

(1) الشركات الفردية (Sole Proprietorships):

تعرف الشركات الفردية على أنها تلك الشركات التي يمتلكها شخص واحد فقط، وهي تعتبر من أكثر أنواع الشركات شيوعاً وانتشاراً. وتتميز الشركات الفردية بالعديد من المزايا والخصائص منها سهولة تأسيسها بسبب قلة الشروط والمتطلبات القانونية التي يجب على مؤسسها الإيفاء بها، فمثلاً في الأردن يكفي تسجيل هذه الشركات تحت اسم تجاري معين لدى وزارة الصناعة والتجارة والحصول على رخصة لممارسة أعمال الشركة لتبدء الشركة عملها. كذلك تتميز هذه الشركات بأن حجمها يكون صغيراً في الغالب وبالتالي فإنها لا تحتاج لرأس مال كبير.

ولا يوجد فصل بين الذمة المالية للشركة الفردية وبين الذمة المالية لمالكها، حيث يقوم مالك الشركة الفردية بالحصول على جميع أرباح الشركة، لكنه في نفس الوقت يتحمل مخاطرة عالية تتمثل بمسؤوليته غير المحدودة عن ديون الشركة والتزاماتها، وهذا يعني بأن الدائنين يستطيعون الرجوع على صاحب الشركة وجميع ممتلكاته الفردية (منزل، أرض، سيارة،.... إلخ) للحصول على أموالهم.

ومن حيث المعاملة الضريبية فتخضع الشركات الفردية في معظم الدول لنفس شريحة دخل الأفراد، وهي تعتبر ميزة لأن ضريبتها أقل من ضرائب الشركات الأخرى.

وتعتبر فترة حياة الشركات الفردية قصيرة غالباً وترتبط بحياة مالكها أو مؤسسها، حيث أن معظم تلك الشركات تنتهي بوفاة مالكها.

إن من أهم المشاكل التي تواجهها الشركات الفردية هو محدودية مصادر التمويل المتاحة أمامها وبالتالي من الصعوبة بمكان رفع رأس مال هذه الشركات. فمصادر تمويل هذه الشركة محصورة في ثروة مالكها والتي تعتبر محدودة في معظم الأحيان.

(2) شركات الأشخاص (Partnerships):

تعتبر شركات الأشخاص شبيهة جداً بشركات الأفراد إلا أنها تختلف عنها بأن عدد المالكين في هذا النوع يكون إثنان فأكثر. وتسمى هذه الشركات أيضاً بشركات التضامن.

وتتميز هذه الشركات بسهولة تأسيسها وبأن حجمها أكبر من الشركات الفردية ولكنه أقل من الشركات المساهمة العامة. كما ولا يوجد فصل بين الذمة المالية للشركة الفردية وبين الذمة المالية لمالكها، حيث يقوم الملاك (الشركاء) باقتسام أرباح الشركة بينهم بناءً على النسب المتفق عليها، لكنهم في نفس الوقت يتحملون مسؤولية غير محدودة عن ديون الشركة والتزاماتها. كذلك فإن هذه الشركات تخضع لنفس ضريبة دخل الأفراد.

وتعتبر فترة حياة شركات الأشخاص قصيرة أيضاً وترتبط بحياة المالكين، كما تتميز هذه الشركات بمحدودية مصادر التمويل المتاحة أمامها والمتمثلة بثروة الملاك الشخصية، وإن كان الوضع هنا أفضل بالمقارنة مع الشركات الفردية لتعدد الشركاء فيها. وتتميز أيضاً هذه الشركات بصعوبة خروج أحد الشركاء منها لأن هذا يتضمن البحث عن شريك بديل ليشتري حصته بالشركة وهو الأمر الذي يستغرق وقت وقد يعرض الشريك لخسارة عند بيع حصته.

وفي حال تعرض أحد الشركاء في شركات التضامن للوفاة فتنقل حصته للورثة الذين يستطيعون البقاء في الشركة أو بيع حصتهم للشركاء الآخرين أو لشريك جديد. وفي حال أن ملكية الحصة في الشركة انتقلت لوريث يقل عمره عن السن القانوني (18 عاماً)، فتصبح الشركة في هذه الحالة شركة توصية بسيطة. ويُقصد بشركة التوصية أن بعض الشركاء (الشركاء المتضامنون) فيها يتحملون مسؤولية غير محدودة عن ديون الشركة ويتولون شؤون وإدارتها، بينما يوجد هنالك شركاء موصون وهم الشركاء الذين تكون مسؤوليتهم محدودة في حصتهم برأس المال، وبالتالي فإن مسؤوليتهم محدودة عن ديون الشركة والتزامها، ولا يتدخلون في إدارة الشركة.

