

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

الموضوع

الهندسة المالية و إدارة مخاطر رفع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية

دراسة حالة شركة رونو المقيدة في بورصة باريس مؤشر CAC40

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

الدكتور : قيرة عمر

إعداد الطالبين:

- بلحيمر نعمان

- كريبع حنافي

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
أ. فيصل بوميمز	جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل	رئيسا
أ. قيرة عمر	جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل	مشرفا ومقررا
أ. بن عمر مختار	جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل	مناقشا

السنة الجامعية : 2019/2018

شكر وتقدير

>> ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت عليّ وعلى والديّ وأن

أعمل صالحاً ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين << سورة النمل

الآية <<19>>

أشكر الله تعالى وأحمده على اتمام هذا العمل

وشكر الأستاذ المشرفه فيرة عمر على جهوده وتوجيهاته ونصائحه القيمة

التي قدمها لنا من أجل اتمام هذا العمل .

كما نتقدم بالشكر والتقدير إلى جميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية و

علوم التسيير قسم الإدارة المالية.

إلى أعضاء لجنة مناقشة هذه المذكرة

إلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد

حناني - نعمان

الإهداء

إلى روح والديّ العزيزين رحمهما الله وأسكنهما فسيح جنانه

ابنكما البار الذي لن ينساكما أبدا

إلى زوجتي العزيزة التي قدمت لي الدعم وكانك السند

الكبير في حياتي

إلى فلدة كبري أكرم وأنسى

إلى عائلتي الكريمة

إلى أصدقائي الذين قدموا لي الدعم والمساندة

حنانتي

الإهداء

إلى روح أمي العزيزة رحمها الله وأسكنها فسيح جنانه

أبرئكي البار الذي لن ينساك أبدا.

إلى أبي العزيز أطل الله في عمره.

إلى زوجتي العزيزة و التي كانت السند الكبير في حياتي

إلى كل إخوتي و أخواتي .

إلى أصدقائي الذين قدموا لي الدعم والمساندة

نعمان



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

	الشكر
	الإهداء
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ - ب	مقدمة
الفصل الأول : الإدارة المالية و مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية	
6	تمهيد
7	المبحث الأول: الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية
7	المطلب الأول: مفهوم ووظائف الإدارة المالية
10	المطلب الثاني: تطور فكر الإدارة المالية
11	المطلب الثالث: أهداف الإدارة المالية ومبادئها
17	المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية
17	المطلب الأول: تمويل المؤسسة الاقتصادية.
20	المطلب الثاني: أنواع مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية
34	المبحث الثالث: رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية.
34	المطلب الأول: مفهوم رأس المال
36	المطلب الثاني: عملية رفع رأس المال
41	المطلب الثالث: المخاطر المترتبة على رفع رأس المال
43	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: إدارة الهندسة المالية لمخاطر رفع رأس المال	
45	تمهيد
46	المبحث الأول: الهندسة المالية في المؤسسة
46	المطلب الأول: بيئة و نشأة الهندسة المالية
47	المطلب الثاني: ماهية الهندسة المالية
53	المطلب الثالث : منتجات الهندسة المالية
56	المبحث الثاني : منتجات الهندسة المالية لإدارة مخاطر الإغراق في المؤسسة الاقتصادية
56	المطلب الأول: الوسائل ذات الطابع التعاقدى
58	المطلب الثاني: الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني
60	المطلب الثالث: التقنيات ذات طابع القانوني الأساسي

فهرس المحتويات

63	المطلب الرابع:الاستراتيجيات العائدة للسياسة المالية
71	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث : واقع استخدام الهندسة المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال في شركة رونو
73	تمهيد
73	المبحث الأول: تقديم شركة رونو
73	المطلب الأول: التعريف بشركة رونو
73	المطلب الثاني: نشأة وتطور شركة رونو
74	المطلب الثالث: الأهداف الاستراتيجية لشركة رونو
77	المطلب الرابع: رأس مال شركة رونو
77	المطلب الخامس: التراخيص المتعلقة برفع رأس المال
79	المبحث الثاني: واقع استخدام الهندسة المالية في شركة رونو
79	المطلب الأول : الإطار المنهجي للدراسة
80	المطلب الثاني : العهود بين المساهمين في شركة رونو
81	المطلب الثالث: الصكوك التشاركية لشركة رونو
82	المطلب الرابع: إشراك المستخدمين في شركة رونو
83	خلاصة الفصل
84	الخاتمة

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
21	الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية	1
55	عقود الخيارات	2
65	الإطار الأساسي لتنفيذ خطة المشاركة	3

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
18	الأبعاد الرئيسية لوظيفة التمويل	1
27	المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	2
33	الفرق بين التأجير التمويلي و التأجير التشغيلي	3
77	التفويضات والتراخيص الممنوحة من الجمعية العامة لمجلس مساهمي الشركة بالمسائل المتعلقة برفع رأس المال.	4
80	طبيعة العقد و الأطراف المشاركة في العهد ومدته	5

مقدمة

يلعب رأس المال دوراً مركزياً في تنفيذ السياسة المالية والنقدية الهادفة إلى الرفع من حجم استخدامه خاصة أثناء فترات الركود، حيث يعتبر المحرك الأساسي لأي مشروع أو عمل استثماري بغية زيادة القدرة الانتاجية والتنافسية له، هذه الوظيفة تتولاها الإدارة المالية من خلال الموازنة بين المحافظة على بقاء الشركة وحمايتها من مختلف الأخطار وبين تحقيق العائد المناسب بالملائمة بين السيولة والربحية، فتوفير السيولة يبتدعي السعي لإيجاد مصادر تمويل أقل مخاطرة وتوفر أكبر العوائد، سواء على المستوى المحلي أو اللجوء إلى الأسواق العالمية وبورصات الأوراق المالية.

إن الرفع من رأس مال الشركة قد يمثل خطراً حقيقياً في بعض الحالات أين تتحمل الشركة تكاليف والتزامات تفوق ما تجنيه من هذا الرفع بالإضافة إلى تلك الأخطار التي تتشكل بفعل التغير في هيكل السلطة داخل الشركة.

يعتبر الابتكار المالي أحد الحلول التي تفرضها هذه الظروف لمعالجة مشاكل التمويل التقليدي من خلال الهندسة المالية التي تعتمد على أدوات مستحدثة مبنية على تخمين وقياس المخاطر التي تتعرض لها الأموال سواء على مستوى الحكومات أو الشركات التي تعمل ضمن القطاع الاقتصادي، وتهدف هذه الهندسية إلى دراسة نسبة الأرباح التي يتم تحقيقها بالاعتماد على تأثير المخاطرة وهو ما أصبح شائعاً خاصة لدى الشركات الكبرى المدرجة في مختلف البورصات العالمية وضمن مؤشرات مالية دولية على غرار مؤشر شركات CAC40.

إشكالية الدراسة :

في ظل أساليب التمويل التقليدية و ما ينتج عنها من مخاطر و لاسيما عند القيام بعملية رفع رأس المال، تبقى مشكلة الدراسة هي:

كيف تساهم الهندسية المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية؟

من خلال هذه الاشكالية يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التي تشكل مضمون الفصول المتناولة في هذه الدراسة:

- ❖ من المسؤول عن القرارات المالية في المؤسسة؟
- ❖ ما هي مختلف مصادر التمويل التقليدية في المؤسسة الاقتصادية؟
- ❖ كيف لعملية رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية أن تؤدي إلى خلق المخاطر وماهي هاته المخاطر؟
- ❖ ما هي الأساليب الجديدة للتمويل والتي تسمح بتجاوز هاته المخاطر؟

❖ ما هو واقع تطبيق هذه الأساليب في شركة رونو؟

2-الفرضيات:

- ❖ الإدارة المالية هي المسؤولة عن القرارات المالية في المؤسسة .
- ❖ تعتبر مصادر التمويل في المؤسسة مختلفة ومتنوعة وتتراوح ما بين أموال خاصة و استنادة .
- ❖ تؤدي عملية رفع رأس المال في الشركة إلى إحداث مخاطر التمييع .
- ❖ تتمثل الأساليب الجديدة للتمويل في أنها أساليب مبتكرة تساعد على تجاوز (الالتفاف) على مخاطر رفع رأس المال .
- ❖ تلجأ شركة رونو إلى استعمال مجموعة من منتجات الهندسة المالية التي تعتمد عليها في إدارة مخاطر التمييع (مخاطر رفع رأس المال) .

