتياجات التدفق النقدي ونتائج المخاطر والعوائد المتوقعة المقبولة، يتم تعيين التخصيص بين فئات الأصول العريضة بالتنسيق مع سياسات التمويل والإنفاق. بمجرد اختيار أدوات الاستثمار وتنفيذ الخطة، يجب تحليل الأداء اللاحق لتحديد مستوى نجاح الاستراتيجية. يلزم إجراء مراجعة مستمرة وتعديل للمحفظة لضمان استمرارها في تلبية أهداف العميل.

## الفصل الثاني: مدير المحفظة

### أولاً: من هو مدير المحفظة (Portfolio Manager)؟

توظف شركات إدارة الاستثمار العديد من المتخصصين في مجال الاستثمار. وهي تشمل **مديرًا تنفيذيًا (CEO)** لإدارة الأعمال، و**مديري محافظ (Portfolio Managers)** مدعومين من قبل **محللي أبحاث (Research Analysts)**، و**مندوبي مبيعات (Salespeople)** للمساعدة في جذب العملاء والاحتفاظ بهم، و**كبير مسؤولي الاستثمار (Chief Investment Officer)** للإشراف على مديري المحافظ. هناك الكثير من الأشخاص وراء الكواليس، مثل **مسؤولي المخاطر (Risk Officers)** و**محترفي المحاسبة (Accounting Professionals)**، للتأكد من أن الأموال آمنة.

### ثانياً: خصائص مدير المحفظة

يمكن تعريف مدير المحفظة بثلاث خصائص:

1. مسؤول عن تقديم الأداء الاستثماري.
2. السلطة الكاملة لاتخاذ على الأقل بعض قرارات الاستثمار.
3. مسؤولة عن نتائج الاستثمار.

تتضمن قرارات الاستثمار (Investment decisions) تحديد أوزان فئات الأصول أو الأوراق المالية الفردية أو كليهما لتحقيق الأداء الاستثماري المستقبلي المرغوب. السلطة الكاملة تعني أن الفرد يتحكم في هذه القرارات. على سبيل المثال، لا يحتاج مدير المحافظ إلى موافقة لجنة أو رئيس قبل توجيه تغييرات التخصيص. في الواقع، استقال مدير المحافظ في أكثر من مناسبة بعد تقييد حرية تصرفهم الكاملة. يتمتع كبير مسؤولي الاستثمار (Chief Investment Officer) بالسلطة، تتعدى اختيار الأوراق المالية فقط، وتتعدى توظيف مدير المحفظة أيضاً، وبهذا يعتبر هو الآخر مدير محفظة من هذا المنطلق. يحتفظ مدير الصندوق الرئيسي (A fund-of-funds manager) بالسيطرة على أوزان مديري الصناديق التابعة له، وبالتالي فهو مدير محفظة. يعتبر مدير الصناديق المشتركة (Mutual Fund Manager) النموذجي الذي يصدر أوامر للأسهم الفردية أو الدخل الثابت أو الأوراق المالية المشتقة هو الشكل الأكثر وضوحاً لـ: مدير المحفظة.

يتحمل مدير المحفظة المسؤولية عن أدائها سواء كان يلبي التوقعات أم لا. عادة ما يكون لدى مديري المحافظ معايير، في شكل مؤشر سوق أو مجموعة من الأقران، ويتم مقارنة نتائج أدائهم بهذه المعايير الخاصة بعلاقة العميل، والتعويضات، وأغراض التقدم الوظيفي. لا يتبع مدير المحافظ بالضرورة عملية استثمار نشطة. مدير

المحافظ السلبية (Managers of Passive Portfolios) هم مديرو محافظ لأنهم مسؤولون ومسؤولون أمام عملائهم وشركتهم عن عوائد محافظهم. إذا كان الأداء لا يلبي توقعات العميل، فسيتم إنهاء مهام مدير المحفظة في وقت ما. إذا تجاوزت النتائج التوقعات، فقد يزيد العملاء من مستوى التزامهم، وبالتالي تتولد رسوم إدارة (Management Fees) أعلى لشركة مدير المحفظة. في هذه الحالات، من المحتمل أن يرى مدير المحفظة تقدماً وظيفياً.

قد يكون محللو الاستثمار (Investment Analysts) مسؤولين عن توصياتهم، وفي بعض الحالات بحسابات أداء دقيقة. ومع ذلك، فهم لا يضعون أوزاناً آمنة في المحافظ وليسوا مسؤولين في النهاية عن الأداء المباشر. قد يستخدم مديرو المحافظ توصيات المحللين في اتخاذ القرار، لكن الاختيار الآمن النهائي يكون تحت سيطرتهم. على الرغم من أن المحللين ليسوا مديري محافظ بناءً على التعريف الوارد هنا، فمن الواضح أنه يمكنهم الاستفادة من فهم وظيفة مدير المحفظة.

مسؤولي إدارة المخاطر (Risk Officers) مسؤولون عن تحديد وقياس وتحليل ومراقبة مخاطر المحفظة والشركة. في حين أنه قد يكون لديهم حرية التصرف في تنفيذ الصفقات لجعل المحافظ متوافقة، إلا أنهم ليسوا مديري محافظ. إنهم لا يتحملون نفس المسؤولية والمساءلة عن الأداء. في الواقع، يوصى بالفصل بين إدارة المحفظة ووظائف المخاطر لتجنب تضارب المصالح المحتمل.

### ثالثاً: ما هي مشكلات الاستثمار التي يسعى مديرو المحفظة إلى حلها؟

#### 1. تخصيص الأصول ومسؤوليات تشكيل فئة أصول المحفظة

تتمثل وظيفة مدير المحفظة في مساعدة العملاء على تلبية احتياجات تراكم الثروة والإنفاق. يتوقع العديد من العملاء الحفاظ على القيمة الحقيقية للمبلغ الأصلي وإنفاق العائد الحقيقي فقط. لدى بعضها تدفقات نقدية داخلية (Inflows) وخارجية (Outflows) محددة جيداً. يريد جميع العملاء تقريباً من مديري محافظهم تعظيم قيمة مدخراتهم والحماية من التقصير في تلبية احتياجاتهم.

تتطلب مشكلة تخصيص الأصول (Asset Allocation Problem) من مديري المحافظ اختيار أوزان فئات الأصول (Weights of Asset Classes)، مثل الأسهم والسندات والنقد، عبر الوقت لتلبية الاحتياجات النقدية لعملائهم. يحدد تخصيص الأصول جزءاً كبيراً من مستوى ونمط أداء الاستثمار. يتم تحديد الباقي

بواسطة سيارة<sup>31</sup> فئة (أو سيارات (class vehicle(s) الأصول الفردية وممتلكاتهم الأساسية. تتمثل أهداف تخصيص الأصول في إدارة التباين، وتوفير احتياجات التدفق النقدي، وتوليد نمو الأصول - بمعنى آخر، الموازنة بين المخاطرة والعائد، إما بشكل مطلق أو متعلق بالهدف أو المعيار. يتنوع العملاء في معظم الحالات من خلال الاحتفاظ باستثمارات في العديد من الأصول غير المترابطة بشكل معقول. قد تساعد الأدوات المشتقة في هذه العملية. قد يكون تخصيص الأصول أيضًا مصدرًا لزيادة الأداء، حيث يقوم مدير المحفظة بتعديل الأوزان بشكل نشط للاستفادة من التخفيضات والإفراط في التقييم في السوق.

العديد من مديري المحافظ لا يتخذون قرارات تخصيص الأصول. بدلاً من ذلك، يتم تعيينهم لإدارة مجموعة من الأموال في فئة أصول واحدة، أو نمط ضمن فئة الأصول.

قد يكون لديهم معيار محدد بدقة وخطوط عرض محدودة لاختيار الأوراق المالية خارج عالم محدد مسبقًا - مثل مدير قيمة رأس المال الصغير (Small-Cap Value Manager) أو مدير السندات ذات العائد المرتفع المتعثر (Distressed High-Yield Bond Manager). في معظم الحالات، تكون الاستراتيجية أو الأسلوب مستقلاً عن العملاء - يتبع مدير المحفظة عملية الاستثمار الخاصة به بغض النظر عن ثروة العملاء واحتياجات الإنفاق الأوسع.

في حالات أقل، يتم تخصيص المحافظ حسب احتياجات العملاء. على سبيل المثال، تشمل محافظ الدخل الثابت المحصنة (Immunized Fixed Income Portfolios) على مطابقة مخصصة للمدة ويتم تخصيص صناديق اكتمال حقوق الملكية (Equity Completeness Funds) لتوفير خصائص ديناميكية ومخصصة في القطاع والأسلوب.

## 2. مشاكل الاستثمار التمثيلية *Representative Investment Problems*

يتم تحديد علاقات العملاء عادةً من خلال مستندات رسمية ذات أهداف استثمارية محددة تتضمن أهداف العائد واحتياجات الدخل ومعايير المخاطر.

يتم تحديد الأهداف والمبادئ التوجيهية ذات الصلة حسب نوع العميل والوضع الفردي والتفضيلات. يسعى المزيد والمزيد من المستثمرين الأفراد للحصول على دعم مديري المحافظ المحترفين. بدأت الصناديق المشتركة للأفراد (Retail Mutual Funds) في النمو بسرعة في السوق الصاعدة في الثمانينيات. يوجد الآن عدد أكبر من الصناديق المشتركة أكثر من الأسهم في بورصة نيويورك، ومئات صناديق النقد المتداولة في

<sup>31</sup> وهما معناها: طريقة سير الخطة.

البورصة (Exchange-Traded Funds (ETFs))، وكلها يديرها مديرو المحافظ. في كثير من الحالات، يتم تكليف هؤلاء المديرين بإدارة فئة من الأصول الفردية، على الرغم من أن عدد الصناديق المختلطة (hybrid funds)، التي تتطلب إدارة أوزان فئة الأصول، قد نما بسرعة منذ عام 2009.

نمت الأعمال ذات القيمة الصافية العالية (High-Net-Worth Business) بسرعة، مع ارتباط مستوى الخدمة بمستويات أصول العميل. عادةً ما يتلقى العملاء الذين لديهم أصول تزيد عن 5 ملايين دولار نصائح وجهاً لوجه بشأن تخصيص الأصول واختيار المدير التي تكملها خدمات أخرى متعلقة بالمال. يتلقى العملاء الأصغر مستوى خدمة أقل من خلال الاستبيانات والمحادثات الهاتفية عبر الإنترنت.

تمثل خطة معاشات التقاعد ذات المزايا المحددة (Defined Benefit (DB) Pension) مجموعة من الأموال التي تخصصها شركة أو مؤسسة حكومية أو نقابة لدفع رواتب للعمال في التقاعد تحدها صيغ محددة مسبقاً على أساس الأجور. تتميز خطة معاشات التقاعد (DB) بجدول زمني للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة التي يتم تحديد شكلها بواسطة التركيبة السكانية لراعي الموظف (Sponsor's Employee). القيمة الحالية لهذا التدفق من المدفوعات، أو المسؤولية، تختلف مع أسعار الفائدة.

يتمثل هدف مدير المحفظة في وضع سياسات تخصيص الأصول ورسم سياسات التمويل، لتلبية احتياجات التدفقات النقدية بأقل تكلفة ممكنة وأقل مخاطر التقصير في التدفقات الخارجة المطلوبة. تقوم الخطط بشكل متكرر بتوظيف مستشاري معاشات تقاعدية لمساعدتهم في تخصيص الأصول داخلياً، أو في بعض الحالات تعيين مديرين خارجيين لتخصيص أصول خطة معاشات التقاعد (DB).

تتطلب المعايير المحاسبية من الشركات الأمريكية أن تُدرج في بياناتها المالية تأثير التغيرات في القيم الحالية للمسؤولية المتعلقة بالتغيرات في القيم السوقية للأصول المحتفظ بها لموازنتها. يتطلب ذلك إدارة وثيقة للعلاقة بين الأصول والخصوم، وتقوم العديد من الشركات باستبدال خطط قواعد البيانات الخاصة بها بأشكال بديلة من برامج تقاعد الموظفين لتجنب المخاطر الكامنة.

السيارة البديلة (Replacement Vehicle) الأكثر شيوعاً هي خطة المساهمة المحددة (401 (k) أو DC). خطة معاشات التقاعد (DB) عبارة عن برنامج هجين يجمع بين رعاة الشركة والمستخدمين الفرديين للبرنامج. يقرر الموظفون الفرديون مقدار التوفير وكيفية استثماره، وتدعم الشركات هذا الجهد من خلال مطابقة المساهمات وخدمات الدعم الاستشارية. يتم تعيين مديري المحافظ من قبل الشركات لتوفير خيارات استثمار

متنوعة متعددة الأصول، وإدارة منتجات من فئة الأصول الفردية، وإرشادات تخصيص الأصول واختيار السيارة المناسبة.

مديرو المحافظ مسؤولون عن محافظ فئة الأصول الأساسية على أساس مستقل وضمن المنتجات متعددة الأصول. نادراً ما يكونون هم أنفسهم مخصصي الأصول، لأن إدارة المحافظ على مستوى الأمان تميل إلى إشراك درجة أكبر من التخصص داخل فئة الأصول؛ على سبيل المثال، يتم تداول السندات ذات العائد المرتفع (High-Yield Bonds) بشكل مختلف عن السندات ذات الدرجة الاستثمارية (Investment-Grade Bonds)، وكلاهما يتم تداولهما بشكل مختلف عن سندات الأسواق الناشئة (Emerging Market Bonds). في معظم الحالات، يوجد مديرين نشطين وآخرين غير فعالين يعملون في نفس فئة الأصول، على الرغم من أن الأسواق الأقل سيولة لديها عموماً صناديق مؤشر (Index Funds) أقل.

تتطلب فئات الأصول ذات العائد النشط المحتمل والمعدل حسب المخاطر (ألفا) وأقل السيولة رسوماً أعلى وتعويضات مدير المحفظة لنفس أحجام الأصول. في هذه المحافظ، يكون المديرون مسؤولين عن تحديد أوزان الأوراق المالية، لكن يجب عليهم أيضاً البحث عن الأوراق المالية المتاحة وإدراك القدرة على بيع مراكزهم.

### 3. تحديد أهداف العميل للمحفظة المتنوعة

تتمحور إدارة المحافظ الاستثمارية حول تقديم أداء استثماري يعزز قدرات العملاء على تحقيق أهدافهم المالية. لذلك، فإن فهم العملاء ومواقفهم هو الخطوة الأولى في إدارة المحافظ الفعالة. ماذا يحتاج العملاء؟ ماذا يريدون؟ ما هي تفضيلاتهم؟ ما الذي يمكنهم تحمله؟ وبالطبع ما هي أوضاعهم المالية الحالية؟ يركز هذا الفصل على فهم العملاء وتقييم ظروفهم وترجمة تلك المعلومات إلى مخططات قابلة للتنفيذ للمحافظ. تلخص بيانات سياسة الاستثمار (Investment Policy Statements (IPSS)) التفاهم بين العملاء ومستشاريهم. بمعنى ما، تشبه IPS عقدًا قانونيًا: كل ما هو متوقع من كل طرف يجب توضيحه بأكثر قدر ممكن من الوضوح في IPS.

بينما يتم تحديد عوائد الاستثمار بسهولة، فإن مخاطر الاستثمار تعني أشياء مختلفة لأشخاص مختلفين.

## الفصل الثالث: عملية إدارة المحفظة وبيان سياسة الاستثمار

### أولاً: عملية إدارة المحفظة

#### 1. مفهوم المحفظة

أ. ماذا نعني بإدارة المحافظ؟ بناءً على المفاهيم العامة، يمكن ببساطة مساواتها بتداول الأوراق المالية في محاولة للتغلب على السوق. من المؤكد أن العديد من مديري المحافظ الأكثر شهرة والأعلى أجراً يتم الإشادة بهم لقدرتهم على انتقاء الأوراق المالية في عالم محدد جيداً، مثل أسهم نمو الشركات الصغيرة في الولايات المتحدة. ومع ذلك، فإن هذا منظور ضيق للغاية يفصل تمامًا إدارة المحافظ عن الاحتياجات النهائية للعميل. منظور أكثر شمولية لإدارة المحافظ، ينعكس في منهج CFA<sup>32</sup>، على سبيل المثال، يركز على العميل والحاجة إلى معالجة الصورة المالية الكاملة للعميل. نعتمد هذا المنظور الأوسع هنا.

ب. «المحفظة هي الوثيقة الأساسية التي تؤكد من حيث الكم والنوعية على حد سواء التحقق من صحة ترشيح الفرد لمنصب، سواء كان طالباً واعدًا أو موظفًا مناسبًا أو مقدم خدمة مناسب» (Hui, 2020, p. 07).

ج. المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الاستثمارات المالية مثل الأسهم والسندات والسلع والنقد، والنقد المعادل، بما في ذلك الصناديق المغلقة وصناديق الاستثمار المتداولة (صناديق الاستثمار المتداولة). يعتقد الناس عمومًا أن الأسهم والسندات والنقد تشكل جوهر المحفظة. على الرغم من أن هذا هو الحال غالبًا، إلا أنه لا يلزم أن يكون هو القاعدة. قد تحتوي المحفظة على مجموعة واسعة من الأصول بما في ذلك العقارات والفنون والاستثمارات الخاصة. (Tardi, 2020)

#### 2. إدارة المحفظة

يمكنك اختيار الاحتفاظ بمحفظتك وإدارتها بنفسك، أو يمكنك السماح لمدير أموال أو مستشار مالي أو متخصص مالي آخر بإدارة محفظتك.

