

جامعة ابن خلدون - تيارت -  
كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

# دور المؤشرات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية

دراسة قياسية للمؤشر داوجونز

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية

الأستاذ المشرف:

- د. مدني بن شهرة

إعداد الطالبين:

- شهيري صبرينة

- مناد سهام

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: .....

السنة الجامعية: 2014/2013

# كلمة شكر

اللهم بنورك اهتدينا وبفضلك إستغنينا      وفي كنفك أصبحنا وأمسينا  
أنت الأول فلا شيء قبلك      وأنت الآخر فلا شيء بعدك

نبدأ بشكرك و به ننهي ونعوذ بك من الفشل والكسل، ومن عذاب القبر، ومن فتنة الغنى والفقير.  
نتقدم بالشكر الجزيل والامتنان العظيم إلى أستاذنا ومؤطرنا الدكتور مداني بن شهرة لما تفضل به  
من رحابة صدر، وبالعرفان العميق لقاء تحمله عبء الإشراف على المذكرة وما أمدنا به من نصح وإرشاد،  
وتوجيهات سديدة .

كما لا يفوتنا أن نشكر قرة أعيننا والدينا الكريمين، جميع إخواننا وأخواتنا الأعزاء، وأقاربنا، أزواجنا  
الأفاضل وزملائنا جميع طلبة دفعة 2014، بالخصوص الشخص الذي قدم لنا يد العون لإتمام هذا الموضوع  
جبوري خالد، وإلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد ليخرج هذا العمل إلى النور.

نسأل الله تعالى مزيدا من التفوق والنجاحات وأن يجعل علمنا كله خالصا لوجهه الكريم.

# فهرس

الشكر

المقدمة

## الفصل الأول: الإطار العام للأسواق المالية

7	تمهيد
8	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
8	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها
10	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
15	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية وعوامل نجاحها
18	المبحث الثاني: شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها
18	المطلب الأول: شروط قيام الأسواق المالية
19	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية
21	المطلب الثالث: عناصر الأسواق المالية
23	المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية و مشتقاتها
23	المطلب الأول: الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال
27	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في أسواق النقد
29	المطلب الثالث: المشتقات المالية
32	خلاصة الفصل

## الفصل الثاني: إستخدامات المؤشرات المالية و ماهية اتخاذ القرارات الإدارية

34	تمهيد
35	المبحث الأول: ماهية المؤشرات المالية

35	المطلب الأول: تعريف المؤشرات المالية وأهميتها
37	المطلب الثاني: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات المالية
39	المطلب الثالث: أهم المؤشرات المالية و أساليب بناءها
44	المبحث الثاني: ماهية اتخاذ القرارات
44	المطلب الأول: مفهوم اتخاذ القرارات وأنواعها
47	المطلب الثاني: أهمية اتخاذ القرارات
49	المطلب الثالث: خطوات اتخاذ القرارات
53	المبحث الثالث: ماهية القرارات الإدارية
53	المطلب الأول: مفهوم القرارات الإدارية
54	المطلب الثاني: علاقة المستويات الإدارية باتخاذ القرارات
57	المطلب الثالث: الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات
61	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الدراسة القياسية لدور المؤشر داوجونز الصناعي في اتخاذ قرار توزيع الأرباح
63	تمهيد
64	المبحث الأول: الإطار النظري لقرار توزيع الأرباح
64	المطلب الأول: مفهوم قرار توزيع الأرباح و أنواعه
66	المطلب الثاني: نظريات قرار توزيع الأرباح
69	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح
71	المبحث الثاني: تقديم المؤشر داو جونز الصناعي
71	المطلب الأول: تاريخ المؤشر داو جونز
72	المطلب الثاني: تركيبة المؤشر داو جونز الصناعي
75	المطلب الثالث: طريقة حساب المؤشر والانتقادات الموجهة له

79	المبحث الثالث: تطبيق الدراسة القياسية ونتائجها .....
79	المطلب الأول: تقديم عام للدراسة القياسية .....
82	المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة القياسية .....
87	المطلب الثالث: تفسير النتائج .....
89	خلاصة الفصل .....
91	الخاتمة .....
	المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	الملاحق
97	قائمة الملاحق .....
101	المراجع .....

# مقدمة

## مقدمة

يشهد العالم تغيرات اقتصادية كبيرة، فعلى خلاف صراعاته الإيديولوجية التي ما تزال متواصلة ظهرت صراعات أكثر حدة وفعالية منها، إذ أصبحت العلاقات الاقتصادية الدولية تتسم ببروز فجوة التكتلات الإقليمية والدولية، فاتحة المجال لعولمة الاقتصاد وشمولية المعاملات المالية، مما أدى إلى ظهور تنظيم جديد للتعاملات المالية والتجارية التي تتم بتراضي الأطراف.

وفي هذه الأثناء كانت فكرة الأسواق المالية تحتل مركزا مهما في معظم دول العالم خاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة، الاشتراكية منها والرأسمالية، وأخذت الأسواق المالية تلعب دورا حاسما في تحويل الاحتياجات بما يخدم الاقتصاد في الدول المتقدمة وحتى النامية، لكنها أخذت طريقا آخر في الدول المتقدمة جعلها على قمة هرمها المالي .

ولأن التحليل والفحص الدقيق للسوق يعتبر من أهم الوسائل التي تستعمل لتطبيق سياسة ناجحة للاستثمار في الأسواق المالية، فالمستثمر يحتاج إلى معلومات دقيقة عن الحالة العامة للأوراق المالية وتقلباتها، ولا يتحقق هذا إلا من خلال معرفة الأداء الكلي للسوق، وتعد المؤشرات المالية من أهم الوسائل التي تساعد المستثمر على ذلك، باعتبارها مقياس لكفاءة الأسواق المالية عبر العالم، فهي تعبر عن حركة الأوراق المالية و تقلبات أسعارها سواء في الحاضر أو على المدى الطويل، وبالتالي يمكن في ضوءه أن نحكم على أي قرار تتخذه المؤسسة، كما يمكن الاعتماد عليها في الاتجاهات المستقبلية للأسواق المالية . لأن مقدار النجاح الذي يمكن أن تحققه أي مؤسسة أصبح مرهون بقدرته وكفاءة الإدارة في ممارسة عملية اتخاذ قراراتها، في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة من طرف المؤسسة بنجاح .

مما سبق توضيحه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية في السؤال التالي: ماذا نعني بالمؤشرات المالية؟ وما هو دورها في اتخاذ القرارات الإدارية؟

تفودنا الإشكالية الرئيسية إلى طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- هل المؤشرات المالية هي المحدد الرئيسي في اتخاذ القرارات الإدارية؟
- 2- أي من المؤشرات المالية يمكن الاعتماد عليه في الدراسة القياسية للموضوع؟
- 3- ما هي الأسواق المالية الأمريكية، وما مدى قوتها في الاقتصاد العالمي؟

## مقدمة

### الفرضيات:

1- المؤشرات المالية هي المحدد الرئيسي في عملية اتخاذ القرارات الإدارية.

2- يعتبر المؤشر داو جونز الصناعي الأول في العالم، و الأكثر شيوعا .

3- الأسواق المالية الأمريكية هي التي توجه الاقتصاد العالمي.

أسباب اختيار الموضوع: من بين أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1- محاولة تقديم رؤية نظرية حول المؤشرات المالية، وأهميتها.

2- تم اختيار الموضوع للمساهمة في البحوث القائمة حول دور المؤشرات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية، و ذلك بالاعتماد على الدراسة القياسية لإثبات هذا الدور.

3- تم اختيار كل من مؤسسة كوكاكولا، مؤسسة ميكروسوفت ومؤسسة كرافت فود كمتغيرات مستقلة في الدراسة القياسية نظرا لأهميتها البالغة على مستوى العالم ككل، وأيضا لوجود علاقات اقتصادية بين الجزائر و أمريكا.

أهمية البحث: تكمن أهمية البحث في الدوافع التي جعلتنا نختار هذا الموضوع و أهمها:

1- زيادة أهمية الموضوع المطروح في كون المؤشرات المالية أداة لتحليل الأسواق المالية من جهة، وتستخدم أيضا للتنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة أخرى.

2- يبرز أيضا الاهتمام بهذا الموضوع كون القرارات تعتبر جوهر العملية الإدارية، ومن الواجبات الرئيسية للمدير.

3- يمكن إدراك أهمية البحث في استخدام الدراسة القياسية لإبراز دور المؤشرات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية.

أهداف البحث: تهدف الدراسة التي قمنا بها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل فيما يلي:

1- التعرف على المؤشرات المالية و أهميتها، بالإضافة إلى إبراز مفهوم عملية اتخاذ القرارات الإدارية، و خطواتها.

## مقدمة

2- محاولة اختيار المؤشر الأكثر شيوعا في الأسواق المالية الأمريكية وهو داو جونز الصناعي لتوضيح دوره في اتخاذ القرارات الإدارية بخصوص المؤسسات (كوكاكولا-ميكروسوفت-كرافت فود) المدرجة فيه.

3- معرفة المتغير المستقل الأكثر تأثرا من بين المتغيرات الأخرى بالمتغير التابع -داو جونز- و أهمية الدور الذي يلعبه في اتخاذ مختلف قراراتها الإدارية.

### حدود الدراسة:

تمثلت حدود الدراسة الزمنية في بحثنا هذا في الفترة الممتدة بين 12/12/2012 إلى غاية 26/12/2013 بالنسبة لنصيب السهم من التوزيعات في كل من مؤسسة كوكاكولا، مؤسسة ميكروسوفت و مؤسسة كرافت فود كمتغيرات مستقلة و تم أخذ قيمة المؤشر داو جونز في نفس الفترة الموضحة سابقا.

كما تم أخذ يوم واحد كفاصل زمني لكون المتغيرات المستقلة يتم الإعلان عنها يوميا.

تمثلت الحدود المكانية للدراسة في سوق نيويورك، و ذلك بعد اعتمادنا على قيمة المؤشر داو جونز الصناعي كمتغير تابع في الدراسة القياسية لإثبات دوره في اتخاذ قرار توزيع الأرباح للمؤسسات الثلاثة المدرجة في المؤشر و المذكورة سابقا.

### المنهج المستخدم:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، و بغية الوصول إلى تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، ونظرا إلى طبيعة المعلومات الواجب تناولها، تم الاعتماد في الفصل الأول والفصل الثاني على المنهج الوصفي، الذي يسمح لنا بسرد المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية، ومؤشراتها، بالإضافة إلى ذلك عرض الجوانب النظرية للقرارات الإدارية بأنواعها و أهميتها.

أما في الفصل الثالث فقد تم الاعتماد على منهج الدراسة القياسية و ذلك باستخدام برنامج

views7

الدراسات السابقة: فيما يخص هذا الجانب، فقد تم الاعتماد على مجموعة من الأطروحات والمذكرات التي تمت في مجال الأسواق المالية و مؤشراتها و التي من بينها نجد:

## مقدمة

- حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، (مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير - تخصص مالية أسواق-قاصدي مرباح، ورقلة ) الجزائر، 2011. حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح المتخذة من قبل المؤسسة المسعرة في السوق المالي على قيمتها، وقد خلص إلى نتائج مفادها أن سياسة التوزيعات النقدية هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون و المتعاملون في سوق باريس المالي، كما كشفت نتائج إختبار الإنحدار المتعدد عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم و يمكن أن يرجع عدم وجود علاقة بسبب تأثير الأزمة المالية على أسعار الأسهم.

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، (رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية-جامعة الجزائر)الجزائر، 2006/2005. حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها، وقد خلص إلى نتائج مفادها أن هناك عدم ترابط الأسواق المالية العربية راجع إلى كثرة التشريعات واللوائح التنظيمية، كما تتمتع بضعف السيولة.

### صعوبات البحث :

حاولنا قدر المستطاع الاستفادة من المراجع و المصادر المتوفرة لدينا، و توظيفها بطريقة سليمة و صحيحة، إلا أن الصعوبات التي واجهتنا أثناء إنجاز البحث لا تختلف في حقيقتها عن تلك المألوفة لدى جل الباحثين، والتي من أهمها قلة المراجع المتعلقة بهذا الموضوع، خاصة فيما تعلق بمؤشرات الأسواق المالية، بالإضافة إلى نقص في عدد الرسائل الجامعية التي تعرضت إلى موضوع المؤشرات المالية باستخدام الدراسة القياسية بالاعتماد على برنامج eviews7 لإثبات صحة الدراسة، ورغم عدم التطرق إلى برنامج eviews أثناء مشوارنا الدراسي إلا أننا بذلنا جهدا كبيرا في الوصول إلى ما قدمناه خلال هذه الدراسة القياسية.

### عرض خطة البحث:

للإمام بالموضوع من كل جوانبه، ارتأينا أن نقسم خطة العمل إلى فصلين تناولنا فيهما الجانب النظري، أما في الفصل الثالث فقد خصصناه للدراسة القياسية و ذلك من أجل اختبار صحة الفرضيات على العينة محل الدراسة.

## مقدمة

---

فقد اهتم الفصل الأول بتقديم الإطار العام للأسواق المالية، وذلك من خلال التطرق في المبحث الأول إلى ماهية الأسواق المالية، أما المبحث الثاني فتم فيه التعرض إلى شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها، وخصص المبحث الثالث إلى الأدوات المتداولة في الأسواق المالية ومشتقاتها.

أما الفصل الثاني فقد قمنا بدراسة إستخدامات المؤشرات المالية و ماهية اتخاذ القرارات الإدارية، حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هو الآخر، تناول المبحث الأول ماهية المؤشرات المالية، أما المبحث الثاني فقد تم فيه عرض ماهية اتخاذ القرارات، ثم التطرق في المبحث الثالث إلى ماهية القرارات الإدارية .

أما الفصل الثالث فقد شمل الدراسة القياسية لدور المؤشر داو جونز الصناعي في اتخاذ قرار توزيع الأرباح و تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، تعرضنا في المبحث الأول إلى الإطار النظري لقرار توزيع الأرباح، أما المبحث الثاني فخصص لتقديم المؤشر داو جونز الصناعي، وبعدها تطرقنا في المبحث الثالث إلى تطبيق الدراسة القياسية ونتائجها.

# الفصل الأول

الإطار العام للأسواق المالية

## تمهيد:

إن الأسواق المالية هي مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر، وتعتبر الأسواق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية العامة في الاقتصاديات المعاصرة لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسهولة والربحية والتوازن، وهذه الضمانات تعتبر من أهداف وطموح أي مستثمر بالإضافة إلى هذا فإن الأسواق المالية وجدت لإشباع حاجات ورغبات المتعاملين.

فلكل نظام مالي متطور ثلاث أركان أساسية هي الأسواق والأدوات والمؤسسات المالية، ولكل ركن من هذه الأركان مهام محددة، كما يمكن استقطاب عدد هائل من المستثمرين مهما تعددت أذواقهم هذا حسب مقدار المال الذي يملكونه، وذلك بوضع خطط متعددة لأنواع الأدوات المالية بعد ملاحظة نسبة المخاطرة ونسبة العائدات، ويكون هذا بأقل التكاليف كما أن الحاجة إلى الأسواق المالية تتنوع مع تنوع الأدوات المالية.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

شهدت الأسواق المالية ولازالت، تطورات وإبداعات على صعيد بنيتها وأدواتها، ساهمت في جذب العديد من المستثمرين أفراد وشركات، مما أدى إلى تراكم في الخبرة والممارسة للعمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية، هذا فضلا عن دور الأسواق في تقدير أركان القطاعات العاملة في الاقتصاد الوطني.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الأسواق المالية بالإضافة إلى التعرف على نشأتها كالتالي:

#### 1- مفهوم الأسواق المالية

تطور المفهوم العام للأسواق المالية نتيجة لتطور وسائل الاتصال، وأنه لم يعد هناك حصرا لمكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق، ولا يعتمد على مكان التقاء المتعاملين كشرط أساسي من شروط الأسواق المالية، مع أنه يعتبر من الأمور الفعالة لمعرفة شكل وحجم مكان المتعاملين. يمثل هذا النوع من الأسواق.

وبالتالي وقبل الوصول إلى تعريف حقيقي وفعال للأسواق المالية لابد من الإشارة إلى أن الأسواق المالية هي الأسواق التي تباع وتشتري بها الأدوات المالية التي نستعرض بعض منها لاحقا، ومع أنه يعتبر من الأسواق الحديثة مقارنة مع أسواق السلع الأخرى، إلا أنها أظهرت نوعا من التنظيم، والإمكانات العالية، ويعود ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه الأسواق<sup>1</sup>، ومن خلال ما سبق لمفهوم الأسواق المالية يمكن تعريفها على أنها ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في الأسواق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.

إذا نلاحظ وجود سوق مالي في أي لحظة يمكن أن توجد وسيلة تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشتريين، سواء كان اللقاء تم بشكل مباشر أو غير مباشر بين المتعاملين في السوق، وليس شرطا أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق فقط هم من بين فئة المالكين للأوراق المالية، بل يمكن أن تكون أيضا من قبل فئة

<sup>1</sup> - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص16.

تقوم بعمليات التنظيم وإدارة عمليات التبادل بين البائعين والمشتريين، ودعم وتوفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل، ويمكن أن نطلق على هذه الفئة اسم ( الوسيط، السماسرة، الوكلاء).<sup>1</sup>

## 2- نشأة الأسواق المالية

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق، ويعتمد كبر حجم السوق على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

فبالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية، كما وأن وسائل وأساليب بيع وشراء هذه السلع التي كان يتم التعامل بها والتي تسمى في علم الاقتصاد بالمقايضة، وبعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود، وبعد أن يبيع ويشترى باتصال تليفوني مباشر أو بواسطة وسطاء أو وكلاء... الخ، ومن هنا يتبين أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذه السوق قد تغير.

فالسوق أصبح لا يقتصر على مكان معين أو محدد أو على سلعة معينة أي أن المكان أصبح لا يشكل شرطاً أساسياً لعمليات البيع أو الشراء وإن كان المكان يعتبر مكملاً أو شرطاً يزيد من كفاءة وفعالية السوق، كما وأن الأسواق التجارية قد أصبحت في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة، بعضها متخصص في بيع السلع الغذائية، وبعضها متخصص في بيع السلع المعمرة وبعضها متخصص في بيع الذهب حيث يطلق عليه سوق الذهب، وبعضها متخصص بأسواق العقارات، وبعضها متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية وهذا ما يطلق عليه بالسوق المالي وعلى الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطوراً كبيراً سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص17.

<sup>2</sup> - حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار زهران، الأردن، 2012، ص12، ص13.

## المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

هناك نوعان من الأسواق المالية منها ما هو خاص برأس المال و منها ما هو خاص بالنقد.

### 1- أسواق رأس المال :

تعتبر أسواق رأس المال أسواق الصفقات المالية طويلة الأجل، التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، كما أنه ذلك السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتكمن أهمية هذا السوق في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة<sup>1</sup>.

وتقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هما:

#### أ- الأسواق الفورية أو الحاضرة:

هي عبارة عن تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والممتازة والسندات بأنواعها المختلفة، تضم الأسواق الفورية ما يلي:

#### ● الأسواق المنظمة (الثانوية) :

وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة شروط الإدراج والتي سبق تداولها في السوق الأولى، وعادة ما يطلق على هذه الأسواق اسم البورصات أو الأسواق الثانوية، فهي أسواق تنقل فيها الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات، وتتضح أهمية هذا السوق في النقاط التالية:

- توفر السيولة والربحية للمستثمرين، حيث تتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بسرعة وتحويلها إلى نقد بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة، عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي.

- إن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابيا على السوق الأولى، فكلما شهد السوق الثانوي نشاطا وتداولاً كبيراً شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولى.

- إن إدارة الاستثمارات المالية وإدارة المحافظ المالية تتم من خلال هذا السوق.

<sup>1</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008، ص82.

- إنها تلعب دورا هاما في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية.
- إنها تعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتمويل المشاريع الاقتصادية.

● الأسواق الأولية (الأسواق غير المنتظمة):

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في رأسمال الشركات في صورة أوراق مالية، ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة. وتعتبر هذه المؤسسات المالية التي تتولى عملية الإصدار وسيط بين جمهور المستثمرين للأوراق المالية وبين الجهة المقررة لإصدار الورقة المالية.

كما يطلق اصطلاح الأسواق غير المنتظمة على العمليات خارج الصالة، وتتولاها بيوت السمسرة المختلفة، وتختلف عن البورصة (السوق المنتظمة) في عدم وجود مكان محدد تجري فيه المعاملات وإنما يتم التعامل من خلال الاتصالات التلفونية أو الالكترونية.

مما سبق يتضح لنا بأن هناك علاقة قوية بين الأسواق السابقة ، و التي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(1-1): مكونات السوق الثانوية و العلاقة بينها

السوق غير المنتظمة	السوق الثالثة	السوق المنتظمة(البورصة)
	السوق الرابعة	

**المصدر:** العربي نعيمة، وظيفه الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة،(مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير - فرع المالية- ،جامعة بن يوسف بن خدة، غير منشورة)،الجزائر،2008-2009، ص12.

نستنتج من هذا الشكل العلاقة التي تربط بين الأسواق المنتظمة و الأسواق غير المنتظمة وبين كل من السوق الثالثة و الرابعة،والتي تمثل في مجموعها السوق الثانوية،لان السوق الثالثة و الرابعة هما جزء من السوق الثانوية وهما الأسواق غير منتظمة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - العربي نعيمة، وظيفه الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة،(مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير - فرع المالية- ،جامعة بن يوسف بن خدة،غير منشورة)،الجزائر،2008-2009، ص12.