3-أهمية الدراسة:

- تستمد الدراسة أهميتها من الإضافات العلمية التي تقدمها لأنها تتناول قضية أساسية ألا وهي كيفية إدارة مخاطر رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية.
- أهمية الهندسة المالية في الحد من مخاطر رفع رأس المال .
- خلق ابتكارات مالية جديدة تعتمد في أغلبها على الأساليب التقليدية للتمويل تكون أكثر ابداعا.
- أهمية تنويع الابتكارات المالية بالنسبة للشركات والتي تتيح عدة خيارات للمفاضلة وهذا للتقليل من المخاطر في حالة الرفع في رأس المال.
- أهمية الظاهرة المدروسة في حقل العلوم المالية .

4-أهداف الدراسة:

- أ - إبراز دور الإدارة المالية في التمويل و في المفاضل بين مختلف مصادره.
- ب - محاولة تحديد المخاطر الناجمة عن عملية رفع رأس المال .
- ج- إبراز مختلف مصادر التمويل المستحدثة و التي تعتمد أساسا على الابتكار المالي .
- د- التحليل التطبيقي لواقع استخدام الأساليب المستحدثة في التمويل وكيفية تأثيرها على الهيكل المالي في الشركة.

5- حدود الدراسة:

تأخذ حدود هذه الدراسة ثلاث أبعاد:

- من حيث البعد العلمي للموضوع: سيتحدد من خلال المقاربة المعتمدة في البحث، حيث يعتبر تميز مصادر التمويل المستحدثة عن التقليدية من خلال إدارة مخاطر رفع رأس المال في الشركات.
- من حيث البعد الزمني: ستركز الدراسة ابتداء من وقت ظهور شركات المساهمة وحاجتها إلى التمويل إلى غاية يومنا هذا.
- من حيث البعد المكاني: ستركز الدراسة على شركة رونو المنتشرة في العالم و المسعرة في بورصة باريس مؤشر CAC40.

6- الدراسات السابقة:

هناك دراسات لها علاقة بالدراسة المالية، درست الموضوع بأكمله ومنها:

- دراسة الباحث عمر قيرة سنة 2017 لنيل شهادة الدكتوراه، تناولت هذه الدراسة الهندسة المالية وإدارة مخاطر تمييع رأس المال مع دراسة حالة شركات مؤشر CAC40، حيث قام باستعراض المؤشرات البورصية لشركات المؤشر وواقع استخدام الهندسة المالية في شركات هذا المؤشر، وقد تبين من خلال هذه الدراسة أن التحالفات الحاكمة في شركات العينة تستخدم منتجات و تقنيات الهندسة المالية ليس فقط كأدوات للتحوط من المخاطر المختلفة وإنما كأدوات سيطرة على الشركات و الدفاع على هذه السيطرة و ذلك باستخدام قدر من الموارد المالية .
- دراسة الباحثة زواوي فضيلة سنة 2009 لنيل شهادة الماجستير تناولت هذه الدراسة تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر مع دراسة حالة شركة سونالغاز، حيث قامت باستعراض مصادر التمويل التقليدية على مستوى المؤسسة الاقتصادية، و قد تبين من خلال هذه الدراسة أن الشركة تعتمد على طرق تمويل تقليدية و المتمثلة في التمويل الداتي الذي يمثل نسبة 25 % إلى 30 % ، و هذا ما دفعها إلى اللجوء إلى للقروض البنكية التقليدية و التي تعتبر مصدر رئيسي لتمويلها .

7- المنهج المستخدم:

للإجابة على الاشكالية و محاولة اختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي فيما يخص الجانب النظري لأنه ملائم لتقرير الحقائق و فهم عناصر الموضوع بينما تم الاعتماد على منهج دراسة

حالة فيما يتعلق بالجانب التطبيقي من أجل اسقاط الدراسة على واقع استخدام الهندسة المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال في الشركة رونو.

8- تبويب الدراسة:

تم تبويب هذا البحث إلى ثلاث فصول و ذلك كما يلي:

تناول الفصل الأول "الإدارة المالية و مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية" كمدخل لموضوع الدراسة و تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، في المبحث الأول تطرقنا إلى الادارة المالية بكل ما فيها من التعريف و الوظائف و القرارات الخاصة بها. أما في المبحث الثاني فتم التطرق إلى التمويل في المؤسسة الاقتصادية بشكل عام بما في ذلك مصادر التمويل.

و في المبحث الثالث تطرقنا إلى عملية رفع رأس المال بما فيها:

- تعريف رأس المال و عملية رفعه و المخاطر الناجمة عنها.

أما الفصل الثاني "إدارة الهندسة المالية لمخاطر رفع رأس المال" فتم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى الهندسة المالية بما فيها المفهوم والأسس التي تقوم عليها بالإضافة إلى دور و أهمية منتجات الهندسة المالية.

كما تناولنا في المبحث الثاني منتجات الهندسة المالية لإدارة مخاطر الأغراق في المؤسسة الاقتصادية وما تضمنه هذا المبحث من مختلف التقنيات و الوسائل لمواجهة و تخطي مخاطر رفع رأس المال. بالإضافة إلى الفصل الثالث "واقع استخدام الهندسة المالية يف إدارة مخاطر رفع رأس المال في شركة رونو " لقد قمنا بتقسيم هذا الفصل الى مبحثين ، تناولنا في المبحث الأول تقديم الشركة أما في المبحث الثاني فتطرقنا إلى واقع استخدام مختلف تقنيات الهندسة المالية من طرف شركة رونو في إدارة مخاطر رفع رأس المال.

9- صعوبات الدراسة:

ككل الأبحاث والدراسات واجهتنا العديد من الصعوبات المتعلقة أساسا بقلة مصادر المعلومات خاصة المراجع المتخصصة في مجال منتجات الهندسة المالية المتعلقة بالمؤسسة خلافا عن تلك المتعلقة بالسوق.

الفصل الأول:
الإدارة المالية و مصادر التمويل
في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

تعتبر الإدارة المالية نشاط ذهني يختص بعملية تحصيل الأموال واستخدامها، وهي تحتوي على عدة مهام مكملة لبعضها البعض، يتعين عليها أن تؤدي في النهاية إلى تحقيق الأهداف المرجوة، وهي بهذا الفهم تختلف عن الإدارة المالية كقسم أو وحدة إدارية مناط بها تولي المهام الإدارية المتعلقة بالنشاط المالي.

فالإدارة المالية تتطوي مهامها على تحديد الأهداف والتخطيط والتنظيم والرقابة على وجه التحديد المهام المرتبطة بكيفية الحصول على الأموال وحسن استخدامها بما يخدم تحقيق أهداف الشركات.

المبحث الأول: الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية

تعتبر الإدارة المالية من أهم الوظائف داخل المؤسسة الاقتصادية، إذ تقوم بعدة مهام تخص التمويل و كيفية استخدامه.