ويمكن تقسيم عملية إدارة المحفظة إلى ثماني خطوات رئيسية:

❖ تقييم خصائص العميل.

<sup>32</sup> The Chartered Financial Analyst (CFA): شهادة المحلل المالي المعتمد.

- ❖ تقييم فرص السوق.
- ❖ تحديد الأهداف والقيود.
- ❖ وضع استراتيجية الاستثمار الشاملة، بما في ذلك تخصيص الأصول.
- ❖ اختيار مديري الاستثمار وسيارة (آلية السير) محددة.
- ❖ تنفيذ الاستراتيجية.
- ❖ قياس وتقييم الأداء.
- ❖ المراقبة والضبط.

تقييم خصائص العميل مهم بشكل خاص فيما يتعلق بالأفراد. العملاء المؤسسيون هم وكلاء على أموال الآخرين ويمكنهم عادة الحفاظ على الموضوعية النزيهة فيما يتعلق بفرص الاستثمار. نادراً ما يكون العملاء الأفراد نزيهين: إنها أموالهم في النهاية. العواطف والتجارب والآمال والأحلام، وكذلك التحيزات كلها أمور مهمة. تستغرق الشركات التي تلبية احتياجات العملاء ذوي الثروات العالية وقتاً لفهم عملائها جيداً وتصميم استراتيجيات مخصصة لهم.

من الطرف الآخر، تحدد شركات السوق الشامل عادةً للعملاء استراتيجيات عامة بناءً على استبيان بسيط. يحتاج كل من العميل ومدير المحفظة إلى تقييم واقعي لفرص السوق. في أواخر التسعينيات، استقر العديد من العملاء والمستشارين البيانات التاريخية للاعتقاد بأن عوائد الأسهم الأمريكية التي تبلغ حوالي 13 في المائة سنوياً ستسود في المستقبل غير المحدد. بالطبع، تعافت السوق من أدنى مستوياتها في عام 2002 لتصل إلى مستويات قياسية جديدة في أكتوبر 2007. ولكن بحلول خريف عام 2008، عانى المستثمرون في الأسهم من "عقد ضائع Lost Decade" حيث تخلى السوق عن جميع مكاسبه منذ عام 1998. أسواق الأسهم العالمية منذ ذلك الحين تتعافى بقوة، حيث ارتفع مؤشر MSCI ACWI بنسبة 256%، وارتفع مؤشر S&P 500 بنسبة 289% من أدنى مستوى في مارس 2009 حتى نهاية يونيو 2018.

كما سيتم مناقشته أدناه، يجب توثيق خطة الحساب بشكل صريح في بيان سياسة الاستثمار (IPSS) (Investment Policy Statements) الذي يلخص التفاهم بين العميل والمستشار. تحدد الأقسام المركزية للبيان IPS أهداف المخاطر والعائد بالإضافة إلى القيود المهمة المفروضة على المحفظة. بمجرد تحديد هذه المكونات، فإن الخطوة التالية هي تحديد استراتيجية الاستثمار الشاملة، مع الأخذ في الاعتبار معايير الحساب وتقييم فرص السوق. وعادة ما يشار إلى النتيجة على أنها توزيع استراتيجي للأصول لأن التركيز الأساسي

ينصب على التوزيع طويل الأجل بين فئات الأصول الرئيسية. بالنسبة للعملاء الذين لديهم التزامات محددة جيداً، مثل خطط المعاشات DB، يجب تضمين كل من الأصول والخصوم في التحليل.

الخطوة التالية هي اختيار مديري الاستثمار والسيارة (آلية السير) التي سيتم استخدامها لتنفيذ التوزيع الاستراتيجي للأصول. على سبيل المثال، قد يتم تعبئة مخصصات النمو ذات رأس المال الكبير بصندوق مؤشر، أو عن طريق تعيين مدير نشط لحساب منفصل، أو من خلال مجموعة من المديرين النشطين وصناديق المؤشرات. من حيث المبدأ، ينبغي اتخاذ قرارات تخصيص الأصول والوفاء بها بشكل متزامن وليس متتابع. ومع ذلك، فمن الممارسات القياسية تعيين تخصيص الأصول أولاً، بافتراض الأداء العام داخل كل فئة من فئات الأصول، ثم تحديد المديرين.

يتطلب تنفيذ الاستراتيجية دراسة متأنية للتدفقات النقدية والسيولة وتكاليف المعاملات والضرائب. تؤثر كل هذه العوامل على كيفية إدارة المحفظة بمرور الوقت استجابة لفرص الاستثمار المتغيرة وظروف العمل. تجسد الخطوتان الأخيرتان في عملية إدارة المحفظة تخصان الأثر الرجعي. أولاً، نحتاج إلى قياس الأداء وتقييمه. هل المحفظة تعمل كما هو متوقع؟ هل تأتي القيمة من المصادر المتوقعة وبالمقادير المتوقعة؟ هل العائد أكثر من مناسب للمخاطر التي يتم تحملها؟ والخطوة الأخيرة هي مراقبة المحفظة وتعديلها لتظل ضمن المبادئ التوجيهية، وتصحيح أي نقاط ضعف ملحوظة، وتعكس التغييرات في البيئة.

### **3. تخطيط المحفظة Portfolio planning**

يمكن تعريف تخطيط المحفظة على أنه «برنامج تم تطويره مسبقاً لإنشاء محفظة من المتوقع أن تحدد أهداف الاستثمار الخاصة بالعمل. الوثيقة المكتوبة التي تحكم هذه العملية هي بيان سياسة الاستثمار (IPS<sup>33</sup>)» (Institute, 2021, p. 3275).

### **ثانياً: بناء المحفظة وتوقعات سوق رأس المال**

لبناء محفظة مناسبة للعمل، يجب أن يسعى مستشارو الاستثمار أولاً إلى فهم أهداف العميل الاستثمارية وموارده وظروفه وقيوده.

يمكن تصنيف المستثمرين إلى مجموعات واسعة بناءً على الخصائص المشتركة فيما يتعلق بهذه العوامل (على سبيل المثال، أنواع مختلفة من المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسسيين). حتى المستثمرين ضمن نوع معين،

<sup>33</sup> the investment policy statement (IPS)

سيكون لديهم دائماً عدد من المتطلبات المميزة. في هذه القراءة، ننظر بالتفصيل في التخطيط لنجاح الاستثمار على أساس الفهم الفردي للعميل.

### 1. بناء المحفظة

بمجرد تجميع IPS، يمكن لمدير الاستثمار إنشاء محفظة مناسبة. التخصيص الاستراتيجي للأصول هو التركيز التقليدي للخطوات الأولى في إنشاء المحفظة. يتم تحديد التوزيع الاستراتيجي للأصول من حيث النسبة المئوية المخصصة لفئات الأصول. فئة الأصول (Asset Class) هي «فئة من الأصول التي لها خصائص وسمات متشابهة وعلاقات مخاطر - روائد». التخصيص الاستراتيجي للأصول (Strategic Asset Allocation (SAA) هو «مجموعة التعرضات لفئات الأصول المسموح بها من قبل IPS والتي من المتوقع أن تحقق أهداف العميل طويلة الأجل بالنظر إلى ملف مخاطر العميل وقيود الاستثمار». يمكن أن تتضمن SAA سياسة التحوط من مخاطر المحفظة التي لا تغطيها بشكل صريح أوزان فئة الأصول. الأمثلة الواضحة هي نسب التحوط لمخاطر العملات الأجنبية، أو إدارة مخاطر أسعار الفائدة الناتجة عن عدم تطابق الأصول والمطلوبات، والتحوط من مخاطر التضخم. غالباً ما يتم استخدام ما يسمى بمحافظ المشتقات (Portfolios Of Derivatives) والمعدة لهذا الغرض.

التركيز على SAA هو نتيجة لعدد من مبادئ الاستثمار الهامة.

أحد المبادئ هو أن المخاطر النظامية - أو المنتظمة - (Systematic Risk) للمحفظة، وتتمثل في معظم التغيرات في قيمتها على المدى الطويل. المخاطر النظامية هي المخاطر المتعلقة بالنظام الاقتصادي (على سبيل المثال، المخاطر المتعلقة بدورة الأعمال) التي لا يمكن القضاء عليها من خلال الاحتفاظ بمحفظة متنوعة. تختلف هذه المخاطر عن المخاطر غير المنتظمة (Nonsystematic Risk)، والتي تُعرّف على أنها المخاطر الفريدة لأصول معينة، والتي يمكن تجنبها عن طريق الاحتفاظ بأصول أخرى ذات مخاطر موازنة.

المبدأ الثاني هو أن عوائد مجموعات الأصول المتماثلة (على سبيل المثال، مطالبات الديون طويلة الأجل) تعكس بشكل متوقع التعرض لمجموعات معينة من العوامل النظامية Systematic Factors (على سبيل المثال: مطالبات الديون، التغيرات غير المتوقعة في سعر الفائدة). وبالتالي، فإن SAA هي وسيلة لتزويد المستثمر بمعلومات عن المخاطر النظامية لفئات الأصول بنسب تلبي أهداف المخاطرة والعائد.

تعتمد عملية صياغة التوزيع الاستراتيجي للأصول على IPS، التي تمت مناقشتها بالفعل، وتوقعات سوق رأس المال.

## 2. توقعات سوق رأس المال

وهي توقعات المستثمر فيما يتعلق بالمخاطر وأفاق العائد لفئات الأصول، ولكن على نطاق واسع أو ضيق، وعلى ضوء ذلك يحدد المستثمر فئات الأصول تلك. عندما ترتبط التوقعات بأهداف العمل الاستثمارية، فإن النتيجة هي التوزيع الاستراتيجي للأصول الذي من المتوقع أن يسمح للعمل بتحقيق أهدافه الاستثمارية (على الأقل في ظل ظروف سوق رأس المال العادية).

تقليدياً، يتم تحديد توقعات سوق رأس المال من حيث العوائد المتوقعة لفئة الأصول، والانحراف المعياري للعائدات، والارتباطات بين أزواج فئات الأصول. بشكل رسمي، يتكون العائد المتوقع لفئة الأصول من معدل خالي من المخاطر وواحد أو أكثر من أقساط المخاطر المرتبطة بفئة الأصول. يتم تطوير العوائد المتوقعة من الناحية العملية بعدة طرق، بما في ذلك استخدام التقديرات التاريخية والتحليل الاقتصادي وأنواع مختلفة من نماذج التقييم. تستند تقديرات الانحرافات المعيارية والارتباط بشكل متكرر على البيانات التاريخية ونماذج المخاطر.

## 3. التخصيص الاستراتيجي للأصول

تقليدياً، يميز المستثمرون بين النقد والأسهم والسندات (الحكومية والشركات) والعقارات باعتبارها فئات الأصول الرئيسية. في السنوات الأخيرة، تم توسيع هذه القائمة لتشمل الأسهم الخاصة، وصناديق التحوط، والسندات ذات العائد المرتفع، وسندات الأسواق الناشئة، والسلع. بالإضافة إلى ذلك، يمكن اعتبار الأصول مثل الفن وحقوق الملكية الفكرية فئات أصول لأولئك المستثمرين المستعدين لاتخاذ نهج أكثر ابتكاراً وقبول بعض السيولة. أصبح الجمع بين فئات الأصول الجديدة هذه بالإضافة إلى صناديق التحوط والأسهم الخاصة تحت عنوان "الاستثمارات البديلة Alternative Investments" ممارسة مقبولة.

نظراً لأن التخصيص الاستراتيجي للأصول يتم إنشاؤه بواسطة فئات الأصول، فإن القرار بشأن كيفية تحديد فئات الأصول هذه يعد قراراً مهماً. تحديد فئات الأصول أيضاً يوضح مدى سيطرة المستثمر على خصائص المخاطر والعائد لمحفظته الاستثمارية النهائية.

على سبيل المثال، يؤدي تقسيم السندات إلى سندات حكومية وسندات الشركات، ثم تقسيم سندات الشركات إلى درجة استثمارية ودرجة غير استثمارية (عائد مرتفع) والسندات الحكومية إلى سندات حكومية محلية وأجنبية،

إلى إنشاء أربع فئات من السندات. بالنسبة لهذه الفئات، يمكن التعبير عن توقعات المخاطر والعائد ويمكن تقدير الارتباطات مع فئات الأصول الأخرى (وفي سياق إدارة الأصول والخصوم، مع الخصوم). قد يختار مدير الاستثمار الذي يريد أن ينظر صراحةً في خصائص المخاطر والعائد لفئات السندات تلك في التوزيع الاستراتيجي للأصول ومعاملتها كفئات أصول مميزة. وبالمثل، في الأسهم، يميز بعض المستثمرين بين الأسهم في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة، أو بين الأسهم المحلية والدولية، أو بين الأسهم الكبيرة والصغيرة (حسب حجم رأس المال). في بعض البيئات التنظيمية للمستثمرين المؤسسيين، تكون تعريفات فئة الأصول إلزامية، مما يجبر مديري الاستثمار على توضيح توقعات المخاطر والعائد (وتطبيق إدارة المخاطر) على فئات الأصول المحددة. وعلى العكس من ذلك، فإن التصنيف الأوسع لفئات الأصول يترك التخصيص بين فئات مختلفة من السندات والأسهم، على سبيل المثال، للمديرين المسؤولين عن فئات الأصول هذه.

عندما نريد تحديد فئات الأصول، يتم تطبيق عدد من المعايير. بشكل بديهي، يجب أن تحتوي فئة الأصول على أصول متجانسة نسبيًا مع توفير التنوع بالنسبة لفئات الأصول الأخرى. من الناحية الإحصائية، يجب أن تكون توقعات المخاطر والعائد متشابهة، ويجب أن تكون الارتباطات المزدوجة للأصول مرتفعة نسبيًا ضمن فئة الأصول ولكن يجب أن تكون أقل مقابل الأصول في فئات الأصول الأخرى. يضمن تطبيق هذه المعايير أن عملية التخصيص الاستراتيجي للأصول قد أخذت في الاعتبار جميع البدائل الاستثمارية المتاحة.

### ثالثًا: بيان سياسة الاستثمار (IPS) The Investment Policy Statement

#### 1. المفهوم

IPS هو نقطة البداية لعملية إدارة المحفظة. بدون فهم كامل لحالة العميل ومتطلباته، من غير المحتمل أن يتم تحقيق نتائج ناجحة. يمكن تعريف "النجاح" على أنه تحقيق العميل لأهدافه الاستثمارية المهمة باستخدام الوسائل التي يشعر بالراحة معها (من حيث المخاطر التي يتعرض لها والمخاوف الأخرى). تنقل IPS بشكل أساسي خطة لتحقيق نجاح الاستثمار. يتم تطوير IPS عادةً بعد مناقشة لتقصي الحقائق مع العميل. يمكن أن تتضمن هذه المناقشة استخدام استبيان مصمم لتوضيح مدى تحمل العميل للمخاطر بالإضافة إلى معالجة التوقعات فيما يتعلق بظروف معينة.

في حالة العملاء المؤسسيين، قد يتضمن تقصي الحقائق مراجعات لإدارة الأصول والخصوم، وتحديد احتياجات السيولة، ومجموعة واسعة من الاعتبارات الضريبية والقانونية وغيرها.

يمكن أن تتخذ IPS مجموعة متنوعة من الأشكال. ويشمل التنسيق النموذجي الأهداف الاستثمارية للعميل والقيود التي تنطبق على محفظة العميل. يتم تحديد أهداف العميل من حيث تحمل المخاطر ومتطلبات العائد. يجب أن تكون هذه العناصر متسقة مع بعضها البعض: من غير المرجح أن يتمكن العميل من العثور على محفظة تقدم عائداً متوقعاً مرتفعاً نسبياً دون تحمل مستوى مرتفع نسبياً من المخاطر المتوقعة. كجزء من تخطيطهم المالي، قد يحدد العملاء أهداف إنفاق محددة، والتي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد تحمل المخاطر ومتطلبات العائد.

يغطي قسم القيود العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند إنشاء محفظة للعميل تلبي الأهداف. الفئات النموذجية هي متطلبات السيولة، والأفق الزمني، والمتطلبات التنظيمية، والوضع الضريبي، والاحتياجات الفريدة. قد تكون القيود إما داخلية (أي يحددها العميل) أو خارجية (أي يحددها قانون أو لائحة).

البناء الجيد لـ: IPS لجميع العملاء هو إجراء قياسي لملف مدير الاستثمار. يجب على مدير الاستثمار بناء المحفظة بالرجوع إلى IPS وأن يكون قادراً على الرجوع إليها لتقييم مدى ملاءمة استثمار معين للعميل. في بعض الحالات، تتجاوز الحاجة إلى IPS كونها مجرد مسألة إجراء معياري. في بعض البلدان، تعتبر IPS (أو وثيقة معادلة) مطلباً قانونياً أو تنظيمياً. على سبيل المثال، يجب أن يكون لخطط المعاشات التقاعدية في المملكة المتحدة بيان بمبادئ الاستثمار بموجب قانون المعاشات التقاعدية لعام 1995 (القسم 35)، وهذا البيان هو في جوهره معيار IPS. لدى هيئة الخدمات المالية في المملكة المتحدة أيضاً متطلبات لشركات الاستثمار "المعرفة عملائها Know Their Customers". يتطلب توجيه أسواق الاتحاد الأوروبي في الأدوات المالية ("MiFID<sup>34</sup>") من الشركات تعيين العملاء للفئات (الأطراف المقابلة المؤهلة أو العملاء المؤسسيون أو عملاء التجزئة)، مع تحديد نوع الفئة وأنواع الحماية والقيود ذات الصلة بالعميل بموجب القانون.

