

# الفصل الأول المدخل إلى علم التمويل وظيفة التمويل في المشروعات

## • تعريف التمويل (Finance):

• **يتطلب** إنتاج السلع أو أداء الخدمات تعيين العاملين وشراء الأراضي والمباني والتجهيزات أي الاستثمار في أصول مختلفة، ويتطلب توفير هذه الأصول توفر الأموال اللازمة للقيام بهذه الأعمال من مصادر مختلفة، وعندما يبدأ المشروع في بيع منتجاته أو خدماته يولد النقدية وخلق القيمة في المشروع وهو الهدف النهائي للمشروع.

• يتم توفير هذه الأموال إما من خلال الملاك وهو ما يطلق عليه رأس المال الخاص أو من خلال الاستدانة من مصادر خارجية وهو ما يطلق عليه رأس المال المقترض. والنسبة بين الديون وحقوق أصحاب المشروع يطلق عليها هيكل رأس المال (Capital

• يتم توفير رأس المال الخاص بالمشروع من خلال إصدار الأسهم  
وطرحها للاكتتاب العام أو من خلال تراكم الأرباح داخل المشروع  
وعدم توزيعها على الملاك (الأرباح المحتجزة).

• أما الاقتراض فيمكن أن يتم من خلال الاقتراض من المصارف أو من  
خلال الأسواق المالية مباشرة إذ يقوم المشروع بإصدار صكوك ديون  
( السندات ) يستدين المشروع بواسطتها النقود مباشرة من المدخرين،  
ويتم تداول الأسهم والسندات التي تنطبق عليها بعض الشروط  
الخاصة في الأسواق المالية.

• تتم عملية الاقتراض لمدد زمنية تتعلق بالفترة الزمنية التي يحتاج  
خلالها المشروع هذه الأموال، فإذا احتاج المشروع الأموال لأقل من  
سنة يطلق على هذا النوع من التمويل، التمويل القصير الأجل ويتم  
الحصول على هذا النوع من التمويل من أسواق النقد، أما إذا احتاج  
المشروع الأموال لفترة زمنية تزيد عن السنة أطلق على هذا النوع  
من التمويل، التمويل الطويل الأجل ويتم الحصول على هذا النوع من  
التمويل إما من المصارف أو من خلال الأسواق المالية.

• بعد بدء المشروع في الإنتاج وتقديم الخدمات تتولد الإيرادات التي يجب أن تتوزع بين المقرضين على شكل فوائد تدفع لهم عن الأموال المقترضة منهم والدولة على شكل الضرائب على الأرباح التي يجب أن تدفع للدولة والباقي هو حصة الملاك. هذه الحصة تقرر الإدارة الاحتفاظ بجزء منها لإعادة استثماره في أعمال المشروع هو الأرباح المحتجزة، وتوزيع الجزء الباقي على الملاك بحسب حصصهم في رأس المال (الأسهم).

• وظيفة التمويل هي جميع الأنشطة والفعاليات المتعلقة بإمداد المشروع بالأموال الضرورية لإنجاز أهدافه وبالتالي الحصول على الأموال اللازمة بالطرق الأكثر مناسبة وبأفضل الشروط الممكنة لتسديد التزامات المشروع الجارية ولدعم برامجه والسعي إلى استخدام موارد المشروع بشكل فعال.

• إنها تعمل على تحديد الاحتياجات المالية وصياغتها كخطط على شكل موازنات لكل إدارة لتحقيق أهدافها.

• كما تقوم بإعداد قائمة بالتدفقات النقدية المتوقعة والاستخدامات المتوقعة من أجل العمل على توظيف الفوائض المالية في حال وجودها أو الحصول على التمويل المناسب في حال وجود العجز.

• إذاً يمكن تلخيص فعاليات وظيفة التمويل في المشروعات بالوظائف التالية:

١- تحديد حجم المزيج الأكثر ملائمة من التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل

٢- تحديد مصادر التمويل من أجل الوصول إلى هيكل رأس المال الأكثر ملائمة لظروف المشروع

- ٣- التنسيب لمجلس الإدارة بالقرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح.
- ٤- التداخل مع الأسواق المالية والنقدية من خلال التأثير المتبادل بين أداء الوظيفة التمويلية والأسواق المالية والنقدية، حيث يتم الحصول على الأموال من السوق النقدي والمالي.
- ٥- تحليل البيانات المالية واستخدامها في تقييم أداء المالي والتشغيلي في المشروع.
- ٦- إعداد الموازنات التقديرية المتعلقة بالإيرادات والمصاريف المستقبلية.
- ٧- تحديد حجم الاستثمار وتوزيعه على الأنواع المختلفة من الأصول.
- ٨- المحافظة على المستوى الأمثل لكل عنصر من عناصر الأصول المتداولة.