المطلب الأول: تعريف ووظائف الإدارة المالية

1-التعريف:

الإدارة المالية هي وظيفة مالية تقوم بها إحدى وحدات المنشأة أو أقسامها، وتركز جل اهتمامها على حركة الأموال وكيفية تنظيمها، ويشمل ذلك كافة التدفقات النقدية الداخلية والخارجية الضرورية لغايات تحقيق أهداف المؤسسة ، و للوفاء بالالتزامات المالية خلال فترة زمنية معينة وذلك لتفادي مواجهة العسر المال خلال حياة المشروع.(1)

كما عرفها Dougall Guthman على أنها الفعالية المتعلقة بتخطيط وتجهيز الأموال ورقابتها وإدارتها في المؤسسة.

وعرف Johnson الإدارة المالية على أنها تلك الإدارة التي تلعب دور مهم التخطيط المالي وإدارة الموجودات ومواجهة المشاكل الاستثنائية لضمان استمرار بقاء المنظمة.

أما weston à Brigham فقد صوراً الإدارة المالية على أنها الإدارة التي تتكون من ثلاث أجزاء رئيسية من وظائف المدير المالي هي التخطيط والرقابة وإدارة رأس المال فضلاً على معالجة المشاكل المالية المنفردة.

ويرى van Horné أن الإدارة المالية هي تلك الإدارة المسؤولة عن اتخاذ القرارات الأساسية والتمثلة في قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار التوزيع(2).

2-وظائف الإدارة المالية:

على اعتبار الإدارة المالية كجزء من إدارة المنشأة تتولى مسؤولية إدارة أمورها المالية بالتنسيق مع الوظائف الأخرى داخل المنشأة، وأهم ما تتولاه الإدارة المالية هو التخطيط لتوفير الأموال بالكميات الكافية في الوقت المناسب وبأقل تكلفة بغرض تنفيذ الاستثمارات القادرة على تحقيق العائد المستهدف، بالإضافة إلى تولي والرقابة على استخدامات الأموال ومصادرها، وفي ضوء كل ما سبق نستطيع أن نحدد وظائف الإدارة المالية على النحو التالي:

(1)-مفهوم الإدارة المالية بواسطة إيمان الحيارى <https://mawdoo3.com> 2019/03/23

(2)-شبكة جامعة بابل نظام التعليم الالكتروني، مهدي عطية موحى الجبوري www.uababylon.edu.ig

أ- التخطيط المالي: ويعرف بأنه دراسة المستقبل والتوقع له، واتخاذ الإجراءات والخطوات لمعالجة المستجدات المحتملة بما يخدم أهداف المنشأة، حيث تتضمن هذه الوظيفة قيام الإدارة المالية بالتعرف على الاحتياجات المالية للمنشأة سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، ويساعد التخطيط المالي للمستقبل على تقدير صرف الأموال مثل تقدير المبيعات والمصاريف التشغيلية والمدفوعات الرأسمالية من هنا يتضح لنا أن الإدارة المالية تقوم بعملية التخطيط المالي بالتنسيق مع الإدارات الأخرى للمنشأة ونظراً لاعتماد الخطة المالية على التنبؤات لابد أن تتسم بدرجة مقبولة من المرونة.

ب- التمويل: تشمل هذه الوظيفة المساهمة في اتخاذ جميع قرارات التمويل، حيث تتولى تقييم أثر استخدام مختلف مصادر وأنواع التمويل على قيمة المنشأة وأرباحها، فبعد أن تكون الإدارة المالية قد حددت احتياجاتها من الأموال تبدأ في البحث عند مصادر التمويل المناسبة لمواجهة هذه الاحتياجات، وعندما تحدد الإدارة المالية المصدر الذي ستلجأ إليه لتمويل احتياجاتها، عليها أن تراعي الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام، كما ينبغي أن تراعي تكلفة التمويل وتوقيت الحصول عليه والتركيب المناسبة لجانب الخصوم وحقوق الملكية بالميزانية، كل ذلك في إطار هدفها العام وهو تعظيم القيمة الحالية للشركة.

ج- الاستثمار: ويقصد بالاستثمار توظيف واستخدام الموجودات المتاحة في المؤسسة، أي إدارة الأصول، وهو التأكد من أن الموارد المالية المتاحة قد وجهت لأفضل استخدام مالي واقتصادي داخل الشركة الذي يتحقق منه أكبر العوائد والمنافع الممكنة، إذ أن كل أصل من الأصول الثابتة والمتداولة يمثل استثمار للأموال التي حصلت عليها المؤسسة، إما من الدائنين أو من الملاك، في حين يتوجب على المنشأة أن تسترجع استثماراتها بين وقت وآخر ويبقى جزء من السيولة لديها، لأن النقدية العاطلة وحسابات الدعم البطيئة والزيادة غير المبررة في المخزون السلعي أو في الأصول الثابتة من الأمور التي تعبر عن سوء الاستخدام المالي والاقتصادي للموارد المتاحة للشركة.

د- الرقابة والتنظيم المالي: وهي أحد وظائف الإدارة المالية التي تلزم لتنفيذ التخطيط المالي، حيث يتطلب وضع الخطط المالية وجود نظام جيد للرقابة على تنفيذها، بحيث يمكن للإدارة المالية مقارنة الأداء الفعلي مع المخطط وتحديد الانحرافات واتجاهها (موجبة أو سالبة) وأسباب حدوثها ثم إيجاد سبل العلاج الملائمة لها، وتتطلب عملية الرقابة درجة من المرونة تمكنها من التكيف للتغيرات التي قد تحصل في الخطط أو في الأداء بالإضافة إلى نظام اتصال كفؤ يعتمد أسلوب التغذية العكسية في مد المستويات الإدارية المختلفة بالمعلومات وتتم عملية الرقابة من خلال:

- تحديد المقاييس والمعايير الموضوعية للمقارنة.
 - مقارنة الأداء الفعلي بالمقاييس والمعايير الموضوعية.
 - تحديد الانحرافات والمسؤولية عنها.
 - تصحيح الانحرافات ومتابعة مدى فاعلية ذلك.
- كما يمثل التنظيم المالي تحديد الأنشطة التي تقوم بها الشركة لبلوغ أهدافها بكفاءة ثم توزيع وتجميع هذه الأنشطة للأفراد والعاملين، وفق أسس معينة، تمثل التخصص الوظيفي في العمل وبالتالي توضيح الصلاحيات والمسؤوليات من حق شرعي في اتخاذ القرارات، توجيه الأوامر والتعليمات، ودرجة المركزية واللامركزية المطلوبة في العمل.

3-القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية:

تتمثل القرارات المالية في المؤسسة في نوعين من القرارات وهي كالتالي:

3-1-القرارات الإستراتيجية: يعد القرار الاستراتيجي على العموم عملية مفاضلة دقيقة بين بديلين أو

أكثر حيث تتمتع هذه البدائل بقيمة واحدة أو متشابهة وينقسم هذا الصنف من القرارات إلى:

أ-**القرار التمويلي:** قرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة ودرجة الرفع المالي واختيار النسبة المعينة لكل نوع من مصادر التمويل ، وينعكس أثر هذا القرار على الربحية من خلال ترتيب مصادر الأموال (من ديون وحقوق المالكين)، بشكل يمكن الشركة من الحصول على أكبر عائد ممكن.

ب-**القرار الاستثماري:** قرار الاستثمار هو القرار المتعلق بكيفية استخدام الشركة للموارد المتاحة لها

لاقتناء مختلف الموجودات، وينصب الاهتمام على عملية اختيار الموجودات وكيفية الإنفاق على هذه الموجودات مقابل عوائد الاستثمار المتوقعة في المستقبل مع المبالغ المنفقة على تلك الموجودات، وكذلك الإنفاق على الموجودات الحالية من حيث تحسينها وتوسيعها وكذلك شراء موجودات جديدة، وكذلك المفاضلة بين الربحية والسيولة.