### (3) الشركات المساهمة (Corporations):

تعتبر هذه الشركات من أكبر أنواع الشركات من حيث حجم الأصول ورأس المال، وتُعرف الشركات المساهمة على أنها شركات تتمتع بالشخصية الاعتبارية التي تعتبر منفصلة عن الشخصية الطبيعية للملاك. وتقوم هذه الشركات على أساس المساهمة بالأموال بغض النظر عن أشخاص المساهمين، ويتكون رأس مال تلك الشركات من أسهم متساوية يمكن بيعها وشراؤها من خلال السوق المالي.

إن فكرة الشركات المساهمة تقوم على مبدأ الفصل بين الشركة كشخصية اعتبارية لها وجود قانوني مستقل وبين شخصية الملاك وذمتهم المالية الخاصة. وهذا الفصل يعني بأن الملاك (يطلق عليهم المساهمين) يتميزون بالمسؤولية المحدودة، بمعنى أنهم مسؤولين عن ديون الشركة في حدود مساهمتهم في الشركة، ولا يمكن للدائنين الرجوع على أموال المساهمين الخاصة في حال عجز الشركة عن تسديد ديونها.

ويعتبر تأسيس الشركة المساهمة أصعب من تأسيس الشركات الفردية أو شركات الأشخاص، وذلك لوجود العديد من الشروط والمتطلبات القانونية التي على الشركة الإيفاء بها، حيث أن تأسيس الشركة المساهمة يقتضي حداً أدنى من رأس المال وفقاً لقانون الشركات المعمول به في الدولة. كما أن إدراجها على السوق المالي يتطلب العديد من الشروط والإجراءات والتي تعتبر معقدة بعض الشيء.

كما يستلزم تأسيس هذه الشركات وجود عقد تأسيس للشركة ونظام داخلي لها. حيث أن عقد التأسيس (**Articles of Incorporation**) يتضمن على العديد من الأمور من بينها إسم الشركة وعمرها

الإفتراضي (غالباً يكون للأبد)، وعدد الأسهم التي يمكن للشركة إصدارها. أما النظام الداخلي للشركة (Set of Bylaws) فيبين كيف ستقوم الشركة بتنظيم وجودها مثل كيفية إنتخاب مجلس الإدارة.

ونظراً لأن عدد المساهمين في الشركة يكون كبيراً جداً قد يتجاوز 100 ألف مساهم، فإن الشركات المساهمة تقوم على مبدأ الفصل بين المساهمين وبين إدارة الشركة، حيث أن المساهمين لا يديرون أعمال الشركة وإنما يتم تعيين إدارة متخصصة لتقوم بإدارة الشركة والإشراف عليها. ويتم تعيين الإدارة من قبل مجلس الإدارة والذي ينتخبه المساهمون.

إن الشركات المساهمة تتصف بمجموعة كبيرة من المزايا من أهمها المسؤولية المحدودة للمساهمين، سهولة نقل ملكية السهم من خلال بيعه في السوق المالي، بالإضافة إلى طول فترة حياة مثل هذا النوع من الشركات لعدم إرتباطها بحياة الملاك. كذلك تتميز هذه الشركات بسهولة الحصول على الأموال وذلك من خلال بيع أسهم جديدة في السوق المالي عند اللزوم.

وبالرغم من المزايا السابقة، فإن الشركات المساهمة تمتاز بعيب أساسي هو الإزدواج الضريبي، لأن الشركة تدفع ضريبة على أرباحها باعتبارها شخصية مستقلة، كما أن الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين تخضع لضريبة الدخل الفردي في بعض الدول، وبالتالي فإن أرباح الشركة تتعرض للضريبة مرتين.