• يلاحظ من خلال الفعاليات والأنشطة التي تتم في الوظيفية التمويلية أهمية هذه الوظيفة في المشروعات الاقتصادية وتمتاز هذه الوظيفة بالخصائص التالية:

أ- إنها تتداخل مع جميع نشاطات المشروع الأخرى فجميع النشاطات التي تتم في المشروع لها جانب مالي.

ب- إن اتخاذ أي قرار مالي هو قرار ملزم للشركة لأن له علاقة مع أطراف خارجية، ولا يمكن الرجوع عن القرار إلا بخسائر فادحة.

## الشركات المساهمة:-

عرف القانون التجاري السوري في المادة ٨٨ الشركة المساهمة بأنها: "شركة عارية من العنوان تؤلف بين عدد من الأشخاص يكتتبون فيها بأسهم قابلة للتداول ولا يكونون مسؤولين عن ديون الشركة إلا بمقدار ما اكتتبوا به من المال".

وبالتالي فإن الشركة المساهمة هي شركة لها شخصية معنوية حقيقية معترف بها بحكم القانون ومنفصلة عن شخصية الشركاء ( المساهمين المكونين لها وتنشأ بترخيص من الدولة) . يقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى وحدات متساوية القيمة يطلق عليها الأسهم، وتكون هذه الأسهم قابلة للتداول، وتكون مسؤولية الشريك محصورة في حدود حصته في حقوق الملكية في هذه الشركة .

الشركة المساهمة هي عبارة عن وحدة مقرر بحكم القانون، إنها إنشاء لوجود منفصل ومستقل عن ملاكه . إنها وحدة قانونية مستقلة .

يحكم تأسيس الشركات المساهمة في العديد من دول العالم قانون خاص يطلق عليه قانون الشركات ، حيث يرسم هذا القانون الخطوط الواجبة الإلتباع بدءاً من تأسيسها، مروراً بالشروع في نشاطها وانتخاب مجلس إدارتها وممارسة عملياتها وإعداد حساباتها الختامية والتصرف بالأرباح التي تحققها وتنظم تصفيتها.

أما في القطر العربي السوري فلا يوجد تشريع خاص للشركات وإنما يحكم عمل هذه الشركات القانون التجاري السوري وبعض التشريعات الخاصة مثل قانون الاستثمار رقم ١٠ لعام ١٩٩١ والمرسوم رقم ١٠ لشركات القطاع المشترك لعام ١٩٨٦ .



## خصائص الشركة المساهمة:

بناء على تعريف الشركة المساهمة يمكن تحديد خصائص الشركة المساهمة بالخصائص التالية :

- ١- الشركة المساهمة هي عبارة عن اتفاق تعاقدي بين المساهمين، يتضمن هذا الاتفاق أسم الشركة ومركزها طبيعة عمل الشركة ومقدار رأسمالها والغاية منها وأسماء مؤسسي الشركة وجنسية كل منهم .
- ٢- الشركة المساهمة لها شخصية معنوية مستقلة عن شخصية المساهمين، فلا يجوز ذكر اسم أحد الشركاء عند تسمية الشركة وإنما تسمى الشركة حسب الغاية منها أو طبيعة عمل الشركة مثل الشركة الأهلية للنقل أو الشركة المتحدة للاستثمار أو شركة الساحل للاتصالات، ويجب أن يتبع اسم الشركة عبارة شركة مساهمة مغلقة.

يترتب على الشخصية المعنوية المستقلة للشركة المستقلة مجموعة نتائج بالنسبة للشركة وللمساهمين هي النتائج التالية :

٣- **مسؤولية المساهمين في الشركة محدودة** بمقدار المساهمة برأس مال الشركة فقط، وبالتالي فإن المساهمين لا يكونون مسؤولين عن ديون الشركة وخسائرها إلا بمقدار حصتهم في رأس مال الشركة المساهمة، وقد نصت القانون على أن للشركة المساهمة ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية لكل مساهم فيها، وتكون الشركة بأصولها وأموالها مسؤولة عن الديون والالتزامات إلا بمقدار ما تبقى في ذمته من الأقساط غير المسددة عن الأسهم التي يملكها في الشركة.

٤- **رأس مال الشركة المساهمة هو الضمانة** بالنسبة للدائنين لذلك يحتاج تخفيض رأس مال الشركة المساهمة وزيادته إلى إجراءات وموافقات قانونية من الأجهزة المختصة. " ثبات رأس مال الشركة المساهمة "

ينقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة فالمادة ٩٣ من قانون التجارة السوري حدد قيمة السهم الدنيا ب(١٠) ل.س. والحد الأعلى لقيمة السهم ب ( ٥٠٠ ) ل.س. والأسهم المكونة لرأس مال الشركة متساوية في القيمة.

٥- انفصال الملكية عن الإدارة، حيث يتولى مجلس الإدارة تسيير أعمال الشركة المساهمة نيابة عن المساهمين الذين ينتخبون أعضاء مجلس الإدارة ويتولى المساهمين مراقبة أعمال مجلس الإدارة من خلال تقارير مدقق الحسابات.