كما أن السوق الثالث يعتبر جزءاً من السوق غير المنظمة ويتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل بالأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات فيه وسرعة تنفيذها، حيث يمكن التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مقربة، كما أن أغلب المستثمرين هم من أولي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة أو غيرها إلا في حدود ضيقة.

و يعتبر السوق الرابع سوقاً غير منظماً حيث أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل يكون بين المؤسسات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيما بينهم بدون وسطاء وذلك على شكل طلبات كبيرة، من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتلفونية.

#### • الأسواق الاحتكارية:

وتتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدولة المعنية حيث يحتكر التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة أو سندات الخزينة التي يصدرها البنك المركزي.

#### ب- الأسواق المستقبلية:

وهي أسواق يتم الاتفاق فيها على السعر والأصل المباع أو المشتري حالاً على أن يتم الاستلام والتسليم لاحقاً، وتتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الخيار والعقود المستقبلية، وتستخدم عقود الخيار والمستقبلات لحماية المستثمرين من تقلبات الأسعار المستقبلية وتحقيق الأرباح الرأسمالية<sup>1</sup>.

#### 2- أسواق النقد:

وهي عبارة عن أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا تتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها عن سنة واحدة، أي أنها عبارة عن أسواق يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية لأجل أقل من سنة، ويرتكز هذا التسوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناءً على الطلب والعرض.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص22، ص23.

أ- أهمية أسواق النقد:

يعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل، فهو يوفر الفرصة للمقترضين الحصول على القروض قصيرة الأجل وذلك من أموال المستثمرين اللذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة، وتلعب البنوك التجارية دورا قياديا في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه، أما المستثمرين الأفراد فدورهم في سوق النقد محددة نسبيا نظرا لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

ب- مزايا أسواق النقد: إن من أهم مزاياه نجد:

- مرونته العالية: معظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي وبإجراءات مبسطة جدا تخفض تكاليف هذه الصفقات.
- انخفاض درجة المخاطر: وذلك لسببين أولهما تدني درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، ولأن الأوراق المالية في سوق النقد قصيرة الأجل لذا تترك التغييرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثارا محددة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة، وبالتالي تكون المخاطرة قليلة.

أما السبب الثاني فيتمثل في تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بديونه، وذلك لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية أو البنك المركزي، لذلك تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة.

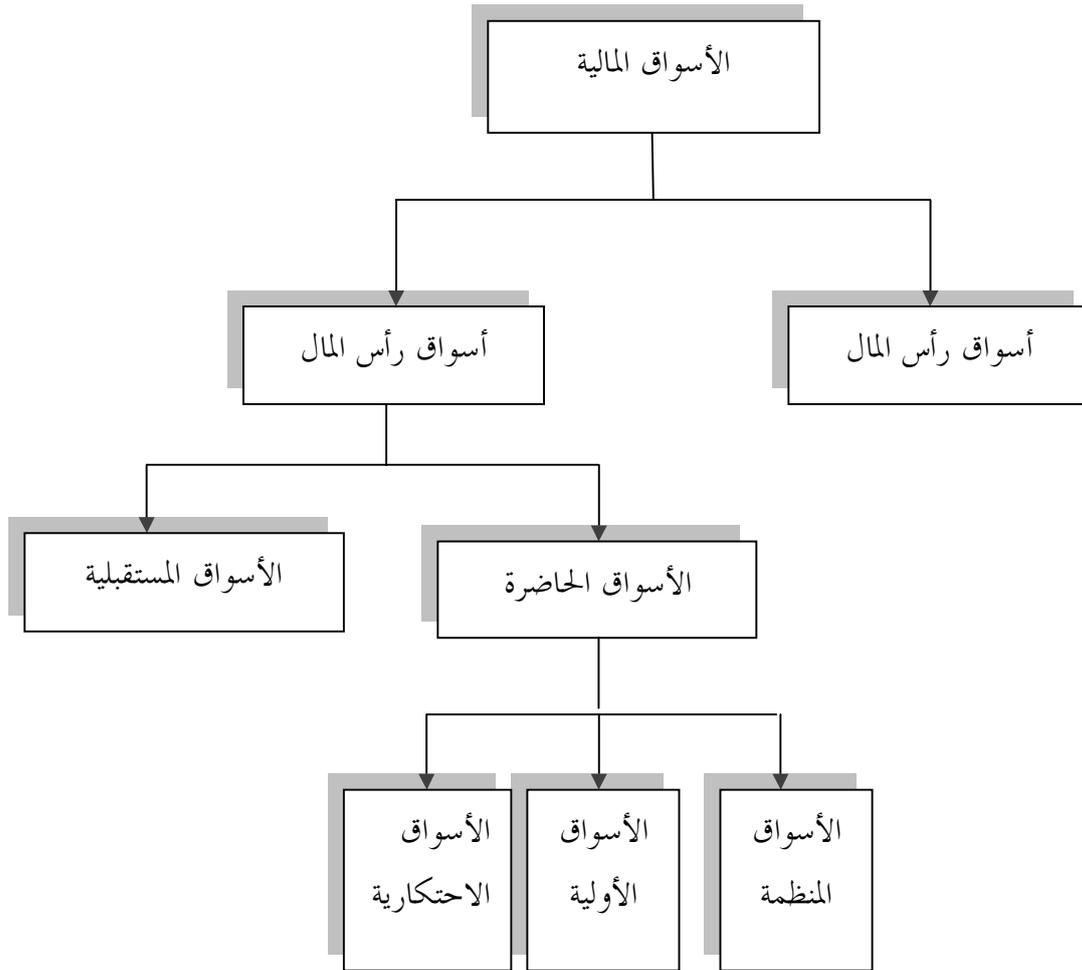
وعلى ضوء المزايا التي يتمتع بها السوق النقدي يؤدي هذا السوق دورا هاما على مستوى الاقتصاد الوطني من زاويتين:<sup>1</sup>

-الزاوية الأولى : يلعب هذا السوق دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذا السوق، كما أنه بالتحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي يمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 24، ص 25.

-الزاوية الثانية : بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، وبالتالي يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها فتكون محصلة ما سبق زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلف انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا، والشكل الموالي يوضح لنا أنواع الأسواق المالية.

الشكل رقم(1-2) :أنواع الأسواق المالية



المصدر: زياد رمضان، مروان شموط الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص83.

### المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية وعوامل نجاحها

تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى أهمية الأسواق المالية بالإضافة إلى العوامل التي تساهم في نجاحها.

#### 1- أهمية الأسواق المالية:

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها في الآتي<sup>1</sup>:

أ- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في السوق المالي للاكتتاب فيها.

ب- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

ت- يساعد السوق المالي على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

ث- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

ج- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق، بما يعود عليهم بأرباح مقبولة ومخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص16، ص17.

ح- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر أو عناء.

## 2- عوامل نجاح الأسواق المالية:

لا يكفي أن تكون هناك شروطا ملائمة لقيام أسواق مالية، ولكن لابد من نجاح هذه الأسواق و زيادة نشاطها، و يقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي و بعضها شكلي :

### أ- الشروط الموضوعية:

تتضمن الشروط الموضوعية العناصر التالية:

- تنظيم الأسواق المالية: و يكون ذلك بتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات و خاصة فيما يتعلق :
  - عدم إفشاء المعلومات وذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية، بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
  - تنظيم المعاملات التجارية و يكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
  - تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية و ذلك بالتزامها بالأنظمة و القوانين.
- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخرين و المستثمر ، إذ أن المدخر قد يرغب في الاستغناء عن استثماره أو تنويعه.
- و بدون سوق مالي فإنه قد يصعب عليه بيع أوراقه المالية بسعر معقول كذلك يكون في قدرة المستثمر شراء أوراق مالية في أي وقت يشاء ، و لذلك فإنه لنجاح أية سوق مالية لابد من نشر بيانات و معلومات عن الشركات القائمة و الحديثة، و بيان أسعار أوراقها المدرجة و التي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها .
- سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات و هذا مجد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين .
- جعل الادخار اختياريا و ليس إجباريا .
- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته ، و ذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب، أو إعفاء العائد من الضريبة.

ب- الشروط الشكلية:

بالإضافة إلى الشروط الموضوعية السابقة فإنه يمكن أن نضيف إليها بعض الشروط الشكلية، التي تتلخص في الآتي:

- الوضع الجغرافي، موقعه الجغرافي و مدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.
  - الاهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات و الاتصالات السلكية و اللاسلكية والمسكن... الخ.
  - وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الاستثمار.
  - ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
  - وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.
  - عدم وضع رقابة على الصرف.
  - وجود نظام ضريبي مرن و غير مغالي في أسعاره.
- وعندما تتوفر الشروط الموضوعية و الشكلية فإن الفرصة تتهيأ لقيام سوق مالية أو نقدية فعالة و ناجحة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- حسني علي حربوش و آخرون، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص(22-24).

## المبحث الثاني: شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها

يتوجب لقيام السوق المالي توفر مجموعة من الشروط المساعدة على أداء نشاطاتها، كما لديه وظائف عديدة تفسر وجوده وأهميته الاقتصادية فمن خلالها يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية، وبالتالي تحقيق التوازن في توزيعها.

### المطلب الأول: شروط قيام الأسواق المالية

يتطلب تكوين سوق مالي توفر عدد من الشروط أهمها:

**1- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة:** ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة، والتي تعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي، لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة، ومن هنا يتطلب من هذه المؤسسات المالية:

أ- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية.

ب- رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار.

ت- زيادة عدد فروع المؤسسات المصرفية.

**2- تحويل المدخرات إلى استثمارات:** تعتبر الأسواق المالية من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعدة إلى استثمارات، حيث يعد السوق بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا على رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضا تتمثل في سندات.

وهناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

أ- اقتطاعات إجبارية من الموظفين، وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية مساهمة.

ب- إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغا من المال، وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

3- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدولة وكذلك تنسيق الأنظمة والقوانين المعمول بها بين الدول.

ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة و أخرى، مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب بها، ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية، كاتفاقية تجنب الازدواج الضريبي واتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.

4- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله، وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية ويتطلب حذف البيانات غير الصحيحة.

5- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة: وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال المحلية وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، كما أنه يعتبر عاملاً مهماً لجذب رؤوس الأموال الأجنبية وكذلك توفر التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي أيضاً عند نهاية الاستثمار إلى بلده.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظائف تفسر وجودها وأهميتها الاقتصادية ومن خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها حيث تساهم في تيسير حصول وحدات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض المالي، ويكون ذلك إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ومن بين أهم هذه الوظائف:

1- التمويل المباشر: وفيه تحصل وحدات العجز المالي التي تحتاج إلى المال، على ما تحتاجه بشكل مباشر من وحدات الفائض المالي، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة مثل: الأسهم والسندات وأذونات الخزنة، وهذا التمويل المباشر يمكن أن يتم بدون تدخل أو وجود أجهزة الوساطة المالية غير المصرفية، أو قد يتم بالاستعانة بخدمات بعض هذه الأجهزة مثل: بنوك الاستثمار وسماسة الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص(13-15).

2- التمويل غير المباشر: وذلك من خلال أجهزة الوساطة المالية مثل: البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات وغيرها، وتقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من وحدات الفئات بطريقتين:

الأولى: من خلال الودائع بأشكالها كافة: ودائع جارية، ودائع لأجل وودائع التوفير.

الثانية: من خلال إصدار أوراق مالية خاصة مثل: وثائق التأمين على الحياة وشهادات الإيداع وشهادات الاستثمار، ثم تقوم المؤسسات السابقة باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها واستخدامها في شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها وحدات العجز المالي.<sup>1</sup>

كما لديه وظائف إضافية تتمثل فيما يلي:

1- اكتشاف السعر: فالأسواق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي، أو بتعبير آخر معدل العائد المطلوب

2- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال لشركات المساهمة.

3- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للأصول المالية والتي يصعب تصورها في حالة غياب هذه الأسواق.

4- تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة.

5- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات.

6- حركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس أو مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني.

7- تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل.

8- تساعد بفاعلية على ترصين قاعدة رأس المال والتخصيص العادل والكفاء للموارد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص69.

<sup>2</sup> - أرشد فواد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص25، ص26.

### المطلب الثالث: عناصر الأسواق المالية

تضم الأسواق المالية العديد من المتعاملين متمثلين في العارضين والطالبين للأموال وكذا الوسطاء، وذلك على النحو التالي:

#### 1- الطالبون للمال أو المقترضون:

الطالبون للمال هم اللذين يقومون بالاقتراض من سوق المال، وهم يتكونون من وحدات العجز المالي اللذين يريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم النقدي الجاري، مثل: الأفراد والشركات الخاصة والمؤسسات العامة والحكومة والسلطات المحلية الأخرى مثل: البلديات، ويتم الطلب (الاقتراض) بثلاث طرق:

أ- الاقتراض المباشر

ب- إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد (الديون).

ت- إصدار الأسهم (بالمشاركة).

#### 2- العارضون للمال أو المقرضون:

العارضون أو المقرضون في السوق المالية هم المستثمرون اللذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم الاستهلاكي من الأفراد والمؤسسات، ويتم العرض أو الإقراض بثلاث طرق:

أ- الإقراض المباشر الذي يتمثل في إيداع الأموال في حساب مصرفي الادخار أو دفع أقساط التأمين لشركات التأمين.

ب- شراء السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد.

ت- شراء الأسهم.

#### 3- المؤسسات المالية:

تشمل هذه الفئة على المؤسسات المالية التي تعمل بنشاط النقد كالمصارف التجارية ومصارف ومؤسسات الائتمان والادخار والودائع ومؤسسات الإقراض والاستثمار في المشروعات التجارية والصناعية وتأسيسها وإدارتها، بالإضافة إلى المؤسسات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية المرتبطة بالعمليات المصرفية والاستثمارية كاستبدال العملات (الصرافة) وصراف الشيكات السياحية، ووسطاء بيع الأوراق المالية والسلع، والوسطاء النقديين والماليين، كما تشمل هذه الفئة على شركات التأمين بأنواعها، بالإضافة إلى

وسطاء ووكلاء التأمين والكشف وتقدير الأضرار لوكلاء تسوية بوالص التأمين، وسماسرة التأمين ومنظمات خدمة شركات التأمين.

#### 4- الوسطاء:

الوسطاء هم مؤسسات لا تقوم بدور الوساطة المالية بالشكل السابق ولكنهم وسطاء، وظيفتهم الأساسية الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد أو صفقة.

فالتعامل في أسواق المال عبر دول العالم لا يتم إلا من خلال وسيط، فلن يقوم المستثمر بالدخول عمليا إلى البورصة والقيام بنفسه بعملية الشراء أو البيع للأوراق المالية التي يملكها في البورصة، ولكن التعامل يكون من خلال وسطاء هم السماسرة اللذين ينفذون أوامر عملائهم طبقا لاتفاقات مكتوبة بينهم تسمى عقود التفويض.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص69، ص70، ص89، ص90.

### المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية و مشتقاتها

تكتسب الأسواق المالية صفتها المالية من طبيعة المنتجات المتداولة فيها، والتي هي عبارة عن أوراق مالية، كما أن التغيرات التي طرأت على هذه الأدوات أو ما يسمى بالإيداعات المالية، قد فرضت تغييرا على المحيط المالي بشكل عام، وسيتم التعرض في هذا المبحث إلى الأدوات المتداولة في كل من سوق رأس المال وسوق النقد بالإضافة إلى المشتقات المالية، وهذا بإيجاز.

#### المطلب الأول: الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال

سنحاول في هذا المطلب التعرف على الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

**1- الأسهم العادية:** تعتبر سند ملكية في شركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم، و تعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل، حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة و مستمرة<sup>1</sup>، فهي الأكثر شيوعا و تمثل جزء و حصة من رأس المال و تعطي صاحبها حزمة من الحقوق، تقوم الشركات المساهمة عادة بإصدار هذه الأسهم التي يكون لها نفس القيمة الاسمية و لها نفس الحقوق والواجبات، و يعرف السهم بأنه وثيقة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول و غير قابلة للتجزئة، كما أن السهم يأخذ ثلاث قيم:

أ- القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة في وثيقة السهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية فيها، و تحدد معظم دول العالم حدا أدنى للسهم.

ب- القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم بالدفاتر و تستخرج بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

و تستخدم هذه المعادلة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، فإذا وجدت الأسهم الممتازة فتستخدم المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية} - \text{حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية} - \text{حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية} - \text{حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

<sup>1</sup> - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، مصر، 2008، ص 66.

ت- القيمة السوقية: وتمثل سعر السهم في السوق المالي حيث يتم تداوله في السوق المالي وبالتالي تحدد قيمته وفقا للمعطيات التالية: القيمة الدفترية، ظروف الطلب والعرض بالسوق المالي، الظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم والانكماش، توقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة، المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل، توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة. ولذلك فمن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعودا وهبوطا بسبب تأثرها بعوامل كثيرة.

ث- القيمة التصفوية: هي القيمة التي يتم التفاعل بها في البورصة و هي دائما متغيرة تبعا للسياسة التي تتبعها الشركة، وتعتبر أيضا القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وعادة فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة بالنسبة للمساهمين العاديين حيث لا يحصلون إلا على جزء ضئيل من القيمة الاسمية لأسهمهم وقد لا يحصلون على شيء أبدا، ونصيب المساهم العادي من بيع الشركة يسمى بالقيمة الحقيقية للسهم.

ج- قيمة السهم حسب العائد: وتمثل القيمة التي يبدي المستثمر استعدادده لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يطمح بالحصول عليه مقابل استثمار أمواله.

## 2- الأسهم الممتازة

يحمل السهم الممتاز بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند، فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الأرباح بحد أعلى أو أدنى وهو بذلك يشبه السند، أي أنه يمثل جزء من الملكية يحق لحامله المشاركة في الأرباح المتحققة وبذلك يشبه السهم، فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها المنشأة ويحق لحامله بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من المشروع، تمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بعدة مزايا هي: أنه إذا صفي المشروع لسبب ما فإنه يجب إعطاء الأولوية في السداد لحملة، كما يحق لحامله أن يحصل على قدر من الأرباح قبل الأسهم العادية إذا تحقق فعلا ربحا يسمح بذلك، والجدير بالذكر أن الأسهم الممتازة تعطي ميزة للشركة المصدرة لها، وتتمثل بأن حملة هذه الأسهم لا يحق لهم الاشتراك بالإدارة وهذا ما يضمن بقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد حملة الأسهم العادية، وبهذه الصفة تشبه السندات والقروض، ومع ذلك لا تحتاج الشركة إلى رهن أصولها أو تقديم ضمانات لهذه الأسهم، بما أن الأسهم الممتازة تمثل جزء من الملكية فإنه لا يوجد تاريخ محدد لتسديدها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص58، ص69.

وإذا أردنا أن نجري مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة فإننا نسجل الملاحظات التالية:

- أ- الأسهم الممتازة أقل انتشارا وشيوعا من الأسهم العادية.
- ب- الأسهم الممتازة لا تشارك في الإدارة بعكس الأسهم العادية التي تشارك في الإدارة.
- ت- يحق للأسهم العادية أرباحا إذا حققت للشركة أرباحا وصدر قرار مجلس الإدارة بتوزيع أرباح في حين أن للأسهم الممتازة حق الحصول على نسبة ثابتة من الربح إذا سمحت أرباح الشركة بذلك.
- ث- عند تصفية الشركة لأي سبب فإن للأسهم الممتازة الأولوية في السداد، أما الأسهم العادية فإنها لا تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية إلا بعد سداد الالتزامات جميعها.
- فالأسهم الممتازة تقع بين السندات و الأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين<sup>1</sup>، كما هو موضح في الجدول الموالي.

الجدول رقم(1-1): خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية.

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية	
			عامل المقارنة	
المرتبة الثالثة	المرتبة الثانية	الدرجة الأولى في السداد	أ- من حيث الأسبقية	1- الحق في الحصول على دخل
المتبقي و غير محدد	ثابت و محدد	ثابت و محدد	ب- من حيث مبلغ الدخل أو العائد	
المرتبة الثالثة	المرتبة الثانية	المرتبة الأولى	أ- درجة الأسبقية	2- الحق على الحصول عند التصفية
المتبقي و غير محدد	محدد	محدد	ب- المبلغ	
ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	محدد مسبقا و له تاريخ سداد	أ- تاريخ الاستحقاق	3- الحق في إسترداد القيمة

المصدر: عبد الغفار حنفي، البورصات ، المكتب العربي الحديث، مصر، ص42.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، مصر، ص41.

### 3- السندات

تحتاج الشركات في بعض الحالات إلى طرق قانونية للحصول على أموال إضافية نتيجة لتوسيع نشاطها ، أو حاجتها إلى السيولة النقدية، و لتحقيق ذلك تستطيع الشركات اللجوء إلى زيادة رأس المال و طرح أسهم جديدة للاكتتاب فيها، ولكن قد لا ترغب في هذه الطريقة لأنها ستأتي بمساهمين جدد يشاركون المساهمين القدامى في اقتسام الأرباح<sup>1</sup>، فالسند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة، يطرح السند للاكتتاب بقيمة تسمى القيمة الاسمية، ويلتزم مصدر السند بدفعها مع الفائدة - نسبة ثابتة - لحامله في فتراتها المحددة حتى تاريخ الاستحقاق وعادة ما تكون سنوية أو نصف سنوية، ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من السندات وفقا لفترات استحقاقها.