ج-**قرار توزيع الأرباح:** تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو

احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة وكذلك طريقة توزيع الأرباح، إما أن تكون أرباح مستقرة أو نسب ثابتة أو توزيع لأسهم مجانية...إلخ، وعلى العموم يتعلق هذا القرار بتحديد متى يتم تدوير الأرباح واحتجازها ومتى يتم توزيع الأرباح، وهل توزع الأرباح بشكل نقدي أم على شكل أسهم مجانية.

3-2-القرارات التكتيكية:

بالإضافة إلى القرارات الإستراتيجية يوجد هناك نوع آخر من القرارات يتم اتخاذها من طرف الشركات عند زيادة الحجم، التوسيع في النشاط، واكتساب الأسواق وزيادة القدرة على المنافسة وتحقيق الأرباح لجذب العدد الأكبر من المستثمرين وتسمى هذه القرارات بالقرارات التكتيكية ومن بين القرارات التكتيكية نذكر ما يلي:

- أ-**الاندماج:** الاندماج بصفة عامة هو اتحاد لمصالح بين شركتين أو أكثر ينتج عنه ظهور كيان جديد أو قيام أحد الشركات، يمكن أن يكون هذا الاندماج بطريقتين مختلفتين:
- الاندماج بطريقة الضم بحل الشركة ونقل أموالها إلى شركة أخرى قائمة.
 - الاندماج بطريقة المزج وهو حل شريكتين قائمتين أو أكثر وتأسيس شركة جديدة تنتقل حقوق والتزامات كل من الشركات المنحلة إليها.

هناك ثلاث أنواع من الاندماج، الاندماج الأفقي وهو اندماج يحدث بين مؤسستين تعملان في نفس النشاط الاقتصادي كتحقيق اقتصاديات الحجم وهناك الاندماج الرأسي وهو اندماج يحدث بين شركات تعمل في أنشطة اقتصادية مكملة لتحقيق اقتصاديات التقنية الحديثة، لتجنب تكلفة معينة مثل تكلفة النقل أو تكلفة التعاقد، وهناك الاندماج المتنوع وهو اندماج يتم بين شركات لها أنشطة اقتصادية مختلفة.

- ب-**الاستحواذ:** يعني استحواذ الشركات السيطرة المالية والإدارية لأحد الشركات على نشاط شركة أخرى، وذلك عن طريق شراء كل أو نسبة من الأسهم العادية التي لها حق التصويت من الجمعية العامة للشركة المستحوذ عليها سواء تم شراء الأسهم بالاتفاق مع الإدارة الحالية أو بدون اتفاق، لأن المهم أن تسمح النسبة المشتراة للشركة المستحوذة بالهيمنة على مجلس إدارة الشركة المستحوذ عليها.

المطلب الثاني: تطور فكر الإدارة المالية

يمكننا التمييز تاريخيا بين ثلاث مراحل لتطور الوظيفة المالية للمنشأة يمكن التطرق إليها كما يلي:

- المرحلة الأولى:** وقد كانت البدايات الأولى لتطور وظيفة الإدارة المالية، حيث اقتصر نطاق الوظيفة على الأعمال الأكثر حدوثا في حياة المدير المالي، مثل مسك الدفاتر وقبض الأموال ودفعها والمحافظة عليها، ولم تقترب من مستوي المشاركة في اتخاذ القرار.
- المرحلة الثانية:** وهي المرحلة التي اتسع خلالها مجال الوظيفة المالية، حيث أصبح دورها غير مقتصر على الأعمال الروتينية بل أصبح يضم العمليات المتعلقة بالحصول على الأموال اللازمة للشركة وإدارة

العملية التفاوضية مع مصادر التمويل، ورغم اتساع نطاق وظيفة الإدارة المالية في هذه المرحلة إلا أن دورها لم يرتق إلى مستوى مسؤولية اتخاذ القرار، وإنما بقي دورها استشارياً مقتصر على المسائل المتعلقة بالحصول على الأموال لتمويل قرارات الاتفاق المتخذة في مكان آخر داخل الشركة.

-المرحلة الثالثة: ويطلق عليها المدخل الجديد للإدارة المالية، وقد تميز باتساع نطاق الوظيفة المالية وانتقالها من الدور الاستشاري إلى دور المشاركة في اتخاذ القرارات داخل المنشأة، كما اتسع نطاق عملها وأصبح يشمل تدبير الحصول على الأموال وتحديد الاستخدام الأفضل لها في ضوء المقارنة على أسس اقتصادية بين فرص الاستخدام المتاحة وتكلفة التمويل، أي أن الدور الجديد أصبح يشمل الاهتمام بما يلي:

-نوعية وكمية الأصول بالمنشأة وكيفية توزيعها بين مختلف الاستخدامات.

-حجم الاستثمار الكلي في المشروع.

-مصادر التمويل المناسبة.

المطلب الثالث: أهداف الإدارة المالية ومبادئها

1-أهداف الإدارة المالية:

ينبغي أن يعكس هدف المؤسسة الأهداف الشخصية للأطراف المعنية بنشاطه مهما تعددوا وعندما يتعلق الأمر بالمؤسسة للأعمال فإن الأطراف الأساسية المعنية بنشاطها هم الملاك، الإدارة العاملين والمجتمع، ومن تم ينبغي أن تسعى الإدارة المالية إلى خدمة أهداف تلك الأطراف، وعلى ضوء تلك الأهداف يتبلور هدف الشركة، الذي ينبغي أن تسعى الإدارة إلى تحقيقه.

1-1-وجهة نظر الملاك:

من الضروري أن يتحقق نشاط الوظيفة المالية كباقي الوظائف أهداف الملاك، بوصفهم أصحاب المصلحة الرئيسية في بقاء المنشأة واستمرارها، ولكي يتحقق ذلك يجب أن يعكس هذه الإدارة المالية الأهداف التي يطمح الملاك إلى تحقيقها.

باعتبار أن هدف الإدارة المالية هو بمثابة المعيار الذي على أساسه تتخذ القرارات المالية التي يمتد أثرها في النهاية إلى مصالح الملاك⁽¹⁾.

(1)-منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، سنة 2007، ص 08.

ويرتبط مفهوم الربح ارتباطا وثيقا بالمالك ويحتل مكانا بارزا في تقييم أداء الإدارة من وجهة نظر الملاك، بالإضافة إلى توقيت التدفقات النقدية أي ما يطلق عليه القيمة الزمنية للنقود في ظل عدم التأكد بشأن تلك التدفقات المستقبلية أي ما يعرف بالمخاطر.

1-2- من وجهة نظر الإدارة:

يمكن النظر إلى الإدارة على أنها وكالة عن الملاك لدى فمن المتوقع أن يقوم الوكيل برعاية مصالح موكله، وذلك بأن يسعى إلى تحقيق الهدف الذي يصبون إليه وهو تعظيم ثروتهم. رغم ذلك فقد أثبتت الدراسات أنه بسبب انفصال الإدارة عن الملكية، قد لا تركز إدارة الشركة كل جهودها لتحقيق هدف الملاك فأعضاء الإدارة يسعون أيضا إلى تعظيم ثروتهم الخاصة. فقد تسعى الإدارة إلى تحقيق مصالحها الخاصة من خلال العمل على تعظيم ثروتهم من خلال الحصول على أكبر حوافز ومكافآت ممكنة والبقاء في الوظيفة الإدارية، أطول فترة ممكنة، وهذا ما يدفعها إلى اتخاذ قرارات استثمارية ورفض قرارات أخرى رغم أن الأولى قد تضيف القليل إلى ثروة الملاك مقارنة بالثانية⁽¹⁾.