في حالة وجود مؤسسة، مثل خطة التقاعد أو منحة الجامعة، يجوز لمؤسسة IPS وضع ترتيبات الحوكمة التي تنطبق على المحفظة الاستثمارية. على سبيل المثال، يمكن أن تغطي هذه المعلومات نهج لجنة الاستثمار لتعيين ومراجعة مديري الاستثمار للمحفظة، وتقدير هؤلاء المديرين.

يجب مراجعة IPS على أساس منتظم للتأكد من أنها تظل متسقة مع ظروف العميل ومتطلباته. على سبيل المثال، يقترح منظم المعاشات التقاعدية في المملكة المتحدة أن بيانات مبادئ الاستثمار الخاصة بخطة المعاشات التقاعدية - أحد أشكال IPS - يجب أن تتم مراجعتها كل ثلاث سنوات على الأقل. يجب أيضاً

<sup>34</sup> The European Union's Markets in Financial Instruments Directive

مراجعة IPS إذا أصبح المدير على دراية بتغيير جوهرى في ظروف العمل، وكذلك بناءً على مبادرة العمل عندما تحتاج أهدافه أو أفقه الزمني أو السيولة إلى التغيير.

## 2. المكونات الرئيسية لبيان سياسة الاستثمار

لا يوجد تنسيق قياسي واحد لـ IPS. ومع ذلك، تتضمن العديد من وثائق IPS وحوكمة الاستثمار ذات الغرض المماثل (كما ذكر سابقاً) الأقسام التالية (Institute, 2021, pp. 3276–3277):

- أ. مقدمة. يصف هذا القسم العمل.
- ب. بيان الغرض. يوضح هذا القسم الغرض من IPS.
- ج. بيان الواجبات والمسؤوليات. يفصل هذا القسم واجبات ومسؤوليات العمل، والوصي على أصول العمل، ومديري الاستثمار.
- د. الإجراءات. يشرح هذا القسم الخطوات التي يجب اتخاذها للحفاظ على تحديث IPS والإجراءات الواجب اتباعها للاستجابة لحالات الطوارئ المختلفة.
- هـ. أهداف الاستثمار. يشرح هذا القسم أهداف العمل في الاستثمار.
- و. قيود الاستثمار. يعرض هذا القسم العوامل التي تقيد العمل في السعي لتحقيق أهداف الاستثمار.
- ز. إرشادات الاستثمار. يقدم هذا القسم معلومات حول كيفية تنفيذ السياسة (على سبيل المثال، حول الاستخدام المسموح به للرافعة المالية والمشتقات) وأنواع معينة من الأصول المستبعدة من الاستثمار، إن وجدت.
- ح. التقييم والمراجعة. يقدم هذا القسم إرشادات حول الحصول على تعليقات على نتائج الاستثمار.
- ط. الملاحق:

### ❖ تخصيص الأصول الاستراتيجي

### ❖ وسياسة إعادة التوازن.

يحدد العديد من المستثمرين التخصيص الاستراتيجي للأصول ((Strategic Asset Allocation (SAA)، والمعروف أيضاً باسم سياسة المحفظة (Policy Portfolio)، وهو التخصيص الأساسي لأصول المحفظة لفئات الأصول في ضوء الأهداف الاستثمارية للمستثمر وسياسة المستثمر فيما يتعلق بإعادة موازنة أوزان فئة الأصول. قد تتضمن SAA بيان السياسة المتعلقة بمخاطر التحوط مثل مخاطر العملة ومخاطر أسعار الفائدة.

الأقسام التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً باحتياجات العميل المميزة، وربما الأكثر أهمية من منظور التخطيط، هي تلك التي تتعامل مع أهداف وقيود الاستثمار. وقد تم تسمية IPS التي تركز على هذين العنصرين على IPS في تنسيق "الأهداف والقيود" (IPS in an "objectives and constraints" format).

في الأقسام التالية، نناقش أهداف الاستثمار وتنسيق القيود الخاصة بـ IPS بدءاً من أهداف المخاطرة والعائد. إن عملية تطوير IPS هي الآلية الأساسية لتقييم ومحاولة تحسين الموقف الإجمالي المتوقع للعائد والمخاطر للمستثمر. في سياق المحفظة، يجب أن تكون أهداف وتوقعات العائد مصممة لتكون متنسقة مع أهداف المخاطر. يجب أن تتوافق أهداف المخاطر والعائد أيضاً مع القيود التي تنطبق على المحفظة. تُدرج نسبة متزايدة من المستثمرين بشكل صريح الاعتبارات غير المالية عند صياغة سياساتهم الاستثمارية.

### رابعاً: القيود في معيار بيان سياسة الاستثمار

هناك خمس فئات رئيسية من القيود في معيار IPS. يوفر كل منها معلومات محددة يجب دمجها في استراتيجية الاستثمار. هذه القيود ليست منفصلة حقاً عن أهداف المخاطرة والعائد. على وجه الخصوص، تلعب القيود دوراً دوراً في تقييم قدرة العميل على تحمل المخاطر.

1. السيولة Liquidity: يجب تسجيل أي دفعة (مدفوعات) كبيرة يجب تمويلها من المحفظة هنا. يمكن تلبية احتياجات السيولة على مدى آفاق زمنية متعددة، ولكن التركيز الأساسي يكون على المدى القريب (أقل من عام واحد) والاحتياجات المتكررة. تقلل احتياجات السيولة المرتفعة القدرة على تحمل المخاطر حيث لا ينبغي النظر إلى الأصول عالية المخاطر على أنها متوفرة بشكل روتيني لتلبية متطلبات السيولة.

2. الآفاق الزمنية Time Horizons: لدى معظم العملاء آفاق استثمار متعددة تتوافق مع أحداث و/أو أهداف مستقبلية محددة. بالنسبة للأفراد، غالباً ما تعكس هذه الآفاق مراحل دورة الحياة. تعتبر الآفاق الأطول على أنها تعني قدرة أكبر على تحمل المخاطر. بشكل عام، سيتم ربط كل فترة/أفق موثق بتخصيص مختلف للأصول في القسم التالي من IPS.

3. الضرائب Taxes: تؤثر الحالة الضريبية للعميل على كل من اختيار الأدوات (على سبيل المثال، السندات الخاضعة للضريبة مقابل السندات المعفاة من الضرائب) والاستراتيجية المناسبة للتعامل مع الأحداث الخاضعة للضريبة (مثل الأرباح/الخسائر الرأسمالية).

4. **القوانين والضبط Legal and Regulatory**: غالبًا ما يخضع العملاء المؤسسيون لقيود خارجية تفرضها المتطلبات القانونية و/أو الضبطية. يمكن أن تفرض اعتبارات الوقف والتركة قيودًا على الأفراد الذين يندرجون أيضًا في هذه الفئة.

5. **الظروف الفريدة Unique Circumstances**: تغطي هذه الفئة أي حالات خاصة واهتمامات خاصة بالعميل. على سبيل المثال، سيتم إدراج حظر على ما يسمى بأسهم الخطيئة (Sin Stocks) هنا.

بالنظر إلى الأهداف والقيود، يحدد القسم التالي من IPS استراتيجية توزيع الأصول. وهذا يشمل اختيار فئات الأصول المناسبة، وأوزان المحفظة المستهدفة لكل من الأطر الزمنية الهامة التي تمت مناقشتها في IPS، والنطاقات المسموح بها حول الأهداف، والدرجة التي قد يمارس المستشار عندها السلطة التقديرية في إدارة التخصيصات. كما تم توثيق افتراضات سوق رأس المال (أي مخاطر فئة الأصول وتقديرات العائد) الكامنة في المحفظة (المحافظ) الموصى بها في هذا القسم.

يوضح القسم التالي إلى الأخير خطة لتعديل وإعادة توازن المحفظة عبر الوقت. يصف هذا القسم في جوهره خطوات تنفيذ عملية إدارة المحفظة. تعتبر الضرائب وتكاليف المعاملات واعتبارات السيولة مركزية في هذه المناقشة.

القسم الأخير، "الجدول الزمني لمراجعات المحفظة و IPS"، يتعلق حقًا باتصالات العميل. كم مرة سيجتمع المدير بشكل روتيني مع العميل لمراجعة المحفظة؟ الاجتماعات السنوية أو الفصلية نموذجية. هل سيقدم المدير تقارير مؤقتة؟ ما هي المعلومات المحددة و/أو المتخصصة، إن وجدت، التي يطلبها العميل؟ يجب أيضًا وضع جدول زمني لمراجعة IPS بشكل روتيني مع العميل بحيث يتم تحديثه ليعكس أي تغييرات مهمة في وضع العميل. هذه العملية مهمة بشكل خاص للعملاء الأفراد لأن العديد من جوانب الحياة تؤثر على احتياجاتهم الاستثمارية.

خامسا: مثال تطبيقي لبيان سياسة الاستثمار

الشكل رقم 01: مكونات بيان سياسة الاستثمار

❖ وصف العميل

❖ الغرض من IPS

❖ واجبات الأطراف

❖ الأهداف والقيود

📌 أهداف:

▪ العائد.

▪ المخاطرة.

📌 القيود:

▪ السيولة.

▪ الأفق الزمني.

▪ الضرائب.

▪ القانون والتنظيم.

▪ ظروف فريدة.

❖ أهداف ونطاقات تخصيص الأصول

❖ إرشادات لتعديل المحفظة وإعادة التوازن

❖ الجدول الزمني للمحفظة ومراجعات IPS

المصدر: (Stewart et al., 2019, p. 22)

يبدأ قلب IPS بالأهداف؛ هذا هو المكان الذي يتم فيه ترجمة أهداف العميل النهائية إلى بيانات ملموسة حول مخاطر المحفظة والعائد. عادة ما يتم تناول العائد أولاً. يمكن عادةً ترجمة الأهداف التي يجب تحقيقها بشكل مطلق إلى معدل عائد مطلوب. على سبيل المثال، قد تتطلب متطلبات الإنفاق والحفاظ على القوة الشرائية الحقيقية صندوق وقف (Endowment Fund) لكسب عائد حقيقي على المدى الطويل بنسبة 4 في المائة على الأقل. الأهداف مع بعض المرونة فيما يتعلق بالمقدار و/أو التوقيت تترجم إلى هدف عائد مرغوب فيه وليس مطلوبًا. من السهل دمج هذه الأهداف مع اعتبارات المخاطر المتضاربة.

على الرغم من أن الدخل أو التدفق النقدي قد يكونان اعتبارات مهمة في المحفظة النهائية، إلا أن الممارسة الحديثة تملّي تحديد أهداف العائد من حيث إجمالي العائد (Total Return). من ناحية أخرى، يمكن التعبير عن أهداف العائد إما بعبارات حقيقية أو اسمية وقد تكون إما قبل الضريبة أو بعد الضريبة، بشرط أن تكون هذه الخصائص محددة بوضوح للقارئ. في بعض الحالات يكون من المناسب تحديد الهدف بالنسبة لمعيار وليس كعائد مطلق.

يجب أن يتناول قسم أهداف المخاطر في IPS كلاً من قدرة العميل واستعداده لتحمل المخاطر. القدرة على تحمل المخاطر هي في الأساس وظيفة لمعرفة ما إذا كانت النتائج السلبية المحتملة ستهدد أهداف العميل الأكثر أهمية. يعتبر الأفراد الأثرياء وصناديق المعاشات التقاعدية ذات التمويل الزائد لديهم قدرة "أعلى من المتوسط" أو "عالية" على تحمل المخاطر. يتم تحديد استعداد الفرد لتحمل المخاطر في المقام الأول من خلال العوامل النفسية. وبالتالي، قد يكون الفرد الثري جدًا غير راغب في تحمل مخاطر كبيرة على الرغم من قدرته على القيام بذلك. بالنسبة للعملاء المؤسسيين، يعكس الاستعداد لتحمل المخاطر المزيد من اعتبارات الأعمال التي تحتاج الدم البارد (Cold-Blooded Business).

على سبيل المثال، قد تختار الجهة الراعية لخطة معاشات تقاعدية ممولة بشكل زائد لتجنب المخاطر داخل الخطة لأن الخسائر الفادحة قد تتطلب مساهمات كبيرة قد تعرض المشاريع الحيوية للخطر ضمن أعمالها الأساسية. إذا كانت القدرة على تحمل المخاطر والاستعداد لتحمل تضارب المخاطر، فإن التوصية القياسية هي أن يقوم المستشار "بتثقيف العميل" ولكن في النهاية يجب أن يسترشد في المقام الأول بالاستعداد بدلاً من القدرة على تحمل المخاطر حيث يجب أن يكون العميل مرتاحًا للمخاطر التي يتعرض لها.

يجب أن يناقش قسم المخاطر أيضًا كيف يدرك العميل المخاطر. تعد التقلبات قصيرة الأجل دائمًا أحد الأبعاد المهمة للمخاطرة. ومع ذلك، كما تمت مناقشته في القسم السابق، غالبًا ما يكون لدى العملاء تصورات أخرى

للمخاطر ترتبط ارتباطاً وثيقاً بأهدافهم النهائية. بالنسبة للأفراد، تدور هذه المفاهيم عادةً حول خسارة الأموال أو التقصير في تحقيق أهداف التراكم طويلة المدى. بالنسبة للمؤسسات، غالباً ما تكون المخاطر نسبية - حيث يكون أداؤها أقل من المعيار، أو المنافسين، أو المطلوبات المتوقعة.

## الفصل الرابع: تخصيص الأصول: إطار المتوسط - التباين

### أولاً: محفزات منهج المتوسط-التباين لتخصيص الأصول

تخصيص الأصول (Asset allocation) هو «المصطلح المستخدم لوصف مجموعة الأوزان لفئات واسعة من الاستثمارات داخل المحفظة» (Stewart et al., 2019, p. 40). بمجرد تحديد أهداف وغايات المستثمر، فإن تحديد هدف تخصيص الأصول هو الخطوة الأولى في تطوير برنامج الاستثمار. ستحدد هذه الأوزان السلوك العام للمحفظة ويجب تعيينها لتتناسب مع أهداف المخاطرة والعائد للمستثمر. على سبيل المثال، يميل المستثمر المعني بمخاطر العائد الإجمالي إلى أن يكون له وزن أكبر في صناديق أسواق النقد (Money Market Funds) من المستثمر الأكثر تحملاً للمخاطر. تمثل تقنيات تخصيص الأصول (Asset Allocation Techniques) الأدوات التي تساعد المحترفين على تعيين مزيج مثالي. يمكن استخدام تقنيات مختلفة لآفاق الاستثمار قصيرة الأجل وطويلة الأجل، ولكن جميعها لها نفس الهدف المتمثل في تحديد الاستثمارات المتناسبة (Setting Proportional Investments).

يمكن أن تساعد أدوات تخصيص الأصول في حل العديد من مشكلات الاستثمار، بما في ذلك تلك التي يواجهها المستثمرون الأفراد، وخطط المعاشات التقاعدية المحددة (DB)، وخطط المساهمة المحددة (401(k))، والوقف، والمؤسسات الخيرية. على الرغم من أن التقنيات قد تكون متشابهة في المفهوم، إلا أن هناك اختلافات مهمة بين الأدوات المطبقة على المشكلات المختلفة. على سبيل المثال، تتميز خطط DB بتدفق نقدي مفصل يسرد المدفوعات المتوقعة للمتقاعدين. يعكس هذا التدفق الالتزام الذي يجب الوفاء به على المدى الطويل من خلال التمويل والاستثمار. يجب أن يؤدي تخصيص الأصول ل خطة DB إلى تحسين التطابق بين أصول الخطة وهذه المسؤولية. من ناحية أخرى، لا تعكس الخطط (401(k)) مسؤولية واحدة محددة جيداً. يجب أن يقرر المستثمرون الأفراد تخصيصات أصولهم باستخدام وكلاء للمسؤولية، مثل نفقات التقاعد المتوقعة ومصادر الدخل المستقبلية، بالإضافة إلى تفضيلات المخاطر.

### ثانياً: أنواع تخصيص الأصول

هناك ثلاثة أنواع على الأقل من تخصيص الأصول:

1. تخصيص إستراتيجي Strategic Allocation: تم تعريف التخصيص الاستراتيجي، كما عرفه

الحائز على جائزة نوبل بيل شارب (1987) هو: «تخصيص على أساس أهداف طويلة المدى». على

سبيل المثال، إذا كنت بحاجة إلى تعيين تخصيص الأصول اليوم لمدة 30 عامًا مقبلة، فستحدد

تخصيصًا استراتيجيًا. سيكون التخصيص الاستراتيجي الثابت متسقًا مع فرص الاستثمار المستمرة وتحمل المخاطر. قد لا يكون التخصيص الثابت مناسبًا للفرد الذي يخطط للتحويل من الادخار إلى الإنفاق في وقت ما في المستقبل. في الممارسة العملية، تتم مراجعة المخصصات الاستراتيجية كل ثلاث إلى خمس سنوات على الأقل.