ومن المهم هنا الإشارة إلى أن الشركات المساهمة تتضمن على الشركات المساهمة العامة والشركات المساهمة الخاصة. حيث أن الشركات المساهمة العامة هي التي تقوم بإصدار أسهمها وطرحها للإكتتاب العام بحيث يستطيع أي مستثمر شرائها. أما الشركات المساهمة الخاصة فهي الشركات التي تقوم ببيع أسهمها لفئات محددة بحيث يتم بيعها بشكل مباشر للمستثمرين المعنيين ولا يمكن لعامة المستثمرين شرائها.

| مقارنة ميزات وعيوب أنواع الشركات  |   |   |         |
|---|---|---|---------|
| الشركات المساهمة<br><b>Corporations</b>   | شركات الأشخاص<br><b>Partnerships</b>  | الشركات الفردية<br><b>Sole Proprietorships</b>  | الميزات |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• مسؤولية المساهمين محدودة بحجم مساهمتهم فقط.</li> <li>• سهولة نقل ملكية الأسهم.</li> <li>• القدرة على الاستمرار لفترات طويلة.</li> <li>• القدرة على رفع رأس مال الشركة.</li> <li>• المسؤولية المحدودة للمساهمين.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• سهولة التأسيس.</li> <li>• قدرة أفضل على جمع الأموال من الشركات الفردية.</li> <li>• يتم اقتسام الأرباح والخسائر بين الشركاء.</li> <li>• نشاط الشركة يخضع للضريبة الشخصية للمالكين.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• سهولة التأسيس.</li> <li>• قلة الشروط والمتطلبات القانونية.</li> <li>• المالك يأخذ كامل الربح ويتحمل كامل الخسارة.</li> <li>• نشاط الشركة يخضع للضريبة الشخصية للمالك.</li> </ul> |         |

|  |  |  |               |
|--|--|--|---------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• الإزدواج الضريبي.</li> <li>• الشروط والمتطلبات القانونية لتأسيسها تعتبر صعبة ومعقدة.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• مسؤولية المالكين غير محدودة.</li> <li>• قدرة الحصول على الأموال محدودة.</li> <li>• صعوبة نقل ملكية حصة في الشركة.</li> <li>• عمر الشركة يعتبر قصير لإرتباط وجود الشركة بحياة المالك.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• مسؤولية المالك غير محدودة.</li> <li>• قدرة الحصول على الأموال محدودة.</li> <li>• عمر الشركة يعتبر قصير لإرتباط وجود الشركة بحياة المالك.</li> </ul> | <p>العيوب</p> |
|--|--|--|---------------|

### 6. هدف الإدارة المالية

بالنسبة للشركات الهادفة للربح، فإن تحقيق الأرباح وزيادة ثروة الملاك يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى هذه الشركات لتحقيقها. لكن صياغة هدف الإدارة المالية على هذا الشكل يعتبر غير عملي لأن جميع الشركات تسعى في النهاية لتحقيق الربح، وتسعى لزيادة ثروة ملاكها. لذا لا بد من أن يتم صياغة هدف الإدارة المالية الرئيسي بشكل ينسجم مع طبيعة وأنواع القرارات المالية التي تتخذها.

وقبل الحديث عن الهدف الأساسي للإدارة المالية سنستعرض فيما يلي مجموعة من الأهداف المحتملة للإدارة المالية لنرى مدى إرتباطها بوظيفة المدير المالي:

- هدف البقاء والاستمرارية للشركة
- الإيفاء بالتزامات الشركة في مواعيدها
- تخفيض تكاليف التمويل
- زيادة العائد على إستثمارات الشركة
- تجنب العسر المالي والإفلاس
- تخفيض المخاطر وإدارتها
- التفوق على المنافسين
- تعزيز سيولة الشركة
- تعظيم المبيعات والقيمة السوقية
- تقليل التكاليف
- تعظيم الأرباح
- تحقيق نمو ثابت في الأرباح

إن جميع الأهداف السابقة تعتبر جزء من مجموعة أكبر من الأهداف المحتملة للإدارة المالية. ولكن على أي هدف ينبغي أن تركز الإدارة المالية؟

فمن خلال النظر للأهداف السابقة يمكن ملاحظة أنها تتضمن على قدر كبير من التعارض فيما بينها، فمثلاً هدف تعزيز سيولة الشركة يتعارض مع هدف الربحية، وهدف التفوق على المنافسين يستلزم تخفيض الأسعار وزيادة جودة المنتجات، وهذا يعني أرباح أقل وتكاليف أكبر. وتعظيم الربحية يعني زيادة أسعار الوحدات المباعة مما يعكس سلباً على حجم المبيعات ويخفض الحصة السوقية للشركة. كذلك فإن الأهداف السابقة تتفاوت في آجالها حيث أن هدف تحقيق الربح يعتبر قصير الأجل بالمقارنة مع هدف البقاء والاستمرار والذي يعد طويل الأجل.