أضف إلى ذلك أن إدارة الشركة تشعر بالمسؤولية ليس فقط اتجاه الملاك بل وأيضا اتجاه العاملين واتجاه المجتمع وهو ما يتناقض في بعض الأحيان مع مصالح الملاك. ولكي يتحقق الملاك من أن الإدارة (الوكيل) تعمل لخدمة مصالحهم فإن عليهم أن يتكبدوا في سبيل ذلك بعض التكاليف التي يطلق عليها تكلفة الوكالة لملاحظة ومراقبة تصرفات الوكيل وقد يلجأ الملاك إلى اعتماد الحوافز المالية لإثارة الدافعية لدى أعضاء الإدارة رغم أن هذا الأسلوب لا يترتب عليه إلا المطالبة بالمزيد من الحوافز على المدى القصير دون الطويل وكلها أمور تؤثر على ثروة الملاك. كما أن لسوق العمل دور مهم في إقناع الإدارة بالعمل على تحقيق أهداف الملاك، فتقدم أعضاء الإدارة في الشركة إلى الأمام هو بمثابة خدمة لمصالحهم الشخصية، فتوافر المعلومات عن الأداء المتميز لهؤلاء الأعضاء يزيد من التنافس لجذبهم من الشركات الأخرى للعمل فيها وهو ما يؤدي إلى تعظيم ثروتهم بالإضافة إلى أن التهديد بالسيطرة عليها من قبل شركة أخرى في حالة فشل الإدارة وتدني القيمة السوقية للشركة، يمثل حافز كبير من أجل قيام الإدارة بمسؤولياتها وبذل جهودها لتحقيق أهداف الملاك⁽²⁾.

(1)-منير إبراهيم هندي ، المرجع السابق ص 09.

(2)-عاطف وليم اندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2007، ص 36.

1-3- أهداف الأطراف المعنية الأخرى:

إلى جانب الملاك والإدارة هناك أطراف أخرى لها مصالح ذاتية في الشركة ومن أبرزها الدائنون والعاملون والمجتمع.

-الدائنون:

وفقا لفكرة العقد أي النظر إلى الشركة على أنها مجموعة من العقود ينبغي التفرقة بين ملاك الشركة وملاك رأس المال، فملاكها هم حملة الأسهم العادية، ملاك رأس المال فهم حملة تلك الأسهم بالإضافة إلى المقرضين، كما هو الحال بالنسبة للعلاقة بين الملاك والإدارة، فإن هناك فرصة للتعارض بين مصالح الملاك ومصالح الدائنين وان الإدارة قد تتصرف بالشكل الذي يخدم مصالح الملاك، هذا قد يكون صحيح، غير أن الصحيح أيضا هو أن الدائنين قد يمكنهم توفير الحماية لأنفسهم، وإن كان ذلك ليس بالمجان، إذ أن له تكلفة يطلق عليها تكلفة الوكالة للاقتراض⁽¹⁾.

يلجأ الدائنون إلى التعاقد بنص يتضمن ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة الشركة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم مثل قرارات شراء الأصول، قرارات توزيع الأرباح، قرارات رفع أجور المديرين...إلخ.

ولكي يتأكد المقرضين من أن إدارة الشركة لم تخل بشروط التعاقد فإنه يصبح لزاما عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل الشركة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، وهو ما يكبدهم بعض التكاليف التي يطلق عليها تكلفة الوكالة للاقتراض.

-العاملين:

يمثل العاملون بالشركة أحد أهم الأطراف ، إذ من خلال العاملين يتم تنفيذ عمليات المشروع بما يسهم بنجاحه ومن خلاله أيضا يمكن أن يفشل المشروع⁽²⁾.

فإذا كان الملاك يقدمون رأس المال ويحصلون على عائد، فإن العمال يقدمون العمل ويحصلون على أجر، ومن المتوقع أن يتمثل هدف العاملين في تعظيم ثروتهم أي تعظيم دخولهم في مقابل الجهد الذي يبذلونه، وترتبط فكرة تعظيم ثروة العاملين بمفهوم أمان الوظيفة، إذ من المتوقع أن تزداد تلك الثروة مع انخفاض احتمالات الفصل من الخدمة، أو ترك العمل بسبب المرض أو الإصابة، فحماية العمال تعني فرصة أكبر للبقاء والاستمرار في العمل بكفاءة عالية.

(1)-منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية ، المرجع السابق ص 10.

(2)-عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، المرجع السابق، ص 43.

فالمراد المتاحة لا ينبغي أن تخصص بالكامل لاقتراحات استثمارية تهدف فقط إلى تعظيم مباشر لثروة الملاك، بل ينبغي أن يخصص جزء منها إلى مجالات تسهم في تعظيم ثروة العاملين، كرفع مستوى الأجور والاستثمار في برامج الأمن الصناعي.

-المسؤولية اتجاه المجتمع:

تعتبر مسؤولية الإدارة اتجاه المجتمع من الميزة للجدل فهناك من يعتقد أن مسؤولية الإدارة ينبغي أن تمتد لتحقيق الرفاهية للمجتمع، وهو ما يقتضي اقتطاع جزء من أرباح الشركة أو الشركة وتخصيصها إلى مشروعات خدمة البيئة.

وهناك من يعتقد أن هذا الأجزاء من شأنه أن يلحق الضرر بالملاك وسوء استغلال الموارد المتاحة، فبتوجيه هذه الموارد إلى مجالات الاستثمار الواعدة دون أن تلقي الشركة بالآ بالمسؤولية الاجتماعية، وبفضل الأرباح الإضافية التي تتحقق من وراء تلك الاستثمارات سوف تزداد الحويلة الضريبية التي يمكن أن تستخدم في تمويل الاتفاق على مشروعات خدمة البيئة، وهو ما ينعكس على رفاهية المجتمع.

1-4-هدف المدير المالي:

تعتبر الإدارة المالية وظيفة مهمة في المؤسسة يقوم على إدارتها المدير المالي الذي يعتبر من كبار الإداريين في المؤسسة، فهو يشارك في اتخاذ القرارات المالية ويسعى دائما إلى تحقيق الأهداف المرجوة للمؤسسة.

*المدير المالي يعتبر الشخص الذي يستطيع القيام بالأعمال وإنجاز المهام وهو المخطط والمراقب وله السلطة في اتخاذ القرارات⁽¹⁾.

*فالمدير المالي هو الذي يتخذ القرارات المالية المهمة وهو الذي يقوم بالتخطيط المالي وتنمية المعايير الرقابية للوقوف على حقيقة المركز المالي وربحية المؤسسة، كما يقوم بإعداد ومصادر التمويل المحتملة وإدارة التدفقات النقدية⁽²⁾.

يقوم كل من المراقب المالي والمدير المالي برفع التقارير إلى رئيس التمويل ويقع على المدير المالي مسؤولية إدارة التدفقات النقدية واتخاذ قرارات الإنفاق الاستثماري أو الرأسمالي، ووضع الخطط المالية، ويتولى المراقب المالي مسؤولية الوظيفة المحاسبية، والتي تتضمن الضرائب ومحاسبة التكاليف والمحاسبة المالية وأنشطة المعلومات⁽³⁾.

(1)-منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، المكتب الحديث، الإسكندرية، طبعة 05، 2003، ص 30.