2. **تخصيص تكتيكي *Tactical asset allocation***: يستجيب التخصيص التكتيكي للأصول للتغيرات قصيرة الأجل في فرص الاستثمار. يُطلق على المستثمرين الذين يقومون بتعديل تعرضهم للأسهم والسندات والنقد اسم مؤقتات السوق (Market Timers) ويضبطون مخصصاتهم من الناحية التكتيكية. إنهم يسعون إلى الربح من التحركات قصيرة الأجل في السوق، ويتوقعون تغيير أوزان أصولهم في المستقبل القريب، وقد لا يفلحون كثيرًا بشأن الآثار طويلة الأجل لمتوسط أوزانهم. قد يحدد بعض مديري التخصيص النشطين نطاقًا حول الأوزان الاستراتيجية، والتي يمكن من خلالها تحديد الأوزان على المدى القصير ولكن لا تتحرف أبدًا كثيرًا بحيث تغطي الرهانات التكتيكية على التخصيص الاستراتيجي. على سبيل المثال، متوسط الوزن المستهدف على المدى الطويل بنسبة 50% مع  $\pm 10\%$ ، تسفر على 40 و 60% كنطاق؛ النطاق الذي سيشمل كلاً من المخصصات الاستراتيجية والتكتيكية.

3. **تخصيص ديناميكي *Dynamic asset allocation***: يتم توجيه التوزيع الديناميكي للأصول من خلال التغييرات في تحمل المخاطر، والتي تحدث عادة من خلال الأداء التراكمي بالنسبة لأهداف الاستثمار أو اقتراب أفق الاستثمار. تأمين المحفظة (Portfolio Insurance)، الذي كان شائعًا في منتصف الثمانينيات، هو في الحقيقة: استراتيجية تخصيص ديناميكية؛ تم تصميمه لتكرار سلوك خيار البيع عن طريق التعديل المستمر لتخصيص الأسهم بناءً على مستوى السوق. تم تنفيذ هذا التحوط والذي يعرف بـ: "تحوط دلتا (Delta Hedge)"، باستخدام العقود المستقبلية (Futures Contracts) وعمل بشكل جيد حتى انهيارت سيولة السوق في انهيار عام 1987. تشمل الأشكال الأخرى للتخصيص الديناميكي: تأمين المحفظة بنسب ثابتة (Constant Proportion Portfolio Insurance)، وتأمين محفظة الأفق الثابت (Constant Horizon Portfolio Insurance)، ونماذج تخصيص الأصول الديناميكية في الأفق (Dynamic Horizon Asset Allocation Models).

**ثالثاً: فئات الأصول Asset Classes**

يتم تعريف فئات الأصول عادةً على أنها «مجموعات من الأوراق المالية ذات الخصائص المتشابهة». من الناحية الإحصائية، تظهر مكوناتها ارتباطات عالية داخل كل فئة، ولكن ارتباط منخفض بين الفئات. كما ذكرنا سابقاً، تعد الأسهم والسندات والنقد هي أكثر أشكال فئات الأصول شيوعاً؛ يمكن توسيعها لتشمل الأسهم والسندات الدولية والعقارات ورأس المال الاستثماري وصناديق التحوط والسندات عالية العائد (غير المرغوب فيها) والسلع. غالباً ما يُفترض أن تكون ارتباطات العائد بين الفئات مستقرة وتوفر تنوعاً جذاباً في المتوسط. ومع ذلك، في ظل بعض الظروف مثل فترات أزمات السوق، يمكن أن تتغير مستويات الارتباط بسرعة وتزيل فوائد التنوع. حدث هذا في أواخر عام 2008 عندما اقتربت الارتباطات بين الأصول الخطرة (مثل فئات الأسهم والسندات ذات العائد المرتفع) بسرعة. مما يوضح الارتباط العالي بين فئات الأسهم المحلية والارتباط المنخفض نسبياً بين الأسهم والسندات الحكومية. تُظهر سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية والسندات ذات العائد المرتفع منخفضة الجودة ارتباطاً أقوى إلى حد ما مع الأسهم. ترتبط سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية ارتباطاً وثيقاً بالسندات الحكومية، لكن سندات الشركات ذات العائد المرتفع تبدو أكثر ارتباطاً بالأسهم. يُظهر التضخم ارتباطاً منخفضاً بالاستثمارات، باستثناء سندات الخزنة قصيرة الأجل للغاية.

## الارتباطات التاريخية: إجمالي العوائد الشهرية، ل: 45 سنة تنتهي في 2016/12/31

التضخم	أذون الخزانة لـ 30 يوم	سندات الخزانة	سندات الشركات	أوراق مالية ذات عائد مرتفع	الأسهم الدولية	الأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة	الأسهم ذات رؤوس الأموال الصغيرة	
-0.04	-0.02	-0.02	0.12	0.54	0.52	0.76	1	الأسهم ذات رؤوس الأموال الصغيرة
-0.08	-0.01	0.1	0.24	0.54	0.64	1		الأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة
-0.06	0.00	0.04	0.18	0.47	1			الأسهم الدولية
-0.05	-0.01	0.22	0.45	1				أوراق مالية ذات عائد مرتفع
-0.21	0.03	0.88	1					سندات الشركات
-0.18	0.05	1						سندات الخزانة
0.46	1							أذون الخزانة لـ 30 يوم
1								التضخم

المصدر: (Stewart et al., 2019, p. 40)

يوضح الجدول أعلاه العوائد التاريخية عبر العديد من فئات الأصول لآفاق زمنية متعددة. على المدى الطويل، أنتجت الأسهم ذات رؤوس الأموال الصغيرة أقوى أداء مع تكلفة تقلبات أعلى. كسبت سندات الشركات عوائد مماثلة لتلك الخاصة بالسندات الحكومية، على الرغم من أن هذه الأخيرة أطول مدة. بالنسبة لصافي التضخم، كان العائد الحقيقي للاستثمارات ذات الدخل الثابت أقل بكثير من العائد على الأسهم على مدى فترات أطول.

#### رابعاً: الإطار العملي لـ: المتوسط - التباين

إن إطار التباين المتوسط (M-V)، الذي طوره سنة (1952) في الأصل هاري ماركويتز (Harry Markowitz) الحائز على جائزة نوبل وآخرون، هو نموذج شائع لحساب التخصيصات المثلى للأصول. النموذج عادل بمعنى أن المخاطرة والعائد والتفضيلات يمكن تضمينها جميعاً في شكل ما؛ بالإضافة إلى ذلك، يمكن حساب مخصصات محددة.

لتطبيق هذا الإطار، هناك حاجة إلى بعض الافتراضات حول الواقع. يحتاج المستثمرون إلى تجنب المخاطرة وتعظيم الثروة؛ تعكس هذه الافتراضات العالم الحقيقي. افتراض آخر هو أن العوائد يتم توزيعها بشكل طبيعي (أو يمكن تحويلها إلى هذا التوزيع)، أو أن المستثمرين مهتمون فقط بالمتوسط والتباين (أو شبه التباين)؛ هذا مجرد تقريب للواقع. تشير التحليلات الإحصائية إلى أن العوائد التاريخية تظهر حجماً أكبر مما تقترحه التوزيعات العادية. بعبارة أخرى، تحدث الأشياء السيئة والجيدة حقاً بشكل متكرر أكثر مما يتنبأ به منحنى على شكل جرس (Bell-Shaped Curve).

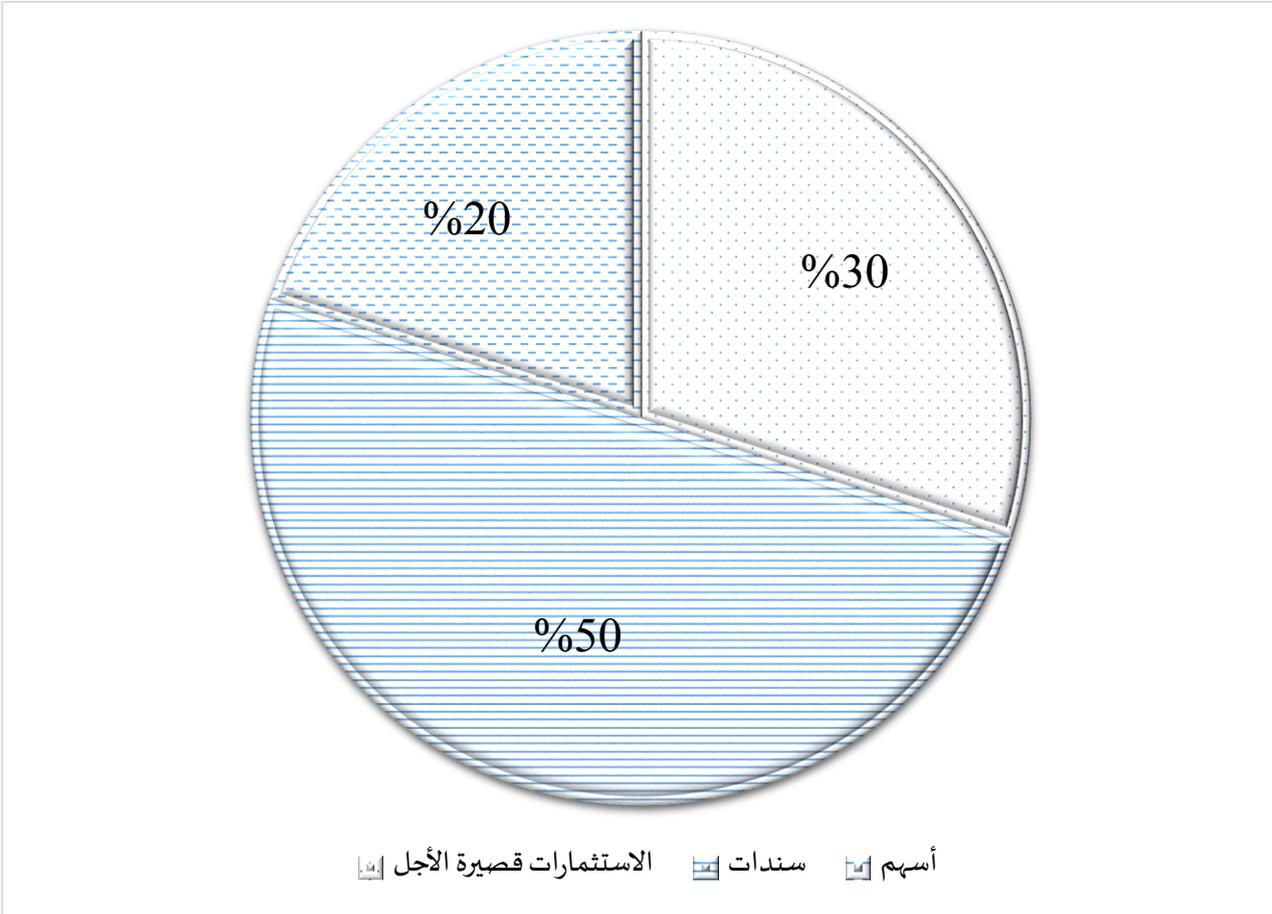
إذا كنت تستخدم نموذج  $M-V$  لتعيين التخصيصات، فمن المنطقي من الناحية العملية فحص تخصيصات الإعداد باستخدام بيانات المخاطر والعائد التي تم إنشاؤها خلال فترات مختلفة. نجد أيضاً أن نموذج  $M-V$  حساس جداً حتى للتغيرات الصغيرة في المدخلات. يعد تقييم نتائجك باستخدام عمليات المحاكاة التاريخية التي تتضمن سيناريوهات أسوأ الحالات ممارسة جيدة أيضاً.

إذن؛ ماذا يمكننا أن نفعل بإطار المتوسط - التباين؟ بالنظر إلى النموذج، يمكننا تقدير قيم السوق المستقبلية للثروة. يمكننا أيضاً حساب فترات الثقة حول هذه التوقعات. يمكن تقدير احتمالية فقدان مستويات مختلفة من الثروة على مدى فترات مختلفة، بالنظر إلى افتراضات متوسط التباين. ويمكن لمستخدم النموذج حساب مزيج مثالي من الاستثمارات يعكس تفضيلات المستثمر في المقايضة بين المخاطرة والعائد. يمكن تعريف المخاطر على أنها تباين العائد، أو شبه التباين، أو احتمال خسارة المال، أو المخاطر المتعلقة بالالتزام. علاوة على ذلك، يمكن تضمين آفاق زمنية متفاوتة بالإضافة إلى قيود الثروة والعائد والمخاطر والافتراض.

**الفصل الخامس: أنواع المحافظ المالية**

قد تفكر في المحفظة الاستثمارية على أنها فطيرة مقسمة إلى قطع ذات أحجام مختلفة على شكل إسفين، كل قطعة تمثل فئة أصول مختلفة و / أو نوعاً من الاستثمار. يهدف المستثمرون إلى إنشاء محفظة متنوعة بشكل جيد لتحقيق تخصيص محفظة للمخاطر والعائد بما يتناسب مع مستوى تحملهم للمخاطر. على الرغم من أن الأسهم والسندات والنقد يُنظر إليها عمومًا على أنها اللبنة الأساسية للمحفظة، إلا أنه يمكنك تنمية محفظة بها أنواع مختلفة من الأصول - بما في ذلك العقارات وأسهم الذهب وأنواع مختلفة من السندات واللوحات والمقتنيات الفنية الأخرى.

تخصيص الأصول لمحفظة متحفظة (مثال إفتراضي)



المصدر: (Tardi, 2020)

تقدم السندات بنسبة 50%، و 20% من الأسهم، و 30% من الاستثمارات قصيرة الأجل مثلاً على محفظة استثمارية متحفظة.

تخصيص المحفظة الموضح أعلاه مخصص لمستثمر لديه درجة تحمل منخفضة للمخاطر. بشكل عام، تحاول الإستراتيجية المحافظة حماية قيمة المحفظة من خلال الاستثمار في الأوراق المالية منخفضة المخاطر. في المثال، ستلاحظ أنه تم تخصيص نسبة 50% كاملة للسندات، والتي قد تحتوي على شركات عالية الجودة وسندات حكومية، بما في ذلك البلديات (مونيس).

يمكن أن يشمل تخصيص الأسهم بنسبة 20% الأسهم الممتازة أو الأسهم الكبيرة، وقد تشمل 30% من الاستثمارات قصيرة الأجل النقد وشهادات الإيداع (CD) وحسابات التوفير عالية العائد. يتفق معظم خبراء الاستثمار على أنه على الرغم من أنه لا يضمن عدم الخسارة، إلا أن التنوع عنصر أساسي للوصول إلى الأهداف المالية بعيدة المدى مع تقليل المخاطر إلى الحد الأدنى.

كما يمكن أن يكون هناك العديد من الأنواع المختلفة من المحافظ واستراتيجيات على حسب اجتهاد مديري المحافظ ورغبة المستثمرين ومديري الأموال. يمكنك أيضًا اختيار امتلاك العديد من المحافظ، والتي يمكن أن تعكس محتوياتها استراتيجية مختلفة أو سيناريو استثمار، منظم لاحتياجات مختلفة. وما تقدمه هنا بعض الأمثلة المتعارف عليها فقط:

### أولاً: المحفظة الهجينة (A Hybrid Portfolio)

يتنوع نهج المحفظة المختلطة عبر فئات الأصول. يتطلب بناء محفظة هجينة اتخاذ مراكز في الأسهم وكذلك السندات والسلع والعقارات وحتى الفن. بشكل عام، تستلزم المحفظة الهجينة نسبة ثابتة نسبيًا من الأسهم والسندات والاستثمارات البديلة. هذا مفيد، لأنه تاريخيًا، أظهرت الأسهم والسندات والبدايل ارتباطات أقل من الكمال مع بعضها البعض.

### ثانياً: المحفظة الاستثمارية (A Portfolio Investment)

عندما تستخدم محفظة لأغراض الاستثمار، فإنك تتوقع أن يحقق السهم أو السند أو أي أصل مالي آخر عائداً أو ينمو في القيمة بمرور الوقت أو كليهما. قد يكون استثمار المحفظة إما إستراتيجيًا - حيث تشتري الأصول المالية بنية الاحتفاظ بهذه الأصول لفترة طويلة؛ أو تكتيكي - حيث تشتري الأصول وتبيعها بنشاط على أمل تحقيق مكاسب قصيرة الأجل.

**ثالثًا: محفظة هجومية "تركز على الأسهم" ( An Aggressive, Equities-Focused )****(Portfolio)**

ستحمل الأصول الأساسية في المحفظة القوية بشكل عام مخاطر كبيرة بحثًا عن عوائد كبيرة. يبحث المستثمرون الجريئون عن الشركات التي هي في المراحل الأولى من نموها ولديها عرض فريد قيمة. معظمهم ليسوا أسماء عائلية شائعة حتى الآن.