أ- قصيرة الأجل من سنة إلى 5 سنوات.

ب- متوسطة الأجل من 5 سنوات إلى 10 سنوات.

ت- طويلة الأجل من 10 سنوات فما فوق.

وعندما يجين وقت موعد الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمتها إلى حملة السندات، وفي هذا الخصوص هناك أسلوبان لوفاء الجهة المصدرة بقيمة السندات المستحقة.

الأول: الوفاء الإلزامي ويعني إعادة شراء السندات من حملتها خلال فترة استحقاق السند، ويكون ذلك منصوص عليه في نشرة الإصدار، وبإمكان المقترض القيام بهذا الوفاء.

الثاني: الاستدعاء الاختياري ويقصد به السماح للمقترضين بإعادة شراء السندات من حملتها خلال فترة استحقاق السند بسعر ثابت أعلى من سعر الإصدار يتناقض سنويا بحسب ما يكون منصوص عليه في نشرة الإصدار، لذا يجب على المستثمرين أن يتفحصوا بعناية نشرة الإصدار للتأكد من عدم التعرض للخسارة فيما لو تم الاستدعاء وخصوصا عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة بالسوق حيث أنه في هذه الحالة يكون الاستدعاء في مصلحة المقترض بهدف إعادة التمويل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص 111.

<sup>2</sup> - حسني علي خربوش و آخرون، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 79.

## المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في أسواق النقد

سنحاول في هذا المطلب التعرف على الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد.

### 1- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

تعتبر إحدى الأدوات الاستثمارية الهامة التي يتم تداولها في سوق النقد، وهي أدوات دين تمنح حاملها حقا مقابل وديعة بنكية مودعة لأجل محدد، وعادة ما تقوم البنوك التجارية بإصدار هذه الشهادات لقيم اسمية مختلفة ولآجال زمنية متفاوتة، حسب مدة الوديعة التي غالبا ما تحدد بأقل من سنة.

وقد ظهرت شهادات الإيداع المصرفية لحيز الوجود نتيجة لحدة التقلبات في أسعار الصرف والاضطرابات في الأسواق النقدية والمالية، وتقلص فرص الاستثمار المحلي، فظهور هذه الأداة جاء نتيجة لمعاناة السوق المحلية من عدم وفرة القنوات الاستثمارية فجاءت لترضي كل من المستثمر من حيث العائد والمؤسسات المصرفية من حيث الاستقرار.

### 2- القبولات المصرفية :

هي أدوات دين تصدرها البنوك التجارية، وهي سحوبات بنكية يستعين بها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب، وعلى المستورد أن يسلك أحد البديلين:

أ- يقوم المستورد بفتح اعتماد مستندي لدى البنك المحلي الذي يتعامل معه ويشترط على البنك أن يدفع ثمن البضاعة كاملا للمورد بمجرد وصول مستندات شحنها ويطلق على هذا النوع من الإعتمادات .

ب- يلجأ المستورد لهذا السبيل عندما لا يملك سيولة كافية لدفع ثمن البضاعة فورا كما هو الحال في البديل الأول، كما يمكن اللجوء إليه عندما ينوي المورد أن يوفر رغبة منه مزايا ائتمانية للمستورد بغرض الترويج لنوع معين من البضاعة.

تقوم البنوك التجارية عادة بشراء هذا النوع من القبولات بغرض تحقيق عائد يتمثل بنسبة الخصم، وتلجأ البنوك إلى هذا الإجراء متى زادت احتياطاتها عن المستوى المرغوب الاحتفاظ به.

### 3- أذونات الخزينة :

تعتبر أدوات دين حكومية، وعادة تصدر بصفة حامله ولآجال تتراوح بين 3-12 شهرا، وتصنف ضمن الأوراق المالية القصيرة الأجل، حيث يتم تداولها في السوق الثانوي على أساس الخصم.

وتصدر الحكومات هذه الأذونات لمواطنيها بغرض تشجيعهم على الادخار، ولتحقيق ذلك يتم إصدارها بشروط مغرية كأن تضمن عائدا لحاملها ومعفى من ضريبة الدخل، وميزة الإعفاء هذه لها أهميتها الكبيرة بالنسبة للمستثمرين في البلاد التي تتقاضى حكوماتها ضرائب تصاعدية على الدخل كالولايات المتحدة.

#### 4- الأوراق التجارية:

هي عبارة عن سند تعهد غير مضمون من قبل المصدر وفيه يتعهد المصدر بدفع مبلغ محدد وفي تاريخ محدد للمشتري، وفي هذه الحالة يكون الضمان الوحيد هو قدرة المقرض الإردابية والثقة الائتمانية فيه، وهي تلك الأدوات التي تصدر عن مؤسسات مالية تتمتع بمراكز ائتمانية متينة، وتصدر بآجال قصيرة يتم التعامل بها في سوق النقد الثانوي، وتعتبر من أقدم أدوات الاستثمار القصير الأجل، واستخدامها محدود في معظم الأسواق المالية ماعدا الولايات المتحدة وكندا، حيث يتوفر لها سوق واسع نسبيا.

والأوراق التجارية من الأدوات التي تعطي لحاملها دخلا ثابتا وتصدر بصيغة لحامله، وعلى أساس سعر الخصم مثل أذونات الخزينة، لكنها تختلف عن باقي الأدوات من حيث أنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة وهذا يرفع درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها.

#### 5- اتفاقية إعادة الشراء:

تمثل هذه الاتفاقيات إحدى وسائل الاقتراض التي يتبعها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية بغرض تمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وتكون فترات الاقتراض ليوم واحد أو عدة أيام قليلة، وتتم عملية الاقتراض بأن يلجأ التاجر إلى سمسار متخصص في تلك الاتفاقيات للبحث عن مستثمر يبيع بموجبه الأول للثاني بصفة مؤقتة، أوراقا مالية بما يعادل المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته وبسعر يفوق قليلا السعر الذي باع له به هذه الأوراق والملاحظ أن صفقة إعادة الشراء ستنفذ في الموعد الذي لم يعد التاجر يحتاج للأموال التي سبق أن حصل عليها من المستثمر، وبهذا تنتهي الاتفاقية باسترجاع التاجر للأوراق المالية، ورد الأموال إلى المستثمر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش وآخرون ، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص (44-49)، ص 53.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

تمثل المشتقات إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي، إذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه، وقد سميت بأسواق المشتقات المالية، وتعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل، وبالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر .

وسميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره يشتق من موجود آخر. وتتضمن عدة أنواع سوف نتطرق إليهم في التالي.

#### 1- عقود المستقبلات:

هي العقود التي تلزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل وعادة ما يلزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله وذلك إما بشكل نقدي أو على شكل أوراق مالية تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أي طرف منها على الوفاء بالتزامه، ويتم التداول بهذه الأدوات المشتقة إما في البورصات المنظمة أو في الأسواق الموازية المتعامل بها على الطاولة، فبالنسبة للعقود المالية التي يتم التداول بها في البورصات المنظمة فإن شروطها تكون نمطية بالنسبة لآجالها وحجمها وشروط التسليم، أما بالنسبة للعقود المالية المتاجر بها في الأسواق الموازية فإن شروطها تكون مصممة طبقاً لاحتياجات المستثمرين، وغالباً تحدد هذه العقود للسلع أو الأدوات المالية وآجالها والتي لا تتوفر في أي سوق أخرى.

#### 2- الخيارات:

الخيار هو الحق في شراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد -سعر التنفيذ-، وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلزم المستثمر لعمل ذلك.

ومن الخيارات خيار أوروبي وآخر أمريكي وأن الفرق بينهما هو أن الأول لا ينفذ إلا بعد تاريخ محدد أما الخيار الأمريكي فيمكن أن ينفذ في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد، والخيارات نوعان:

أ- خيار الشراء: هو الذي يعطي الحق للمالكه بشراء أي من الموجودات المالية

ب- خيار البيع: هو الذي يعطي الحق للمالكه في بيع الموجودات المالية لمحرر الخيارات بسعر محدد في المستقبل.<sup>1</sup>

### 3- العقود الآجلة :

يعرف العقد الآجل بأنه اتفاق بين طرفين أحدهما مشترياً للعقد والآخر بائعاً له، يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من أصل (سلعة أو ورقة مالية أو عملية أجنبية أو أحد مؤشرات الأسهم)، بتاريخ في المستقبل، في مكان محدد وبسعر محدد يتفق عليه مسبقاً بتاريخ التعاقد، ومن مميزات العقود الآجلة ما يلي:

أ- في العقود الآجلة يتفاوض البائع والمشتري على شروط العقد، فهي عقود شخصية لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة وإنما في الأسواق غير المنظمة.

ب- تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة وهي مخاطر العجز، وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته، فالعقد الآجل لن ينفذ كما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن استلام أو تدبير النقدية التي يحتاجها لشراء الأصل أو إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل التعاقد.

ت- تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

### 4- عقود المبادلات:

لقد ناقشنا سابقاً العقود المستقبلية والعقود الآجلة والتي هي عقود تلزم أحد الطرفين المتعاقدين لشراء أصل من الطرف الآخر بسعر محدد في تاريخ معين في المستقبل، لكن في بعض الحالات قد يحتاج أحد الأطراف للشراء عدة مرات بدلاً من الشراء لمرة واحدة من الطرف الآخر وبسعر محدد بتاريخ مختلفة في المستقبل، في هذه الحالة يستطيع هذا الطرف التعاقد على سلسلة من العقود المستقبلية أو الآجلة لكن عند تواريخ استحقاق مختلفة وبسعر مختلف أيضاً، ولكن من الأفضل له إتباع إستراتيجية أخرى وتمثل في أن يدخل في عقد واحد يدعى عقد المبادلة والتي تعرف بشكل عام بأنها اتفاقية بين طرفين يتم بموجبها تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة محددة في المستقبل وفقاً لصيغة مرتبة مسبقاً، ولهذا ينظر إلى عقود المبادلات بأنها تعتبر محافظ من العقود المستقبلية أو الآجلة، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها طرفي العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية أو سعر الفائدة أو سلعة... الخ.

<sup>1</sup> - حاكم الربيعي و آخرون، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية، الأردن، 2010، ص 15، ص 18.

أ- أنواع عقود المبادلات: يمكن التمييز بين أربعة أنواع رئيسية لعقود المبادلات و هي:

- المبادلات أسعار الفائدة.
- مبادلات العملات.
- مبادلات حقوق الملكية.
- مبادلات السلع.

ب - عناصر عقود المبادلات : تشمل عقود المبادلات على العناصر الرئيسية التالية:

- تاريخ التعاقد.
- تاريخ انتهاء الصفقة.
- التاريخ الذي يبدأ فيه احتساب الدفعات ومواعيد الدفعات (أكثر من ثلاثة أشهر، أو ستة أشهر، أو سنة.... الخ).
- سعر الفائدة الثابت.
- سعر الفائدة المتغير.
- المبلغ المعتمد اسمياً لصفقة التبادل ويطلق عليه المبلغ الوهمي أو الاسمي الذي يتم الاتفاق عليه مقدماً ويستخدم هذا المبلغ فقط كمقياس لتحديد مقدار الدفعات التي تسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء، الأردن، 2012، ص 215، ص 307، ص 308.

### خلاصة الفصل:

مما سبق نستخلص أن الأسواق المالية هي الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات العجز، ونظرا لكثرة أهداف الوحدات الاقتصادية فإن المنشآت المالية هي التي تمكن من تحقيق هذه الأهداف المختلفة.

كما لاحظنا أن الأسواق المالية هي السمة الحضارية لاقتصاديات الدول لما تتوفر عليه من وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة لكنها في واقع الأمر تمثل حلقة اتصال بين القطاعات المختلفة في تأديتها على أحسن وجه، وله أهمية بالغة، من خلالها يتمكن من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية، وبالتالي تحقيق التوازن في توزيعها.

# الفصل الثاني

إستخدامات المؤشرات المالية و ماهية اتخاذ القرارات الإدارية

### تمهيد

ظهرت المؤشرات المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير من أجل التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته، ومع تطور البيئة الاستثمارية في الدول الصناعية وذلك من حيث الأدوات المالية وحجم التداول ، و ظهور صناديق الاستثمار والمساهمات العلمية في هذا المجال ، فكل هذه العوامل صاحبت ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء الأسواق المالية، والتي يتم نشرها بواسطة السوق ذاتها عن طريق المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من الجهات بتصميم مؤشراتهما لتتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها .

فالمؤشرات المالية تساهم في مجملها على المساعدة في اتخاذ القرارات الإدارية بمختلف أنواعها، لأن مقدار النجاح الذي يمكن أن يحققه أي منشأة أصبح مرهون بقدرته و كفاءة الإدارة، وممارسة عملية اتخاذ القرارات بنجاح.

## المبحث الأول: ماهية المؤشرات المالية

تعتبر المؤشرات المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة أخرى، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية.

### المطلب الأول: تعريف المؤشرات المالية وأهميتها

للمؤشرات المالية عدة تعاريف ولها أهمية بالغة سيتم التطرق إليها في الآتي:

#### 1-تعريف المؤشرات المالية:

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات الأسواق المالية، ويمكن ذكر<sup>1</sup>:

أ- **التعريف الأول:** مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم. يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي، لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق واتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

ب- **التعريف الثاني:** يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنتظمة.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، (رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية-جامعة الجزائر) الجزائر، 2005-2006، ص112.

**ت- التعريف الثالث:** يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغلبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تنتج للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

• قيمة أسهم الشركات.

• أسهم الشركات المنتظمة وغير المنتظمة.

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في سعرها.

من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية على أنه تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنتظمة أو غير المنتظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

## 2- أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية:

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغير قبل فترة زمنية.

وهناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذ يطلق على سوق الأسواق المالية السوق الصعودي، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فغنه عند ذلك يطلق عليه السوق التزولي.

ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه -وفقا للمؤشر- على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

أما السوق التزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي حققه السوق وفقاً للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات المالية

لمؤشرات السوق استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد، وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات - إلى جانب قياس مستوى الأسعار في السوق - إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولي عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار، كما يمكن أن تستخدم أيضاً لوضع تصور عن حالة سوق رأس المال في المستقبل، هذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وفيما يلي نتعرض لتلك الاستخدامات.

#### 1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه، هذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق، وعليه فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجاباً أو سلباً - بمجرد مقارنته بالتغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، وبالطبع إذا كانت استثماراته كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

<sup>1</sup> - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 37، ص 38.

## 2- الحكم على أداء المديرين المحترفين:

وفقا لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، أن يحقق عائد يعادل تقريبا معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يدير محفظة مؤسسة مالية (البنوك وشركات التأمين وشركات الاستثمار، ومؤسسات إدارة أموال المعاشات...)، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يتوقع منه أن يحقق عائد على متوسط عائد السوق، وللتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعنية، وبالطبع ينبغي أن لا تتركز المقارنة على العائد إذ ينبغي أن تمتد إلى التي يتعرض لها عائد المحفظة مقارنة بمخاطر السوق التي يعكسها التقلب في عائد المؤشر.

## 3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:

يشير هذا الاستخدام إلى أنه إذا أمكن للمحلل الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات فإنه يمكنه التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، مما يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم. ويضيف أنصار التحليل الفني أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه وإذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط، فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق، والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار.

## 4- تقدير مخاطر المحفظة:

كذلك يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، أو ما يمكن أن يطلق عليها بالمخاطر ذات الصبغة العامة، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، هذا ويطلق على تلك العلاقة بالخط المميز الذي

عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية، وإذا كان لمؤشرات أسعار السوق تلك المزايا العديدة، فما هي كيفية بناؤها<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أهم المؤشرات المالية و أساليب بناءها

تختلف المؤشرات المالية من دولة إلى أخرى بسبب اختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة، كما تختلف هذه المؤشرات تبعاً لأساليب بنائها من جهة أخرى.

#### 1-أهم المؤشرات المالية:

سوف نتعرض فيما يلي إلى بعض المؤشرات المالية شائعة الاستخدام.

أ- المؤشرات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية: يوجد نوعان شائعان وهما:

● مؤشر ستاندر د آند بور: بدأ تكوينه في 1957/03/04، يتضمن 500 سهم تتوزع كما يلي: 425 سهم من الشركات الصناعية، 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء، 50 سهم من شركة الخدمات العامة.

● مؤشر داو جونز الصناعي: هو أحد أقدم المؤشرات وسوف يتم التطرق إليه بالتفصيل في المطلب الثاني من الفصل الثالث.

ب- المؤشرات المالية في اليابان: هناك مؤشران يكثر استخدامهما في اليابان ولهما شهرة عالمية وهما:

● مؤشر نيكاي: تم إنشائه عام 1950 و يتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، و يتأثر هذا المؤشر بالأسعار العالية نسبياً.

● مؤشر توييوكس: تم إنشائه بتاريخ 1968/01/04 و يعتبر أهم من نيكاي لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الإقتصاد الياباني<sup>2</sup>.

ت- المؤشرات المالية في فرنسا: هناك مؤشر واحد هو:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1999، ص 129 ص 130.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 119، ص 120.

- مؤشر cac40: ولد رسميا يوم 15/06/1988 يوحي إسمه cac40 بأنه مركب من عينة 40 مؤسسة فرنسية مسعرة من بين 100 مؤسسة، و الممثلة لمختلف قطاعات الإقتصاد الفرنسي، و التي تعكس الاتجاه العام له<sup>1</sup>.

## 2-أساليب بناء المؤشرات المالية:

يوجد العديد من الطرق لبناء المؤشرات المالية ومن أهمها ما يلي:

### أ-المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

يوجد مؤشرين من أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة، هما مؤشر كولس ومؤشر ستاندر آندبور، وفيما يلي نظرة سريعة على كل منها:

- **مؤشر كولس:** في عام 1943 قدم ألفريد كولس مؤشر كولس والذي استخدم فيه بيانات من عام 1781 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي.

- **مؤشر ستاندر آندبور:** يعتبر مؤشر كولس أساس مؤشر ستاندر آندبور الأكثر شهرة واستخداما للآن، والمعروف باسم S&P500 فقد بدأ تكوين هذا المؤشر في 4 مارس 1957 ويتكون هذا المؤشر من 500 سهم تتضمن 425 من الشركات الصناعية، 25 من Utility rai woad و 50 شركة من الخدمات العامة.

- كيفية حساب المؤشرات المبنية على أساس القيمة: فيما يلي سوف نوضح ذلك

✓ نحسب القيمة الإجمالية للسوق عن طريق القيام بعملية الضرب بين سعر السهم و عدد الأسهم المصدرة.

<sup>1</sup> -حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، ( مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير-فرع المالية- جامعة قاصدي مرياح ، ورقة ، غير منشورة ) ،الجزائر،2011،ص133.

✓ يتم بناء المؤشر في البداية بقسمة القيمة الإجمالية للسوق على قيمة مبدئية للمؤشر، هذا الرقم

المبدئي للمؤشر يتم تحديده بطريقة اختيارية يكون عادة الرقم 10 أو مضاعفاته

✓ مزايا احتساب المؤشرات المبنية على أساس القيمة: أهم المزايا لاحتساب مؤشر الموزون على

أساس القيمة بهذه الطريقة هي أن قيمة المقسوم عليه لا يتغير إذا ما حدث اشتقاق في بعض

أسهم المؤشر.

### ب- المؤشرات المبنية على أساس السعر:

من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو مؤشر "داوجونز" وفيما يلي نعرض

خصائص هذا المؤشر:

#### • مؤشر داو جونز:

يعتبر مؤشر داو جونز أحد أقدم المؤشرات، فقد قام تشارلز داو والذي كان يصدر أحد أهم

صحف المال والأعمال في أمريكا وهي صحيفة وول ستريت في 16 فبراير 1885 بإصدار مؤشره

والذي عرف بمؤشر داو جونز لأول مرة وكان يتضمن 12 سهماً لـ 10 أسهم من أسهم شركات

السكك الحديدية، وسهمين من أسهم الشركات الصناعية والتي كانت تحتل آنذاك السهم الأكثر

نشاطاً في بورصة نيويورك، وبعد مرور 4 سنوات تضمن مؤشر داو جونز 20 سهماً لـ 18 من

أسهم السكك الحديدية، 2 من أسهم الشركات الصناعية ثم ظهر بعد ذلك مؤشر داو جونز الصناعي

في 26 مايو 1896<sup>1</sup>.

- كيفية حساب قيمة المؤشر: لحساب قيمة المؤشر المبنى على أساس السعر نتبع الخطوات الآتية:

✓ جمع أسعار الأسهم.

✓ قسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، يطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم

المقسوم عليه.

ويلاحظ ما يلي: تتغير قيمة المقسوم عليه في حالتين:

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص(252-256).

الحالة الأولى: حالة حدوث اشتقاق لبعض الأسهم.

الحالة الثانية: حالة حدوث تغير في عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

ت- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلا) على سعر السهم أمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر .

● كيفية حساب قيمة المؤشر: فيما يلي نشرح هذه الخطوات

سعر السهم في الفترة الأحدث

- حساب السعر النسبي لكل سهم = -----

سعر السهم في الفترة الأقدم

- حساب الوسط الهندسي للأسعار

الوسط الهندسي = (س1 x س2 x ..... س<sup>a/1</sup>)

- حساب قيمة المؤشر

قيمة المؤشر = الوسط الهندسي للأسعار X الأساس

ث- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

يقوم هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوين المؤشر.

وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، وهو أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.

• كيفية حساب قيمة المؤشر: فيما يلي نوضح خطوات حساب المؤشر

-تحديد وزن نسبي يساوي واحد للسهم (أو الأسهم) صاحبة أقل سعر.

-تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة الآتية:

$$\frac{\text{قيمة السهم صاحب أقل سعر}}{\text{سعر السهم}} = \text{الوزن النسبي}$$

سعر السهم

-حساب قيمة المؤشر بضرب الأوزان النسبية لكلا سهم في سعر السهم السوقي.

ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية للأسهم التي يتكون منها المؤشر تظل كما هي ثابتة لا تتغير إلا في ظل الحالات الآتية:

الحالة الأولى: حالة قيام أحد المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها.

الحالة الثانية: زيادة أو تخفيض عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر نتيجة للعديد من العوامل منها على سبيل المثال:

✓ اندماج بعض الشركات.

✓ عدم مقابلة أحد الأسهم للمعايير الموضوعية لبقاء السهم داخل المؤشر، كان لا يشهد سهم

معين تعاملًا عليه لفترة زمنية معينة... إلخ.

ملاحظة:

إذا تغيرت أسعار سهم أو أكثر من أسهم المؤشر يبقى الوزن النسبي كما هو لا يتغير<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص(260-263).

## المبحث الثاني: ماهية اتخاذ القرارات

تعتبر عملية اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية والإنتاجية بشكل عام، حيث يصب الاهتمام دائما عليها ونعني بعملية اتخاذ القرارات بأنها مجموعة من الخطوات التي يقوم بها متخذ القرار من أجل الوصول إلى الهدف الذي يسعى من أجله وسوف نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم وأنواع عملية اتخاذ القرارات بالإضافة على أهميتها وخطوات اتخاذها .

### المطلب الأول: مفهوم اتخاذ القرارات وأنواعها

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم عملية اتخاذ القرارات بالإضافة إلى التعرف على أنواعها المختلفة.

#### 1- مفهوم اتخاذ القرارات :

يواجه المدراء والإداريون يوميا العديد من المشاكل الإدارية في مواقع العمل، وهذا يتطلب العمل على إيجاد الحلول الملائمة لهذه المشاكل وهنا يتوجب على المدراء اتخاذ القرارات الرشيدة والتي يترتب عليها مراعاة مصالح التنظيم والأفراد<sup>1</sup>.

تعتبر عملية اتخاذ القرارات من الواجبات الرئيسية للإدارة، فالإدارة تواجه وبشكل مستمر مشاكل تحتاج إلى اتخاذ قرارات معينة من أجل حلها، وقد تكون هذه القرارات دورية كقرارات التخطيط والرقابة أو غير دورية كتلك المتعلقة بالأعمال اليومية وما قد يرتبط بها من تغيرات ولنجاح الإدارة في مهامها فإنه يتوجب عليه الالتزام بتطبيق كافة خطوات اتخاذ القرارات بشكل علمي ودقيق، وهذا يسهل عليها عمليات التخطيط والتنفيذ والرقابة وكذلك مواجهة الحالات الطارئة واستغلال الفرص المتاحة بشكل يتناسب مع أهداف الجهة المتخذة القرار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - موسى قاسم القريوتي، علي خضر مبارك، أساسيات الإدارة الحديثة، الطبعة الثالثة، دار تسنيم للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص97.

<sup>2</sup> - محمد أحمد الطروانة، سليمان خالد عبيدات، مقدمة في بحوث العمليات، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009، ص 25.

وبهذا المعنى فإن عملية اتخاذ القرارات لا تخرج عن كونها عملية مفاضلة واختيار من بين مجموعة من البدائل لتحقيق أهداف معينة وهذا يعني ضرورة وجود أكثر من بديل أمام متخذ القرار، فإذا لم يكن هناك سوى بديل واحد، وينتفي وجود عنصر الاختيار، ويصبح متخذ القرار أمام أمر واقع<sup>1</sup>.

### 2- أنواع القرارات:

يمكن تبويب القرارات عدد من المجموعات المتجانسة، بحسب القاعدة المستعملة في التبويب، ويمكن اختيار قاعدتين أساسيتين هما: القرارات المبرجة وغير المبرجة من جهة والقرارات بحسب البيانات المتوفرة عنها وذلك في ظروف التأكد والمخاطرة واللا تأكد من جهة أخرى<sup>2</sup>.

#### أ- القرارات المبرجة وغير المبرجة:

ف نجد في جانب القرارات المبرجة وفي جانب آخر القرارات غير المبرجة.

##### • القرارات المبرجة:

هي القرارات المخططة والمحددة بواسطة قواعد وإجراءات المنظمة، والتي تشرح بالتفصيل كيفية معالجة مشكلة روتينية متكررة ومعروفة، ويمكن القول بان هناك درجة عالية من التأكد من نتيجة القرار وتأثيرها في علاج المشكلة، ومن أمثلة القرارات المبرجة هي ما يظهر في لوائح المشتريات والشؤون المالية وشؤون العاملين.

##### • القرارات غير المبرجة:

وهي تتصف بأنها غير مخططة وغير محددة سلفاً، كما أنها تتناول مشاكل غير معروفة بصورة مسبقة ومشاكل جديدة، ولا يمكن إتباع أساليب روتينية في علاجها<sup>3</sup>.

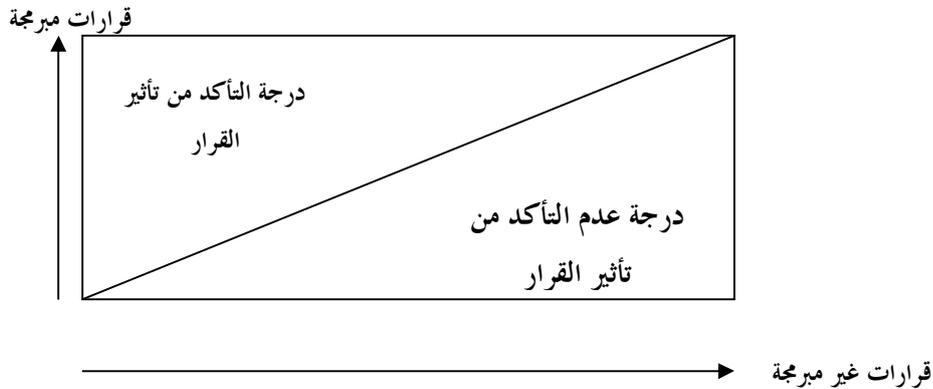
وبالتالي يمكن القول أن هناك درجة عالية مزن عدم التأكد في تأثير القرار على علاجه للمشكلة ويمكن تصوير علاقة نوع القرار على درجة التأكد في الشكل الموالي:

1 - علي شريف، اقتصاديات الإدارة منهج القرارات، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، 1986، ص 13.

2 - رضا صاحب أبو حمد آل علي، سنان كاظم موسوي، الإدارة لمحات معاصرة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 355.

3 - أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات،الدار الجامعية،مصر، 2004-2003، ص 292،ص293.

الشكل رقم (2-1): تأثير نوع القرار على درجة التأكد وعدم التأكد



المصدر: أحمد ماهر، الإدارة المبادئ و المهارات، مرجع سبق ذكره، ص293.

### ب- القرارات المتخذة في ظروف التأكد والمخاطرة واللا تأكد:

يمكن تقسيم القرارات حسب مدى التأكد من المعلومات التي سيبنى عليها القرار إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي:

- **القرارات في حالة التأكد:** وهذه أبسط أنواع القرارات التي تواجه متخذ القرار حيث يستطيع فيها تحديد نتائج كل بديل من البدائل هي أساليب بيد متخذ القرار، لتقييم البدائل المختلفة واختيار البديل الأفضل وتسمى حالة طبيعية 100%<sup>1</sup>.
- **القرارات في حالة المخاطرة:** في هذه البيئة نجد أن متخذ القرار يعرف احتمالات حدوث كل حالة من الحالات المستقبلية المحتملة، فنحن نعرف على سبيل المثال أن الحصول على صورة إذا رمينا العملة المعدنية لأعلى هو 50% وأن الحصول على رقم 5 في هذه الطاولة هو احتمال مقداره 6/1، وأن استخراج ورقة قلب حمراء من أوراق اللعب له احتمال مقداره 25% وهكذا وفي ظل هذه البيئة فإن متخذ القرار يحاول أن يعظم من القيمة المتوقعة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - سهيلة عبد الله سعيد، الجديد في الأساليب الكمية وبحوث العمليات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 19.

<sup>2</sup> - إسماعيل السيد، الأساليب الكمية في مجال الأعمال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص4، ص5.

• **القرارات في ظل اللاّ تأكد:** يعاني متخذ القرار في هذه البيئة من نقص كبير في المعلومات، مما يضطره إلى تقدير احتمال كل حالة من حالات الطبيعة، وإذا لم يسعفه ما يتوفر لديه من معلومات في تقدير تلك الاحتمالات فإنه يقوم بتوزيع النسبة الكاملة للاحتمال (100%) على حالات الطبيعة بالتساوي<sup>1</sup>.

وتتخذ معظم القرارات في المنظمات المعاصرة في ظروف اللاّ تأكد، حيث لا تتوفر المعلومات الكافية، ولا يعرف المدير جميع البدائل، ولا نتائجها ولا توزيعاتها الاحتمالية<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: أهمية اتخاذ القرارات

لا يمكن أداء نشاط ما لم يتخذ بصدده قرار، فاتخاذ القرارات هي أساس عمل المدير، والتي يمكن من خلالها إنجاز كل أنشطة المنظمة، وتحديد مستقبلها، ولا يمكن أداء أي وظيفة بالمنظمة أو أداء أي وظيفة إدارية (كالتخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة) ما لم يصدر بصددها قرار يحدد من يقوم بها، ومتى وأين ومع من وبأي تكلفة وغير ذلك.

### 1- اتخاذ القرارات عملية مستمرة:

يمارس الإنسان اتخاذ القرارات طوال حياته اليومية، فمنذ قيامه من نومه يقرر ماذا يأكل؟ وماذا يلبس؟ وإلى أين يذهب؟ وما هي وسيلة الانتقال التي سوف يستخدمها؟ وما هو الطريق الذي يسلكه؟ وهكذا إلى أن يقرر الذهاب إلى النوم.

ومن وقت لآخر يواجه الإنسان بقرارات مصيرية وحاسمة فعند حصوله على الثانوية العامة، يقرر هل يتجه للعمل؟

أم يقرر الالتحاق بالجامعة؟ وعندما يقرر الالتحاق بالجامعة عليه أن يختار الكلية التي يدرس فيها، وبعد التخرج يقرر مجال العمل الذي سيعمل فيه طيلة حياته.

<sup>1</sup> - محمود الفياض، عيسى ققادة، بحوث العمليات ، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 18.

<sup>2</sup> - خير كنانة، مدخل إلى إدارة الأعمال، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 96.

وإذا كان هذا هو موصف الإنسان العادي فغن مجال العمل في المنظمات ما هو إلا مجموعة مستمرة ومتنوعة من القرارات الإدارية في مختلف المجالات كالإنتاج والتسويق والتنظيم والأفراد ونحوها.

### 2- اتخاذ القرارات أداة المدير في عمله:

لكل ذي مهنة أدواته التي يستخدمها في عمله فالنجار أدواته المنشار، والكاتب أدواته القلم، والجندي أدواته البندقية.

وهنا نسأل ما هي أداة المدير في عمله اليومي؟ إن اتخاذ القرارات هي أداة المدير في عمله اليومي، إن اتخاذ القرارات هي أداة المدير التي بواسطتها يمارس العمل الإداري حيث يقرر ما يجب عمله؟ ومن يقوم به؟ ومتى يتم القيام به؟ وأين يتم القيام به؟ وهكذا كلما ارتفعت قدرات المدير في اتخاذ القرارات كلما ارتفع مستوى أدائه الإداري.

### 3- القرارات الإستراتيجية تحدد مستقبل المنظمة:

ترتبط القرارات بالمدى الطويل في المستقبل، ومثل هذه القرارات يكون لها تأثير كبير على نجاح المنظمة أو فشلها، فلا شك أن قرار شركات السيارات اليابانية بإنتاج السيارة الصغيرة، منذ أمد بعيد، مكن هذه الشركات من النجاح في إنتاج السيارات الصغيرة، وصعوبة وعدم مقدرة الشركات الأمريكية منافستها، حيث تلعب القرارات الإستراتيجية دورا هاما في مصيرها ومكانتها بين دول العالم.

### 4- اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية:

يرى البعض أن اتخاذ القرارات هو جوهر وظيفة التخطيط نظرا لأن العديد من نشاط وظيفية التخطيط ينطوي على سلسلة من القرارات، ولكننا نرى أن اتخاذ القرارات ليس جوهر وظيفة التخطيط وحدها، ولكنه أساس وجوهر كل الوظائف الإدارية الأخرى من تنظيم وتوجيه ورقابة، لأن كلا من هذه الوظائف تنطوي على مجموعة من القرارات الإدارية الحاسمة كما سيتضح ذلك من الدراسة التفصيلية لهذه الوظائف<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات، مرجع سبق ذكره، ص280، ص282.

## 5- اتخاذ القرارات أساس لإدارة وظائف المنظمة:

إن الدور الإداري في وظائف المنظمة يحتوي على مجموعة من القرارات الخاصة بإدارة الجوانب المختلفة لهذه الوظائف.

إن وظيفة الإنتاج تنطوي على مجموعة من القرارات الخاصة بتحديد ماذا تنتج؟ وما هو الحجم الأنسب للإنتاج؟ وما هي فترة الخطة الإنتاجية؟ ومن المسؤول عن الإنتاج في فترة زمنية معينة؟ ونحوها، كذلك فإن نشاط التسويق به عدد من القرارات الخاصة بتخطيط السوق والتسعير والترويج ونحوها، وبالنسبة لوظيفة الأفراد، فإنه تتضمن العديد من القرارات الهامة الخاصة بتعيين الأفراد وترقياتهم وتنقلاتهم وإنهاء خدماتهم وغيرها.

وبالنسبة لوظيفة التمويل فإن هناك قرارات عديدة مثل تحديد حجم رأس المال ومصادر الحصول عليه من داخل المنظمة أم من خارجها، وكذا القرارات الخاصة بإدارة رأس المال واستخداماته في المنطقة.

والواقع أن اتخاذ القرارات يعتبر أساس لجميع وظائف الإدارة وكذلك وظائف المنظمة حيث إن إدارة وظائف المنظمة إنما تعتمد على اتخاذ القرارات المرتبطة بإدارة الجوانب المختلفة لوظائف المنظمة.

## المطلب الثالث: خطوات اتخاذ القرارات

تمر عملية اتخاذ القرارات بمجموعة من المراحل تتمثل في الآتي:

### 1- تحديد المشكلة:

تعرف المشكلة بأنها انحراف عن الأداء المخطط ويرى البعض أن التحديد الدقيق للمشكلة يمثل نصف الطرق إلى الحل كما أن التحديد الخاطئ لها يجعل جميع الجهود التالية تضيع سدى، ويتطلب التحديد الدقيق للمشكلة مراعاة الآتي:

أ- يجب أن يدرك المدير أن هناك مشاكل ظاهرة تعلن عن نفسها وأيضا مشاكل مستترة تحتاج إلى خبرة المدير للإحساس بوجودها، بالإضافة إلى ذلك تنطوي المشكلة على فرص متوقعة يجب اقتناصها أو تهديدات محتملة يجب تجنبها أو الحد من آثارها السلبية.

[ب- يجب التمييز بين المشكلة الحقيقية وأسبابها ومظاهرها وأعراضها وكذلك يجب التمييز بين المشكلة الرئيسية والمشاكل الفرعية المشتقة منها.

ت- ينبغي تجزئة المشاكل الكبيرة إلى مشاكل جزئية أو عناصر فرعية مما قد يساعد على تبسيطها وسرعة حلها.

## 2- تحديد البدائل:

تنطوي هذه المرحلة على تحديد كل الطرق والمسارات التي يمكن أن تسير فيها للوصول إلى حل المشكلة التي سبق تحديدها ويتطلب الأداء الفعال لهذه المرحلة مراعاة الآتي:

أ- تحليل البيئة الخارجية للمنظمة لتحديد الفرص والتهديدات الموجودة بها في الأجل القصير والأجل الطويل وكذلك يجب تحليل البيئة الداخلية للمنظمة لمعرفة نقاط القوة والضعف التي يمكن أن تؤثر في البدائل كما ونوعا.

ب- يجب أن يطلق المدير لنفسه العنان في التفكير والإبداع والابتكار ل جلب بدائل جديد لحل المشكلة وهنا تلعب القدرات الشخصية والذاتية للمدير دورا حاكما ومؤثرا في تحديد البدائل المحتملة<sup>1</sup>، وفي حالات كثيرة يكون عدد البدائل المتاحة كبير إلا أنه بالإمكان استبعاد البعض منها لأنه غير عملي أو غير ممكن أو بدون جدوى، ففي أكثر الأحيان وبعد الدراسة والتدقيق يمكن أن يتناقص عدد البدائل، وهذه البدائل في نظرية القرار تدعى أحيانا الاستراتيجيات أو الخيارات<sup>2</sup>.

## 3- اختيار البديل المناسب:

تنطوي هذه المرحلة على اختيار البديل المناسب لحل المشكلة ويجب أن يتمتع البديل المختار بأكثر المزايا وأقل العيوب بالمقارنة بالبدائل الأخرى.

ويتطلب الأداء الفعال لهذه المرحلة مراعاة الآتي:

أ- أن يتجنب صانع القرار أن يحصر نفسه داخل حدود وقيود لم تكن مفروضة عليه أصلا.

<sup>1</sup> - محمد إسماعيل بلال، بحوث العمليات، دار الجماعة الجديدة، مصر، 2005، ص 269، ص 270.

<sup>2</sup> - نجم عبود، مدخل إلى الأساليب الكمية، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 59.

ب- من الصعب أن يحصل صانع القرار على المعلومات، التي تمكنه من اتخاذ قرار رشيد، وأيضا لا يجب أن ينتظر إلى ما لا نهاية للحصول على المعلومات وإنما أن يعرف ما هي المعلومات التي لم يتمكن من الحصول عليها ليراعي ذلك عند اختيار البديل المناسب.

ت- يجب أن يكون البديل المختار لديه القدرة على حل المشكلة الأساسية في الوقت الحاضر وأن يمنع تكرار ظهورها في المستقبل وأن يكون اقتصاديا وقابلا للتطبيق في حدود الموارد المتاحة حاليا والتي يمكن توفيرها في المستقبل.

ث- يجب أن يحقق البديل المختار التوازن بين العائد المادي الذي يمكن قياسه كميا والعائد النوعي أو الكيفي الذي يمكن التعرف عليه من خلال قياس أثره على بعض الظواهر.

#### 4- تطبيق القرار ومتابعته:

تنطوي هذه المرحلة على وضع القرار موضع التنفيذ ومتابعة التطبيق العملي لمضمون القرار من خلال الحصول على المعلومات المرتدة من القائمين على عملية التنفيذ حتى يمكن تدعيم الجوانب الإيجابية وتصحيح الانحرافات التي تحدث، ويتطلب الأداء الفعال لهذه المرحلة مراعاة الآتي:

أ- يجب تهيئة المناخ الملائم لتطبيق القرار على نحو يضمن المشاركة الإيجابية من القائمين على التنفيذ وأيضا من المتأثرين بها.

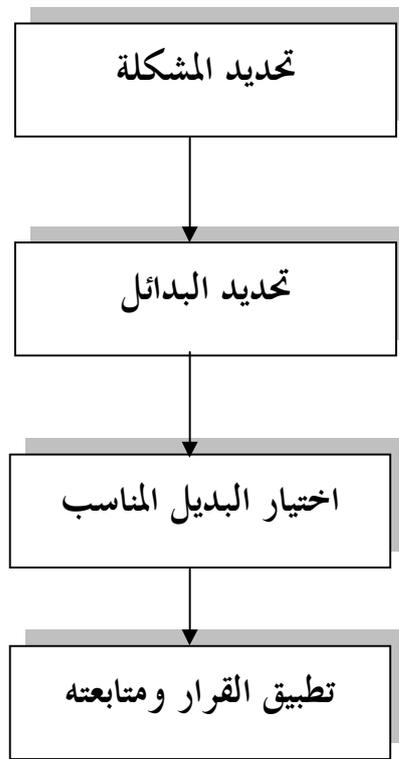
ب- التمييز بين الأخطاء التي ترجع إلى الخطأ في التنفيذ وتلك التي ترجع إلى وجود قصور في أحد أو بعض مراحل عملية صنع القرار مثل التحديد الخاطئ للمشكلة أو عدم اختيار البديل المناسب.

ت- يجب التمييز بين الأخطاء التي ترتبط بالقائمين على التنفيذ أو صانعي القرار وتلك التي ترجع إلى عوامل تخرج عن نطاق المنظمة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - محمد إسماعيل بلال، بحوث العمليات، مرجع سبق ذكره، ص 270، ص 271.

ومتخذ القرار يقوم في هذه المرحلة بتوجيه القائمين على التنفيذ مبينا لهم العمل الذي يتوجب عليهم القيام به، والدور المطلوب من كل منهم والموارد المتاحة للتنفيذ، وهذا يتطلب تفهم القرار من قبل منفذيه وتحفيزهم على أدائه، ويتم ذلك من خلال مبدأ المشاركة في اتخاذ القرارات حيث يشعر المنفذون بان القرار من صنعهم<sup>1</sup>. وفيما يلي نوضح خطوات عملية اتخاذ القرارات

الشكل رقم (2-2): خطوات عملية اتخاذ القرارات



المصدر: أحمد ماهر الإدارة المبادئ و المهارات، مرجع سبق ذكره، ص285.