٦- أسهم الشركة المساهمة قابلة للتداول بيعاً وشراءً عن طريق الأسواق المالية ولا تتأثر الشركة المساهمة بذلك إطلاقاً ، والتداول هو من أهم خصائص السهم فإذا نص النظام الأساسي للشركة على عدم قابلية الأسهم للتداول إلا بموافقة بقية الشركاء فقدت الشركة صفتها المساهمة.

٧- استمرار حياة الشركة : إن الشخصية المستقلة للشركة المساهمة عن المساهمين فيها يمكنها من الاستمرار طالما كان هناك ضرورة لذلك دون النظر إلى استمرار المساهمين فيها، وهذا يجعلها قادرة على تأسيس المشروعات التي تكون طويلة الأجل ومستمرة، إلا إذا كانت الغاية منها القيام بعمل محدد، حيث تنقضي الشركة بالانتهاء من هذا العمل.

## الأهداف المالية للشركات:-

يعتقد معظم الناس أن الشركات تسعى دوماً لتحقيق هدف تعظيم الربح Profit maximization أي تحقيق أقصى ربح ممكن، ولتحقيق هذا الهدف لابد للإدارة التمويلية من أخذ القرارات والبدائل التي من المتوقع أن تساهم في تعظيم أرباح الشركة، إلا أن تحقيق مثل هذا الهدف يجب أن يأخذ بعين الاعتبار النقاط التالية:

### أولاً- التوقيت الزمني للعوائد:

إن هدف تعظيم الربحية لا يأخذ التوقيت الزمني للتدفقات النقدية بعين الاعتبار، فكلما زادت سرعة التدفقات النقدية زمنياً زاد تفضيل المشروع على المشاريع الأخرى التي يتأخر العائد فيها زمنياً. والسبب في ذلك هو إمكانية استثمار العائد المتحصل مرة أخرى لتحقيق عائد إضافي، وهذا ما يسمى في علم التمويل بمفهوم القيمة الزمنية للنقود، ولتوضيح ذلك نفرض أن هناك مشروعان لهما نفس التكلفة ويدران نفس العوائد ولكن وفق الجدول الزمني التالي:

السنة	صافي التدفق النقدي للمشروع أ	صافي التدفق النقدي للمشروع ب
٢٠١٠	٣٠.٠٠٠	٢٠.٠٠٠
٢٠١١	٤٠.٠٠٠	٢٠.٠٠٠
٢٠١٢	٢٥.٠٠٠	٢٥.٠٠٠
٢٠١٣	١٥.٠٠٠	٢٥.٠٠٠
٢٠١٤	١٠.٠٠٠	٣٠.٠٠٠
المجموع	١٢٠.٠٠٠	١٢٠.٠٠٠

كما هو ظاهر من الجدول أعلاه فرغم تساوي مجموع صافي التدفقات النقدية للمشروع /أ/ والمشروع /ب/ (التساوي وفق معيار تعظيم الأرباح)، فإن المشروع /أ/ مفضل على المشروع /ب/ لأنه يعطي مردوداً عالياً في السنوات الأولى بعكس المشروع الثاني، وبالتالي يمكن استثمار هذا العائد وتحقيق عائد إضافي.

## ثانياً- التدفقات النقدية:

على الرغم من اهتمام المساهمين بالأرباح التي تحققها الشركة إلا أن هذه الأرباح لا تعود كلها على المساهمين مباشرة، لذلك تشكل التدفقات النقدية التي يحصل عليها المساهمون الاهتمام الأكبر للمساهمين، وتتمثل التدفقات النقدية التي يحصل عليها المساهمون، والتي تكون على النحو التالي:

• التوزيعات النقدية: هي ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر الهيئة العامة توزيعه على المساهمين من الأرباح التي تم تحقيقها خلال فترة زمنية محددة.

• الزيادة في قيمة الأسهم: التي تنجم عن الزيادة في القيمة السوقية للأسهم التي يملكونها، عن سعر الشراء.

### ثالثاً- المخاطرة:

تعني المخاطرة عدم التأكد من الحصول على العائد المتوقع أو زمنه أو انتظامه، فكلما زادت درجة عدم التأكد تزداد المخاطرة، والمستثمر يوازن عادة بين العائد ودرجة المخاطرة، بمعنى أنه قد يقبل الاستثمار في مشروع ذو مخاطرة مرتفعة شريطة أن يدر الاستثمار عائداً كبيراً، أو أن يستثمر في مشروع يدر عائداً متدنياً، إذا كان الاستثمار ذو مخاطرة متدنية، مثل وضع مبلغ في البنك كوديعة، وبالتالي نلاحظ أن لدرجة المخاطرة تأثيراً على قرار الاستثمار، إن هدف تعظيم الربح فقط لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة، وبالتالي فإن للشركات الأهداف المالية التالية:-