**رابعًا: محفظة دفاعية "تركز على الأسهم" ( A Defensive, Equities-Focused )****(Portfolio)**

تميل الحافظة الدفاعية إلى التركيز على السلع الاستهلاكية الأساسية التي لا تتأثر بحالات الركود. تعمل الأسهم الدفاعية بشكل جيد في الأوقات السيئة وكذلك الأوقات الجيدة. بغض النظر عن مدى سوء الاقتصاد في وقت معين، فإن الشركات التي تصنع منتجات ضرورية للحياة اليومية ستتنجو.

**خامسًا: محفظة أسهم تركّز على الدخل ( An Income-Focused, Equities )****(Portfolio)**

هذا النوع من المحفظة يحقق أرباحًا من الأسهم التي تدفع أرباحًا أو أنواع التوزيعات الأخرى لأصحاب المصلحة. يمكن أيضًا أن تتناسب بعض الأسهم في محفظة الدخل مع المحفظة الدفاعية، ولكن يتم اختيارها هنا بشكل أساسي بسبب عوائدها المرتفعة. يجب أن تولد محفظة الدخل تدفقات نقدية إيجابية. صناديق الاستثمار العقاري (REITs) هي أمثلة على الاستثمارات المدرة للدخل.

**سادسًا: محفظة مضاربة تركّز على الأسهم ( A Speculative, Equities-Focused )****(Portfolio)**

المحفظة المضاربة هي الأفضل للمستثمرين الذين يتمتعون بدرجة عالية من تحمل المخاطر. يمكن أن تشمل مسرحيات المضاربة العروض العامة الأولية (IPO) أو الأسهم التي يشاع أنها أهداف استحواذ. كما ستندرج شركات التكنولوجيا أو الرعاية الصحية في عملية تطوير منتج اختراق واحد ضمن هذه الفئة.

## المحور الرابع: المخاطر

### الفصل الأول: مفهوم وأنواع المخاطر (المخاطر المالية وغير المالية)

#### أولاً: مفهوم المخاطر

#### 1. تعريفات المخاطر Definitions Of Risk

بعبارة أساسية للغاية، يتعلق الاستثمار بالمخاطرة والعائد. في حين تظهر العديد من المشكلات في القياس اللاحق للعائد، لا يزال هناك القليل من التساؤل حول ما نعنيه بعائد الاستثمار. في المقابل، يصعب تعريف المخاطر. ولكن، لإعادة صياغة رجل القانون بوتير ستوارت (Potter Stewart): «فإننا نعرفها عندما نراها ... تشير المخاطرة إلى احتمال عدم تلبية توقعات العميل و / أو أهدافه» (Stewart et al., 2019, p. 20). هذه الفكرة العامة تطرح بعض الأسئلة المهمة.

❖ ما هو الأفق المناسب؟

❖ هل هو احتمال فقدان الهدف أو العجز عن تحقيق مقدار منه؟ أم أن هناك مزيج من الاحتمالية

والمقدار؟

❖ كيف يمكننا تحويل مفهومنا للمخاطر إلى مقياس قابل للاستخدام للمخاطر؟

❖ هل من المناسب الاهتمام بالنتائج المرحلية أي طريق الثروة قبل بلوغ أفق الاستثمار؟

يجب أن يكون واضحاً أنه لا يوجد مفهوم عالمي بسيط للمخاطر كافٍ لجميع المواقف؛ يمكن أن تعني المخاطر أشياء مختلفة لأناس مختلفين في أوقات مختلفة. ومع ذلك، فإن كلا من الاتصال الفعال مع العملاء وإدارة استراتيجيات الاستثمار يتطلب واحداً أو أكثر من المفاهيم الملموسة والقابلة لقياس للمخاطر. تقع معظم مفاهيم المخاطر في واحدة من فئتين.

**التقلب Volatility:** من هذا المنظور، فإن الانحرافات - الإيجابية أو السلبية - عن النتيجة المتوقعة تشكل مخاطرة. حيث يرتبط التقلب عمومًا بالمفهوم الإحصائي للانحراف المعياري أو التباين المكافئ. تتميز هذه التدابير بوجود علاقة صريحة وبسيطة نسبياً بين مخاطر الأصول الفردية ومخاطر محفظة الأصول. وبالتالي، فمن السهل دمج التقلبات في الجوانب التشغيلية لعملية إدارة المحفظة: إنشاء المحفظة، والمراقبة، والتقييم.

ومع ذلك، يجد معظم العملاء صعوبة في فهم الصلة بين تقلب المحفظة وأهدافهم النهائية لأنهم لا يرون إمكانية تحقيق عوائد أفضل من المتوقع على أنها مخاطر. هذا ينطبق بشكل خاص على المستثمرين الأفراد

لأنهم يميلون إلى ربط المخاطر بخسارة الأموال بدلاً من العوائد غير المؤكدة وتتعلق أهدافهم النهائية باستهلاك السلع والخدمات بدلاً من قيم المحفظة. يشعر العملاء المؤسسيون عموماً براحة أكبر في ربط المخاطر بالتقلبات. يرجع ذلك جزئياً إلى أن العملاء المؤسسيين غالباً ما يكونون متخصصين في الاستثمار ولديهم فهم قوي لنظرية الاستثمار. بالإضافة إلى ذلك، قد تكون المحفظة مرتبطة بشكل مباشر بهدف معين، مثل تمويل الالتزامات المتوقعة للمعاش التقاعدي، مما يجعل التقلبات في الاعتبار أقل أهمية. ومع ذلك، يجد العديد من العملاء المؤسسيين أيضاً أن التقلبات مقياساً غير كافٍ للمخاطر.

## 2. النتائج *Outcomes*

تتبنى مقاييس المخاطر في هذه الفئة على النظر من خلال التركيز فقط على النتائج التي تقل بعض الشيء عن عتبة العائد. تعتبر مقاييس "مخاطر التطورات السلبية *Downside Risk*" مفيدة بشكل خاص عندما لا يشبه توزيع عائدات الأصول المحتملة منحنى الجرس المتماثل المألوف المرتبط بالتوزيع العادي. لسوء الحظ، فإن الجاذبية البديهية لتدابير مخاطر التطورات السلبية تأتي بتكلفة تحليلية: لا توجد علاقة واضحة وموثوقة بين مخاطر التطورات السلبية للأصول الفردية ومخاطر التطورات السلبية المقابلة للمحافظ. وبالتالي، من الصعب دمج تدابير مخاطر التطورات السلبية بشكل صريح في عملية إدارة المحفظة.

## ثانياً: أنواع المخاطر

يعد تحديد المخاطر أحد الأجزاء المهمة الأولى في عملية إدارة المخاطر. في هذه القراءة، نحدد تصنيفين عامين للمخاطر.

❖ الأول هو مجموعة المخاطر التي تنشأ من الأسواق المالية. وفقاً لذلك، نشير إلى هذا النوع من المخاطر على أنه مخاطر مالية.

❖ المجموعة الثانية من المخاطر تشمل تلك التي تنشأ من خارج الأسواق المالية. على هذا النحو، نشير إلى هذه بـ: المخاطر غير المالية.

## 1. مخاطر مالية

المخاطر المالية هي تلك التي تنشأ من النشاط في الأسواق المالية أساساً. حيث توصلت صناعة إدارة المخاطر إلى تصنيف ثلاثة أنواع من المخاطر على أنها مالية بطبيعتها في المقام الأول. الأنواع الثلاثة الرئيسية للمخاطر المالية هي مخاطر السوق ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة.

**أ. مخاطر السوق Market Risks**

تنشأ مخاطر السوق أساساً من التحركات في أسعار الأسهم، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وأسعار السلع. وهي المخاطر التي تنشأ من التحركات في أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وأسعار الصرف وأسعار السلع. ولا يعني هذا التصنيف أن هذه العوامل الأربعة الرئيسية هي الدوافع الأساسية لمخاطر السوق. تنشأ مخاطر السوق عادة من ظروف أو أحداث اقتصادية أساسية معينة في الاقتصاد أو الصناعة أو التطورات في شركات معينة. هذه هي العوامل الأساسية للمخاطر.

كما تعد مخاطر السوق من أكثر المخاطر وضوحاً وظهوراً التي تواجهها معظم المؤسسات والعديد من الأفراد. تحظى الأسواق المالية باهتمام كبير في وسائل الإعلام، كما أن المعلومات المتعلقة بنشاط الأسواق المالية وفيرة. يخصص المستثمرون المؤسسيون والعديد من الشركات موارد كبيرة لمعالجة هذه المعلومات بهدف تحسين الأداء. يكرس العديد من الأفراد أيضاً اهتماماً كبيراً لمخاطر السوق، ويتم متابعة المنشورات المالية والبرامج التلفزيونية والإذاعية على نطاق واسع بين عامة السكان. من المحتمل أن تكون حالة المعرفة في إدارة المخاطر هي الأكبر في مجال مخاطر السوق.

**ب. مخاطر الائتمان Credit risk**

مخاطر الائتمان هي مخاطر عدم قيام الطرف المقابل بدفع مبلغ مستحق. ومنه فالخطر المالي الرئيسي الثاني هو مخاطر الائتمان. مخاطر الائتمان هي مخاطر الخسارة إذا فشل أحد الأطراف في دفع مبلغ مستحق على التزام، مثل السند أو القرض أو المشتقات لطرف آخر. في القرض، يدين طرف واحد فقط بالمال للطرف الآخر. في بعض أنواع المشتقات، يدين طرف واحد فقط بالمال للطرف الآخر، وفي أنواع أخرى من المشتقات، يمكن لأي طرف أن يكون مدينًا للطرف الآخر. يُطلق على هذا النوع من المخاطر أحياناً اسم **مخاطر التخلف عن السداد (Default Risk)** وأحياناً **مخاطر الطرف المقابل (Counterparty Risk)**. كما هو الحال مع مخاطر السوق، يمكن أن ينشأ المصدر الأساسي للمخاطر من الظروف الأساسية في الاقتصاد أو الصناعة أو ضعف السوق لمنتجات الشركة. في النهاية، يعتبر التخلف عن السداد مخاطرة خاصة بالأصول. يجب على مستثمري السندات والمشتقات النظر في مخاطر الائتمان كأحد أدوات اتخاذ القرار الأساسية.

على غرار مخاطر السوق، تعتبر مخاطر الائتمان أيضاً من المخاطر الواضحة للغاية مع إيلاء اهتمام كبير لحالات التخلف عن السداد والإفلاس والضغوط الناشئة عن عدم كفاية التدفق النقدي فيما يتعلق بالرافعة المالية. تعتبر مخاطر الائتمان من المخاطر الهامة بشكل خاص من حيث أنه على الرغم من أن أسعار السوق

يمكن أن تتخفف وترتد مرة أخرى، إلا أن حالات التخلف عن السداد والإفلاس لها آثار طويلة الأجل للغاية بالنسبة للمقترضين.

على الرغم من أن مخاطر السوق والائتمان هي مخاطر شائعة للغاية بالنسبة للمؤسسات، إلا أن الأفراد يتحملونها أيضًا في استثماراتهم الشخصية. ومع ذلك، فإنها أحد المخاطر المالية الأخرى أكثر شيوعًا بالنسبة للمؤسسات، على الرغم من أنه يمكن أن يواجهها الأفراد، غالبًا عن غير قصد.

### ج. مخاطر السيولة

وهي مخاطر ناتجة عن تدهور ظروف السوق أو قلة المشاركين في السوق، ومنه لن يتمكن المرء من بيع أصل ما دون خفض السعر إلى أقل من القيمة الأساسية. ومنه فالخطر الثالث هو مخاطر السيولة، وهي مخاطر تعديل القيمة التنازلية عند بيع أصل مالي. من أجل بيع أصل، قد يحتاج الطرف إلى خفض السعر إلى مستوى أقل من القيمة المحددة أو تقييم البائع للقيمة الحقيقية للأصل بناءً على أساسيات الأصل. في ظروف السوق المعينة، يجب على البائع أن يقدم تنازلات سعرية كبيرة. إن الاضطرار إلى تقديم تنازلات سعرية ليس أمرًا غير معتاد بالضرورة ولا يعني ضعف في أداء السوق. في الواقع، نظرًا لعدم وجود تحول في الطلب، فإن التحول إلى اليمين لمنحنى العرض من أجل بيع كمية أكبر يتوافق تمامًا مع فكرة أن البائع يجب أن يخفض السعر لبيع كمية أكبر.

### 2. المخاطر غير المالية

تنشأ المخاطر غير المالية أساسًا من الإجراءات التي تتم داخل المنظمة أو من مصادر خارجية، مثل البيئة، والمجتمع، والمنظمين، والسياسيين، والموردين، والعملاء.

تذكر أننا نشير إلى المخاطر المالية على أنها تلك التي تنشأ في المقام الأول من الأحداث التي تحدث في الأسواق المالية. على الرغم من أن معظم المخاطر لها عواقب مالية، إلا أن هناك عددًا من المخاطر التي يتم تصنيفها عادةً على أنها غير مالية بطبيعتها. تنشأ هذه المخاطر من مجموعة متنوعة من المصادر، مثل الإجراءات داخل المنظمة أو من المصادر الخارجية، مثل البيئة؛ وكذلك من العلاقة بين المنظمة والأطراف المقابلة، والمنظمين، والحكومات، والموردين، والعملاء.

يرتبط أحد المخاطر المهمة من هذا النوع ارتباطًا وثيقًا بمخاطر التخلف عن السداد ولكنه يتعامل بشكل أكبر مع تسوية المدفوعات التي تحدث قبل التخلف عن السداد مباشرة. هذا الخطر يسمى مخاطر التسوية. على سبيل المثال، لنفترض أن الطرف "أ" دخل في عقد آجل لشراء 200 مليون ين ياباني من سندات الحكومة

اليابانية من الطرف "ب". عند انتهاء الصلاحية، إذا سارت الأمور على ما يرام، فإن الطرف "أ" سيرسل المال والطرف "ب" سينقل السندات. يفي كل طرف بالتزاماته ويتوقع أن يقوم الآخر بذلك أيضًا. ومع ذلك، لنفترض أن الطرف "أ" يرسل المال ولكن الطرف "ب" لا يرسل السندات لأنه أعلن إفلاسه. في هذه المرحلة، لا يمكن للطرف "أ" استرداد الأموال، إلا في وقت لاحق من ذلك بكثير من خلال تتبع عملية الإفلاس البطيئة والمرهقة. تتكون المخاطر غير المالية من مجموعة متنوعة من المخاطر، بما في ذلك مخاطر التسوية، والمخاطر القانونية، والمخاطر التنظيمية، والمخاطر المحاسبية، والمخاطر الضريبية، ومخاطر النموذج، ومخاطر الميل، والمخاطر التشغيلية ولكن أبرزها اثنين هما:

### أ. مخاطر التشغيل (الاستغلال) *Operational Risk*

وهي المخاطر التي تنشأ إما من داخل عمليات المنظمة أو من الأحداث الخارجية الخارجة عن سيطرة المنظمة ولكنها تؤثر على عملياتها. يمكن أن تحدث المخاطر التشغيلية بسبب الموظفين أو الطقس والكوارث الطبيعية أو نقاط ضعف أنظمة تكنولوجيا المعلومات أو الإرهاب.

فالمخاطر التشغيلية هي المخاطر التي تنشأ عن عدم كفاية أو فشل الأشخاص والأنظمة والسياسات والإجراءات والعمليات الداخلية، وكذلك من الأحداث الخارجية الخارجة عن سيطرة المنظمة ولكنها تؤثر على عملياتها. على الرغم من أن العوامل التي تؤدي إلى مثل هذه المخاطر يمكن أن تنشأ خارجيًا، إلا أن المخاطر نفسها داخلية إلى حد كبير بالنسبة للمؤسسة لأنه من المتوقع أن يعمل أفرادها وأنظمتها وسياساتها الداخلية وإجراءاتها وعملياتها بشكل فعال بغض النظر عن الضغوط المفروضة عليها من قبل قوى خارجية.

يعتبر الموظفون أنفسهم مصادر رئيسية للمخاطر الداخلية المحتملة. تترك البنوك جيدًا مدى تعرضها لسرقة الموظفين، نظرًا للسهولة التي يتمتع بها العديد من الموظفين بالوصول إلى الحسابات والأنظمة لإجراء عمليات الإدخال. ولكن حتى الموظفين الصادقين تمامًا يرتكبون أخطاء، وبعضها قد يكون مكلفًا للغاية. قد يكون الموظف الذي يقيد مبلغ 100000 دولار أمريكي لحساب شخص ما قد ارتكب خطأً صريحًا، ولكنه خطأً قد يؤدي سريعًا إلى الاختفاء السريع للمال. في الماضي، كان الموظفون حتى الإدارة العليا مذنبين بارتكاب الاحتيال المحاسبي، ليس بالضرورة لمصلحتهم المباشرة ولكن لجعل الشركة تبدو أفضل.