<sup>1</sup> - منعم زمزير الموسوي، بحوث العمليات، الطبعة الأولى، وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 17.

### المبحث الثالث: ماهية القرارات الإدارية

إن عملية اتخاذ القرارات تعتبر محور العملية الإدارية لأنها ترتبط أساسا بكل ما يدخل ضمن مكونات العملية الإدارية نفسها، وأصبح مقدار النجاح الذي يمكن أن تحققة أية منشأة، رهنا بقدرة وكفاءة الإدارة وممارسة عملية اتخاذ القرارات بنجاح.

### المطلب الأول: مفهوم القرارات الإدارية

يمثل عمل المدير مجموعة مستثمرة من اتخاذ القرارات في شتى المجالات، والتي تغطي جوانب أنشطة العمل، وجوانب الموارد البشرية، والجوانب المالية، كما أنها تغطي مجالات زمنية يومية أي قصيرة الأجل، وقد تمتد حتى تشمل سنوات طويلة الأجل، كما أنها تغطي مجالات كثيرة في التخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة<sup>1</sup>.

وإن قيام المدراء باتخاذ القرارات المتعلقة بعملهم والمنشآت التي يديرونها عمل يومي ومتكرر ويعتبر من عمليات التفكير الإنساني الطبيعي، إلا أن القرارات في مجال إدارة الأعمال تعتبر المحركات الحقيقية لأداء المنشأة، وهي نقاط الانطلاق نحو إنجاز الأهداف والنجاح فيها.

والقرار -من وجهة نظر الفرد- هي أن أفعل الشيء المعين أو لا أفعله.

أما من وجهة نظر المنشأة فهذا القرار قد يكون فيه نجاح المنشأة أو فشلها.

وبعض الأفراد يتخذون القرارات بغير تفكير أو روية، على اعتبار أن القرار الفردي ينعكس على الفرد نفسه وربما على البعض المحيطين به، أما القرار الفردي أو الجماعي أو غيره من القرارات يقاس دائما بنتائجه، وإذا كانت المنشآت التجارية تتعامل في موارد كثيرة ومعدات ضخمة، وتستخدم أموالا كثيرة فالقرارات -بالنسبة لها- محور حياتها ومركز نجاحها، وسبيل ملاذها من الخسائر المحتملة أو المتوقعة.

ونظرا لصعوبة اتخاذ القرارات في بعض المواقف أو في بعض الأوقات نجد البعض الذي يحاول ترشيد الإدارة وتقديم العون لها بالأساليب الرياضية والكمية، والتي تدخل ضمن بحوث العمليات في الإدارة.

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، الإدارة المبادئ ومهارات، مرجع سبق ذكره، ص 279.

ولكن هذه الأساليب الرياضية باعتراف عملائها وبجائها ليست دائما هي السبيل الصحيح لاتخاذ القرارات لأن هناك من القرارات التي لا يسهل إخضاعها نموذج رياضي يقوم على فروض معينة وأرقام محددة.

وهناك من المدراء الذين يرون في هذه الأساليب التبسيط والسهولة، والبعض الذي فيها الاستحالة، ولذا لا يتخذون منها نهجا لقراراتهم الإدارية.

ويرجع بعض الباحثين أسباب عدم إيمان القيادات الإدارية بجدوى هذه الأساليب إلى الرأي السائد عند هؤلاء بأن هذه الأساليب يصعب تطبيقها.

ولكن هذا الرأي -ليس بالضرورة- أن يكون صحيحا في جميع الحالات أو المواقف فهناك تجارب كثيرة ناجحة في تطبيق هذه الأساليب في المجال الإداري.

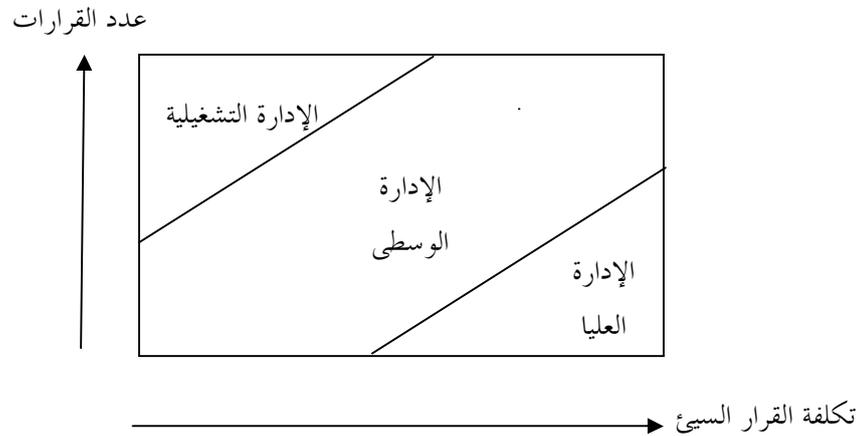
وربما تكون الصعوبة هي عدم استيفاء بعض المقومات الأساسية لنجاحها مثل نقص الكوادر الفنية المتخصصة في هذا المجال والتي يمكنها التعاون مع المدراء الغير متخصصين، أو لأن المعلومات ونظمها غير كافية لتطبيق هذه الأساليب<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: علاقة المستويات الإدارية باتخاذ القرارات

يتخذ المديرون في كل المستويات الإدارية العديد من القرارات، وتختلف المستويات الإدارية فيما بينها في عدد القرارات التي تتعامل معها وفي خطورة هذه القرارات، ويوضح الشكل الموالي هذه الاعتبارات مجتمعة.

<sup>1</sup> -أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة (الاتصالات-المعلومات-القرارات)، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 219، ص220.

الشكل رقم (2-3): علاقة المستويات الإدارية بعدد القرارات المتخذة وتكلفتها



المصدر: أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات، مرجع سبق ذكره، ص 293.

فعندما تكون المنظمة صغيرة الحجم من الممكن أن يقوم بالعمل الإداري فرد واحد أو عدد محدود من الأفراد لكن عندما يكبر حجم المنظمة فإن الأمر يقتضي ظهور مستويات إدارية جديدة لضمان الكفاءة في الأداء الإداري، وفي المنظمات كبيرة الحجم يمكن ملاحظة وجود عدد كبير من المستويات الإدارية، وكلما ارتفع المستوى الإداري زاد معه نطاق المسؤولية الإدارية وزادت السلطات والصلاحيات الممنوحة لهذا المستوى، بينما كلما هبط المستوى الإداري ضاق نطاق السلطة وقلت السلطات والصلاحيات الخاصة بهذا المستوى، وبوجه عام يمكن التمييز بين ثلاثة مستويات إدارية تظهر في الشكل السابق (2-2)، تختلف تسميتها وفي الجدول الموالي أمثلة من المسميات الوظيفية الشائعة في كل المستويات الإدارية الثلاثة.

الجدول رقم (2-1): أمثلة من المسميات الوظيفية في المستويات الإدارية.

مستوى الإدارة	المسميات الشائعة للوظائف
الإدارة العليا	رئيس مجلس الإدارة، والعضو المنتدب، المدير العام ورئيس القطاع، مدير دائرة مركزية، مستشار.
الإدارة الوسطى	مدير إدارة، وكبير محللين، وكبير باحثين، وكبير أخصائيين، ومدير مكتب، ومراقب.
الإدارة الإشرافية	رئيس قسم، ومشرف، وملاحظ، ورئيس عمال، وأخصائي وباحث، وسكرتير تنفيذي، ومنسق.
العاملون والمنفذون	فني، كاتب، حرفي، عامل، معاون، سكرتير، معاون، طباع.

المصدر: أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات، مرجع سبق ذكره، ص33.

فالمدرء يتخذون في كل مستوى من المستويات الإدارية قرارات متنوعة سوف نتعرض لها فيما يلي حسب كل إدارة.

**1- المستوى الإشرافي (التشغيلي):** يتخذ المديرون والمشرفون في هذا المستوى الإداري عدد كبير من القرارات، وتتسم هذه القرارات بأنها مبرمجة وأن معظمها روتيني ومحكوم بلوائح وقواعد إجرائية محددة بصورة سالفة، وبالتالي يمكن القول بأن تأثيرها معلوم وفي الغالب ما يكون هذا التأثير محدود من حيث التكلفة.

**2- الإدارة الوسطى:** يقوم المديرون في كل من الإدارة الوسطى والعليا باتخاذ عدد أقل من القرارات، إلا أن هذه القرارات تتسم في الغالب بأنها غير مبرمجة ولا تحدث بصورة متكررة وتؤثر على مجالات تنظيمية واسعة مما يجعل تكلفة القرار الخاطئ والسيئ تكلفة عالية.

**3- الإدارة العليا:** يتعامل المديرون في الإدارة العليا مع القرارات الإستراتيجية الهامة التي تمس نشاط ومستقبل المنظمة ككل وبالرغم من قلة عدد هذه القرارات إلا أن خطورتها وتكلفتها عالية جدا<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات

تتعدد الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات وتتميز بأنها تحاول تقييم البدائل التي تتم التوصل إليها بواسطة متخذ القرار، كما تتميز بأنها تحاول الوصول إلى الراشد والعقلانية والابتعاد عن التحيزات الشخصية وهذه الأساليب التي تستعرض إليها تركز على محاولة إعطاء بدائل الحل الممكنة قيمة رقمية وكمية تستهل المقارنة بين بعضها البعض، ويمكن هذا من اتخاذ واختيار أنسب بديل من بدائل الحل والأساليب الكمية التي نستعرض لها هي:

#### 1- العناصر ذات الأوزان المرجحة

تعتمد هذه الطريقة على محاولة مقارنة بدائل الحل وذلك من خلال مقارنتها كميًا بالنسبة إلى عناصر مشتركة بين هذه البدائل، وبطريقة أخرى يمكننا القول بأننا نبحث عن عناصر مشتركة بين بدائل الحل تصلح أساسًا للمقارنة بين هذه البدائل، ثم يتم تحويل المقارنة إلى شكل كمي بسيط وتمر طريقة العناصر ذات الأوزان المرجحة بالخطوات التالية:

أ- تحديد العناصر المشتركة في تقييم البدائل.

ب- إعطاء كل عنصر وزن مرجح، ويعني هذا إعطاء قيمة بحسب الأهمية النسبية لكل عنصر من عناصر المقارنة.

ت- إعطاء كلا بديل درجة في كل عنصر: ويتم ذلك بالنظر إلى أحد العناصر ثم نقارن البدائل المختلفة لمعرفة مدى توافر العنصر في البديل لإعطاء هذا البديل درجة معينة من درجات العنصر.

ث- اختيار أنسب بديل: ويتم هذا من خلال جمع الدرجات التي حصل عليها كل بديل، والبديل الذي يحصل على أعلى الدرجات هو البديل المناسب.

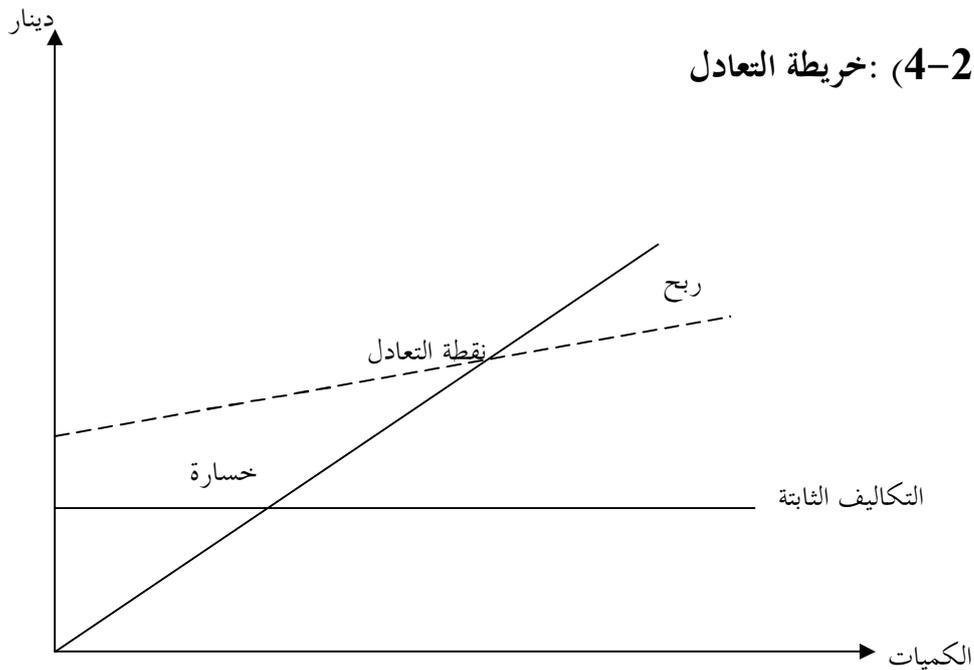
<sup>1</sup> - أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات، مرجع سبق ذكره، ص 299، 294.

## 2- تحليل التعادل:

تعتبر خريطة نقطة التعادل أو تحليل التعادل أحد الأساليب التي يعتمد عليها متخذ القرار في تحديد القرار المناسب، حيث توضح الخريطة التكاليف الكلية (ثابتة وصغيرة)، والإيراد الكلي، ولأن الوصول لاتخاذ قرار سليم يتطلب منا مقابلة التكاليف بالإيرادات المتعلقة بكل بديل من البدائل المتاحة، ثم اختيار ذلك البديل الذي يعظم الهدف الذي تسعى لتحقيقه.

فنقطة التعادل تساعدنا في تحقيق ذلك، حيث تحدد لنا تلك النقطة التي تتساوى عندها التكاليف الكلية مع الإيرادات الكلية، أي النقطة التي لا يتحقق عندها أرباح أو خسائر، حيث يسبق هذه النقطة تحقيق خسائر، ويأتي تلك النقطة تحقيق أرباح ويقدم الشكل (2-3) نموذجاً لخريطة التعادل<sup>1</sup>.  
دينار

الشكل رقم (2-4): خريطة التعادل



المصدر: أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات، مرجع سبق ذكره، ص304.

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات، مرجع سبق ذكره، ص 300-305.

أ- إيجاد نقطة التعادل رياضياً:

• يمكن التوصل إلى صحي الإيراد الكلي كآلي:

الإيرادات الكلية = سعر الوحدة X عدد الوحدات.

• يمكن التوصل إلى منحى التكاليف الكلية كآلي:

التكاليف الكلية = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة.

• تعني نقطة التعادل كآلي:

الإيرادات الكلية = التكاليف الكلية.

• يمكن تحديد كمية الإنتاج التي تحقق التعادل كآلي:

كمية التعادل = التكاليف الثابتة

### 3- جدول العائد:

جدول العائد هي وسيلة لتوضيح العوائد الممكنة الناتجة عن استخدام عدة بدائل لحل المشكلة التي نحن بصدد حلها وتحت ظروف أو شروط مختلفة<sup>1</sup>.

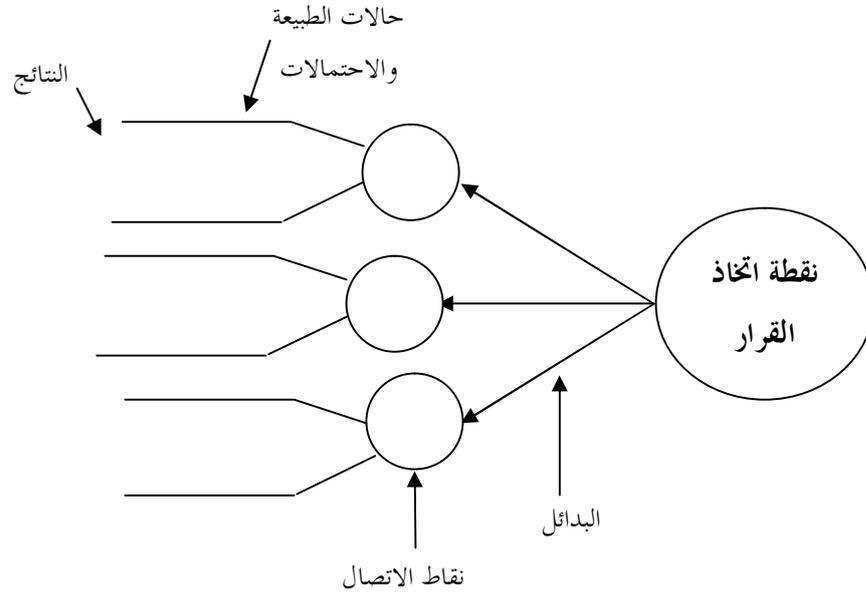
### 4- شجرة القرارات:

شجرة القرارات هي أسلوب آخر من أساليب اتخاذ القرارات والتي تساعد المدير على حل ما يواجهه من مشاكل، ويشبه هذا الأسلوب أسلوب سبق الإشارة إليه وهو أسلوب جداول العائد، وتقوم فكرة شجرة القرارات على تحقيق المواقف التي تواجه متخذ القرار واحتمال تحقق كل موقف<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات، مرجع سبق ذكره، ص 306.

<sup>2</sup> - اسماعيل السيد، الأساليب الكمية في مجال الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 41.

الشكل رقم (2-5): شجرة القرارات



المصدر: محمد الطراونة، سليمان عبيدات، مقدمة في بحوث العمليات، مرجع سبق ذكره، ص46.

### خلاصة الفصل

مما سبق تناوله في هذا الفصل نستخلص أن المؤشرات المالية هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية، بواسطة علاقة تبين تطور الكميات و الأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء الأسواق المالية، أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى، هذا من جهة، ومساهمتها الفعالة في اتخاذ مختلف القرارات الإدارية في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة من جهة أخرى، لأن عملية اتخاذ القرارات الإدارية من الواجبات الرئيسية للإدارة، فهي تواجه وبشكل مستمر مشاكل تحتاج إلى اتخاذ قرارات معينة من أجل حلها، وقد تكون هذه القرارات دورية أو غير دورية.

# الفصل الثالث

الدراسة القياسية لدور المؤشر داوجونز الصناعي في اتخاذ قرار

توزيع الأرباح

### تمهيد:

بعد التطرق إلى الأسس النظرية المتعلقة بالإطار العام للأسواق المالية، وماهية المؤشرات المالية وعملية اتخاذ القرارات الإدارية، نحاول في هذا الفصل اختبار دور مؤشرات الأسواق المالية ونخص بالذكر مؤشر داو جونز الصناعي في اتخاذ القرارات الإدارية بالتركيز على قرار سياسة توزيع الأرباح في كل من المؤسسات الثلاثة (كوكاكولا، كرافت وميكروسوفت) المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

وسعياً لتحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، نقوم باختبار وجود تأثير لمؤشر داو جونز على قرار توزيع الأرباح بالمؤسسات الثلاثة المنتمية له، وذلك عن طريق الدراسة القياسية، وهذا من شأنه أن يسمح لنا بفهم أفضل لمؤشرات الأسواق المالية وأهمية دورها في اتخاذ قرار توزيع الأرباح.

نتناول في هذا الفصل الإطار النظري لقرار توزيع الأرباح في المبحث الأول أما المبحث الثاني فنقوم بتقديم المؤشر داو جونز والمبحث الثالث والأخير نتطرق فيه إلى الدراسة القياسية

## المبحث الأول: الإطار النظري لقرار توزيع الأرباح

ينتج عن النشاط الاقتصادي للمؤسسة في نهاية كل دورة نتيجة محاسبية، ففي حال تحقيق ربح، تقوم المؤسسة إما باحتيازه واستخدامه كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو أو بتوزيعه على المساهمين، غير أن دراسة توزيع الأرباح التي تحققها المؤسسة لا بد أن تأخذ في الحسبان القرارات المالية الأخرى.

### المطلب الأول: مفهوم قرار توزيع الأرباح و أنواعه

سوف نشير في هذا المطلب إلى مفهوم قرار توزيع الأرباح، بالإضافة إلى التعرف على أنواعه.

#### 1- مفهوم قرار توزيع الأرباح:

يتمثل قرار التوزيع في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما يشير قرار التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة، وعلى ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها<sup>1</sup>.

وتعني في مفهوم آخر التصرف بالأرباح، و ذلك بتحديد نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين و الذي يحقق رغبة المدير المالي في تعظيم القيمة السوقية للسهم، و لكن في ذات الوقت الموازنة بين التوزيعات و النمو<sup>2</sup>.

كما نجد أنه كيفية توزيع الأرباح التي حققتها المنشأة، في البداية احتجازها وإعادة استثمارها في المنشأة وبعدها توزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو في شكل أسهم، وتبدو أهميته إذا ما عرفنا أن قرار التوزيع الذي تنتهجه المنشأة يؤثر على اتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في تلك المنشأة كما يؤثر على هيكل التمويل وعلى التدفقات النقدية، والسيولة ومعدل النمو وتكلفة التمويل.

وتهدف المنشأة من وراء اختيار قرار توزيع معين إلى تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين، ويطلق على قرار التوزيع الذي يعظم القيمة السوقية لثروة الملاك بقرار التوزيع الأمثل، حيث يقوم هذا القرار بتحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية على المساهمين والنمو في المستقبل اللذان يعظمان القيمة السوقية للسهم.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2011، ص 666.