وبناءً على ما سبق فإن وضع هذه الأهداف أمام الإدارة المالية ودفعها لتحقيقها سيجعلها عاجزة في النهاية عن إتخاذ أي قرار لأن إتخاذ قرار في صالح هدف معين سيؤثر على هدف آخر. لذا لا بد أن يتم صياغة هدف واحد رئيسي للإدارة المالية بحيث يتم من خلاله تقييم القرارات المختلفة واتخاذها بما ينسجم مع ذلك الهدف.

وإستناداً على حقيقة أن الشركة المساهمة هي في النهاية ملك لمجموعة من المساهمين، وبما أن هدف هؤلاء المساهمين هو تعظيم ثروتهم، فيمكن بالإعتماد على وجهة نظر حملة الأسهم إشتقاق الهدف الرئيسي للإدارة المالية على أنه تعظيم ثروة المساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال أخذ القرارات التي من شأنها زيادة قيمة السهم في السوق.

|  |  |
|--|--|
| <p><b>الهدف الأساسي للإدارة المالية في الشركات المساهمة:</b><br/>تعظيم قيمة الشركة من خلال إتخاذ القرارات المالية التي تزيد من القيمة السوقية للسهم.</p> |  |
|--|--|

## 7. نظرية الوكالة (Agency Theory)

سبق وأن ذكرنا بأن فكرة الشركات المساهمة العامة تقوم على الفصل بين الملكية والإدارة، بمعنى أن حملة الأسهم ليسوا نفسهم المدراء بل أن هناك إدارة متخصصة يتم تعيينها لتولي أمور الشركة.

فحملة الأسهم في الشركات المساهمة العامة والذين يكون عددهم كبير نسبياً يقوموا خلال الجمعية العمومية بالتصويت لإنتخاب ممثلين عنهم والذي يطلق عليه اسم مجلس إدارة الشركة (Board of Directors). وبعد أن يتم إنتخاب مجلس الإدارة يقوم الأعضاء بالتصويت لإنتخاب رئيس مجلس الإدارة ونائب رئيس مجلس الإدارة وأمين سر المجلس.

ويعتبر مجلس الإدارة مجلساً ممثلاً للمساهمين وبالتالي فهو يسعى لتحقيق مصالح حملة الأسهم، خاصةً وأن أعضاء المجلس عادةً ما يكونوا من كبار مساهمي الشركة وبالتالي فإن لهم مصلحة كبيرة في حماية حقوق ومصالح حملة الأسهم في الشركة. ويقوم مجلس الإدارة بالعديد من الوظائف منها تعيين إدارة الشركة وفصلها، كما يختص مجلس الإدارة باتخاذ القرارات الإستراتيجية المهمة التي تخص الشركة مثل الإندماج والإستحواذ وغيرها. أما إدارة الشركة فهي التي تقوم بإدارة شؤون الشركة والإشراف عليها.

### 7-1 مشكلة الوكالة (Agency Problem)

نظراً للفصل بين الملكية والإدارة، فإن العلاقة بين المساهمين وبين إدارة الشركة يطلق عليها بعلاقة الوكالة لأنها تتضمن على قيام المساهمين بتوكيل الإدارة بإدارة شؤون الشركة. ومن هنا أصبح هناك مجالاً للتعارض في المصالح بين المساهمين وبين الإدارة، حيث أن مصالح المساهمين تقتضي تعظيم ثروتهم من خلال تعظيم قيمة السهم في السوق، بينما قد تكون مصالح الإدارة بالحصول على منافع خاصة من خلال الدخول في إستثمارات منخفضة المخاطر لضمان بقائها في منصبها، أو الإهتمام بالإستثمارات التي تكون مربحة في المدى القصير ولكنها تحقق خسائر على المدى الطويل. وقد أظهرت الأبحاث وجود أربع نواحي أساسية يظهر فيها تعارض المصالح وهي: النواحي الأخلاقية واحتجاز الأرباح وتجنب المخاطرة والأفق الزمني. وفيما يلي سنستعرض هذه المفاهيم بشيء من التفصيل:

1. النواحي الأخلاقية (**Moral Hazard**): تعتبر النواحي الأخلاقية المسبب الأول لظهور مشكلة الوكالة، حيث تتضمن هذه النواحي على وجود دوافع معنوية لدى الإدارة لتقوم بتغليب مصالحها الخاصة على مصلحة الشركة. فلو كان مدير الشركة هو نفسه المالك سيكون هدفه الأساسي البحث عن إستثمارات مجدية والسعي لتطوير الشركة وزيادة قيمتها السوقية. وكلما قلت حصة هذا المدير في الشركة كلما أصبح هدفه ممثل بالحصول على حوافز ومنافع شخصية بدلاً من البحث عن تحقيق مصالح الشركة. وقد أكدت بعض الدراسات بأن بعض الإدارات قد تلجأ أحياناً لإختيار الإستثمارات التي تتناسب مع قدراتهم ومهاراتهم الشخصية، وهذا يزيد من قيمة هذه الإدارة للشركة وبالتالي يزيد من تكاليف إستبدالها، وبالتالي يمكنهم إستغلال الشركة والحصول على مكافآت كبيرة.
2. إحتجاز الأرباح (**Earnings Retention**): وجدت الدراسات التي أجريت على مكافآت الإدارة بأنها تتزايد مع ازدياد حجم الشركة ونموها، وهذا يعطي للإدارة حافز كبير للتركيز على تنمية حجم الشركة بدلاً من التركيز على تعظيم عوائد المساهمين، وهذا يتم من خلال اللجوء لإحتجاز الأرباح وإعادة إستثمارها لزيادة حجم الشركة. وهنا يظهر التعارض في أن الإدارة تسعى لإحتجاز الأرباح بينما يسعى المساهمون للحصول على أكبر قدر ممكن من التوزيعات، وخاصة عندما لا تكون الإستثمارات ذات جدوى كبيرة جداً. فالإدارة تستفيد من الأرباح المحتجزة في توسيع إستثمارات الشركة وزيادة حجمها، مما يعطيها هيبة وسلطة وسيطرة أكبر على مجلس الإدارة، بالإضافة إلى قدرتهم على منح أنفسهم مكافآت مرتفعة.
3. تجنب المخاطرة (**Risk Aversion**): إن تجنب المخاطرة يعتبر أحد الأسباب التي تؤدي لتعارض بين الإدارة وبين المساهمين وذلك لأن الإدارة تفضل الإستثمارات المضمونة منخفضة المخاطرة خوفاً من الفشل وبالتالي إنهاء عقدها أو إستبدالها. كما أن فشل الإستثمارات التي تقوم بها الإدارة سيلحق الأذى بسمعتها في السوق وبالتالي سيضر بفرصها الوظيفية مستقبلاً. ومن هنا فإن إدارة الشركة تسعى لتقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن حفاظاً على مصالحها، بينما قد يكون في مصلحة المساهمين الدخول أحياناً في إستثمارات ذات مخاطرة أعلى لتحقيق عوائد أكبر.

4. الأفق الزمني (Time-Horizon): يظهر التعارض بين المساهمين وبين الإدارة على موضوع توقيت التدفقات النقدية. فالمساهم يهتم بجميع التدفقات النقدية المستقبلية للشركة لأنها تدخل في معادلة تقييم السهم، بينما تهتم الإدارة بالتدفقات النقدية للشركة خلال فترة إدارتها. وهذا يدفع الإدارة للإهتمام بالعوائد قصيرة الأجل على حساب الإهتمام بالإستثمارات المجدية طويلة الأجل.