في البنوك والشركات الأخرى التي تتداول في الأسواق المالية، هناك خطر أن يفشل المتداول أو مدير المحفظة في اتباع القوانين أو القواعد أو الإرشادات ويعرض الشركة لمخاطر مالية كبيرة. عادة ما يوصف هذا الشخص بأنه "تاجر محتال *Rogue Trader*". كمثال واقعي نجد نيك ليسون (Nick Leeson) من بنك بارينجز

(Barings)، الذي دمر في عام 1995 الشركة التي يبلغ عمرها 200 عام من خلال الانخراط في سلسلة من الصفقات عالية المضاربة للتغطية على الخسائر، أصبح التاجر المحتال مصدر قلق قياسي لمديري المخاطر. على الرغم من أنه لم يكن واضحاً أبداً ما إذا كانت تداولات ليسان غير مصرح بها حقاً، إلا أن إرثه ترك الخوف من أن المؤسسات تتحمل مخاطر أن يقوم متداول واحد بتعريض المؤسسة بأكملها للخطر من خلال إجراء صفقات كبيرة وعالية المضاربة تعرض قاعدة رأس مال البنك بالكامل للخطر. في الأساس، التاجر المحتال هو تاجر يشارك في معاملات محفوفة بالمخاطر دون مراعاة لحدود المنظمة أو الامتثال لضوابطها. تتعرض المنظمات أيضاً للتهديد بسبب الانقطاعات في الأعمال، مثل تلك التي تسببها الأحوال الجوية القاسية والكوارث الطبيعية. يمكن أن تتسبب أحداث مثل الفيضانات أو الزلازل أو الأعاصير في حدوث أضرار كبيرة وإغلاق المنظمة مؤقتاً.

على الرغم من أن الطقس المتطرف والكوارث الطبيعية هي قوى خارجية خارجة تماماً عن سيطرة المنظمة، إلا أنها لا تعفي المنظمة من امتلاك الإجراءات الداخلية المناسبة لإدارة المشكلات التي تسببها بيئتها الخارجية. الإجراءات البسيطة ومنخفضة التكلفة إلى حد ما، مثل وجود مولدات أو مرافق احتياطية أو تزويد الموظفين بخيار العمل عن بُعد، يمكن أن تقطع شوطاً طويلاً نحو إبقاء الموظفين يعملون أثناء الظواهر الجوية الشديدة وعندما تحدث الكوارث الطبيعية. ومع ذلك، لم تستجب بعض المنظمات لتوقعات الطقس القاسية. وقد أدى عدم الاستجابة للتحذيرات إلى خسارة كبيرة.

### ب. مخاطر الملاءة المالية *Solvency Risk*

مخاطر الملاءة المالية هي مخاطر عدم بقاء المنظمة أو نجاحها بسبب نفاذ النقد للوفاء بالتزاماتها المالية. مخاطر الملاءة هي مخاطر عدم بقاء المنظمة أو نجاحها بسبب نفاذ السيولة، على الرغم من أنها قد تكون قادرة على الوفاء بالديون. ربما كان هذا هو أكثر عناصر المخاطر التي لا تحظى بالتقدير قبل الأزمة المالية لعام 2008.

غالبًا ما ارتبط انهيار بنك ليمان برادرز (Lehman Brothers) بزيادة النفوذ، والتي كانت بالتأكيد عاملاً رئيسياً في فشلها. لكن مخاطر الملاءة هي التي أجبرت الشركة على الإفلاس. بين عشية وضحاها تقريباً، اختفت سيولة بنك ليمان لأن معظم مصادر التمويل لم تعد تتحمل عن طيب خاطر مخاطر الطرف المقابل لبنك ليمان. حتى لو كانت قد حققت مكاسب كبيرة في السوق في اليوم الذي انهارت فيه، فقد تم تدميرها بالفعل بسبب مخاطر الملاءة المالية. عبر الصناعة المالية بأكملها، من صناديق التحوط إلى صناديق المعاشات

التقاعدية، تم تعلم دروس مؤلمة ولكنها قيمة حول الأهمية الحاسمة لتوافر الأموال ومخاطر الملاءة المالية، حتى لو كانت جميع المخاطر الأخرى متوافقة بشكل جيد.

ويُنظر إلى مخاطر الملاءة المالية الآن على أنها أحد العوامل الرئيسية في إدارة صندوق تحوط ناجح لأن المستثمرين حساسون للغاية لعدم استرداد استثماراتهم في حالة "التشغيل في الصندوق Run on the Fund".

### 3. التفاعلات بين المخاطر

المخاطر ليست مستقلة بالضرورة لأن العديد من المخاطر تنشأ نتيجة لمخاطر أخرى؛ يمكن أن تكون تفاعلات المخاطر غير خطية للغاية وضارة.

في بعض الحالات، يمكن أن تنتقل المخاطر المصنفة في فئة واحدة بسهولة إلى فئة أخرى. في الواقع، التفاعلات بين المخاطر عديدة. لقد قيل أن مخاطر السوق تولد مخاطر الائتمان، والتي بدورها تولد مخاطر التشغيل. أي، نظرًا لتحركات السوق غير المتوقعة، فإن أحد الأطراف مدين للطرف الآخر بأموال. بالنظر إلى طبيعة العلاقة بين المدين والدائن، يجب أن يكون لدى الطرفين عمليات داخلية تعالج المعاملات وتدفع أو تحصيل الأموال. وبالتالي، كلما كانت هناك مخاطر ائتمانية، هناك مخاطر تسوية. إذا لم تكن هناك مخاطر في السوق، فمن المحتمل أن تكون المخاطر الأخرى في السلسلة طفيفة نسبيًا. غالبًا ما تنشأ المخاطر القانونية من مخاطر السوق أو الائتمان. تحركات السوق الكبيرة تخلق خسائر لطرف واحد. هناك تاريخ طويل من الأطراف التي تبحث عن ثغرات في العقود والمقايضة لتجنب تكبد الخسارة.

المثال الأكثر وضوحًا على تفاعل المخاطر الـأي تم لمسه من قبل العديد من البنوك، والصناديق، وشركات الاستثمار الخاص في عام 2008، وكذلك صندوق التحوط Long-Term Capital Management في عام 1998. أين الرافعة المالية، التي تجلت في ارتفاع مخاطر السوق، وتفاعلت بطريقة شديدة العدوة مع مخاطر السيولة ومخاطر الملاءة المالية مما أدى إلى شل أو إغلاق العديد من شركات الاستثمار.

باختصار، من المهم إدراك أن المخاطر لا تنشأ عادةً بشكل مستقل، ولكنها تتفاعل عمومًا مع بعضها البعض، وهي مشكلة أكثر أهمية في ظروف السوق المجهد. تكون المخاطر المجمعّة الناتجة عمليًا دائمًا غير خطية من حيث أن إجمالي المخاطر التي يتم مواجهتها أسوأ من مجموع مخاطر المكونات المنفصلة.

معظم نماذج وأنظمة المخاطر لا تأخذ في الحسبان تفاعلات المخاطر بشكل مباشر، مما يجعل عواقب التفاعل مع المخاطر أسوأ. يجب أن تكون هيئات الحوكمة وإدارة الشركة والمحللون الماليون على دراية تامة بالمخاطر

والأضرار المحتملة للمخاطر مجتمعة، وأن يكونوا على دراية بمخاطر معالجة المخاطر على أنها منفصلة وغير مرتبطة.

## الفصل الثاني: قياس المخاطر (المحركات والمقاييس)

### 1. محركات المخاطر Drivers

هي عوامل الاقتصاد الكلي والصناعية العالمية والمحلية الأساسية التي تخلق المخاطر. يوضح هذا الجزء أصول المخاطر. أين نجد أن الخطر جزء من الحياة نفسها. لا أحد منا يعرف ما سيحدث لنا خلال الـ 24 ساعة القادمة، ناهيك عن فترة أطول. وبالمعنى المفاهيمي، لا تختلف المخاطر المالية عن المخاطر الأخرى التي نواجهها في الحياة. تنشأ جميع المخاطر من حقيقة أن المستقبل غير معروف. تتبع المخاطر المالية إلى حد كبير من المخاطر الاقتصادية، وتتبع المخاطر الاقتصادية من عدم اليقين في الحياة. تنشأ المحركات الأساسية للمخاطر من الاقتصاد الكلي العالمي والمحلي، والصناعات، والشركات الفردية. يمكن لإدارة المخاطر التحكم في بعض هذه المخاطر، لكنها لا تستطيع السيطرة عليها كلها. على سبيل المثال، قد يكون مدير المخاطر في الشركة قادرًا على تقليل احتمالية تعثر شركته عن السداد، لكنه لا يستطيع التحكم في تحركات أسعار الفائدة. بالنسبة للمخاطر الأخيرة، يجب عليه قبول أن تقلب أسعار الفائدة أمر مفروغ منه وأنه لا يمكنه وضع الشركة إلا لتكون قادرة على ضمان أن تعرضها للمخاطر يتماشى مع هدفها وتحملها للمخاطر. من أجل القيام بذلك، يجب أن يكون قادرًا أولاً على قياس المخاطر.

### 2. المقاييس (قياس المخاطر) Metrics

يشير مفهوم المقاييس في سياق المخاطر إلى المقاييس الكمية للتعرض للمخاطر. المقياس الأساسي المرتبط بالمخاطر هو الاحتمال (Probability). الاحتمال هو مقياس التكرار النسبي الذي يتوقع من خلاله حدوث نتيجة أو سلسلة من النتائج أو مجموعة من النتائج. يمكن للمرء أن يتحدث عن احتمال درجة نرد في لفة واحدة على أنها 6/1، أو فرصة هطول الأمطار في الـ 24 ساعة القادمة بنسبة 20٪، أو احتمالات قيام البنك المركزي باتخاذ إجراءات لزيادة أسعار الفائدة بنسبة 50٪. هذه كلها احتمالات، تختلف في المفهوم بحقيقة أن لفة النرد مرتبطة بمقياس احتمالي موضوعي، في حين أن المثالين الآخرين هما احتمالات ذاتية. من المهم ملاحظة أن الاحتمال، في حد ذاته، ليس مقياسًا كافيًا للمخاطر. لا تخبرنا فرصة الخسارة المالية بنسبة 25٪ بكل ما نحتاج إلى معرفته. هناك مقاييس أخرى للمخاطر تتضمن الاحتمالات ولكنها تقدم لنا المزيد من المعلومات.

تشمل المقاييس الشائعة للمخاطر الانحراف المعياري أو التقلب؛ المقاييس الخاصة بالأصول، مثل الإصدار التجريبي أو المدة؛ التدابير المشتقة، مثل دلتا، وجاما، وفيجا، ورو. والمقاييس الخلفية مثل القيمة المعرضة للخطر، ومعدل التحويل النقدي من المخاطر، والخسارة المتوقعة في ظل التخلف عن السداد.

الانحراف المعياري هو مقياس للتشتت في توزيع احتمالي. وعلى الرغم من وجود تعريف رياضي رسمي للانحراف المعياري، إلا أننا في هذه المرحلة نحتاج فقط إلى فهم التعريف المفاهيمي. يقيس الانحراف المعياري النطاق الذي من المتوقع أن تحدث فيه نسبة مئوية معينة من النتائج.

على سبيل المثال، في التوزيع الطبيعي، حوالي 68% من الوقت ستكون النتائج ضمن زائد أو ناقص انحراف معياري واحد للقيمة المتوقعة. سيغطي انحرافان معياريان في كلا الاتجاهين حوالي 95% من النتائج، بينما ستشمل ثلاثة انحرافات معيارية 99% من النتائج. على الرغم من استخدام الانحراف المعياري، أو التقلب، على نطاق واسع في عالم المال، إلا أن له قيودًا كبيرة. على وجه الخصوص، قد لا يكون الانحراف المعياري مقياسًا مناسبًا للمخاطر للتوزيعات غير العادية. قد لا يوجد الانحراف المعياري للتوزيعات المرتجة مع الميول الكبيرة. علاوة على ذلك، وفقًا لنظرية المحفظة الحديثة، فإن المخاطر التي تم التقاطها من خلال الانحراف المعياري للأصل تبالغ في تقدير مخاطر عوائد ذلك الأصل في سياق محفظة متنوعة. يمكن للمستثمرين تنويع ممتلكاتهم بسهولة، وبالتالي القضاء على جزء من المخاطر في محافظهم عن طريق تنويع المخاطر الآمنة المحددة. نتيجة لذلك، تؤكد معظم نظريات التقييم المالي أن قدرة المستثمرين على التخلص من المخاطر الخاصة بالأمن، أو المخاطر غير المنتظمة، تعني أن المستثمرين لا ينبغي أن يتوقعوا كسب علاوة لتعويضهم عن افتراض هذا الخطر. نتيجة لذلك، قد يتم قياس مخاطر السندات المالية بشكل أفضل من خلال الإصدار التجريبي الخاص بها، وهو مقياس لحساسية عوائد السند من عائدات محفظة السوق. يقيس بيتا (Beta) المخاطر النسبية، مما يعني مقدار مخاطر السوق التي يساهم بها الأصل في محفظة متنوعة بشكل جيد.

يصف بيتا المخاطر جيدًا لمحفظة الأسهم، لكن مصادر المخاطر الأخرى قد تتطلب مقاييس وصفية أخرى للمخاطر. المخاطر المرتبطة بالمشتقات هي أحد الأمثلة على ذلك. على الرغم من استخدام المشتقات على نطاق واسع لإدارة المخاطر، إلا أنها تفعل ذلك بافتراض مخاطر أخرى، حتى إذا تم استخدام المشتق لإنشاء تحوط من التعرض الحالي للمخاطر، فإنه لا يزال يؤدي إلى افتراض مخاطر إضافية لأن المخاطر المفترضة يتم استخدامها لموازنة المخاطر الحالية. على سبيل المثال، إذا قام المرء بشراء خيار شراء باليورو لشراء روبل

روسي، فسيكون على افتراض مخاطر سعر صرف الروبل/اليورو. نظرًا لأن معظم حالات التعرض للمشتقات مرتفعة للغاية، فمن الأهمية بمكان أن يتم قياس مخاطر المشتقات بشكل صحيح.

هناك العديد من المقاييس المتخصصة لمخاطر المشتقات. تسمى حساسية سعر المشتق لتغير طفيف في قيمة الأصل الأساسي **دلتا (Delta)**. ربما يكون أهم مقياس لمخاطر المشتقات. ومع ذلك، تقتصر **دلتا** على النقاط تغييرات صغيرة فقط في قيمة الأساس.

يتم النقاط التغييرات الكبيرة من خلال مفهوم **جاما (Gamma)**. في حين أن **دلتا** هي مخاطرة من الدرجة الأولى، فإن **جاما** تعتبر مخاطرة من الدرجة الثانية لأنها تعكس مخاطر التغيرات في **دلتا**. بعض المشتقات، مثل الخيارات، حساسة أيضًا للتغيرات في تقلب الأساس. يتم النقاط هذه المخاطر من خلال مفهوم يسمى **فيجا (vega)**، وهو مقياس من الدرجة الأولى للتغير في سعر المشتقات الناتج عن التغيير في تقلب الأساس. المشتقات حساسة أيضًا للتغيرات في أسعار الفائدة، والتي تنعكس في مقياس يسمى **رو (rho)**. معظم الخيارات لديها حساسية منخفضة نسبيًا لأسعار الفائدة. يشار إلى هذه المقاييس وغيرها من المقاييس المشتقة رياضياً بشكل جماعي باسم "الإغريق **the Greeks**".

كما ذكرنا، رغم وجود عدد كبير من المقاييس (ذكرنا الشيء اليسير منها فقط)؛ إلا هناك العديد من المخاطر الأخرى التي يصعب قياسها بالمثل. على سبيل المثال، هناك دائمًا احتمال حدوث تغييرات في قواعد المحاسبة والقوانين ومعدلات الضرائب والمتطلبات التنظيمية التي يمكن أن تؤدي إلى تكاليف كبيرة حيث تقوم الشركات بتكييف سياساتها وإجراءاتها من بيئة تنظيمية واحدة إلى بيئة تنظيمية جديدة. كيف يمكن قياس مثل هذه المخاطر؟ علاوة على ذلك، فإن الفترة الزمنية التي دامتها هذه المخاطر طويلة للغاية، وفي الواقع، غير محدودة من الناحية النظرية. غالبًا ما تكون التغييرات في هذه القواعد والقوانين مدفوعة بالسياسة. كيف يمكن للمرء تحديد هذه المخاطر في حالة عدم وجود مقاييس رقمية حقيقية؟ يعود التحليل دائمًا إلى التقييم الذاتي لاحتمالية وجود مثل هذه التهديدات وخسائرها المحتملة.

**الفصل الثالث: إدارة المخاطر Risk Management**

المخاطر -إدارة المخاطر- جزء لا مفر منه من النشاط الاقتصادي. يدير الناس عمومًا شؤونهم ليكونوا سعداء وآمنين بالقدر الذي تسمح به بيئتهم ومواردهم. ولكن بغض النظر عن مدى دقة إدارة هذه الشؤون، فهناك مخاطر لأن النتيجة، سواء كانت جيدة أو سيئة، نادرًا ما يمكن التنبؤ بها بشكل مؤكد ( Complete Certainty). هناك مخاطر متأصلة في كل ما نقوم به تقريبًا، ولكن هنا سنركز على المخاطر الاقتصادية والمالية، لا سيما فيما يتعلق بإدارة الاستثمار.