<sup>2</sup> - حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

## 2- أنواع قرارات توزيع الأرباح:

يختلف قرار التوزيع الذي تتبعه المنشآت، فكل منشأة لها قرار التوزيع الذي تفضله ولكن قرارات التوزيع التي تنتهجها أي منشأة لا تخرج عن واحدة من ثلاث.

### أ-قرارات التوزيع الثابتة:

تعتبر من ناحية أبسط قرارات التوزيع، بمجرد أن تختار المنشأة نسبة التوزيع، ومن ناحية أخرى فإنه نظراً لأن المكاسب المتوقعة متقلبة فإن التوزيعات هي الأخرى ستكون متقلبة، مما قد يؤثر على أسعار الأسهم.

### ب-قرارات التوزيع المستقرة:

تعني قرارات التوزيع المستقرة اختيار نسبة توزيع محددة مسبقاً، وتتميز بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية، وتتجه المنشآت نحو قرارات التوزيع المستقرة لعدة أسباب:

- يعتقد كثير من المديرين أن قرارات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- قرارات التوزيع المستقرة تعني تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، أما قرارات التوزيع غير المستقرة فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية وانخفاض أسعار الأسهم.
- لا تميل المنشآت إلى تخفيض التوزيعات بسبب ما يعرف بفروض الإشارة أو ما يعرف بمضمون المعلومات، والتي تعني أن المستثمرين ينظرون إلى التغيير الذي يحدث في التوزيعات على أنها إشارة أو علامة على تنبؤ الإدارة بالمكاسب في المستقبل، فإذا خفضت الإدارة من التوزيعات فهي إشارة أو علامة تدل على أن الإدارة تتنبأ بانخفاض المكاسب في المستقبل مما خفض من سعر السهم، والعكس إذا زادت الإدارة من التوزيعات بنسبة غير متوقعة، فهذه من وجهة نظر المستثمرين، علامة أو إشارة أو معلومة تدل على أن الإدارة تتنبأ بمكاسب كبيرة ستحققها المنشأة في المستقبل مما يزيد من سعر السهم في السوق.

### ث-قرارات توزيع العائد زائد إضافة:

تقوم هذه القرارات على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المنشأة عادة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في نهاية العام.

وتعتبر هذه القرارات متوازنة بين قرارات التوزيع الثابتة وقرارات التوزيع المستقرة، وتناسب هذه القرارات المنشآت التي تتقلب مكاسبها من عام لآخر، ففي الأعوام التي تزيد فيها المكاسب تدفع المنشآت توزيعها إضافية إلى المساهمين<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: نظريات قرار توزيع الأرباح

توجد العديد من النظريات التي ناقشت قرار توزيع الأرباح، حيث أنها تتأثر بالعديد من العوامل مثل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، كلفة مصادر التمويل الأخرى والتفضيلات الضريبية، وبالتالي فقد انبثقت العديد من النظريات ومن أهم هذه النظريات:

**1-نظرية عدم ملائمة التوزيعات لموديكلياني وميلر:** لكي يثبت "موديكلياني وميلر" نظريتهم، فقد أكدوا على ضرورة توفر الفروض الآتية ضمن فروض السوق التامة.

أ-إن عموم شركات الأعمال تعمل في سوق رأس المال التام وفي مثل هذه السوق فإن جميع المستثمرين يتصفون بالرشد والعقلانية، كما أن المعلومات متاحة للجميع وبشكل مجاني، ولا توجد كلفة للمعاملات كما لا يوجد مستثمر يستطيع أن يؤثر في السعر السوقي للأوراق المالية عموماً وللسهم بشكل خاص.

ب-لا توجد ضريبة، ولذلك ليس هناك اختلاف في معدلات الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية، وأيضاً على توزيعات الأرباح.

ت-تعتمد الشركة سياسة استثمارية ثابتة، ولهذا فإن تمويل الإضافات الاستثمارية بدون استخدام احتياطي الأرباح (الأرباح المحتجزة) سوف لن يغير من مخاطر الأعمال في الشركة ولهذا فإنه لا يوجد أي تغيير في معدل العائد المطلوب.

<sup>1</sup> - عاطف جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر 2010، ص 389، ص 390، ص 397، ص 401.

ث- إن الشركة تعمل في ظروف التأكد التام ولهذا فإن كل المستثمرين قادرين على التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية وكذلك بتوزيعات الأرباح وبشكل مؤكد<sup>1</sup>.

وتتضمن نظرية عدم ملائمة التوزيعات بأن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على سهم الشركة أو على كلفة رأس المال وحيث أن سياسة التوزيع ليس لها تأثير جوهري بالتالي فإنها غير ملائمة، حيث تجادل هذه النظرية بأن قيمة الشركة تتحدد من خلال القوة الإرادية الأساسية ومخاطر الشركة، وبكلمات أخرى فإن قيمة الشركة تتحدد من خلال دخل الشركة المتولد من أصول تلك الشركة وليس من كيفية تقسيم ذلك الدخل بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة.

ولفهم نظرية مودكلياني وميلر بأن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة، فهي تلاحظ بأن كل مساهم يستطيع بناء سياسة توزيع الأرباح الخاصة به، فمثلا لو أن مساهم يرغب بالحصول على عائد سنوي وبنسبة 5 ولم تقم الشركة بتوزيع أية أرباح خلال تلك السنة فهذا المساهم يستطيع الحصول على هذه النسبة من خلال بيع 5 بالمئة من أسهمه في تلك الشركة ولو فرضنا أن الشركة قد قامت بتوزيع أرباح تزيد عن النسبة التي يرغب المساهم في الحصول عليها فهذا المساهم يستطيع بالمقابل أن يشتري أسهم إضافية من الشركة من الأرباح الموزعة والتي تزيد عن النسبة المرغوبة من المساهم، وحسب فرضيات نظرية مود كلياني و ميلر والتي تتضمن بعدم وجود تكاليف تنفيذ على عمليات بيع وشراء الأسهم وبالتالي يستطيع كل مساهم وضع سياسة خاصة به لتوزيعات الأرباح دون تحمل أية تكاليف إضافية وبالتالي تصبح سياسة توزيع الأرباح لدى الشركة غير ملائمة، وكما يلاحظ من هذه السياسة أنها توجد ضرائب سواء ضريبة على دخل المساهم أو ضريبة توزيع أو ضريبة على أرباح الشركات، كما أن عمليات بيع وشراء الأسهم لا تتم إلا بعد دفع عمولات تنفيذ لشراء وبيع هذه الأسهم وبالتالي فإن نظرية مود كلياني و ميلر تعرضت إلى الكثير من الانتقادات، لكن أنصار هذه النظرية يؤكدون أن صحة هذه النظرية تعتمد على الاختيارات التجريبية وليس على واقعية الفرضيات التي بنيت عليها الفرضية.

## 2- نظرية عصفور في اليد:

إن من الاستنتاجات الرئيسية في نظرية عدم ملائمة التوزيعات أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية، إن هذا الاستنتاج استأثر بجدل كبير بين الأكاديميين، فعلى سبيل المثال فقد جادل كل من لينتير وجوردن بأن العائد المطلوب على حقوق الملكية يتناقض مع

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية،الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008،ص644.

زيادة التوزيعات النقدية لأن المستثمرين يصبحون أقل تأكدا من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة عن احتجاز الأرباح.

ولكن مود كيليان و ميلر لم يوافقوا على هذا الاقتراح حيث جادلا بأن معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية هو مستقل ولا يتأثر بسياسة توزيع الأرباح حيث أن المستثمر لا يفرق بين المكونين (العائد الجاري والعائد الرأسمالي) وأطلقنا على وجهة نظر لينتير و جوردن اسم عصفور في اليد لأن مود كيليان وميلر يعتقدان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في سهم الشركة أو في سهم شركة أخرى تعمل في قطاع مماثل وبالتالي فإن مخاطر التدفقات النقدية للشركة في المدى الطويل تتحدد من خلال المخاطر التشغيلية للتدفقات النقدية و ليس من خلال سياسة توزيع الأرباح<sup>1</sup>.

### 3- نظرية التفضيل الضريبي:

هناك ثلاثة أسباب ذات علاقة بالضريبة تدفع المنظرين والباحثين للتفكير بأن المستثمرين ربما يفضلون دفعات التوزيع القليلة على الدفعات الكبيرة وهي:

أ- إن ضريبة المكاسب الرأسمالية عادة تكون أقل من الضريبة المستحقة على الأرباح في حالة توزيعها على حملة الأسهم، حيث تبلغ ضريبة الأرباح الرأسمالية، في عدد من الدول كمعدل 28%، في حين تبلغ كمعدل 35% على الأرباح الموزعة، وبالتالي فإن المستثمرين من ذوي الملكيات الكبيرة الذين يمتلكون معظم الأسهم ويستلمون معظم توزيعات الأرباح، قد يفضلون قيام المنشآت باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في أنشطتها المختلفة، إضافة إلى إيمانهم بأن احتجاز الأرباح قد تؤدي إلى زيادة سعر السهم في سوق الأوراق المالية، عندها يتم استبدال العوائد الجارية (الأرباح الموزعة) ذات الضريبة الأعلى بالعوائد الرأسمالية المستقبلية (بيع الأسهم) ذات الضريبة الأقل.

ب- إن الضرائب المستحقة على العوائد الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة قيام المستثمر ببيع السهم، وبما أن القيمة الزمنية للنقود تجعل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلا أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة في الوقت الحاضر.

ت- إذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل المستثمر حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة أرباح رأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم.

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2011، ص 211، ص 212.

وبناء على الأسباب الثلاثة أعلاه فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المنشآت باحتجاز معظم أرباحهم، وبذلك فإنهم يكونون على استعداد لدفع سعر أعلى ثمناً لسهم المنشأة التي لا تدفع مقسوم أرباح بنسب عالية وأنها تقوم باحتجاز معظم الأرباح لإعادة استثمارها<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح

يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

**1- ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة:** من الواضح أنه إذا لم ترغب الشركة في استثمار أرباحها في أصول إنتاجية (سواء في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة)، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً، ومن ناحية أخرى إذا ما توافر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.

**2- الشروط والاعتبارات التعاقدية:** قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المنظمة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف الشركة، حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس مال العامل أو قيوداً على الاستثمارات.

### 3- القيود القانونية الخاصة بالحفاظ على مستوى رأس المال:

فقد ينص على أن التوزيعات لا يجب أن تتجاوز الأرباح المحتجزة (الأرباح المرحلة بالإضافة إلى الفائض المرحل)، ويعني هذا أن الشركة لا يمكن أن تدفع توزيعات نقدية إذا كانت حقوق الملكية (الأصول-الخصوم)، لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم الشركة المتداولة، والهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول الشركة تزيد على خصومها بهامش معين كحد أدنى كضمان للدائنين، فهذا الهامش (فائض القيمة) يكون صغير بالمقارنة بأصول وخصوم الشركة، ولكن مع ذلك يعتبر كحد أدنى نوع من الضمان للدائنين.

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوني العلمية للنشر والتوزيع، 2009، ص464، ص465.

#### 4-متطلبات السيولة والتزامات الشركة:

تحتفظ المنظمة بصفة عامة ببعض الأصول في شكل نقدي أو شبه سائل (كالأوراق المالية المتداولة بيورصة المال)، وتعتبر هذه الأصول مصدرا للأموال لمواجهة الاحتياجات النقدية غير المتوقعة أو لتمويل الاستثمارات المخططة.

#### 5-تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة التوزيعات النقدية:

يمكن للشركة المحافظة على معدل توزيعات منخفض بحيث يمكنها تجنب اللجوء إلى التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات، فكلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة كلما زاد الاتجاه إلى استخدام التمويل الداخلي من الأرباح.

وتشمل تكلفة التمويل الخارجي تكلفة إصدار الأسهم والسندات، العمولات التي تحصل عليها البنوك، والفوائد على القروض المصرفية، الأتعاب القانونية والمحاسبية، تكلفة الوقت المستغرق بواسطة الإدارة للبحث والمفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل الخارجية<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنيفي، الإدارة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، مصر 2007، ص 237، ص 242.

## المبحث الثاني: تقديم المؤشر داوجونز الصناعي

ظهرت المؤشرات المالية في القرن التاسع عشر ميلادي، وتطورت وازدادت أهميتها عبر الزمن واستخدمت كوسيلة تعكس اتجاه الأسواق المالية وسلوكها، ويعتبر مؤشر داوجونز الأول في العالم، وسوف نركز في هذا المبحث على تاريخ المؤشر وتركيبته بالإضافة إلى كيفية حسابه.

### المطلب الأول: تاريخ المؤشر داوجونز

يعد المؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، فهو يصدر لمتابعة سلوك بورصة نيويورك، إذ انه يتكون من أوراق ثلاثين شركة ويقاس مستوى أسعار أسهم ثلاثين شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في بورصة نيويورك، وتنشر الأرقام القياسية لداوجونز كل اثنين في جريدة الوال ستريت، وفي هذا المطلب سوف نتعرض إلى نشأته بالإضافة إلى أهم التواريخ التي مر بها المؤشر في التالي<sup>1</sup>:

#### 1-نشأته:

تعود نشأة داوجونز الصناعي إلى 1884 إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 يوليو من هذا العام، وذلك باسم الشخص الذي صممه، وهو تشارلز داو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 مايو من عام 1888 ثم إلى عشرين سهم عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى ثلاثين سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة. هذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة) تتسم بارتفاع قيمتها السوقية، وبالعراقية وبضخامة الحجم، وبضخامة عدد المساهمين، ففي البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمراً غير مقبول، خاصة عندما يحدث اشتقاق أسهم إحدى الشركات داخل العينة، أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما جديدة، مقابل توزيعات مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم<sup>2</sup>.

#### 2-أهم التواريخ التي مر بها المؤشر:

اضطرب مؤشر الداوجونز أكثر من مرة متأثراً بالأوضاع السياسية والاقتصادية في العالم، وسندرج أهم التواريخ التي مر بها المؤشر وكانت لها نتائج سلبية عليه.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 217.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة توزيع المعارف، مصر، 2007، ص 260.

أ- في عام 1929: فقد المؤشر ما يقارب الـ 50% من قيمته بسبب الركود الاقتصادي الذي خيم على الولايات المتحدة الأمريكية لمدة أربع سنوات، ولم يعد إلى مستواه الحقيقي الذي كان قبل الأزمة إلا بعد 20 سنة، وهذا ما يوضحه الملحق رقم (3-1).

ب- في عام 1987: إنهار المؤشر أيضا حيث فقد 22% في يوم واحد، وعاد بعدها للصعود.

ت- في عام 2001: وقعت أحداث الحادي عشر من سبتمبر التي سببت خسائر كبيرة للمؤشر، حيث أغلقت التداولات بين 10 سبتمبر إلى 17 سبتمبر، و الملحق رقم (3-2) يوضح ذلك.

ث- في عام 2008: فقد المؤشر أكثر من 20% حيث وصل تحت مستوى 12000 نقطة بسبب أزمة الرهن العقاري التي أدت إلى انهيار مؤسسات مالية ضخمة وفي شهر أبريل عاود المؤشر الارتفاع ووصل إلى ما فوق 13000 نقطة لكنه عاود الانخفاض إلى أدنى مستوى له منذ سبتمبر 2006 ليصل تحت مستوى 11000 نقطة وأنهى المؤشر آخر جلسة تداولات في سنة 2008، تعتبر واحدة من أسوأ الأعوام في تاريخ المؤشر التي وصل فيها إلى ما يقارب 7550 نقطة وهو أدنى مستوى منذ عدة سنين، و الملحق رقم (3-3) يوضح ذلك.

### المطلب الثاني: تركيبة المؤشر داوجونز الصناعي

مؤشر داوجونز الصناعي أو الداو 30 وهو مؤشر صناعي لأكثر 30 شركة صناعية أمريكية، وسوف نتعرض إلى تركيبته وأهم التطورات التي طرأت عليه.

1- تركيبة المؤشر داوجونز : كانت أول شركاته جنرال إلكتريك في 1907/11/07 وبدأت أعداد الشركات المدرجة بالتزايد حتى وصلت 30 شركة عام 1928 ومن الشركات التي تم إدراجها بعد هذا التاريخ في هذا المؤشر هي شركة شقرون وبنك أوف أمريكا في 19 فبراير 2008، و الجدول الموالي يوضح لنا تركيبة المؤشر داوجونز لسنة 2009.

### الجدول رقم (3-1): مؤسسات المؤشر داوجونز

الشركة	الرمز	الصناعة	تاريخ الإضافة
1 ثري ام	MMM	Conglomerate	1976-8-9
2 ألكوا	AA	ألمنيوم	1959-6-1
3 أمريكيان إكسبريس	AXP	Consumer finance	1982-8-30
4 أي تي أند تي	T	إتصالات	1999-11-1
5 بنك أوف أمريكا	BAC	صرافة	2008-2-19
6 بيونك	BA	Defence aerospace	1987-3-12

1991-5-6	Mining construction	CAT	كاتريبلر	7
2008-2-19	نفط و غاز	CVX	شركة شفرون	8
2009-6-8	شبيكات كمبيوتر	CSCO	سيسكو سيستمز	9
1987-3-12	مشروبات	KO	كوكاكولا	10
1925-8-31	صناعة الكيمياويات	DDD	دويون	11
1928-10-1	النفط و الغاز	XOM	إكسيون موبيل	12
1907-11-7	Conglomerate	GE	جنرال إلكتريك	13
1997-3-17	Technology	HPQ	هيولت ياكرد	14
1999-11-1	Homein provement retailer	HD	ذا هوم ديوت	15
1999-11-1	Semicomductous	INTC	إنتل	16
1979-6-29	Computers technology	IBM	إي بي ام	17
1997-3-17	pharmaceuticals	JNJ	جونس أند جونس	18
1991-5-6	Banking	JPM	جي بي موركان	19
2008-9-22	Food processing	KFT	كرافت فود	20
1985-10-30	Fast food	MDD	ماكدونالدز	21
1979-6-29	Pharmaceutiacals	MRK	مرك	22
1999-11-1	Software	MSFT	ميكروسوفت	23
2004-4-8	pharmaceutiacals	PFE	فايزر	24
1932-5-26	Consumer goods	PG	بروكتر أند كامبل	25
2009-6-8	تأمين	TRV	ترافلز	26
1939-3-14	Conglomerate	UTX	يونيتد تيكنولوجيز	27
2004-4-8	إتصالات	VZ	فرايزون للإتصالات	28
1997-3-17	Retail	WMT	وال-مارت	29
1991-5-6	إذاعة ة ترفيه	DIS	والت ديزني	30

المصدر: 19: [www.marefa.org/index.php.le15/04/2014.13](http://www.marefa.org/index.php.le15/04/2014.13)

2- تطور أداء المؤشر الصناعي داو جونز: إختتمت بورصة وول ستريت الأمريكية تعاملاتها جلسة التداول 24 ماي 2011 على هبوط جماعي لمؤشراتها الرئيسية حيث خسر مؤشر داو جونز الصناعي 13078

نقطة ليصل عند مستوى 123813 نقطة بنسبة انخفاض 1.05%<sup>1</sup>. أما عن سنة 2012 فقد ارتفع المؤشر ليصل إلى 12573 نقطة<sup>2</sup>.

وبخصوص 2013 فقد وصل المؤشر داو جونز الصناعي في حدود 1650490 بارتفاع قدره 39319 نقطة، والجدول الموالي يوضح لنا تطور أداء المؤشر الصناعي داو جونز.

الجدول (3-2): تطور أداء المؤشر من سنة 2010 إلى غاية 2013.

السنوات	2010	2011	2012	2013
داو جونز	12512.08	12381.30	12573	1680490

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المواقع التالية: -

- vb.arjwn.com/t963401.htm .le 15/04/2014.

- www.youm7.com/news-asp,mardi24mai2011,12:07 ahmedyakoub .

-www.marefa.org/index.php le 15/04/2014, 13:19

### 3- تطور تركيبة المؤشر الصناعي داو جونز :

المكونات المفردة للمؤشر داو جونز الصناعي تتغير أحيانا حسب أحوال السوق ، وملخص آخر التغييرات التي أدخلت على المؤشر تضم التالي:

أ- في 08 يونيو 2009 جنرال موتورز وسيتيكروب، جرى استبدالهما بشركتي ترافلز وسييسكو سيستمز التي أصبحت ثالث شركة متداولة لتصبح جزءا من الداو.

ب- في سبتمبر 2008 كرافت فود استبدلت مكان ALG في المؤشر.

ت- في 19 فبراير 2008 مجموعة ألتريا وهيني وول استبدلت بشفرون وبنك اوف أمريكا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - www.youm7.com/news-asp,mardi24mai2011,12:07 ahmed yakoub.

<sup>2</sup> - vb.arjwn.com/t963401.htm .le 15/04/2014.

<sup>3</sup> - www.marefa.org/index.php le 15/04/2014, 13:19 .

الجدول رقم (3-3): تطور تركيبة المؤشر داو جونز من 2008 إلى 2009.

التاريخ	المؤسسة الداخلة	المؤسسة الخارجة
08 يونيو 2009	ترافلز	جنرال موتورز
08 يونيو 2009	سيسكو سيستمز	سيتيكروب
22 سبتمبر 2008	كرافت فود	ALG
19 فبراير 2008	شركة شفرون	مجموعة ألتريا
19 فبراير 2008	بنك أمريكا	هني وول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع التالي:

www.marefa.org/index.php.le15/04/2014.13:19.

المطلب الثالث: طريقة حساب المؤشر والانتقادات الموجهة له .

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى كيفية حساب المؤشر، بالإضافة إلى التعرف على أهم الانتقادات الموجهة له.