## ١- تعظيم القيمة السوقية لثروة المالكين:

من خلال استعراض العوامل الثلاث السابقة يتبين لنا أن هدف تعظيم الربح هو هدف قصير الأجل لأنه يتجاهل عوامل مثل توقيت العوائد والتدفقات النقدية والمخاطرة. لذلك يتم اتخاذ القرارات التمويلية باتجاه هدف يستوعب جميع العوامل السابقة، يتمثل هذا الهدف بتوزيع واستخدام الموارد المتاحة بكفاءة على أوجه الاستخدام المختلفة بحيث يؤدي ذلك إلى تعظيم ثروة المساهمين، وذلك من خلال تعظيم أسعار أسهم الشركة في السوق المالية، لأن هذه الأسعار تعكس قيمة الشركة الحقيقية.

إن إدارة الشركة لا تملك أي سيطرة على أسعار أسهم الشركة في السوق، لأن السعر يتحدد من خلال تفاعل العرض والطلب، لذلك فإن إدارة الشركة تهدف من خلال القرارات التمويلية والاستثمارية التي يتم اتخاذها إلى زيادة قيمة أسهم الشركة، أي تعظيم ثروة المساهمين.

إن تعظيم القيمة السوقية للشركة هو نتاج أو محصلة للقرارات التمويلية والاستثمارية التي تقوم الإدارة باتخاذها في ضوء المبادلة بين العوائد والمخاطر، وكما هو معروف فإن العلاقة بين العوائد والمخاطر هي علاقة طردية، بمعنى أن المستثمر يقبل الاستثمار في مشروع ذو مخاطر عالية إذا كان يتوقع عوائد عالية، ويقبل على الاستثمار في المشاريع ذات عائد منخفض إذا كانت درجة المخاطر متدنية.

## ٢ - هدف السيولة:

السيولة هي مقدرة الشركة على تأمين النقود اللازمة لسداد التزاماتها بتكلفة معقولة، فمن المعروف أن الشركة تحصل على نقدية من عمليات مثل البيع النقدي أو تسديدات العملاء الخ. نطلق على هذه النقدية التدفقات النقدية الداخلة، بالمقابل تقوم الشركة بسداد التزاماتها بواسطة دفع النقود ونطلق على مجموع المبالغ المدفوعة التدفقات النقدية الخارجة. وتعنى السيولة وجود نقدية كافية لدى الشركة لسداد كافة التزاماتها في الوقت المناسب ولتحريك دورتها التشغيلية.

وبالتالي تمثل السيولة مقدرة الشركة على سداد الالتزامات المترتبة عليها، في لحظة من اللحظات، وبالتالي توفر كمية من النقود السائلة كافية لمتطلبات عمليات سداد الالتزامات.

تتعلق سيولة الشركة بتركيبية الأصول لدى الشركة فمن المعروف أن الأصول تتدرج في القدرة على تحويلها إلى نقدية بسرعة وبحجم الخسائر المرتبطة بعملية التحويل، فالنقد هو سيولة كاملة، يليه من حيث المقدرة على التحويل الأوراق المالية والحسابات المدينة .. الخ.

من أهم أهداف الوظيفية التمويلية في الشركات المحافظة على رصيد نقدي موجب تستطيع الشركة من خلاله تسديد التزاماتها القصيرة الأجل، فإذا لم تتمكن الشركة من المحافظة على رصيد نقدي موجب فإنه سيترتب على ذلك نشوء ما يسمى بالعجز النقدي والذي قد يتحول إلى العسر المالي.

العسر المالي هو عدم وجود نقد جاهز أو شبه نقد كافيين لمواجهة حاجات الشركة مما ينشأ عنه عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها.

### ٣- هدف الربحية:

يعد هدف الربحية من الأهداف الأساسية لجميع الشركات وهو ضروري لبقائها واستمراريتها، ويعد الربح أساسياً في أي شركة للأسباب التالية:

• هو هدف رئيسي للمستثمرين والملاك

• هو ضمانة هامة بالنسبة للمستثمرين

• هو مؤشر هام على كفاءة الإدارة

• هو أساس في تحديد المكافآت لمجلس الإدارة

ولتحقيق هدف الربحية لابد للإدارة من تأمين الأموال المطلوبة بأقل ما يمكن من التكاليف والمخاطر واستثمار هذه الأموال بطريقة تمكن الشركة من تحقيق عائد لا يقل في مستواه عما يستطيع المساهمون تحصيله من استثمار أموالهم في مشاريع أخرى تتعرض لنفس الدرجة من المخاطرة.