(2)-محمد رفيق الطيب، مدخل التسيير وأساسيات ووظائف التقنيات، ديوان المطبوعات الجامعية، 2005-2006، ص

(3)-طارق مصطفى الشهاوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرار الجماعي، الإسكندرية، سنة

*يتمتع المدير المالي بمسؤولية الإشراف على الشؤون المالية للمؤسسة وله عدة وظائف من بينها:

- تحليل هيكل أصول المشروع.
- تحديد وتشكيل الهيكل المالي⁽¹⁾.
- ومن بين سلطات وصلاحيات المدير المالي:
- تقييم البدائل المختلفة للاستثمارات لاختيار أفضله.
- تقدير الأموال المطلوبة للاستثمار .
- إنشاء العلاقات مع المصارف المختلفة وتطويرها.
- تنسيق العلاقات مع المصارف المختلفة وتطويرها.
- تنسيق العلاقة مع الأسواق المالية ومتعهدي الإدارة.
- المفاضلة بين مصادر التمويل الطويلة والقصيرة الأجل.
- تحديد تكلفة كل مصدر تمويل.
- تحديد الهيكل المالي الأمثل من وجهة نظر المؤسسة.
- اتخاذ الإجراءات المناسبة لإصدار الأسهم أو السندات.
- إدارة رأس المال العامل من خلال رسم سياسات استثمار في الأصول المتداولة وسياسات تمويلها.
- الإشراف على تنفيذ السياسة المالية المعتمدة في كافة نشاط الشركة ومراقبتها.
- مواجهة المشكلات الخاصة بالاندماج مع مؤسسة أخرى أو التصفية أو إعادة التنظيم.

2-مبادئ الإدارة المالية:

-ضرورة الموازنة بين المخاطر والعائد:

إن البدائل الاستثمارية تصاحبها مستويات مختلفة من المخاطرة والعوائد المحتملة فقد يختار البعض من المستثمرين توجيه أموالهم إلى مجالات استثمار تتسم بارتفاع درجة المخاطرة لأن هذه النوعية من الاستثمارات تصاحبها مستويات من العائد المتوقع بالمرتفع، والعكس بالنسبة للاستثمارات الأقل مخاطرة.

-العبرة بالتدفقات النقدية وليس بالأرباح المحاسبية:

التدفق النقدي هو الذي يعكس بصدق توقيف الحصول على عائد أو دفع تكلفة، لهذا فعند قياس الثروة أو القيمة فإن العبرة تكمن في التدفقات النقدية وليس في الأرباح المحاسبية، إن المدير المالي المحترف يهتم بتوقيف الحصول على الأموال وتوقيف استثمارها، وتوقيت الحصول على عوائدها.

(1)-يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، سنة 2012، ص 292.

- الاعتراف بالقيمة الزمنية للنقود:

إن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة فالنقد الذي يمكن الحصول عليه الآن، على قيمة من تعيين النقد الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، ونظرا لأنه يمكن تحقيق عائدا على النقود التي يتم الحصول عليها اليوم، فالقاعدة انه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكرا كلما كان ذلك ممكنا، وهذا لتقييم المنافع والتكاليف الخاصة بالمقترحات الاستثمارية.

- توقف قيمة القرارات المالية على ناتج التدفقات النقدية الإضافية المصاحبة لها:

التدفقات النقدية الإضافية هي الفرق بين التدفقات النقدية في حالة إقامة المشروع وتلك التي في حالة عدم إقامته وهذه الإضافة يجب أن لا تقتصر على الآثار النقدية فقط بل يجب أن يستند الحكم على كافة القرارات إلى النتائج الإضافية التي يمكن أن تترتب عليه.

- يجب الأخذ في الحسبان التأثيرات الضريبية للحكم على كفاءة القرارات المالية:

هذا يعني أن التدفقات النقدية التي يجب أخذها في الحسبان هي تلك التي يمكن تحقيقها بعد خصم الضرائب، فالضرائب تستخدم لتوجيه الاستثمارات إلى مجالات دون آخرين لهذا تستمد التأثيرات الضريبية أهميتها من تأثيرها على التدفقات النقدية ومن تم معدلات العائد والربحية.

- أهمية السلوك الأخلاقي:

إن كل فرد أو مؤسسة تمتلك مجموعة من القيم والأعراف أو المعتقدات التي تكون الأساس في رؤيتها وحكمها على الأشياء أو التصرفات، لكن ما الذي يعتبر صحيحا وما الذي يعتبر خاطئا؟. تبدو الصعوبة في بعض المواقف والتصرفات التي يسلكها المدراء الماليون في المؤسسات ويثور الجدل بشأن سلامتها من المنظور الأخلاقي وتمكن خطورة هذه السلوكيات في:

- الأخطاء الأخلاقية التي قد تعود إلى ضياع المستقبل المهني للمدير المالي بالإضافة إلى الفرص المستقبلية للمؤسسة، حيث يؤدي ذلك إلى ضعف المصداقية وضياع فرص النجاح.
- فقدان ثقة الرأي العام نتيجة تجاوز المعايير الأخلاقية⁽¹⁾.

(1)- جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله الحلق، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار، دار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2006، ص ص 40-50.

المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.

تعتبر مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، يرجع هذا التعقيد إلى تنوع مصادر التمويل و اختلافها سواء من حيث التكلفة المصدر أو الاستحقاق.

المطلب الأول: تمويل المؤسسة الاقتصادية.

من أجل القيام بنشاطها واستثماراتها يتحتم على المؤسسة توفير الأموال اللازمة التي تمكنها من توفير مستلزمات النشاط الضرورية، ولأجل ضمان ذلك تقوم بمجموعة من العمليات والأنشطة التي توفر بها الأموال المناسبة، وذلك من خلال إتباع طرق وأساليب مختلفة، هذه الأمور تندرج ضمن عملية التمويل.

1- مفهوم التمويل:

لقد تباينت الآراء بين الاقتصاديين الذين تناولوا بالدراسة مفهوم التمويل ولم يتفقوا حول تعريف واحد له وإنما تفاوتت المفاهيم بين وصف لأعمال المدير المالي إلى تركيز الاهتمام بالجانب النقدي لإدارة الأموال، إلى الاهتمام بكيفية الحصول على الأموال واستخدامها في تنفيذ مختلف الاستراتيجيات التي تتبناها المؤسسات.

حيث يعني التمويل البحث عن إمكانيات الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة ومن هنا فهو ينطوي على مشكلتين أساسيتين: الأولى تتعلق بالحجم المحدود للموارد، أما الثانية فتتعلق بكيفية تسيير هذه الموارد، كما يمكن اعتبار التمويل مختلف العمليات التي تمكن من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطها سواء كان من مصادر داخلية عن طريق التمويل الذاتي أو مصادر خارجية عن طريق الاقتراض.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص الخصائص التالية:

- التمويل خاص بالمبالغ النقدية وليس السلع والخدمات.
- يكون التمويل بالمبالغ المطلوبة فقط.
- الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع الخاصة والعامة.
- يقدم التمويل في الوقت المناسب أي في أوقات الحاجة إليه.

جدول رقم 1: أهم الأبعاد الرئيسية لوظيفة التمويل

الإدارة المالية	الاستثمار للمستثمرين	المؤسسات المالية
داخل منظمة الأعمال _ الاحتفاظ بالأرصدة النقدية ومنح الإئتمان _ الاستثمار في الأصول الجديدة _ إحلال وتجديد الأصول القديمة اصدار الأسهم والسندات	من الأفراد ومديري الاستثمار _ تقييم الأسهم العادية _ اختيار الأسهم والسندات المناسبة _ تحليل السندات مثل سندات الحكومة.	البنوك والمؤسسات الأخرى _ إدارة الأرصدة النقدية _ تحديد ملائمة رأس المال _ التعامل مع القوانين والإجراءات الحكومية _ تحديد أسعار الفائدة على القروض

المصدر: أسامة عبد الخالق الأنصاري الإدارة المالية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، ص 13.

2- أهمية التمويل:

إن الغرض من الحصول على التمويل هو سد الاحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل والتي تخص دورة الاستغلال أو احتياجات طويلة الأجل والتي تخص دورة الاستثمار وتكمن أهمية التمويل لهاتين الدورتين فيما يلي:

- الحاجة للتمويل قصير الأجل:

تلجأ عادة المؤسسات إلى التمويل القصير الأجل لتمويل العجز في رأس مال العامل عن نمو النشاط الداخلي للمؤسسة، فأتداء دورة نشاطها عليها أن تغطي مخزوناتا ومديونيتها.