### 2-7 تكاليف الوكالة (Agency Costs)

تتضمن مشكلة الوكالة على تكاليف تسمى بتكلفة الوكالة (Agency Cost)، وهي عبارة عن التكاليف الناتجة عن التعارض بين مصالح المساهمين وبين مصالح الإدارة. وهذه التكاليف قد تكون تكاليف مباشرة أو تكاليف غير مباشرة:

1. التكاليف غير المباشرة: وهي عبارة عن الفرص المربحة التي فقدتها الشركة نتيجة إجماع الإدارة عن الإستثمار في مشاريع مربحة. فمثلاً قد ترفض الإدارة الدخول في إستثمار يحقق عوائد مرتفعة بسبب خوفها من تحمل المخاطر الناجمة عنه، وهذا يضع على المساهمين فرصة تحقيق هذه العوائد.  
2. التكاليف المباشرة: وتتضمن هذه التكاليف على نوعين أساسيين هما:

أ. التكاليف التي تدفعها الشركة وتكون لمصلحة الإدارة وعلى حساب مصلحة المساهمين، ومن هذه التكاليف قيام إدارة الشركة الجديدة بتغيير مكاتبها وتجديد أثاثها والذي يعتبر نفقات تتكبدها الشركة دون مقابل.  
ب. النفقات الناتجة عن الحاجة لمراقبة الإدارة: ومن هذه النفقات أتعاب مدققي الحسابات ووتكاليف الرقابة المالية في الشركة وغيرها.

### 3-7 آليات الموازنة بين أهداف الإدارة وأهداف المساهمين

من خلال مناقشتنا السابقة لمشكلة الوكالة والتكاليف التي تترتب عليها، ونظراً لأبعاد هذه المشكلة وانعكاساتها الكبيرة على الشركات، فقد تم صياغة مجموعة من الآليات التي يمكن من خلالها إرغام الإدارة على تحقيق أهداف المساهمين. وتتضمن هذه الآليات على مكافآت الإدارة والرقابة على الشركة.

1. مكافآت الإدارة (Managerial Compensation): يمكن جعل الإدارة تسعى لتحقيق أهداف المساهمين والمتمثلة بزيادة القيمة السوقية للأسهم من خلال:

أ. ربط مكافآت الإدارة بالأداء المالي للشركة بشكل عام، وسعر السهم على وجه الخصوص. حيث أن ذلك من شأنه أن يدفع الإدارة لتحسين مؤشرات الأداء والسعي لتعظيم قيمة السهم لأنه سيصب في النهاية في مصالحهم الخاصة ويحقق لهم مكافآت أكبر. ومن الممكن أن يتم جعل المكافأة السنوية للإدارة على شكل أسهم بدلاً من المكافآت النقدية مما يقرب بين مصالح الإدارة والمساهمين.  
ب. النواحي الوظيفية وترقيات الإدارة: حيث أن ربط أداء الإدارة بالنواحي الوظيفية لها مثل الترقية وتجديد عقدها مع الشركة سيدفع الإدارة للسعي نحو تحسين أدائها.

2. يمتلك المساهمين قدرة كبيرة للرقابة على الإدارة ومن عدة نواحي. فالمساهمين هم الذين ينتخبون مجلس الإدارة والذي يقوم بدوره بتعيين الإدارة والرقابة عليها. كذلك فيمكن لصغار المساهمين تجميع أصواتهم مع بعضهم البعض من خلال توكيلهم لوكيل يقوم بالتصويت نيابة عنهم، وهو ما يسمى بصراع الوكيل (**Proxy Fight**)، حيث أن الوكيل يصوت بالنيابة عن عدد كبير من المساهمين وبالتالي فإن صوته من شأنه أن يؤثر بشكل كبير، وفي هذا الحال فإن خشية الإدارة من القوة التصويتية للوكيل وما يمثله من مساهمين ستدفعها لتحسين أدائها. وهناك أيضاً خشية الإدارة من مخاطر الإجتياح والتي تتم في حال كان أداء الشركة ضعيفاً وأسعار أسهمها منخفضة، حينها قد تقوم شركة أخرى بشراء عدد كبير من أسهم الشركة بسعر زهيد، وهذا قد يمنح تلك الشركة قوة تصويتية كبيرة قد توصلها لمنصب رئاسة مجلس الإدارة، وحينها من الممكن أن يتم الإستغناء عن خدمات إدارة الشركة الحالية وإحلالها بإدارة جديدة كفؤة.