## التوازن بين السيولة والربحية:

إن هدف تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين يرتبط بشكل قوي بهدف السيولة والربحية ويتأثر بهما إلى حد بعيد، فالسيولة ضرورية لوفاء الشركة لوفاء الشركة بالتزاماتها وتجنب الوقوع في العسر المالي، ولكن الاحتفاظ بالنقدية بشكل يتجاوز حاجة المنظمة سوف يؤدي إلى انخفاض الأرباح نتيجة لعدم استثمار الشركة لهذه النقدية في استثمارات تولد عوائد.

وبما أن عدم تحقيق الأرباح ينعكس سلباً على الشركة من عدة نواح، فهو:

- يحرم الشركة من المصدر الرئيسي للنمو والاستثمار في المشاريع الجديدة .

- يضر بالتصنيف الائتماني للشركة ويقلل من ثقة الجهات المقرضة بها، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الحصول على أموال جديدة.

- كذلك فإن عدم تحقيق الأرباح يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق المالي وهذا معاكس تماماً لما تسعى الشركة إلى تحقيقه وهو تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين.

إن تحقيق ربحية مرتفعة يتطلب من الشركة توظيف أكبر جزء من أموالها في استثمارات تدر عوائد مرتفعة الأمر الذي يتعارض مع هدف السيولة.

يتضح لنا مما سبق أن هدفى السيولة والربحية هما هدفان متعارضان لكنهما متلازمان، بمعنى أن تحقيق أحدهما سوف يكون على حساب الآخر فزيادة الربحية تتطلب استثمار مزيد من الأموال في الأصول الأقل سيولة وهذا يتعارض مع هدف السيولة، وكذلك فإن الاحتفاظ بنقدية كبيرة يعنى تجميد جزء من أموال الشركة وعدم تحقيقها لأية أرباح وهذا يتعارض مع هدف الربحية. من هنا نجد أن الإدارة الجيدة هي الإدارة التي تستطيع خلق نوع من التوازن بين السيولة والربحية.

## مشكلة الوكالة Agency problem:

مع أن الهدف الأساسي للشركة هو تعظيم القيمة السوقية لثروة مالكيها، فقد قامت العديد من الشركات بتوسيع أهدافها لتشمل الاهتمام بالمتعاملين مع الشركة (Stakeholders) جنباً إلى جنب مع المساهمين (Stockholders).

والمقصود هنا بالمتعاملين مع الشركة هم المجموعات التي تشمل على كل من العاملين والموظفين في الشركة، نقابات العاملين، الزبائن، الموردون، الدائنون، والمالكين والذين لهم اتصال مباشر مع الشركة. فالموظفين يدفع لهم لقاء عملهم، والزبائن يشترون سلع الشركة أو الدائنون، والموردون يدفع لهم لقاء المواد والخدمات التي يتم تزويدها للشركة، الدائنون يقومون بتمويل الشركة بأموال الدين، والمالكون يمولون الشركة بأموال الملكية.

إن الشركات التي تركز على مصالح هذه الجماعات وتتجنب القيام بأعمال تضر بمصالحهم، هي الشركات التي تعتبر ناجحة في تحقيق هدف المسؤولية الاجتماعية والذي يحسن من صورتها في المجتمع الذي تعمل به. كذلك فإن تحقيق مثل هذا الهدف سيعود بالفائدة على المساهمين في الأجل الطويل.

ومثل هذه العلاقة تخفض الصراع والدعوى القانونية إلى حدودها الدنيا. ومن الطبيعي ان تحقق الشركة هدفها بتعظيم ثروة مساهميها عن طريق التعاون مع الجماعات وليس الصراع معها.

إن الشركات أصبحت تدار من قبل أشخاص محترفين ليسوا من أصحاب الشركة . وبالتالي فإنه أصبح ينظر للإدارة على أنها وكيلٍ Agents لأصحاب الشركة Owners الذين يقومون بتعيينهم وتفويضهم سلطة اتخاذ القرارات لإدارة



● الشركة فنياً، يمكن القول بان أي مدير يملك أقل من 100% من أسهم الشركة هو بدرجة ما وكيل لمالكي الشركة. وبشكل نظري، فإن معظم المدراء الماليين يوافقون على هدف تعظيم القيمة السوقية لأصحاب الشركة. أما من الناحية العملية، فإن هناك اهتمامات أخرى للمدراء مثل ثرواتهم الشخصية، الأمن الوظيفي، ومنافع أخرى مثل مكاتب مؤثثة بشكل فاخر، عضوية في نادي، سيارات فخمة، وكل ذلك على حساب الشركة.

● مثل هذا الاهتمام قد يجعل المدراء مترددين أو غير راغبين بان تحمل مخاطر كبيرة قد يؤدي إلى فقدانهم لوظائفهم أو انخفاض ثروتهم الشخصية، وبالتالي فإن النتيجة ستكون أقل من تعظيم القيمة السوقية لأصحاب الشركة.