جميع الشركات والمستثمرين يديرون المخاطر، سواء بوعي أو بغير وعي، في الخيارات التي يتخذونها. يدور العمل والاستثمار في جوهره حول تخصيص الموارد ورأس المال للمخاطر المختارة. في عملية اتخاذ القرار الخاصة بهم، في بيئة من عدم التأكد (Uncertainty)، قد تتخذ هذه المنظمات خطوات لتجنب بعض المخاطر، ومتابعة المخاطر التي توفر أعلى المكافآت، وقياس وتخفيف تعرضهم لهذه المخاطر عند الضرورة. تجعل عمليات وأدوات إدارة المخاطر من السهل معالجة المشاكل التجارية والمالية الصعبة في عالم غير مؤكد. الخطر ليس مجرد مسألة مصير. إنه شيء يمكن للمنظمات إدارته بفاعلية من خلال قراراتها، في إطار إدارة المخاطر. تعد المخاطر جزءًا لا يتجزأ من الأعمال التجارية أو عملية الاستثمار. حتى في النماذج المبكرة لنظرية المحفظة الحديثة، مثل متوسط التباين الأمثل للمحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يرتبط عائد الاستثمار مباشرة بالمخاطر ولكنه يتطلب إدارة المخاطر على النحو الأمثل. يعد تحديد المخاطر وقياسها بشكل صحيح، والحفاظ على توافق المخاطر مع أهداف المؤسسة، من العوامل الرئيسية في إدارة الأعمال والاستثمارات. ينتج عن إدارة المخاطر الجيدة فرصة أكبر للنتيجة المفضلة - قيمة أكبر للشركة أو المحفظة أو فائدة أكبر للفرد.

يحتاج مديرو المحافظ إلى أن يكونوا على دراية بإدارة المخاطر، ليس فقط لتحسين نتائج المخاطر والعائد للمحفظة، ولكن أيضًا بسبب طريقتين أخريين يستخدمون فيهما إدارة المخاطر على مستوى المؤسسة:

- ❖ يساعدون في إدارة شركاتهم الخاصة التي لديها مشكلات تتعلق بمخاطر المؤسسة الخاصة بهم.
- ❖ العديد من أصول المحفظة هي مطالبات على الشركات التي لديها مخاطر. يحتاج مديرو المحافظ إلى تقييم مخاطر الشركات وكيف تتعامل هذه الشركات معها.

نتناول في هذا الجزء من الكتاب كلاً من إدارة مخاطر المؤسسات بشكل عام وإدارة مخاطر المحفظة. تنطبق المبادئ الأساسية لإدارة مخاطر المحفظة بشكل عام على إدارة مخاطر المؤسسات المالية وغير المالية أيضًا.

مفهوم إدارة المخاطر هو أيضا وثيق الصلة بالأفراد. على الرغم من أن العديد من المنظمات الكبيرة تمارس بشكل رسمي إدارة المخاطر، إلا أن معظم الأفراد يمارسونها بشكل غير رسمي والبعض يمارسها بشكل عشوائي، وفي كثير من الأحيان يستجيب لأحداث المخاطر بعد وقوعها. على الرغم من أن العديد من الأفراد يتخذون احتياطات معقولة ضد المخاطر غير المرغوب فيها، إلا أن هذه الاحتياطات غالبًا ما تكون ضد المخاطر الواضحة. غالبًا ما يتم تجاهل المخاطر الأكثر دقة. لسوء الحظ، لا ينظر العديد من الأفراد إلى إدارة المخاطر على أنها عملية رسمية ومنهجية من شأنها مساعدتهم ليس فقط على تحقيق أهدافهم المالية ولكن أيضًا الهدف النهائي أو المنفعة القصوى كما يحب الاقتصاديون تسميتها، ولكن ينبغي عليهم ذلك.

على الرغم من أن التركيز الأساسي لنا هنا ينصب على المؤسسات، إلا أننا سنغطي أيضًا إدارة المخاطر كما تنطبق على الأفراد. سوف نظهر أن العديد من الموضوعات المشتركة تكمن وراء إدارة المخاطر - وهي موضوعات قابلة للتطبيق على كل من المؤسسات والأفراد.

على الرغم من أن إدارة المخاطر غالبًا ما يُنظر إليها على أنها دفاعية، إلا أنها تعد سلاحًا هجوميًا قيمًا في ترسانة المدير. في البحث عن النتائج المفضلة، مثل ارتفاع الأرباح أو العوائد أو سعر السهم، لا تختار الإدارة عادةً النتائج ولكنها تختار المخاطر التي تتحملها لتحقيق هذه النتائج. إن اختيار المخاطر التي يتعين القيام بها من خلال تخصيص مواردها الشحيحة هو الأداة الرئيسية المتاحة للإدارة. يجب أن تعمل المؤسسة التي لديها ثقافة شاملة لإدارة المخاطر، حيث تكون المخاطر جزءًا لا يتجزأ من كل استراتيجية وقرار رئيسي، بشكل أفضل على المدى الطويل، في الأوقات الجيدة والسيئة، كنتيجة لاتخاذ قرارات أفضل.

تشير حقيقة أن جميع الشركات والمستثمرين يشاركون في أنشطة محفوفة بالمخاطر (أي أنشطة ذات نتائج غير مؤكدة) عددًا من الأسئلة المهمة. الأسئلة التي سنتناولها هذه الجزء من الكتاب تشمل ما يلي:

❖ ما هي إدارة المخاطر ولماذا هي مهمة؟

❖ ما هي المخاطر التي تواجهها المنظمة (أو الفرد) في سعيها لتحقيق أهدافها؟

❖ كيف تتأثر أهداف المنظمة بالمخاطر، وكيف تتخذ قرارات إدارة المخاطر لتحقيق نتائج أفضل؟

❖ كيف توجه إدارة المخاطر عملية إدارة المخاطر وترصد ميزانية للمخاطر لدمج أهداف المنظمة مع

أنشطتها؟

❖ كيف تقيس المنظمة وتقيم المخاطر التي تواجهها، وما هي الأدوات التي تمتلكها لمواجهة هذه

المخاطر؟

تساعد الإجابات على هذه الأسئلة بشكل جماعي في تحديد عملية إدارة المخاطر.

**أولاً: عمليات إدارة المخاطر The Risk Management Process****1. مفهوم إدارة المخاطر**

**المخاطرة Risk**، «بشكل عام، هو التعرض لعدم اليقين (*is exposure to Uncertainty*). المخاطرة هي أيضًا «المفهوم المستخدم لوصف جميع المتغيرات البيئية غير المؤكدة التي تؤدي إلى التباين وعدم القدرة على التنبؤ بالنتائج. بشكل عام، تتعلق المخاطرة بفرصة الخسارة أو النتيجة السلبية نتيجة لعمل أو تقاعس أو حدث خارجي» (Institute, 2021, p. 3354).

هذا الرأي الأخير قد يجعل الأمر يبدو كما لو أن المخاطرة شيء يجب تجنبه. لكن هذا ليس هو الحال على الإطلاق. تعتبر المخاطر عنصرًا رئيسيًا في وصفة نجاح الأعمال أو الاستثمار؛ إن العودة دون مخاطرة هي بشكل عام أمل زائف وعادة ما تكون وصفة طبية للقصور في تحقيق أهداف المرء. يجب اختيار المخاطر التي يتم اتخاذها بعناية وفهمها وإدارتها بشكل جيد للحصول على فرصة لإضافة قيمة من خلال القرارات. المخاطرة والعائد هي القوى المترابطة في العالم المالي. يركز العديد من صانعي القرار على العائد، وهو ليس شيئًا يمكن التحكم فيه بسهولة، على عكس المخاطرة، أو التعرض للمخاطر، والتي قد تتم إدارتها أو التحكم فيها بالفعل.

**التعرض للمخاطر Risk exposure** هو «المدى الذي تؤدي فيه المخاطر البيئية أو مخاطر السوق الأساسية إلى مخاطر فعلية تتحملها شركة أو مستثمر لديه أصول أو التزامات حساسة لتلك المخاطر. إنها حالة التعرض للخطر أو التعرض له. ينتج التعرض للمخاطر عن قرارات منظمة أو مستثمر يتولى الأصول والخصوم الحساسة للمخاطر» (Institute, 2021, p. 3354).

ومنه

**إدارة المخاطر Risk management** هي: «العملية التي تحدد من خلالها المنظمة أو الفرد مستوى المخاطرة الذي يتعين تحملها، وتقيس مستوى المخاطرة التي يتم تحملها، وتعديل الأخير تجاه الأول، بهدف تعظيم قيمة الشركة أو المحافظة أو الرضا العام للفرد، أو المنفعة» (Institute, 2021, p. 3355).

**2. إطار إدارة المخاطر The Risk Management Framework**

يتدفق إطار عمل إدارة المخاطر بشكل منطقي من تعريف إدارة المخاطر الذي تم تقديمه سابقًا: إنها البنية التحتية والعملية والتحليلات اللازمة لدعم الإدارة الفعالة للمخاطر في المؤسسة. يجب أن تدمج هذه العملية جوانب "المخاطر" و"العائد" الخاصة بالمؤسسة بالكامل في القرارات التي تدعم تحقيق أهدافها على أفضل وجه في حدود تحملها للمخاطر. إدارة المخاطر ليست حلاً عاماً "مقاس واحد يناسب الجميع"؛ إنها جزء لا يتجزأ

من أهداف واحتياجات المؤسسة. وبالتالي، فمن الأفضل تم تحقيقها من خلال حل مخصص. على الرغم من التخصيص، كل إدارة مخاطر يجب أن يعالج النظام أو الإطار العوامل الرئيسية التالية:

- ❖ حوكمة المخاطر
- ❖ تحديد المخاطر وقياسها
- ❖ البنية التحتية للمخاطر
- ❖ سياسات وعمليات محددة
- ❖ مراقبة المخاطر والتخفيف من حدتها وإدارتها
- ❖ الاتصالات
- ❖ التحليل الاستراتيجي أو التكامل.

### 3. حوكمة المخاطر Risk Governance

الحوكمة هي نظام المستوى الأعلى من الهياكل والحقوق والالتزامات التي يتم من خلالها توجيه المنظمات والتحكم فيها. عادة ما يتم إجراؤها على مستوى مجلس الإدارة، والحوكمة هي كيفية تحديد الأهداف، ومنح السلطة، واتخاذ القرارات ذات المستوى الأعلى. تم وضع أساس إدارة المخاطر في المؤسسة على مستوى مجلس الإدارة أيضًا. «**حوكمة المخاطر هي النهج العملي والتوجيه من أعلى إلى أسفل، والتي توجه أنشطة إدارة المخاطر لتتماشى مع المؤسسة ككل وتدعمها**». يجب أن تشمل الحوكمة الجيدة تحديد قدرة المؤسسة على تحمل المخاطر وتوفير الإشراف على المخاطر. غالبًا ما تكون الحوكمة مدفوعة بمخاوف تنظيمية، فضلاً عن الدور الائتماني للهيئة الحاكمة.

لجنة إدارة المخاطر (Risk Management Committee) هي وجه آخر من أوجه الحوكمة؛ يوفر لكبار صانعي القرار منتدى للنظر بانتظام في قضايا إدارة المخاطر. ولتحقيق أفضل النتائج لمؤسسة ما، يجب أن تأخذ إدارة المخاطر نظرة شاملة عن المؤسسة. إدارة مخاطر المؤسسة (Enterprise Risk Management) هي نهج حوكمة شامل يتم تطبيقه في جميع أنحاء المؤسسة ويتوافق مع استراتيجيتها، ويوجه إطار عمل إدارة المخاطر لتركيز أنشطة المخاطر على أهداف المؤسسة بأكملها وصحتها وقيمتها.

## **ثانياً: تحديد المخاطر وقياسها Risk Identification and Measurement**

هو الجوهر الكمي الرئيسي لإدارة المخاطر؛ وأكثر من ذلك، حيث يجب أن يتضمن التقييم النوعي والتقييم لجميع المصادر المحتملة للمخاطر وتعرض المؤسسة للمخاطر. يتضمن هذا العمل المستمر تحليل البيئة لمحركات المخاطر (Risk Drivers) ذات الصلة، وهو المصطلح الشائع المستخدم لأي عامل أساسي ينتج عنه مخاطر ذات صلة أو مهمة للمؤسسة، وتحليل الأعمال أو المحفظة للتأكد من التعرض للمخاطر، وتتبع التغييرات في التعرض للمخاطر، وحساب مقاييس المخاطر لقياس حجم هذه المخاطر في ظل سيناريوهات وضغوط مختلفة.

### **1. هيكل المخاطر Risk Infrastructure**

يشير مصطلح "هيكل المخاطر" إلى الأشخاص والأنظمة المطلوبة لتتبع التعرض للمخاطر وإجراء معظم التحليل الكمي للمخاطر للسماح بتقييم ملف تعريف مخاطر المنظمة. ستشمل هيكل المخاطر النقاط المخاطر (العملية التشغيلية الهامة التي يتم من خلالها ملء التعرض للمخاطر في نظام المخاطر)، وقاعدة بيانات ونموذج بيانات، ونماذج وأنظمة تحليلية، ومحرك ضغط أو سيناريو (a Stress or Scenario Engine)، والقدرة على إنشاء التقارير، وكذلك قدرًا من موارد الموظفين المهرة والتمكينة المخصصة لبناء وتنفيذ إطار عمل المخاطر. ومع زيادة الاعتماد على التكنولوجيا، يجب تخصيص المزيد من الوقت والجهد لاختبار البيانات والنماذج والنتائج من أجل تجنب النتيجة غير المرغوبة لمخاطر الأخطاء التي تأتي من داخل أنظمة المخاطر.

### **2. السياسات والعمليات Policies and Processes**

هي امتداد لإدارة المخاطر في كل من العمليات اليومية وعمليات صنع القرار في المنظمة. قد تكون هناك حدود ومتطلبات وقيود وإرشادات - بعضها كمي، وبعض الإجراءات - لضمان توافق الأنشطة المحفوفة بالمخاطر مع تحمل المخاطر المحدد مسبقًا والمتطلبات التنظيمية للمؤسسة. الكثير من هذا هو مجرد ممارسة أعمال منطقية: تحديث وحماية البيانات، والتحكم في التدفقات النقدية، وإجراء العناية الواجبة على الاستثمارات، ومعالجة الاستثناءات والتصعيد، وعمل قوائم مرجعية لدعم القرارات المهمة.

في إطار عمل جيد للمخاطر، من الطبيعي أن تتطور العمليات للنظر في المخاطر في جميع نقاط القرار الرئيسية، مثل قرارات الاستثمار وتخصيص الأصول. يجب أن تصبح إدارة المخاطر جزءًا لا يتجزأ من العمل وليس مجرد وظيفة شرطية أو تنظيمية.

**3. عملية مراقبة المخاطر والتخفيف من حدتها وإدارتها The Process of Risk****Monitoring, Mitigation, and Management**

إن عملية مراقبة المخاطر والتخفيف من حدتها وإدارتها هي أكثر جوانب إطار عمل المخاطر وضوحًا، ولكنها أيضًا واحدة من أكثر الجوانب صعوبة. تتطلب المراقبة الفعالة للمخاطر وإدارتها الجمع بين حوكمة المخاطر وتحديد قياسها والهيكل والسياسات والعمليات والمراجعة المستمرة وإعادة التقييم في مواجهة التعرضات المتغيرة للمخاطر ومحركات المخاطر. يتطلب التعرف على الحالات التي لا يتماشى فيها التعرض للمخاطر مع تحمل المخاطر ثم اتخاذ إجراءات لإعادة مواءمتها.

**4. التواصل Communication**

يجب أن يتم التواصل بقضايا المخاطر الحرجة بشكل مستمر وعبر جميع مستويات المؤسسة. يجب أن يتم إبلاغ المديرين بمعايير الحوكمة، مثل تحمل المخاطر والقيود المرتبطة بها، وفهمها بشكل واضح. يجب الإبلاغ عن مقاييس المخاطر بطريقة واضحة وفي الوقت المناسب. يجب مراجعة قضايا المخاطر ومناقشتها كجزء معياري من عملية صنع القرار. يجب مناقشة التغييرات في التعرض حتى يمكن اتخاذ الإجراء المناسب. يجب أن تكون هناك أيضًا حلقة ملاحظات مع هيئة الحوكمة بحيث يمكن التحقق من صحة إرشادات المخاطر ذات المستوى الأعلى أو تحديثها وإبلاغها مرة أخرى إلى بقية المؤسسة.

**ثالثًا: التحليل والتكامل الاستراتيجي Strategic Analysis and Integration**

يساعد التحليل والتكامل الاستراتيجي في تحويل إدارة المخاطر إلى سلاح هجومي لتحسين الأداء. الإدارة الجيدة للمخاطر هي مفتاح لزيادة قيمة الأعمال أو المحافظة بشكل عام. يجب أن يوفر إطار عمل إدارة المخاطر الأدوات اللازمة لفهم كيفية الأداء ولماذا بشكل أفضل والمساعدة في تحديد الأنشطة التي تضيف قيمة وأنها ليست كذلك. في مجال الاستثمار، حيث يمكن أن يدعم التحليل الدقيق قرارات الاستثمار الأفضل ويحسن الاستراتيجية والعوائد المعدلة حسب المخاطر.

## الفصل الرابع: آليات التعامل مع المخاطر

### Risk Modification تعديل المخاطر

يفترض مفهوم تعديل المخاطر أنه تم إجراء تحليل في مرحلة حوكمة المخاطر يحدد مقدار المخاطر المقبولة. إلى جانب قياسات المخاطر الفعلية، كما نوقش في الجزء السابق، يشرع مدير المخاطر بعد ذلك في موازنة المخاطر الفعلية مع المخاطر المقبولة.