## 8. الأسواق المالية والإدارة المالية في الشركات المساهمة

سبق وأن ذكرنا بأن القرارات التي تتخذها الإدارة المالية في الشركة تتعلق بنوعيين من القرارات هي قرارات الإستثمار وقرارات التمويل. ولما كان السوق المالي وسيلة تمويل للشركات المساهمة حيث تستطيع من خلاله إصدار أدوات الدين أو الملكية للحصول على الأموال اللازمة، وبما أن السوق المالي يعتبر خياراً إستثمارياً لدى العديد من الشركات التي تقوم بتوظيف جزء من سيولتها بالإستثمار في الأوراق المالية، فإن فهم المدير المالي لأنواع وخصائص الأسواق المالية وتقسيماتها المختلفة يعتبر جزءاً أساسياً من عمل المدير المالي.

### 8-1 الأسواق المالية (Financial Markets):

يمكن تعريف الأسواق المالية على أنها أسواق تسهل عملية انتقال الأموال من الأطراف التي تمتلك فوائض (الأفراد بالدرجة الأولى) للأطراف التي تعاني من عجز (الشركات أو الحكومات)، كما أنها تسهل عملية انتقال الأوراق المالية بين المستثمرين.

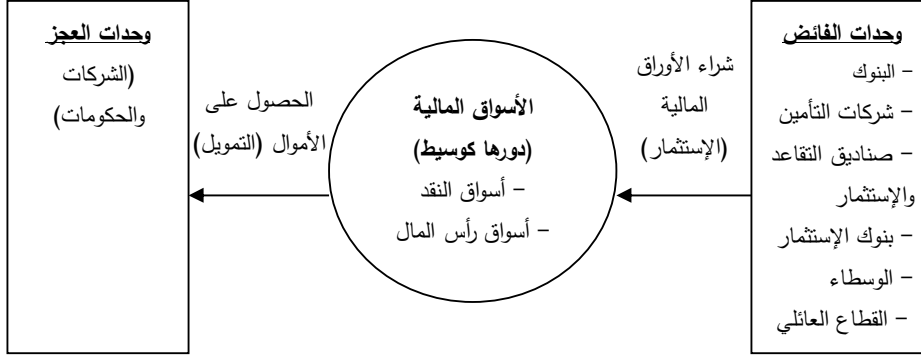
وتأتي أهمية الأسواق المالية من كونها وسيلة ناجعة للإستثمار والتمويل، حيث أنها تساهم في انتقال الأموال من الوحدات الإقتصادية ذات الفوائض المالية (إستثمار) إلى الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي (تمويل). وتعتبر الأسواق المالية مهمة للشركات للأسباب التالية:

1. أنها تسهل انتقال الأموال.
2. أنها تساعد الشركات التي تمتلك فوائض نقدية مؤقتة على إستثمار تلك الفوائض.
3. أنها تساعد الشركات التي لديها نقص في الأموال بالحصول عليها من خلال بيع الأوراق المالية.
4. أنها تساعد الشركات التي تستثمر جزء من سيولتها في شراء الأوراق المالية على تسهيل (بيع) تلك الإستثمارات عند الحاجة للأموال.



شكل رقم (3)

دور الأسواق المالية كوسيط بين وحدات الفائض ووحدات العجز



8-2 تقسيمات الأسواق المالية (Types of Financial Markets):

يمكن تقسيم السوق المالي من حيث الإصدارات إلى قسمين أساسيين هما السوق الأولي والسوق الثانوي. كما يمكن تقسيم السوق المالي من حيث الأوراق المالية المتداولة فيه إلى السوق النقدي وسوق رأس المال وسوق الأوراق المالية المشتقة. كذلك يمكن تقسيم السوق المالي من حيث مكان الإنعقاد إلى سوق منظم وسوق غير منظم. وفيما يلي سنستعرض تفصيلات هذه التقسيمات:

تقسيم السوق المالي من حيث الإصدارات:

- أولاً: السوق الأولي (Primary Market): وهو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة، حيث يتم بيعها من الشركة المصدرة إلى المستثمرين.
- ثانياً السوق الثانوي (Secondary Market): وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء (تداول) الأوراق المالية المصدرة مسبقاً بين المستثمرين، ولا تكون الشركة طرفاً في المعاملات التي تتم في هذا السوق.