إن تعارض أهداف المدراء مع أهداف المالكين سيؤدي إلى  
ظهور صراع، أو ما يطلق عليه مشكلة الوكالة Agency  
Problem، أي الحالة التي يقوم المدراء بوضع أهدافهم  
الشخصية فوق أهداف الشركة. إلا أن هناك عاملين يعملان على  
تخفيف حدة هذه المشكلة وهما قوى السوق Market Forces  
وتكاليف الوكالة Agency cost.

## قوى السوق Market Forces:

السوق هو أحد المساهمين الرئيسيين، مثل المستثمرين الكبار، شركات التأمين، صناديق الأموال المشتركة، وصناديق التقاعد. وقد بدأ هؤلاء المساهمين الذين يمتلكون جزءاً كبيراً من أسهم الشركة في السنوات الحديثة بالضغط على الإدارة لتقوم بعملها بشكل صحيح. وعند الضرورة، فإنهم يستخدمون حقهم في التصويت كمساهمين لاستبدال الإدارة التي لا تعمل على تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين.

## تكاليف الوكالة Agency cost:

لتخفيف مشكلة الوكالة إلى حدودها الدنيا والعمل في اتجاه تحقيق هدف تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين، أحدث المساهمون ما يسمى بتكاليف الوكالة. هذه التكاليف تشمل عملية الرقابة على سلوك الإدارة، والتأكد من الأعمال غير الأخلاقية للمدراء، وإعطاء المديرين حوافز مادية من أجل تعظيم سعر السهم في السوق، وأكثر الطرق شيوعاً في هذا المجال هو ربط الحوافز المادية للمديرين بتعظيم سعر السهم في السوق.

## دور الأخلاق في حياة الشركة:

في الوقت الحالي، بدأت وسائل الأعلام تهتم بما تم وضعه من معايير للأخلاق من قبل بعض الشركات وخاصة تلك التي تعمل في الولايات المتحدة الأمريكية. وتعرف الأخلاقيات Ethics بأنها معايير التصرف والسلوك الأخلاقي والحكم على هذا السلوك ضمن المعايير الأخلاقية التي تعمل الشركة في ظلها. حيث تبين أن كل عمل تقوم به الشركة يؤثر على سمعتها وبالتالي على تحقيقها لهدفها الأساسي بتعظيم سعر سهمها في السوق. ولتحديد أخلاقية أي عمل لابد من الإجابة على الأسئلة التالية:

أ- هل يؤثر أي عمل بشكل غير عادل على أي فرد أو مجموعة ما.  
ب- هل يؤثر هذا العمل على الحقوق القانونية أو الروح المعنوية على أي فرد أو مجموعة ما.

ت- هل يتطابق هذا العمل مع المعايير الأخلاقية المطلوبة.

ث- هل هناك بدائل لهذا العمل يمكنها أن تقلل من الأضرار على الشركة.

إن عددا كبير من الشركات أخذ يطبق سياسة أخلاقية ويطلب من الموظفين في الشركة الالتزام بهذه السياسة، لما لهذه السياسة من أثر كبير على سعر أسهمها في السوق. حيث تبحث هذه السياسة لتحقيق ما يلي:

- تخفيض تكاليف الدعاوى والمحاكم
  - الحصول على سمعة جيدة عن الشركة
  - بناء الثقة بين الشركة والمساهمين الحاليين والمتحمليين
  - كسب احترام وانتماء جميع المتعاملين مع الشركة
- وإذا ما قامت الشركة بذلك، فإن النتائج المتوقعة لمثل هذه السياسية ستكون التأثير وبشكل إيجابي على سعر سهم الشركة في السوق.

## المؤسسات والأسواق المالية:-

تعمل الإدارة المالية في منظمات الأعمال في وسط يطلق عليه البيئة المالية وهو عبارة عن النظام المالي ويتضمن النظام المالي الأسواق المالية والمؤسسات المالية والأدوات المالية.

# الأسواق المالية (Financial Markets) :-

تحتاج المنظمات والحكومات إلى الأموال من أجل إنشاء المشاريع الجديدة وتلجأ إلى الأسواق المالية من أجل توفير الأموال اللازمة لمثل هذه المشاريع، وكما هو واضح من استخدام صيغة الجمع في كلمة أسواق فإن ذلك يعني وجود العديد من الأسواق، والتي تعكس عدداً من المفاهيم والمعاني .

ويمكن تعريف السوق المالي بشكل عام بأنه "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها ذلك الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة لأية ورقة مالية متداولة"

تستخدم الأموال في المشروعات الاقتصادية في مجالين: إما في تمويل رأس المال الأساسي الطويل الأجل وإما في تمويل رأس المال العامل القصير الأجل. تستخدم الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر تمويل طويلة الأجل في شراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي للمشروع أما الأموال القصيرة الأجل فستخدم في تمويل شراء الأصول المتداولة للمشروع الموظفة في النشاط التشغيلي.