يعتبر الائتمان التجاري والائتمان المصرفي من المصادر الرئيسية لهذا النوع من التمويل وتلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دورا هاما في استمرارية النشاط وتوسيعه حيث تعتبر هذه الأخيرة المحرك الأساسي للعمليات الجارية عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتداولة ولهذا فإن هذا النوع من التمويل يعتمد على طبيعة عمل وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة، والمؤسسات تلجأ إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية:

- ضعف نسبة المخاطرة وهو أمر يهم الدائنين أي أن قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المؤسسة وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها.

- قد يكون الحصول على التمويل قصير الأجل أقل تكلفة من الحصول على التمويل المتوسط أو الطويل الأجل لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة.

- الحاجة للأموال، لهذا بعض المؤسسات الموسمية تلجأ هذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص في السيولة وتمويل احتياجاتها الموسمية.

- بعض حالات التمويل قصيرة الأجل تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل المؤسسات أي تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل على أن يتم التسديد لمدة معينة، فإن لم يتم التسديد في المدة المتفق عليها فإن ذلك يعني عدم تحميل المؤسسة أي تكلفة نتيجة لحصولها على هذا الائتمان.

- الحاجة إلى التمويل طويل الأجل:

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل لتغطية النشاطات الاستثمارية التي تقوم بها لفترة طويلة، وهذا لغرض الحصول إما على وسائل الإنتاج والمعدات وإما على عقارات مثل الأراضي، المباني الصناعية والتجارية والإدارية، ونجد المؤسسة تسعى للتمويل طويل الأجل بغرض تحقيق ما يلي:

- تمويل شراء الأصول الدائمة ذات العمر الطويل.

- تمويل الجزء الدائم من رأس المال العامل على أن يتم تمويل الجزء الآخر بخليط من السحب على المكشوف والتمويل قصير الأجل.

- تمويل ما يتم الاضطلاع به من استثمارات رأسمالية، وكذا لتوسعات طويلة الأمد للمؤسسة وحتى تحقق المؤسسة الفعالية في اختيار واستخدام هذه الأموال في تخطي احتياجاتها لا بد من وجود دراسة مسبقة لمختلف مصادر التمويل خاصة المستحدثة منها.

- البحث عن مصادر التمويل ويقتضي البحث عن مصادر التمويل والاختيار بينها والتقرير حول المزيج الأفضل لهيكل التمويل، التعرف على:

✓ الحجم المناسب من التمويل لوضع المنشأة.

✓ أثر التمويل عن طريق الاقتراض على ربحية المنشأة وتعظيم القيمة المالية لها.

✓ المزيج المناسب من التمويل طويل الأجل وقصير الأجل مع تركيبة الموجودات في المنشأة وحقوق المالكين.

تعتبر الأسواق المالية المصدر الرئيسي للتمويل لما تقوم به من شراء وبيع المطلوبات المالية سواء كان ذلك في السوق النقدي التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية ذات السيولة العالية أو السوق الرأسمالي التي يتم فيها تداول الأوراق طويلة الأجل كالأسهم والسندات.

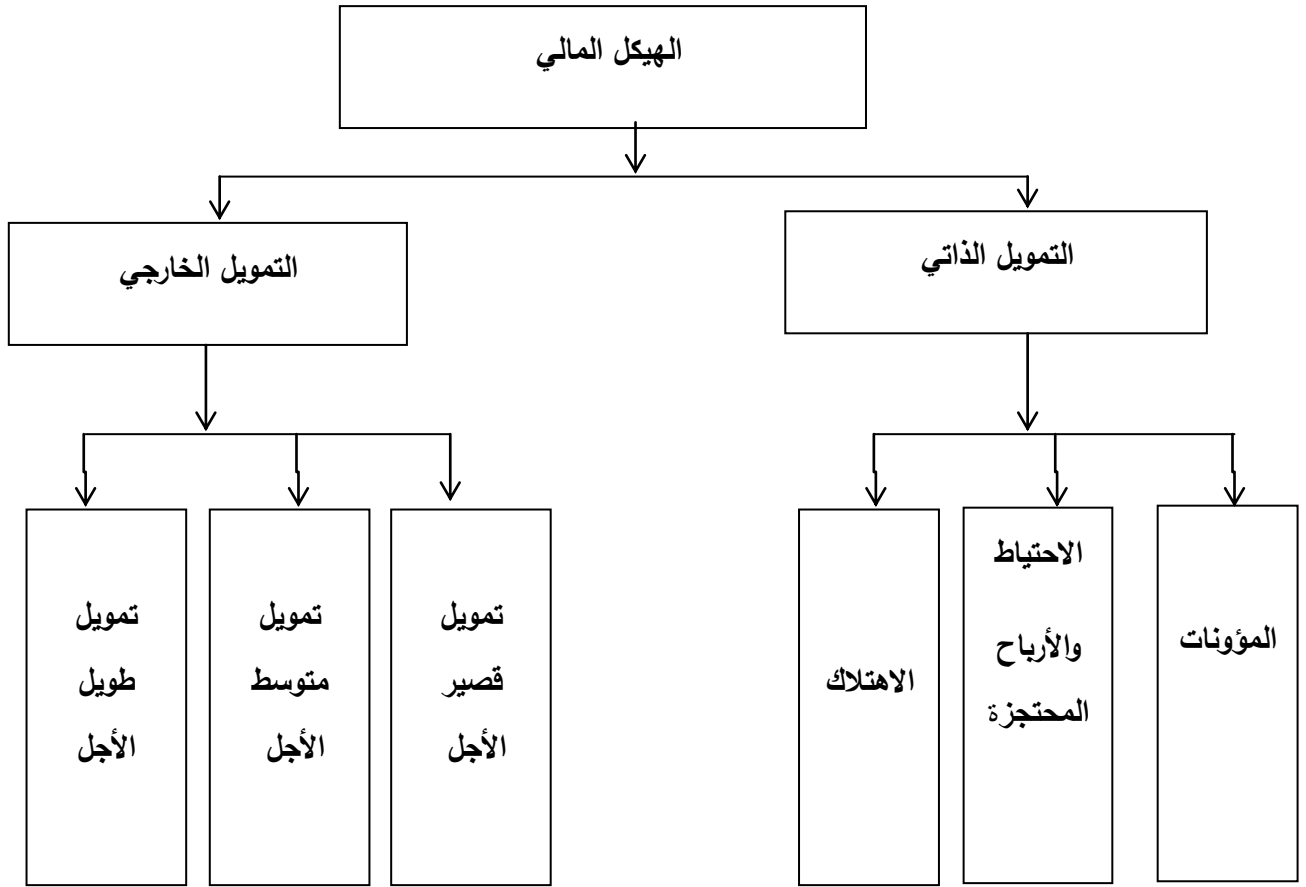
قد تكون مصادر التمويل داخلية كالأرباح المحتجزة والاهتلاكات التنازل عن الأصول، أو تكون خارجية كالاقتراض وإصدار السندات والحصول على تسهيلات تجارية. وعادة ما يتم تقسيم هذه المصادر من حيث الملكية إلى مصادر من مالكي الشركة كزيادة رأس المال وحجز الأرباح لإعادة استثمارها، أو مصادر من المقرضين مثل الاستلاف من البنوك وتسهيلات من موردي الآلات والمعدات والموارد. إن اختيار أي من هذه المصادر يتوقف على تكلفة كل منها والعائد على الاستثمار المتوقع منها ومواعيد سدادها والشروط التي تفرضها على الشركة إلى جانب ملاءمة مصدر التمويل للاستخدامات التي سيتم تمويلها والفترة الزمنية التي يحتاج فيها الأموال.