1- طريقة حساب المؤشر داو جونز

لحساب مؤشر داو جونز الصناعي تتبع الطريقة التالية المتمثلة في مجموع أسعار جميع الثلاثين سهما يقسم على قاسم الداو جونز كما يلي:

$$DJIA = \frac{\sum P}{d}$$

حيث:

P: أسعار الأسهم المكونة.

d: هو قاسم الداو جونز.

تحدث الأخطاء عادة في حساب متوسطات الداو جونز لأسباب أخرى غير التشطير، ولتصحيح هذه الأخطاء فإن داو جونز يستخدم قاسما متغيرا، فإذا حدث تشطير لأسهم شركة ما، فإن حملة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب المتوسط لا تقسم على عدد الأسهم، وعضوا عن ذلك يتم إدخال القاسم بحيث تؤدي عملية الحساب في النهاية على حساب القيمة الحقيقية للمتوسط، وقد تم إدخال القاسم لأول مرة في عام 1928 وكان يساوي حينئذ 1667، وبسبب عمليات التصحيح المستمرة عبر السنوات من القرن العشرين، حيث يتم إدخال القاسم لتصحيح الأخطاء التي تصل إلى خمس نقاط أو أكثر.

ويبين مؤشر داو جونز الصناعي متوسطات أسعار مختارة من الأسهم والسندات المتداولة في سوق الأوراق المالية بنيويورك، وتقوم شركة داو جونز بحساب هذه المتوسطات لكل يوم تجاري، على مدار الساعة، وتوجد أربعة أنواع من هذه المتوسطات: متوسط أسعار أسهم 30 شركة صناعية، متوسط أسعار أسهم 20 شركة مواصلات ومتوسط أسعار أسهم 15 شركة خدمة عامة، إضافة إلى متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة في تركيبة المؤشر مجمعة (65 شركة).

وأكثر هذه المتوسطات استخداما بين المستثمرين، متوسط أسعار الأسهم الصناعية ويعبر عن ارتفاع وهبوط هذه المتوسطات في شكل نقاط، فإذا افترضنا مثلا أن المتوسط الصناعي عن ساعة الإقفال في يوم ما كان 879.32، وارتفع في اليوم التالي إلى 882.56 فإن الاقتصاديين يحددون ارتفاع المتوسط في هذه الحالة بـ 3.24 نقطة.

## 2- الانتقادات التي تواجه المؤشر داو جونز:

تدور الانتقادات الموضوعية حول حجم العينة ومدى تمثيلها، وطريقة حساب قيمة المؤشر، وكيفية تعديل المؤشر لاستيعاب حالات حدوث اشتقاق في أحد الأسهم التي تتكون منها العينة.

### أ- العينة ومدى تمثيلها:

كما سبقت الإشارة تتكون العينة التي يقوم عليها مؤشر الداو جونز لمتوسط الصناعة من 30 سهم، بمعدل سهم لكل منشأة ممثلة في الوقت الذي يصل فيه حجم العينة في مؤشرات أخرى إلى بضع مئات مثل مؤشر ستاندر آندبور 500، أو بضع آلاف مثل مؤشر مسح قيمة الاستثمار، بل وقد يقوم المؤشر على جميع الأسهم المتداولة والتي تمثل مؤشر بورصة نيويورك، ومؤشر البورصة الأمريكية.

يضاف إلى ذلك أن الأسهم المختارة هي لمنشآت عريقة تتميز بضخامة الحجم، وأن القيمة السوقية للسهم تعد مرتفعة بشكل ملحوظ، حتى أن مجموع القيمة السوقية لأسهم هذا العدد الصغير من المنشآت

المثلة في العينة، بلغت نسبتها 23% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، كما سبقت الإشارة هذا يعني في جملته أن العينة لا تمثل مجموع الشركات الصناعية، ومن ثم لا يعد المؤشر في الواجهة النظرية مقياساً جيداً لحالة السوق.

#### ب- طريقة حساب قيمة المؤشر:

تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقاً للسعر الذي يباع به، ومعنى هذا أن السهم ذات السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك على الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشراً لأهمية المنشأة أو قوتها الإيرادية، ويضاف إلى ذلك أن المؤشر لا يجري تعديله في حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات، إذ كانت تلك السهم المصدرة تقل عن 10% من مجموع أسهم المنشأة، هذا على الرغم من أن مثل تلك الإصدارات الصغيرة قد بلغت في عام 1964 ما يقرب من 19% من إجمالي التوزيعات المعلنة في تلك السنة.

#### ت- استيعاب الاشتقاق:

لا تقوم الطريقة التي يجري بها تعديل المؤشر لاستيعاب الاشتقاق على أي منطق، أو إستراتيجية يمكن أن يتبعها المستثمر الذي بنى محفظة أوراقه المالية على غرار مؤشر الداوجونز، فالطريقة التي تم بها التعديل، يقابلها بالنسبة لمحفظة المستثمر قيامه ببيع الأسهم الإضافية التي حصل عليها نتيجة للاشتقاق، ثم استثمار حصيلتها في الأسهم الأخرى التي تتضمنها محفظته، وذلك بنسبة الأموال المستثمرة في كل سهم، وبالطبع هذا لا يحدث في الواقع العملي، فاشتقاق أحد الأسهم التي يتكون منها محفظة المستثمر لا يترتب عليه أي عملية بيع أو شراء.

- هذا ويمكن الاعتماد على ثلاثة معايير للحكم على مدى ملائمة مؤشر الداوجونز لمتوسط الصناعة هي: حجم معامل ارتباط قيمة المؤشر مع قيم المؤشرات الأخرى، ودرجة التقلب في قيمة المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى، ومدى الاستقرار في معدل العائد على المؤشر بالمقارنة مع معدل العائد على مؤشرات أخرى.

وقد أسفرت العديد من الدراسات إلى نتائج في صالح مؤشر الداوجونز، ولعل هذا يفسر المكانة التي لا يزال يحتلها المؤشر في اليوم.

ذلك أنه أكثر مؤشرات أسعار السوق شهرة وأوسعها استخداما، وعليه يمكن القول بان الانتقادات التي توجه إلى مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة وهي حجم العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر، وكيفية معالجته لحالة اشتقاق الأسهم كلها انتقادات ذات طابع نظري، وليس لها تأثير يذكر على أرض الواقع<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 147، ص 148.

### المبحث الثالث: تطبيق الدراسة القياسية ونتائجها

لدراسة دور مؤشرات الأسواق المالية في اتخاذ القرارات الإدارية تستخدم أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، للكشف عن وجود تأثير وقبل ذلك نرى أنه لابد من تقديم عام لدراسة الحالة.

#### المطلب الأول: تقديم عام للدراسة القياسية

وفي هذا الإطار سوف نحاول التذكير بجمع الدراسة ثم عينة الدراسة كما يلي:

##### 1-مجتمع الدراسة:

يشمل مجتمع الدراسة المؤسسات المسعرة في بورصة نيويورك للأوراق المالية، والتي تعتبر من أهم الأسواق المالية الأمريكية، من حيث الرسملة البورصية وحجم التداول وعدد المؤسسات ووجود التنظيم، والاستعمال المكثف لوسائل الاتصال الحديثة.

##### 2-عينة الدراسة:

تتمثل عينة الدراسة في ثلث مؤسسات المتنامية لمؤشر داوجونز والتي تتمثل في المؤسسات كوكاكولا، كرافت وميكروسوفت، والتي تعتبر من أهم مؤسسات التي تساهم في نجاح الاقتصاد الأمريكي ككل.

وسوف نتعرض بإيجاز إلى هذه المؤسسات على النحو التالي:

أ-مؤسسة كوكاكولا:هي مؤسسة أمريكية متعددة الجنسيات، تأسست في 1892 من طرف آسا كاندر، تصنع و تباع و تسوق المشروبات غير الكحولية، ومركزات العصائر، حيث تقدم حاليا أكثر من 500 علامة تجارية في أكثر من 200 دولة، وتخدم أكثر من 1.7 مليار شخص يوميا، يقع المقر الرئيسي لها في أتلانتا، جورجيا، الولايات المتحدة الأمريكية، يعد مهتار كينت رئيس مجلس الإدارة و مديرها التنفيذي الحالي، بلغ عدد موظفيها سنة 2010 إلى 139600، كما بلغت العائدات 35.119 مليار دولار<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - [http://at.wikipedia.org/wiki/the\\_coca-cola\\_company.com.le13/05/2014.23:05](http://at.wikipedia.org/wiki/the_coca-cola_company.com.le13/05/2014.23:05)

ب- مؤسسة ميكروسوفت: مؤسسة دولية تعمل في مجال تقنيات الحاسوب، و يعد كل من بيل غيتس و بول آلان من مدينة ألبوكيرك هما المؤسسين و الملاك لهذه الشركة ،تم تأسيسها عام 1975، يباغ دخلها السنوي 44مليار دولار ،و عدد موظفيها سنة 2013 بلغ 97000 موظف<sup>1</sup>.

ت- مؤسسة كرافت فود: هي مؤسسة غذائية مشهورة بإنتاج الأجبان في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم، تأسست عام 1903 بنيويورك ،يقع مقرها الرئيسي في مدينة نور ثفليدا إلينوي، حيث يعد إيرين روز نفليد المدير العام لها ، عدد موظفيها سنة 2010 بلغ 127000، تعمل في أكثر من 170 دولة، حققت مكاسب سنة 2010 قدرت ب 49.207 مليار دولار<sup>2</sup>.

والجدول التالي يبين المؤسسات الثلاث لمؤشر داو جونز والتي تم الاعتماد عليها في دراسة الحالة.

الجدول رقم (3-4) : المؤسسات الثلاث لمؤشر داو جونز والتي تم الاعتماد عليها في دراسة الحالة.

المؤسسة	الرمز	مجال القطاع	تاريخ الإضافة
كوكاكولا	KO	مشروبات	1987/03/12
ميكروسوفت	MSFT	Software	1999/11/01
كرافت فود	KRFT	Food Processing	2008/09/22

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الموقع التالي:

www.marefa.org/index.php.le 15/04/2014 ,13 :19

### 3-فترة الدراسة:

تغطي الدراسة التطبيقية لهذا البحث فترة زمنية قدرها 261 يوم ابتداء من 2012/12/12 إلى غاية 2013/12/26 وذلك من أجل القيام بالتحليل الإحصائي لبيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المحددة لهذا البحث.

### 4-مصادر البيانات:

تم تجميع البيانات حول المؤسسات محل الدراسة من المواقع الإلكترونية.

<sup>1</sup> - <http://at.wiki.pedia.org/wiki.www.micro.soft.com.le> 13/05/2014 .23:05

<sup>2</sup> - <http://at.wikipedia.org/wiki.kraftfoodscompany.com.le> 13/05/2014.23 :05

## 5-متغيرات الدراسة التطبيقية وكيفية قياسها:

تشمل متغيرات الدراسة التطبيقية كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

### أ-المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في المؤشر داو جونز، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا على قيمة المؤشر خلال الفترة الممتدة من 2012/12/12 إلى غاية 2013/12/26.

### ب-المتغيرات المستقلة:

على ضوء تحليل الدراسة النظرية وهدف الدراسة تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية والمتمثلة في:

- نصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة كوكاكولا.
- نصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة ميكروسوفت.
- نصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة كرافت فود.

ويعتبر نصيب السهم من التوزيعات مقياسا أساسيا لقرار توزيع الأرباح الذي يعتبر من بين أهم القرارات الإدارية، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية.

## 6-الأسلوب والأدوات الإحصائية المعتمدة:

تعتمد الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعددة لإثبات مدى صحة فروض الدراسة، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ومن أجل ذلك تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي EViews7

## 7-فروض الدراسة:

تسعى الدراسة الحالية إلى اختبار الفرضيات التالية:

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة كوكاكولا وقيمة المؤشر داو جونز.

H2: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة ميكروسوفت وقيمة المؤشر داو جونز.



يسعى الاقتصاد القياسي لتحقيق ثلاث أهداف ومناهج رئيسية تتمثل في<sup>1</sup>:

- بناء النماذج القياسية الاقتصادية في شكل قابل للاختبار الميداني، وتمثل هذه المرحلة مشكلة تصور الصياغة الرياضية في منهجية القياس الاقتصادي.
- تقدير واختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة، وتمثل هذه العملية المرحلة الإحصائية في القياس الاقتصادي.

- استعمال النماذج المقدره بغرض التنبؤ، التحليل الاقتصادي أو اتخاذ القرارات المناسبة.

ومن أجل دراسة دور المؤشرات المالية في إتخاذ القرارات الإدارية نقوم بما يلي:

### 1- تحليل الإنحدار المتعدد:

يبين الجدول الموالي نتائج تحليل الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج و تحديد القدرة التفسيرية للنموذج.

### الجدول رقم (3-5) : نتائج تحليل الإنحدار المتعدد.

Dependent Variable: DJIA

Method: Least Squares

Date: 05/05/14 Time: 18:20

Sample (adjusted): 12/12/2012 12/26/2013

Included observations: 261 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11356.86	5307.539	-2.139759	0.0333
MSFT	7159.919	6029.665	1.187449	0.2361
KO	50956.23	6208.215	8.207872	0.0000
KRFT	20666.29	12574.65	1.643488	0.1015
R-squared	0.362202	Mean dependent var		14880.00
Adjusted R-squared	0.354757	S.D. dependent var		1147.201
S.E. of regression	921.5127	Akaike info criterion		16.50512
Sum squared resid	2.18E+08	Schwarz criterion		16.55975
Log likelihood	-2149.918	Hannan-Quinn criter.		16.52708
F-statistic	48.64956	Durbin-Watson stat		1.899547
Prob(F-statistic)	0.000000			

### المصادر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على برنامج EVIEWS7

<sup>1</sup> - حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص150.

من الجدول أعلاه كانت نتائج النموذج كالتالي :

$$DJIA = -11356.86 + 50956.23 KO + 7156.91 MSFT + 20666.29 KRFT$$

يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسر 36.22% من التغير في قيمة المؤشر داوجونز، حيث بلغ معامل التحديد 36.22% ومعامل التحديد المعدل 35.4% وفي هذا الصدد فإن فرضيات النموذج هي كالتالي :

$$H_0 : C_j = 0$$
$$H_1 : C_j \neq 0 \quad /j=0.1.2.3$$

حيث أن:

J: مؤشر المتغيرات المستقلة

CJ: مقدرات النموذج

H<sub>0</sub>: الفرضية الصفرية

H<sub>1</sub>: الفرضية البديلة

و لتحليل الانحدار المتعدد نقوم بالخطوات التالية:

أ- اختبار المعنوية الجزئية:

نقوم في هذه المرحلة بحساب درجة الحرية:

$$\text{درجة الحرية} = N - k - 1$$

حيث أن:

N: عدد المشاهدات

K: عدد المتغيرات المستقلة

بالتعويض في المعادلة نجد:  $257 = 261 - 3 - 1 =$  درجة الحرية

وللحكم على وجود معنوية إحصائية للمتغيرات المستقلة نقوم بإجراء مقارنة بين القيمة المحسوبة "257" والبحث عن قيمتها الجدولة في جدول (student) والتي كانت بقيمة 2.576 كما يوضحه الملحق رقم (4-3)

انطلاقاً من الجدول رقم (5-3)، نجد أن قيمة t-statistic للمتغير المستقل ko أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي (2.576) بنسبة دلالة 5%، وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال

لنفس المتغير و التي تساوي 0.000 في العمود الأخير و المبينة في الجدول رقم ،فهي أقل من نسبة المعنوية ،إذن نرفض الفرضية  $H_0$  و نقبل الفرضية  $H_1$ ، أي نصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة كوكاكولا تختلف معنويا عن الصفر ،أما بالنسبة للمعنوية الإحصائية لنصيب السهم من التوزيعات في كل من مؤسسة ميكروسوفت و مؤسسة كرافت فود فليست لهما معنوية إحصائية كون القيمة المطلقة لقيمة  $t$ -statistic أقل من القيمة المحدولة للتوزيع الطبيعي ، وبالتالي هذه المقدرات لا تختلف معنويا عن الصفر و فيما يلي نوضح هذه المقارنة بين القيم المحسوبة و المحدولة :

-بالنسبة لمؤسسة كوكاكولا :

$$\left. \begin{array}{l} t=2.576 \\ \text{المجدولة} \\ t=8.20 \\ \text{المحسوبة} \end{array} \right\} K_0: 8.20 < 2.576$$

معناه أن:

معناه أن: المتغير  $K_0$  له معنوية إحصائية  
- بالنسبة لمؤسسة ميكروسوفت :

$$\left. \begin{array}{l} t=2.576 \\ \text{المجدولة} \\ t=1.18 \\ \text{المحسوبة} \end{array} \right\} MSFT: 1.18 < 2.576$$

معناه أن:

المتغير  $MSF_T$  ليس له معنوية إحصائية  
-بالنسبة لمؤسسة كرافت:

$$\left. \begin{array}{l} t=2.576 \\ \text{المجدولة} \\ t=1.64 \\ \text{المحسوبة} \end{array} \right\} KRF_t: 1.64 < 2.576$$

معناه أن:

المتغيرة  $KRF_t$  ليس له معنوية احصائية

ب- اختبار المعنوية الكلية:

يمكن اختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية له، من خلال

مستوى الدلالة المرفقة لإحصائية فيشير في الجدول

(F-statistic) Prob والمقدرة 0.0000، فهي أقل من نسبة المعنوية 5 (0.05%)، كما يمكن

اختبار المعنوية الكلية عن طريق حساب احصائية Fischer

$$F_t = (K, N-K-1)$$

حيث أن:

$F_t$ : قيمة فيشر المجدولة.

$K$ : عدد المتغيرات المستقلة.

$n$ : عدد المشاهدات.

وتتم مقارنة قيمة فيشر المحسوبة ( $F_c$ ) و التي تساوي 48.64 مع قيمة فيشر المجدولة ( $E_i$ ,  $n-k-1$ ,  $k$ )

أي  $F(3.257, 0.05)$

حيث أن:

$E_i$ : هي نسبة المعنوية و تساوي 0.05 (5%)

- ونجد أن قيمة  $F_c$  أكبر تماماً من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 3 و 2.65 و نسبة معنوية

$E_i = 5\%$  و التي تساوي 2.65، و منه للنموذج معنوية إحصائية .

و المعادلة التالية توضح ذلك:

$$F_c = 48.64 > F_t = 2.65$$

ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

حيث أن:  $F_t = 2.65$  يوضحها الملحق رقم (3-4) .

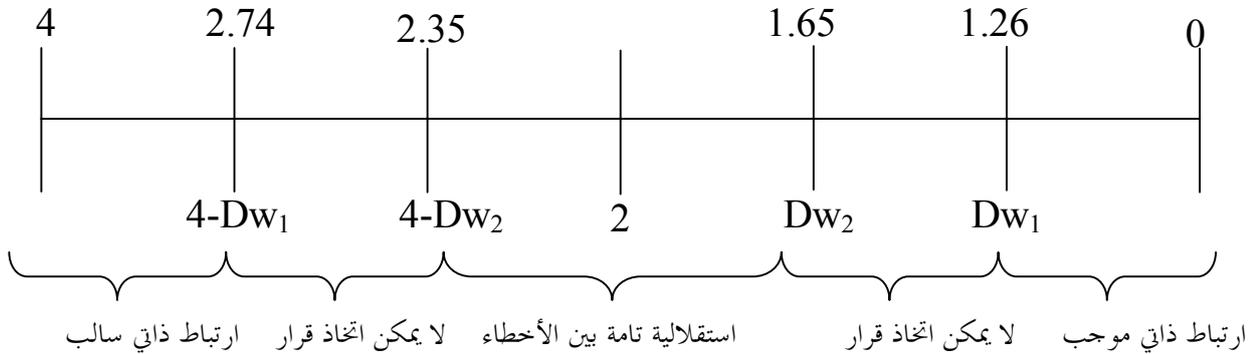
ت - اختيار الارتباط الذاتي بين الأخطار :

يمكن ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من خلال إحصائية درين واتسن والتي تساوي

1.89 كما هي موضحة في الجدول رقم (3-5) حيث نلاحظ عدم وجود ارتباط بين الأخطاء معناه ذلك

هناك استقلالية تامة بين الأخطاء وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-2) مناطق القبول والرفض لاختبار داربن واتسن



المصدر: حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، مرجع سبق ذكره، ص 155.

وعليه هناك دليل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء حيث أن مقدر معامل الارتباط يساوي: 0.05، وهو ما توضحه المعادلة التالية :

$$\hat{p} = 1 - \frac{Dw}{2} \Rightarrow \hat{p} = \frac{1.89}{2} = 0.0505 \dots\dots\dots(2)$$

Dw: قيمة دربن واتسن .

P:مقدر معامل الارتباط.

حيث أن Dw تساوي: 1.89 في الجدول رقم (3- 5) .

المطلب الثالث: تفسير النتائج

قامت الدراسة الحالية بدراسة دور المؤشرات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية، وقد أخذت قيمة المؤشر داوجونز كمتغير تابع، واعتمدنا على ثلاث متغيرات رئيسية- والتي تمثل المتغيرات المستقلة في الدراسة - حيث تم أخذ نصيب السهم من التوزيعات باعتباره بعكس قرار توزيع الأرباح وهو أهم متغير في هذا القرار في كل من مؤسسة كوكا كولا ومؤسسة ميكروسوفت ومؤسسة كرافت. ويمكن تبرير الاعتماد على قيم متغيرات قرار توزيع الأرباح بالتحديد نصيب السهم من التوزيعات في كل من المؤسسات السابقة الذكر والمدرجة في مؤشر داوجونز، وأخذ فاصل زمني يوم واحد كون المعلومات المعلن عنها تصدر يوميا فيما يتعلق بهذه المؤسسات لذا تم اخذ هذا الفاصل الزمني من أجل إعطاء نتائج أكثر دقة وأكثر معنوية.