من المهم أن نفهم، مع ذلك، أن تعديل المخاطر لا يعني الحد من المخاطر بشكل صارم. على سبيل المثال، المحفظة ذات الهدف الاستراتيجي المتمثل في الحفاظ على تقسيم بنسبة 50/50 بين حقوق الملكية والنقد ستجد بطبيعة الحال أنه في السوق التي يتفوق فيها النقد على حقوق الملكية، فإن الانقسام بين حقوق الملكية والنقد سيميل نحو النقد. وبالتالي، تصبح المحفظة أقل خطورة. بعد نقطة معينة، تكون مخاطر المحفظة منخفضة بشكل غير مقبول بالنظر إلى هدف العائد. وبالتالي، فإن تعديل المخاطر سيأخذ شكل إعادة التوازن عن طريق زيادة المخاطر. ومع ذلك، تركز إدارة المخاطر بشكل أكبر على تقليل المخاطر. يشار عادة إلى الحد من المخاطر باسم **التحوط (Hedging)**.

**التحوط** هو معاملة يتم وضعها لتقليل المخاطر. تم تصميم بعض التحوطات لتؤدي إلى الحد الأقصى من المخاطر - القضاء التام على المخاطر. البعض الآخر مصمم ببساطة لتقليل المخاطر إلى مستوى مقبول. بالنسبة لبعض الشركات، تهتم إدارة المخاطر في المقام الأول بالحفاظ على قدرة المؤسسة على الوفاء بها. بغض النظر عن التركيز، فإن الكثير مما يتم القيام به لإدارة المخاطر هو نفسه.

### ثانياً: الوقاية من المخاطر وتجنبها Risk Prevention and Avoidance

تتمثل إحدى طرق إدارة المخاطر في اتخاذ خطوات لتجنبه تمامًا؛ ومع ذلك، فإن تجنب المخاطر قد لا يكون بهذه البساطة التي يبدو عليها. من الصعب تجنب المخاطر تمامًا، ولكن الأهم من ذلك، أنه من غير الواضح أنه يجب تجنب كل خطر تمامًا خاصة إذا كانت هناك تكاليف عالية مرتبطة بإزالة المخاطر. بدلاً من ذلك، نختار المفاضلة بين التكلفة والفوائد. قد تكون المفاضلة الفعلية موضع نقاش لأن تقييم المخاطر وإدارة المخاطر تخضع للتباين من شخص إلى آخر.

يمكننا تقريبًا القضاء على خطر التعرض للإصابة أو القتل في حادث سيارة إذا اخترنا عدم القيادة أو الركوب في السيارة مطلقًا. ومع ذلك، مثل أي استراتيجية لتجنب المخاطر، سيكون هناك على الأرجح مقايضة من حيث فقدان الفوائد التي يوفرها النشاط. يمكننا أن نحاول حماية أطفالنا من كل الأذى، ولكن قد يأتي ذلك على

حساب إعدادهم بشكل سيء لحياة البالغين. يمكننا استثمار مدخرات التقاعد بالكامل نقدًا، ولكننا على الأرجح نتخلى عن الحماية ضد التضخم ونخسر فرصة الاستفادة من المدى الطويل للنمو الاقتصادي وأداء الأصول القابلة للاستثمار التي تستفيد من هذا النمو. تعتمد شركات التأمين بشكل كبير على تقنيات الوقاية من المخاطر وتجنبها. حيث تفضل شركة تأمين على السيارات ألا يقود حاملو وثائقهم سياراتهم أبدًا. على الرغم من أنه لا يمكن أن يمنعهم من القيام بذلك، إلا أنه يمكن أن يكافئهم بأقساط أقل إذا كانوا يقودون أقل ولديهم سجلات قيادة آمنة. تفضل شركة التأمين على الحياة ألا يدخن حاملو وثائقها، ويمكنها أن تكافئ غير المدخنين بمعدلات أقل.

نلخص في هذا الجزء بالإشارة إلى أن منع المخاطر وتجنبها هو مجرد عنصر من عناصر القرار بشأن مقدار المخاطرة التي يجب قبولها، بالنظر إلى المفاضلة بين مخاطر الخسارة وفائدة الكسب. يمكن أن يكون هناك فائدة مباشرة أو فائدة غير مباشرة لتجنب أو القضاء على المخاطر. تتضمن معظم القرارات في الحياة مفاضلة بين الفوائد والتكاليف، ولا يسهل قياس أي منهما بالضرورة. وبالتالي، فإن إدارة المخاطر هي عملية مستمرة لضبط التعرض لتحقيق مستوى المخاطر المرغوب فيه فيما يتعلق بالفوائد. إذا أظهرت عملية قياس المخاطر أن الخطر يتجاوز المستوى المقبول، فهناك ثلاث طرق لإدارة المخاطر: التأمين الذاتي، ونقل المخاطر، وتحويل المخاطر.

### ثالثًا: قبول المخاطر (التأمين الذاتي والتنوع) - Risk Acceptance: Self-

#### Insurance and Diversification

في كثير من الحالات، من منظور تحمل المخاطر ومن وجهة نظر استراتيجية، من المنطقي الحفاظ على التعرض للمخاطر - ولكن القيام بذلك بأكثر الطرق فعالية ممكنة. **التأمين الذاتي (Self-Insurance)** هو فكرة تحمل المخاطر التي تعتبر غير مرغوب فيها ولكنها مكلفة للغاية للتخلص منها بوسائل خارجية. في بعض الحالات التأمين الذاتي يعني ببساطة تحمل المخاطر. في حالات أخرى، قد ينطوي على إنشاء احتياطي لتغطية الخسائر. يمكن أن يكون اختيار عدم الحصول على تأمين صحي هو الخيار الأمثل لبعض الشباب والبالغين الأصحاء دون مسؤولية عن الأطفال. إن تخصيص بعض المال لتغطية التكاليف الصحية المحتملة يكمل صورة الفرد الذي يؤمن نفسه بالكامل.

وبالمثل، فإن أي فرد شاب يتمتع بصحة جيدة لا يشتري تأمينًا على الحياة ولكنه يشارك في خطة ادخار واستثمار منهجية جيدة التصميم ينخرط في **التأمين الذاتي**.

**التنوع (Diversification)** هو شكل آخر لقبول المخاطر، ولكن القيام بذلك بأكثر الطرق فعالية. من الناحية الفنية، فهي وسيلة للتخفيف من المخاطر التقنية. لكن التنوع و"الحدود الكفؤة the Efficient Frontier" أمران محوريان للغاية لتحليل المحفظة الحديث بحيث يبدو أن الحصول على الفوائد الكاملة للتنوع هو الشيء الواضح الذي يجب على جميع المؤسسات اتباعه - وهي نقطة بداية يمكن عندها إلحاق تعديل مخاطر آخر. على الرغم من أن التنوع هو أحد أشكال إدارة المخاطر، إلا أنه عادة ما يكون غير فعال إذا تم استخدامه بشكل منفصل.

### رابعاً: النقل، التحويل، اختيار طريقة التعديل

#### 1. نقل المخاطر (Risk Transfer)

هو عملية تمرير المخاطر إلى طرف آخر، في كثير من الأحيان، ولكن ليس دائماً، في شكل بوليصة (عقد) تأمين. أي الفكرة الرئيسية أن يمرر الفرد أو الشركة مخاطرها لشركة تأمين تتحمل عنهما تلك المخاطر وتديرها. والتأمين هو عقد قانوني يوافق فيه أحد الطرفين، المؤمن عليه، على تغطية نسبة مئوية من الخسارة التي تكبدها طرف آخر، المؤمن له، من حدث معين مقابل دفع قسط من قبل المؤمن له. التأمين كوسيلة لتعديل المخاطر موجود منذ فترة طويلة جداً، وفي الواقع، تم ذكره في قانون حمورابي منذ ما يقرب من 4000 عام. تم استخدام التأمين على نطاق واسع في صناعات الشحن التجاري والزراعة منذ مئات السنين. التأمين قديم قدم التجارة نفسها.

يشير استخدام التأمين من قبل الكثيرين كأداة لإدارة المخاطر إلى أن تكلفة المخاطر تتجاوز التكلفة الاكتوارية للعديد من الأفراد والمؤسسات. إن الاعتبار المسبق لتكلفة المخاطر من حيث قيمة المؤسسة أو منفعتها يربط التخفيف من المخاطر بقرار تحمل المخاطر وأهم قرارات الحوكمة التي يجب اتباعها بشأن استراتيجيات القيمة المضافة. كبديل لتجاهل تكلفة المخاطر، يجب أن يكون التأثير على قيمة المؤسسة إيجابياً تماماً.

#### 2. تحويل المخاطر Risk Shifting

في حين يشير نقل المخاطر إلى الإجراءات المتخذة والتي تنقل المخاطر إلى أطراف أخرى، يشير تحويل المخاطر إلى الإجراءات التي تغير توزيع نتائج المخاطر. غالباً ما يرتبط نقل المخاطر بالتأمين، بينما يتضمن تحويل المخاطر عموماً المشتقات كأداة لتعديل المخاطر. على الرغم من أن التأمين هو شكل من أشكال إدارة المخاطر على أساس تجميع أو تنوع المخاطر، فإن تحويل المخاطر يحول جزءاً من توزيع المخاطر إلى مشارك آخر في السوق يتحمل المخاطر أو يتوسط تلك المخاطر عن طريق تحويلها إلى طرف آخر. قد ترغب

المنظمة في تعديل توزيعها الاحتمالي للعائدات، وتعديل مخطط المكافآت لتعرضها للمخاطر بشكل أساسي. مثال على ذلك شركة مستعدة لتحقيق ربح أقل بقليل مما كانت ستحصل عليه إذا كان سوق الأوراق المالية على ارتفاع لمنعها من خسارة الكثير من المال إذا انخفض سوق الأسهم، على سبيل المثال، أكثر من 20% في العام المقبل. إنه يعدل نتائجه الاقتصادية المحتملة عن طريق تحويل التوزيع الاحتمالي لأرباحه المشروط بأداء السوق. يمثل تحويل المخاطر الجزء الأكبر من التحوط وهو الشكل الأكثر شيوعًا لتعديل المخاطر للمؤسسات المالية.

### 3. كيفية اختيار الطريقة التي يتم بها تعديل المخاطر

يعد اختيار طريقة التخفيف من المخاطر التي يجب استخدامها - منع المخاطر وتجنبها، أو التأمين الذاتي، أو نقل المخاطر، أو تحويل المخاطر - جزءًا مهمًا من عملية إدارة المخاطر. لحسن الحظ، الأساليب ليست متعارضة، والعديد من المنظمات تستخدم جميع الأساليب إلى حد ما. لا توجد طريقة واحدة توفر ميزة واضحة على الطرق الأخرى. كما هو الحال مع جميع القرارات، فإن المفاضلة جزء من فكرة التكاليف مقابل الفوائد التي يتم موازنتها في ضوء تحمل المخاطر للمؤسسة أو الفرد.

وللتلخيص، يجب على المتحمسين للمخاطر تحديد المخاطر التي تقدم القليل من المكافآت في ضوء التكاليف المحتملة وتجنب تلك المخاطر عندما يكون ذلك ممكنًا. يجب عليهم التأمين الذاتي حيثما يكون ذلك منطقيًا والتنويع إلى أقصى حد ممكن. يجب عليهم التفكير في التأمين عندما يمكن تجميع المخاطر ونقلها بشكل فعال إذا كانت تكلفة التأمين أقل من الفائدة المتوقعة.

إذا تم استخدام المشتقات، فيجب عليهم مراعاة المفاضلة بين تأمين النتائج مع الالتزامات الآجلة مقابل المرونة المتعلقة بالتكلفة النقدية للمطالبات الطارئة، والتي يمكن أن تفصل النتائج أو المكاسب المرجوة عن طريق تحويل المخاطر. في نهاية المطاف، يكون القرار دائمًا هو موازنة التكاليف مقابل الفوائد مع إنتاج ملف تعريف للمخاطر يتوافق مع أهداف إدارة المخاطر في المؤسسة.

## خاتمة

كان موضوعنا في هذا الكتاب المؤسسة والأسواق المالية، فكانت الانطلاقة من المؤسسة، ذلك الكيان الذي تشعب مفهومها وتعددت تعاريفها، ولعل أهم ما يجب أن يرسخ في ذهن الطالب أن المؤسسة كيان مالي بالدرجة الأولى يهدف للربح، من خلال ممارسة النشاط الإنتاجي (خلق القيمة) في الاقتصاد الحقيقي، وكذلك تعظيم قيمتها المالية من خلال نشاطها في الاقتصاد المالي.

عرضنا بعد ذلك الأسواق المالية بتفاصيلها (أنواعها، فروعها، المشتركين فيها، أهم نشاطاتها وآلية عملها...)، وفي توسعة الموضوع قمنا بجرد الأوراق المالية المصدرة المتداولة في كل سوق من الأسواق المالية بتفاصيل قدر الحاجة وبطريقة مختصر، وما يلزم أن يرسخ في ذهن الطالب أن الأسواق المالية هي ذلك المكان الذي يتداول فيه المال بشتى أنواعه وبمختلف الأزمنة وبمختلف الآليات، والمال يتداول أساسا في جميع الأسواق المالية في شكل أوراق مالية لكل ورقة سوقها وخصائصها وتفاصيلها التي تميزها.

عرجنا بعد ذلك على فكرة أساسية وهي كيف يتعامل الفرد سواء كان طبيعيا أو معنويا (مؤسسة)، مع الأسواق والأوراق المالية، وعرفنا أن ذلك الفرد في طريقه للاستثمار في تلك الأسواق قد يحوز مجموعة من الأوراق المالية (أو الأصول المالية)، وتلك المجموعة تشكل ما يعرف بالمحفظة المالية، وقد شرحنا ماهيتها وآلية بناءها وأنواعها، لنصل في الأخير أن تلك العملية (جمع الأوراق المالية) ليست بالسهولة التي يظهرها المصطلح، فالعملية تحفها الكثير من المخاطر، ونقصد بلا شك بالمخاطر اختلاف النتائج المحصلة عن تلك المتوقعة، ما يجعل قرار تجميع الأوراق المالية لبناء مخفضة مثلى يحتاج دراسات دقيقة في فهم طبيعة المخاطر وقياسها، لتحديد الاستثمار الأمثل.

والنتيجة الرئيسية التي يمكن تركها للطالب في نهاية هذا الكتاب هي: أن المؤسسة سبب في وجود الأسواق المالية من خلال بحثها عن التمويل والاستثمار، وأن الأسواق المالية سبب في ديمومة المؤسسة بتوفيرها بدائل تمويل واستثمار بتكاليف تنافسية وبتسهيلات عملية تختصر الوقت والجهد.

تم بفضل الله وحده لا شريك له

فإن أحسنت فمن عند الله وحده لا شريك له؛ وإن أخطأت فمن نفسي والشيطان؛ وأستغفر الله وأتوب

إليه

**قائمة المصادر والمراجع**

- Bersinger, S. (2017). *L'entreprise: Pour mieux la connaître*. l'Harmattan.
- Fabozzi, F. J., & Jones, F. J. (2019). *Foundations of global financial markets and institutions* (Fifth edition). MIT Press.
- Hui, V. (2020). *The architecture portfolio guidebook: The essentials you need to succeed*. Routledge/Taylor & Francis Group.
- Institute, C. (2021). *2022 CFA Program Curriculum Level I Box Set*. John Wiley & Sons, Incorporated. <http://public.eblib.com/choice/PublicFullRecord.aspx?p=6637767>
- Lamaute, D., Laganière, J., Kélada, É., Chassé, H., & Ben Kadhi, I. (2015). *L'entreprise*.
- Madura, J. (2015). *Financial markets and institutions* (11th edition). Cengage Learning.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial markets and institutions* (Ninth edition). Pearson.
- SGBV. (2021a). بورصة الجزائر SGBV. أسواق بورصة الجزائر. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>
- SGBV. (2021b). بورصة الجزائر SGBV. الشركات المتداولة. [https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe\\_cote](https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote)
- SGBV. (2021c). بورصة الجزائر SGBV. سندات الخزينة العمومية المدرجة. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=oat>
- SGBV. (2021d). بورصة الجزائر SGBV. سندات رأس المال. [https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe)
- SGBV. (2021e). بورصة الجزائر SGBV. شركة تسيير بورصة القيم. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>
- SGBV. (2021f). بورصة الجزائر SGBV. لجنة المراقبة. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152>
- SGBV. (2021g). بورصة الجزائر SGBV. وسطاء عمليات البورصة. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>
- Stewart, S. D., Piros, C. D., & Heisler, J. (2019). *Portfolio management: Theory and practice* (Second edition). John Wiley & Sons, Inc.
- Tardi, C. (2020, October 3). *Portfolio*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/portfolio.asp>
- ) . <https://www.joradp.dz/TRV/ACom.pdf2007> (5 § القانون التجاري،
- ) . <https://www.joradp.dz/trv/acivil.pdf2007> (2 § القانون المدني،
- ) . المادة 95 من القانون رقم 17-11، قانون المالية لسنة 2018 (41 2017).

- المرسوم التشريعي رقم 93-10، (1، 1993).  
القانون رقم 03-04-استدراك، (1، 2003).  
خليفي، ع. (2004). *اقتصاد المؤسسة*. دار الفودة للنشر والتوزيع.