تقسيم السوق المالي من حيث الأوراق المالية المتداولة فيه:

- أولاً: السوق النقدي (Money Market): هو السوق الذي يسهل عملية انتقال التمويل قصير الأجل، بمعنى أنه السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية التي تكون إستحقاقاتها أقل من سنة. ومن أهم خصائص الأوراق المالية التي يتم متاجرتها في السوق النقدي:

1. السيولة العالية: ويشير مفهوم السيولة إلى السهولة والسرعة التي يتم من خلالها تحويل الورقة المالية إلى نقد وبدون خسائر كبيرة.
2. المخاطرة المنخفضة.
3. الأجل القصير.

ومن أهم الأوراق المالية التي يتم متاجرتها في السوق النقدي:

أ. أذونات الخزينة (**Treasury Bills**): وهي عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل تصدر من قبل الحكومة (وزارة المالية) كأداة تمويلية وتمثل علاقة مديونية تدين بها الحكومة لمشتري الورقة. وتباع عادةً بخصم عن القيمة الإسمية التي تصدر بها، وهكذا يكون ربح المستثمر الفرق بين سعر الشراء وبين القيمة الإسمية للإذن.

ب. الأوراق التجارية (**Commercial Papers**): تعتبر الأوراق التجارية أدوات دين غير مضمونة (**Unsecured**) قصيرة الأجل تصدر من قبل الشركات الكبيرة والمعروفة والتي تمتاز بالقوة المالية، لذا يمكننا إعتبار هذه الوسيلة من الوسائل غير التقليدية للتمويل لأنها تقتصر على الشركات القوية مالياً. وتستخدم الأوراق التجارية عادةً كبديل عن القروض البنكية قصيرة الأجل. لا يوجد سوق ثانوي للأوراق التجارية لذا تعتبر سيولتها منخفضة وأقل من سيولة أذونات الخزينة كما أن مخاطرتها أعلى، لذا فإن عائدها يجب أن يكون أعلى من العائد على أذونات الخزينة، وتباع عادةً بخصم عن القيمة الإسمية.

ج. شهادات الإيداع (**Negotiable CDs**): هي عبارة عن أوراق دين تصدرها البنوك التجارية الكبيرة والمؤسسات المالية التي تقبل الودائع للحصول على التمويل قصير الأجل وتشير إلى أن حاملها له وديعة لدى البنك أو المؤسسة المالية، ويتم إصدارها بقيم إسمية كبيرة لذا عادةً ما تقوم الشركات بالإستثمار في هذه الأداة وليس الأفراد نظراً للمبلغ الكبير الذي يترتب على شراءها، وتتراوح فترة إستحقاقها من أسبوعين إلى سنة. وتمتاز شهادات الإيداع بأن سيولتها أقل من أذونات الخزينة ومخاطرتها أعلى وبالتالي عائدها يجب أن يكون أعلى من عائد أذونات الخزينة.

د. القبولات المصرفية (**Bankers Acceptances**): هي عبارة عن إستثمارات إئتمانية قصيرة الأجل يتم إنشائها من قبل مؤسسات غير مالية وتكون مضمونة من قبل بنك لسداد الدفعات. وهذه القبولات يتم تداولها بخصم عن القيمة الإسمية في السوق الثانوي أو يتم خصمها لدى البنك المركزي لغايات التسييل. وتستخدم القبولات المصرفية لتشجيع التجارة الخارجية، حيث تتضمن على تعهد البنك بالدفع نيابة عن العميل في تاريخ محدد. فعندما يقوم تاجر محلي (مصدر) بتوريد بضاعة لتاجر أجنبي (مستورد) قد لا يعرف مدى إئتمانيته أو درجة مخاطرته، لذا فإنه يفضل وجود بنك ضامن لهذا المستورد الأجنبي حتى يضمن سداد أثمان البضاعة المصدرة. فإذا قام أحد البنوك بقبول ضمان السداد حينها يقوم بختم كلمة مقبول (**Accepted**) على كمبيالات سداد التاجر المستورد والتي ترسل إلى التاجر المحلي (المصدر)، ومن هنا جاءت تسميتها بالقبولات المصرفية.

#### • ثانياً: سوق رأس المال (**Capital Market**):

هو السوق الذي يسهل عملية انتقال التمويل طويل الأجل، بمعنى أنه السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية التي تكون إستحقاقاتها أكثر من سنة. وتتميز الأوراق المالية المتاجر بها في هذا السوق بأنها عالية