-تم اختيار هذه المتغيرات الثلاث لتعكس قرار توزيع الأرباح كقرار إداري، وذلك أجل معرفة أيهما تلعب قيمة المؤشر داوجونز دورا في اتخاذ قراراته.

وبالتالي توصلت الدراسة القياسية إلى النتائج التالية:

1- قبول الفرضية الأولى على مستوى المتغير المستقل الخاص بنصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة كوكاكولا، الذي يقر بوجود علاقة احصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل - نصيب السهم من التوزيعات - والمتغير التابع قيمة المؤشر داوجونز، وهذا ما تم التطرق إليه وتوضحه في المطلب الثاني.

2 - الفرضية الثانية على مستوى المتغير المستقل الخاص بنصيب السهم من التوزيعات في مؤسسة ميكروسوفت والذي يقر بعدم وجود علاقة احصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع وهو ما وضحه سابقا في المطلب الثاني.

3-رفض الفرضية الثالثة على مستوى المتغير الخاص بنصيب السهم مع التوزيعات في مؤسسة كرافت، والذي يقر بعدم وجود علاقة احصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

4- كشفت نتائج التحليل عند اختبار المعنوية الجزئية ل student أن المؤشر داوجونز يلعب دورا في اتخاذ قرار توزيع الأرباح كقرار إداري فيما تعلق بمؤسسة كوكاكولا باعتبارها مدرجة ضمن هذا المؤشر منذ سنة 1987.

5-يمكن أن يرجع السبب في عدم وجود علاقة احصائية ذات دلالة معنوية بين المتغيرات المستقلة مؤسسة ميكروسوفت و كرافت وقيمة المؤشر داوجونز إلى أخطاء قياس، أخطاء المعلومات المتحصل عليها أو أن هناك متغيرات أخرى مهمة لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج، أو لأسباب أخرى.

6- عند اختبار المعنوية الكلية لفيشر وجدنا أن للنموذج معنوية احصائية وهذا يدل على وجود دور للمؤشرات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية، أي أن للمؤشر الصناعي داوجونز دور في اتخاذ القرار الإداري المتعلق بقرار توزيع الأرباح بالتحديد فيما يتعلق بنصيب أسهم المؤسسات الثلاث المختارة من التوزيعات.

## خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة على الإشكالية المتعلقة بدور المؤشرات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية المتعلقة بقرار توزيع الأرباح في كل من مؤسسة كوكاكولا، مؤسسة ميكروسوفت ومؤسسة كرافت فود المدرجة في المؤشر داو جونز الصناعي، وتوصلنا من خلال الدراسة القياسية إلى أن للمؤشر داو جونز دور في اتخاذ قرار توزيع الأرباح هذا بخصوص نصيب السهم من التوزيعات في المؤسسات الثلاثة المذكورة سابقا.

وتم الاعتماد على كل من المؤشر داو جونز كمتغير تابع في الدراسة القياسية نظرا لأهميته البالغة على مستوى بورصة نيويورك وقدم تاريخه، كما تم التركيز على المؤسسات (كوكاكولا-ميكروسوفت-كرافت فود) المنتمية للمؤشر داو جونز نظرا لتمييزها وأهميتها في المؤشر

خاتمة

## خاتمة

في ضوء دراستنا حاولنا بقدر الإمكان معالجة موضوع المؤشرات المالية من جهة ، في كونها تعطي لنا فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية ، والحكم على أداء المديرين، وتقديم موضوع اتخاذ القرارات الإدارية من جهة أخرى حتى يتسنى لنا معرفة الدور الذي تقوم به هذه المؤشرات في اتخاذ المؤسسة لقراراتها الإدارية، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في السؤال التالي :ماذا نعني بالمؤشرات المالية ؟ وما هو دورها في اتخاذ القرارات الإدارية؟

لذلك تطلب البحث معالجة هذه الإشكالية عبر ثلاث فصول باستخدام المنهج و الأدوات المشار إليها آنفا، انطلاقا من الفرضيات المعتمدة ، و لمعالجة هذه الإشكالية تم الاعتماد على ثلاث متغيرات رئيسية تمثلت في قرار توزيع الأرباح في كل من مؤسسة كوكاكولا ،مؤسسة ميكروسوفت ومؤسسة كرافت فود، وتم أخذ نصيب السهم من التوزيعات كونه يعكس لنا القرار الإداري ، الذي تم اختياره و المتمثل في قرار توزيع الأرباح، ومن ثم دراسة دور المؤشر الصناعي داو جونز الذي تم اختياره باعتباره المؤشر الأول في العالم و الأكثر شيوعا، إضافة إلى كونه يصدر باستمرار لمتابعة سلوك بورصة نيويورك، في اتخاذ قرار المتغيرات الثلاث المذكورة سابقا.

### اختبار الفرضيات:

1- رفض الفرضية الأولى: حيث أن المؤشرات المالية تساهم في اتخاذ القرارات الإدارية، و ليست المحدد الرئيسي لها، وهذا ما كشفته لنا الدراسة القياسية التي قمنا بها، حيث تأكد لنا وجود دور مؤسسات ليس للمؤشرات المالية دور في اتخاذ مختلف قراراتها.

2- قبول الفرضية الثانية: فمن خلال البحث في موضوع المؤشرات المالية و وجدنا أن المؤشر داو جونز الصناعي يعد أحد أقدم المؤشرات و الأكثر شيوعا في العالم.

3- قبول الفرضية الثالثة: لأن الإقتصاد الأمريكي هو إقتصاد موجه للاقتصاد العالمي ، نظرا لقوته التنافسية و لأن ناتجه الداخلي الخام يعادل ربع الناتج الداخلي الخام العالمي، وبالتالي فأى اهتزاز في الإقتصاد الأمريكي ينجر عنه إرتداد قوي على باقي الاقتصاديات العالمية الأخرى، خصوصا القوية منها.

### نتائج البحث:

إن أهم النتائج التي يمكن أن نستخلصها من خلال دراستنا لهذا الموضوع تتمثل في العناصر التالية:  
- إن المؤشرات المالية جاءت لقياس تحركات الأسواق المالية ،سواء لأعلى أو لأسفل ،حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها .

## خاتمة

- تعتبر عملية إتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية بشكل عام، فالإدارة تواجه وبشكل مستمر مشاكل تحتاج إلى إتخاذ قرارات معينة من أجل حلها .
- يعد قرار توزيع الأرباح من القرارات الإدارية المهمة التي تتخذ في نهاية كل دورة بشأن التصرف في الأرباح، إما احتجازها واستخدامها لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو أو بتوزيعها على المساهمين.
- يعتبر المؤشر داو جونز الصناعي أحد أقدم المؤشرات وأهمها في العالم، وهو خاص بسوق نيويورك، يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار.
- توصلنا من خلال الدراسة القياسية إلى أن للمؤشرات المالية دور في إتخاذ القرارات الإدارية، وهذا بالاعتماد على قرار توزيع الأرباح في المؤسسات (كوكاكولا-ميكروسوفت-كرافت فود)، كمتغيرات مستقلة، والمؤشر داو جونز الصناعي كمتغير تابع.

### التوصيات:

- لقد تطرقنا في هذا الموضوع إلى دور المؤشرات المالية في إتخاذ القرارات الإدارية المتعلقة بقرار توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في المؤشر داو جونز الصناعي في سوق نيويورك و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى غاية 2013، فقد حاولنا في هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المطروحة باستعمال الدراسة القياسية عن طريق تحليل نتائج الانحدار المتعدد .
- بناء على ما ورد في هذه الدراسة وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث إلى جهودا إضافية من قبل الباحثين خاصة وأن الساحة العربية في أمس الحاجة إلى مثل هذه المواضيع، إضافة إلى إعادة إجراء هذه الدراسة مع توسيع الفترة المعتمدة لإعطاء نتائج أكثر

### آفاق البحث:

- دراسة قياسية لأحد مؤشرات البورصة الفرنسية ومقارنتها بالدراسة القياسية للمؤشر داو جونز.
- الاعتماد على أكثر من ثلاث متغيرات وذلك من أجل تكوين نظرة موسعة حول دور المؤشر داو جونز في إتخاذ القرارات الإدارية المتعلقة بأكبر عدد من المؤسسات المدرجة فيه
- تطبيق الدراسة على مؤشر آخر في البورصة الأمريكية وملاحظة أي المؤشرات له الدور الأكبر في التأثير على قرارات المؤسسات التابعة له.

# قائمة الجداول والأشكال

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
25	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية.	(1-1)
56	أمثلة من المسميات الوظيفية في المستويات الإدارية.	(1-2)
72	مؤسسات المؤشر داو جونز	(1-3)
74	تطور أداء المؤشر من سنة 2010 إلى غاية 2013.	(2-3)
75	تطور تركيبة المؤشر داو جونز من 2008 إلى 2009.	(3-3)
80	المؤسسات الثلاث لمؤشر داو جونز والتي تم الاعتماد عليها في دراسة الحالة.	(4-3)
83	نتائج تحليل الإنحدار المتعدد.	(5-3)

## قائمة الأشكال

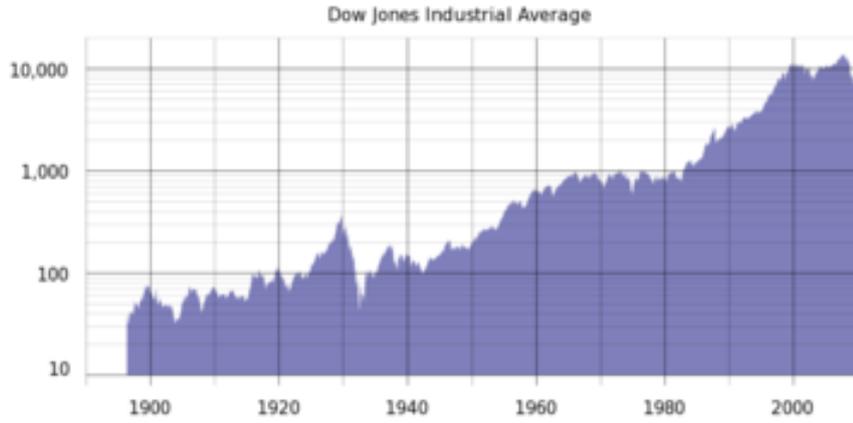
الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	مكونات السوق الثانوية و العلاقة بينها	(1-1)
14	أنواع الأسواق المالية	(2-1)
46	تأثير نوع القرار على درجة التأكد وعدم التأكد	(1-2)
52	خطوات عملية اتخاذ القرارات	(2-2)
55	علاقة المستويات الإدارية بعدد القرارات المتخذة وتكلفتها	(3-2)
58	خريطة التعادل	(4-2)
60	شجرة القرارات	(5-2)
82	النموذج المقترح للدراسة .	(1-3)
87	مناطق القبول والرفض لاختبار داربن واتسن	(2-3)

## قائمة الملاحق

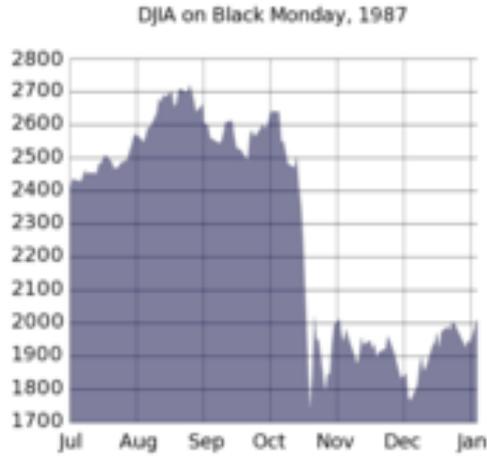
الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
97	منحنى بياني للمؤشر داوجونز بعد الركود الاقتصادي 1929	1
97	منحنى بياني للمؤشر داوجونز بعد الاثنين الأسود 1987	2
97	منحنى بياني للمؤشر داوجونز بعد هجمات سبتمبر 2001	3
98	توزيع ستيدانت	4
99	توزيع فيشر	5

الملاحق

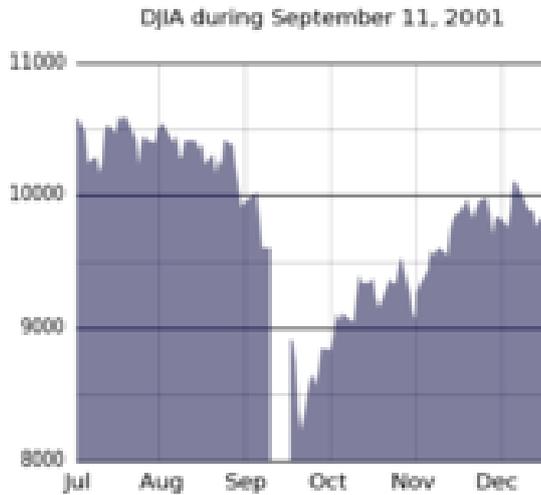
الملحق رقم 01: منحنى بياني للمؤشر داوجونز بعد الركود الاقتصادي 1929



الملحق رقم 02: منحنى بياني للمؤشر داوجونز بعد الاثنين الأسود 1987



الملحق رقم 03: منحنى بياني للمؤشر داوجونز بعد هجمات سبتمبر 2001



P	.10	.05	.025	.01	.005
v					
1	3.078	6.314	12.706	31.821	63.657
2	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925
3	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841
4	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604
5	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032
6	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707
7	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499
8	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355
9	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250
10	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169
11	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106
12	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055
13	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012
14	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977
15	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947
16	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921
17	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898
18	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878
19	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861
20	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845
21	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831
22	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819
23	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807
24	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797
25	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787
26	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779
27	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771
28	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763
29	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756
30	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750
40	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704
60	1.296	1.671	2.000	2.390	2.660
120	1.289	1.658	1.980	2.358	2.617
	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576

درجات حرية المقام	درجات حرية البسط											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
50	4.03	3.18	2.79	2.56	2.40	2.29	2.20	2.13	2.07	2.02	1.98	1.95
5%	7.17	5.06	4.20	3.72	3.41	3.18	3.02	2.88	2.78	2.70	2.62	2.56
55	4.02	3.17	2.78	2.54	2.38	2.27	2.18	2.11	2.05	2.00	1.97	1.93
1%	7.12	5.01	4.16	3.68	3.37	3.15	2.98	2.85	2.75	2.66	2.59	2.53
60	4.00	3.15	2.76	2.52	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04	1.99	1.95	1.92
5%	7.08	4.98	4.13	3.65	3.34	3.12	2.95	2.82	2.72	2.63	2.56	2.50
65	3.99	3.14	2.75	2.51	2.36	2.24	2.15	2.08	2.02	1.98	1.94	1.90
1%	7.04	4.95	4.10	3.62	3.31	3.09	2.93	2.79	2.70	2.62	2.54	2.47
70	3.98	3.13	2.74	2.50	2.35	2.32	2.14	2.07	2.01	1.97	1.93	1.89
5%	7.01	4.92	4.08	3.60	3.29	3.07	2.91	2.77	2.67	2.59	2.51	2.45
80	3.96	3.11	2.72	2.48	2.33	2.21	2.12	2.05	1.99	1.95	1.91	1.88
1%	6.96	4.88	4.04	3.56	3.25	3.04	2.87	2.74	2.64	2.55	2.48	2.41
100	3.94	3.09	2.70	2.46	2.30	2.19	2.10	2.03	1.97	1.92	1.88	1.85
5%	6.90	4.82	3.98	3.51	3.20	2.99	2.82	2.69	2.59	2.51	2.43	2.36
1%	3.92	3.07	2.68	2.44	2.29	2.17	2.08	2.01	1.95	1.90	1.86	1.83
125	6.84	4.78	3.94	3.47	3.17	2.95	2.79	2.65	2.56	2.47	2.40	2.33
150	3.91	3.06	2.67	2.43	2.27	2.16	2.07	2.00	1.94	1.89	1.85	1.82
5%	6.81	4.75	3.91	3.44	3.13	2.92	2.76	2.62	2.53	2.44	2.37	2.30
1%	3.89	3.04	2.65	2.41	2.26	2.14	2.05	1.98	1.92	1.87	1.83	1.80
200	6.76	4.71	3.88	3.41	3.11	2.90	2.73	2.60	2.50	2.41	2.34	2.28
400	3.86	3.02	2.62	2.39	2.23	2.12	2.03	1.96	1.90	1.85	1.81	1.78
5%	6.70	4.66	3.83	3.36	3.06	2.85	2.69	2.55	2.49	2.37	2.29	2.23
1%	3.85	3.00	2.61	2.38	2.22	2.10	2.02	1.95	1.89	1.84	1.80	1.76
1000	6.66	4.62	3.80	3.34	3.04	2.82	2.66	2.53	2.43	2.34	2.26	2.20
5%	3.84	2.99	2.60	2.37	2.21	2.09	2.01	1.94	1.88	1.83	1.79	1.75
1%	6.64	4.60	3.78	3.32	3.02	2.80	2.64	2.51	2.41	2.32	2.24	2.18

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### أولاً: الكتب:

- أحمد ماهر، الإدارة المبادئ والمهارات،الدار الجامعية، مصر، 2003-2004.
- أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة (الاتصالات-المعلومات-القرارات)، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، مصر،2008.
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- إسماعيل السيد، الأساليب الكمية في مجال الأعمال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001.
- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية،الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- خير كتانه، مدخل إلى إدارة الأعمال، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- سهيلة عبد الله سعيد، الجديد في الأساليب الكمية وبحوث العمليات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن.
- عاطف جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر 2010، ص 389، ص390، ص397.
- عاطف وليم اندراوس،أسواق الأوراق المالية،الطبعة الأولى،دار الفكر،مصر،2008.
- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية،لبنان،2009.
- عبد الغفار حنفي،البورصات،المكتب العربي الحديث،مصر.
- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، مصر 2007.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- علي شريف، اقتصاديات الإدارة منهج القرارات، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، 1986.
- محمد إسماعيل بلال، بحوث العمليات، دار الجماعة الجديدة، مصر،2005.
- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية،الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2011.
- منعم زمزير الموسوي، بحوث العمليات، الطبعة الأولى، وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1999.

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2011.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة توزيع المعارف، مصر، 2007.
- نجم عبود، مدخل إلى الأساليب الكمية، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- المؤلف أكثر من اثنين:**

- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2010.
- حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار زهران، الأردن، 2012.
- رضا صاحب أبو حمد آل علي، سنان كاظم موسوي، الإدارة لخت معاصرة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008.
- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2009.
- مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء، الأردن، 2012.
- محمد أحمد الطروانة، سليمان خالد عبيدات، مقدمة في بحوث العمليات، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- محمود الفياض، عيسى قداد، بحوث العمليات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- موسى قاسم القريوتي، على خضر مبارك، أساسيات الإدارة الحديثة، الطبعة الثالثة، دار تسنيم للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009.

### ثانيا: أطروحات الدكتوراه و الرسائل الجامعية:

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، (رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية-جامعة الجزائر) الجزائر، 2005-2006.
- حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، (مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير-فرع المالية-جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، غير منشورة)، الجزائر، 2011.
- العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، (مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير-فرع المالية-، جامعة بن يوسف بن خدة، غير منشورة)، الجزائر، 2008-2009.

## ثالثا: مواقع الانترنت

-www.youm7.com/news-asp,mardi24mai2011,12:07 ahmed yakoub.

-vb.arjwn.com/t963401.htm .le 15/04/2014.

- www.marefa.org/index.php le 15/04/2014, 13:19 .

[http://at.wikipedia.org/wiki.the coca-cola.com](http://at.wikipedia.org/wiki/the_coca-cola_company.com). com. le 13/05/2014.23:05

- [http://at.wiki pedia.org/wiki.www.micro.soft.com](http://at.wikipedia.org/wiki/www_micro_soft_com).le 13/05/2014 .23:05

-[http://at.wikipedia.org/wiki.kraftfoodscompany.com](http://at.wikipedia.org/wiki/kraftfoodscompany.com) .le 13/05/2014.23 :05

## الملخص:

حاولنا من خلال هذه الدراسة التطرق إلى المؤشرات المالية و دورها في إتخاذ القرارات الإدارية، وبالتحديد قرار توزيع الأرباح في كل من مؤسسة كوكاكولا، مؤسسة ميكروسوفت و مؤسسة كرافت فود، وأخذها كمتغيرات مستقلة، بالإعتماد على المؤشر داو جونز الصناعي كمتغير تابع عن طريق إستخدام الدراسة القياسية، من خلال تطبيق برنامج eviews7. ومن أجل القيام بذلك تم تحديد المجال لمتغيرات الدراسة في الفترة الممتدة من 2012/12/12 إلى غاية 2013/12/26، وقد توصلنا إلى وجود دور للمؤشر الصناعي داو جونز في إتخاذ قرار توزيع الأرباح فيما يتعلق بنصيب السهم من التوزيعات في المؤسسات المعتمدة في الدراسة .

## Résumé

Notre mémoire de fin d'étude intitulé le rôle des indices financières, étude quelques entreprise, tel que coca cola, micro soft ,kraft foods ,pour une période du 12/12/2012 au 26/12/2013, en concluant par des données statistiques ,notamment en utilisation comme outil d'aide le logiciel eviews7 ,donnant l'importance du dow jonze, au niveau des marchés financière