يتم الحصول على التمويل الطويل الأجل من أسواق الأوراق المالية، بينما يتم الحصول على الأموال اللازمة للتمويل القصير الأجل من أسواق النقد.



## أسواق النقد : Money Markets

يعد سوق النقد مصدراً للتمويل القصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين الذين يرغبون في الحصول على القروض القصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة. وتلعب البنوك التجارية والمؤسسات المالية دوراً قيادياً في نشاط السوق النقدي، أما الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود جداً نظراً لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

## سوق رأس المال الأولي: Primary Capital Market

وهو السوق الذي يتم فيه بيع الأوراق المالية للشركات المحدثّة، وبالتالي تباع فيه أسهم الشركات الجديدة المحدثّة للمرة الأولى، وتتم عملية البيع من خلال مؤسسات مالية متخصصة مثل البنوك يطلق عليها بنوك التغطية Underwriting Bank حيث تحصل هذه البنوك على عمولة مقابل توليها تصريف هذه الأسهم في السوق.

## السوق الثانوية : The Secondary Market

وهو السوق الذي يتم فيه بيع الأوراق المالية بعد إصدارها، ويسمى سوق التداول حيث يتم تحويل الأوراق المالية من مستثمر على مستثمر آخر كما يتم تداول النقود بين المستثمرين، من دون أن ينعكس ذلك على الشركات المصدرة لهذه الأوراق.

## السوق المنتظمة: Organized Market

وهي عبارة عما يطلق عليه اسم البورصات حيث يتم تداول الأوراق المالية المدرجة لدى لجنة الأوراق المالية، حيث يتم التداول للأوراق المالية من خلال الوسطاء (السماسرة) بين المستثمرين. ويقدم الوسطاء خدماتهم من خلال الجمع بين الراغبين بالبيع والراغبين بالشراء لقاء عمولة عن تلك الخدمات وتقديم النصح والمشورة لعملائهم التي تساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار.

## السوق غير المنظمة: Unorganized Market

هي السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية خارج حدود البورصة وتسمى هذه المعاملات بالمعاملات على المنضدة ( Over the Counter-OTC ) وهي تلك المعاملات التي لا تتم في البورصة وينشأها صانعو السوق من سماسرة ووكلاء. ونظراً لعدم وجود مكان محدد لإجراء المعاملات فإن هذه الأسواق تتصل مع بعضها من خلال نظام إلكتروني لتبادل المعلومات يعرف اختصاراً باسم (NASDAQ) (National Association of Securities Dealer Automated Quotation System)، حيث يتم التعامل فيها عبر وسطاء ماليين في أكثر من موقع خارج السوق النظامية وتظهر في هذه السوق طلبات الشراء والبيع لأسهم الشركات المختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني

على شكل عروض ويتم التعامل مثلاً عندما يقدم وسيط ما طلب شراء أسهم شركة معينة وبسعر الطلب ( Bid Price )، ويمثل هذا السعر أعلى سعر يدفعه الوسيط مقابل الورقة المالية المطلوبة، وبالمقابل يمكن أن يعرض أحد الوسطاء في منطقة أخرى عرضاً لبيع أسهم تلك الشركة بسعر لا يقل عن مبلغ معين يعرف بسعر العرض ( Asked Price ) وبالتالي يسمح هذا النظام للوسطاء باستعراض عروض البيع والشراء وإتمام الصفقات.

## السوق الثالثة: The Third Market

أما السوق الثالثة فيقصد بها التجارة بالأوراق المالية في الأسواق غير المنظمة من قبل بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وجمهور العملاء، في هذه الأسواق يتمثل في صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة وشركات التأمين.

## السوق الرابعة: The fourth Market

اما السوق الرابعة فتعني انتقال الأوراق المالية وبصفقات كبيرة بين المؤسسات الاستثمارية وبدون واسطة السماسرة وهذا يعني عقد الصفقات بصورة أسرع وقد تتم الصفقة بوجود وسيط لا يمارس هنا دور السمسار كما أنه لا يحتفظ برصيد من الأوراق المالية وربما تكون عمولته في هذه الحالة قليلة ويجعل الاتصال المباشر بين الطرفين التكلفة منخفضة والأسعار مرضية للطرفين ويمكن التعامل في هذه الأسواق بكل أنواع الأوراق المالية لذا فهي تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة.

# المؤسسات المالية (Financial Institutions):

يمكن أن تتم العلاقة بين المدخر ومنظمات الأعمال عبر ثلاثة طرق رئيسة هي:

– مباشرة: حين يقوم المدخر مباشرة من خلال السوق المالي بشراء الأوراق المالية (أسهم وسندات) التي تخص الشركات من دون اللجوء إلى المؤسسات المالية، حيث تقوم الشركات بتسليم الأوراق المالية على المدخر بينما يقوم المدخر بسداد النقد إلى الشركة.

– عبر بنوك الاستثمار: التي تقوم بشراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية ثم تقوم بإعادة بيعها إلى المدخرين.



- عبر المؤسسات والصناديق: في هذه الحالة تقوم المؤسسات مثل مؤسسات التأمين أو الصناديق مثل صناديق التقاعد أو صناديق الاستثمار حيث يقوم المدخر بدفع أمواله مقابل حصة ملكية في هذه المؤسسات وتقوم هذه المؤسسات باستخدام هذه الأموال في شراء الأسهم والسندات العائدة للشركات الصناعية والتجارية وغيرها من الأوراق المالية.

تمارس المؤسسات المالية دورها أثناء التعامل بأسواق المال ورأس المال حيث تساهم هذه المؤسسات في تحويل المدخرات وانتقالها من أماكن الادخار للأموال الفائضة عن الحاجة إلى المنظمات التي تحتاج هذه الأموال بطريقة تساهم في زيادة فعالية هذه المدخرات.

## العلاقة بين المؤسسات المالية والأسواق المالية، ودور النقود :

تحصل الشركة على حاجتها من الأموال من خلال أسواق النقود وأسواق رأس المال. وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال آجال استحقاق الأموال التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل من هذه الأسواق، وفي الأدوات المالية التي يتم التداول بها. فأسواق النقد تتعامل بالأموال قصيرة الأجل والتي تقل فترة استحقاقها عن سنة. وتشكل البنوك التجارية المؤسسات المالية الرئيسية العاملة في أسواق النقد، كما تعتبر البنوك المركزية من أهم المشاركين في سوق النقد كونه يمثل السلطة النقدية التي تنظم وتراقب النظام المصرفي. ومن أهم الأدوات التي يتم التعامل بها في سوق النقود الودائع لآجل Time Deposits، شهادات الإيداع Certificates of Deposit، الأوراق التجارية Commercial Papers، القبولات المصرفية Bankers في الأسواق الرأسمالية Acceptances، وسندات الخزينة قصيرة الأجل Treasury Bills. وتقاس الأوضاع في سوق النقد بمعدلات الفائدة القصيرة.

أما الأسواق المالية (أسواق رأس المال) Financial Markets بشقيها السوق الأولي والسوق الثانوي فتتعامل بالأموال طويلة الأجل والتي تزيد فترة استحقاقها عن سنة. وأهم الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم. وتتأثر الشركة بالأوضاع السائدة في أسواق النقد والأسواق المالية من حيث تأثيرها على تكلفة وتوفير الأموال. فعدم توفر السيولة في سوق النقد سوق يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل والعكس صحيح. كما تتأثر أسعار الفائدة في سوق النقد بالتوقعات حول معدلات التضخم. فإذا كان المتعاملون في السوق يتوقعون ازدياد معدلات التضخم، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة في السوق النقدية

وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل والعكس صحيح. وتهتم المؤسسات المالية التي تعمل في سوق النقد، وعلى رأسها البنوك، بالحصول على أموالها (دفعات القروض والفوائد على هذه القروض) بالوقت المدد، وإذا ما شعرت هذه المؤسسات بان الشركة ذات أداء غير جيد فإنها تتدخل لحماية مستثمريها.

كذلك تتأثر الشركة بالأوضاع السائدة في أسواق رأس المال، فعندما تكون أسواق الأسهم في توسع Bull Markets ومستوى أسعار الأسهم في ارتفاع مستمر بحسب مؤشرات السوق، يتم التمويل بالملكية عن طريق إصدار أسهم جديدة حيث تكون تكلفة التمويل منخفضة ويجري تداول الأسهم بسرعة وبالأسعار المقررة. أما إذا كانت أسواق الأسهم تتجه نحو الانكماش Bear Markets، أي أن أسعار

الأسهم تميل نحو الانخفاض المستمر، فان هذا يعني ارتفاع  
تكلفة التمويل، وبالتالي فان الشركات تتجه نحو تأجيل  
إصداراتها الجديدة من الأسهم لعدم إقبال بنوك الاستثمار على  
ضمان هذه الإصدارات بشروط مناسبة.

## أسئلة وتمارين الفصل الأول

السؤال الأول: عرف وظيفة التمويل و اشرح كيف تؤثر هذه الوظيفة على حياة الأفراد والشركات؟

السؤال الثاني: ما هي الأشكال القانونية لشركات الأعمال، وما هي المزايا والمآخذ على كل منها؟

السؤال الثالث : يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للشركة وليس هدف تعظيم الأرباح هو الهدف الأساسي للإدارة المالية في الشركة، اشرح أسباب ذلك؟

السؤال الرابع: ما هو المقصود بالعسر المالي الفني والعسر المالي الحقيقي؟

السؤال الخامس : ما المقصود بمشكلة الوكالة، وما هي العوامل التي تحد منها؟