ويتوقف الاختيار من بين مصادر التمويل أيضا على خصائص كل مصدر من حيث موعد الاستحقاق و رد الدين ومن حيث الحق في الحصول على الدخل والأولوية فيه ومن حيث الحق في الإدارة والسيطرة على الشركة.

المطلب الثاني: أنواع مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

بالرجوع إلى ميزانية الشركة نجد أن الجانب الأسير فيها يحتل الهيكل المالي، حيث يمثل هذا الأخير إجمالي الخصوم ورأس المال، أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال ملكية وأموال افتراض أما هيكل رأس المال فيمثل التمويل الدائم للمنشأة بما يحتويه من قروض طويلة الأجل وأسهم ممتازة وحقوق المساهمين، وفي بحثنا هذا قمنا بتقسيم مصادر التمويل إلى أموال خاصة بنوعيتها الداخلية والخارجية وإلى استدانة وبما تحويه.

الشكل رقم 1: الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على المعلومات السابقة

أولاً: الأموال الخاصة

حيث تشكل مجموع العناصر التي تمثل الملكية الخاصة للمؤسسة وتتمثل في رأس المال الخاص أو أموال المساهمين والاحتياطيات ونتائج رفض التخصيص، والمؤنات غير المدفوعة بعد طرح نسبة الضريبة منها ومن خلال ما سبق ذكره فإننا قمنا بتقسيمها إلى أموال خاصة داخلية (تمويل ذاتي) وأموال خاصة خارجية متمثلة في رأس المال.

1- الأموال الخاصة الداخلية (التمويل الذاتي):

حيث أن قبل قيام الشركة بالتوجه إلى أي مصدر تمويل خارجي من الواجب عليها تحقيق أن فيما تتوفر عليه من مصادر تمويل داخلية أو كما يسمى بالتمويل الذاتي حيث يتمثل في جميع مصادر التمويل التي تتوفر للمؤسسة من داخلها، بخلاف المصادر الأخرى في استئانة ورفع رأس المال، وذلك من خلال تبني سياسة توزيع ملائمة (الأرباح المحتجزة)، الاستفادة في الترتيبات التي تسمح بها الأنظمة

الضريبة المطبقة (الاهتلاكات والمؤونات) وما هو منصوص عليه في قانون الشركات التجارية (تشكيل الاحتياطات) وينقسم التمويل الذاتي إلى ما يلي:

-الأرباح المحتجزة:

تحتل الأرباح المحتجزة الصد التراكمي لذلك يتم إدماجه كاحتياطات للشركة، وتستخدم الشركة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، تؤدي الزيادة في الأرباح المحتجزة إلى زيادة القيمة الرأسمالية للشركة ومن ثمة القيمة المتوقعة لأسهمها، وتخضع الأرباح المحتجزة مثلها مثل الأرباح الموزعة للضريبة على دخل الشركات.

رغم المزايا العديدة التي ترتبها الأرباح المحتجزة في مواجهة الأسهم العادية، إلا أن المساهمين قد يقيموا توزيعات الأرباح على الأسهم العادية بشكل أعلى من تقييم للأرباح المحتجزة في عمليات توسع مستقبلية.

ولا يصاحب الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية، الأمر الذي يعزز من ميزة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل طويل الأجل في مواجهة الأسهم حيث تنخفض تكلفتها النسبية مقارنة بالأسهم العادية⁽¹⁾.

ويرتبط مبلغ الأرباح المحتجزة في الشركة بقدرتها على توليد الأرباح وكذلك بسياسة التوزيع المتبعة لديها، حيث يمكن أن تكون سياسة التوزيع في الشركة ذات ميول إلى توزيع أكبر قدر ممكن من أجل ضمان الوفاء للمساهمين ودعم سعر السهم في السوق، أو قد نتجه إلى احتجاز أكبر قدر ممكن وذلك ضمانا لتمويل نمو الشركة في إطار الاستقرار وقلة المخاطر.

-الاهتلاكات:

يعرف الاهتلاك على أنه طريقة لتجديد الاستثمارات، حيث يتمثل في تلك الأقساط التي تقطع من قيمة الأصول الثابتة القابلة للاهلاك وتخصم من النتيجة قبل الضريبة وذلك بهدف استخدامها في تجديد هذه الأصول، وقبل نهاية العمل الإنتاجي لهذه الأصول تبقى هذه الأقساط على مستوى الشركة لكي تستخدم كمصدر من مصادر التمويل، هذا بالأخص في الشركات التي تمتاز بارتفاع قيمة أصولها الثابتة كما يمكن تعريف الاهتلاك على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية⁽²⁾.

(1) - عاطف وليم أند راوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، 2007، ص ص 378، 379.

(2) - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات"، مؤسسة شباب الجامعة، كلية التجارة، الإسكندرية، سنة 2007، ص 451.

وللا هتلاك أهمية إذ انه يساهم في المحافظة على رأس المال الخاص بالمؤسسة وذلك لأن الأصل الثابت في نهاية حجه الإنتاجي يصبح غير صالح ولهذا فإنه يجب على الشركة أن تحجز جزء من أرباحها السنوية جزء لمعالجة هذا النقص وكذلك يساهم في تجديد التكاليف وتحميلها لوحدات الإنتاج متضمنة لقسط الاهتلاك حيث أن تجاهله يؤدي إلى تقييم المنتجات بتكلفة أقل.

-المؤونات:

المؤونات أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل⁽¹⁾، وتكون في شكل مخصصات تخصص سنويا في الأرباح المحققة لتغطية الخسائر المحتملة سواء كانت في شكل زيادة في الخصوم أو تدني في قيمة الأصول، وبما أن هذه الخسائر محتملة تبقى المبالغ المتخصصة لها على مستوى الشركة لكن يتم استغلالها في تمويل مختلف نشاطاتها ومن مزايا المؤونات أنها تقتطع من الأرباح قبل فرض الضريبة وبالتالي فهي تحقق وفر ضريبي للشركة.

-الاحتياطات:

تتمثل الاحتياطات في المبالغ التي يتم اقتطاعها من الأرباح سواء كانت عملية اقتطاعها بصفة إجبارية مثل الاحتياطات القانونية أو كانت تسمح بها الأنظمة الضريبية كالاحتياطات المنظمة كما قد تكون منصوص عليها في القانون الأساسي وهي ما يسمى بالاحتياطات القانونية الأساسية، حيث تتراكم هذه المبالغ خلال السنوات التي يتم فيها تحقيق نتائج إيجابية لتصبح تشكل جزء معتبر من إجمالي رؤوس الأموال الخاصة لمستخدم في التمويل الدائم للشركة، لذلك فإن الاحتياطات مهما كان نوعها إنما هي عبارة عن أرباح صافية قابلة للتوزيع ولكنها حجزت في حساب احتياطي خاص لذلك فهي تعتر حقا من حقوق أصحاب المشروع⁽²⁾.

2-الأموال الخاصة الخارجية (رأس المال):

تلجأ الشركة إلى التمويل عند طريق الأموال الخاصة الخارجية (تشكيل رأس المال) وهذا يكون عند الإنشاء لأول مرة أو عند اللجوء إلى رفع رأس المال خلال مرحلة النشاط، وعلى الرغم أن هذه الأموال هي أموال خاصة إلا أن مصدرها خارجي، يمكن تقسيم هذه الأموال الخاصة الخارجية إلى ما يلي:

(1)-منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التمويل، طبعة رابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 71.
(2)-محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، 2008، ص 35، 36.

- الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية المدونة على قسمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الإسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية⁽¹⁾، وتعتبر الأسهم من مصادر التمويل طويلة الأجل حيث أنها ليس لها تواريخ محددة طالما كانت الشركة المصدرة لها قائمة⁽²⁾.

القيمة الحقيقية للسهم العادي هي قيمته السوقية، التي تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي يتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر، وفي حالة طرح السهم للجمهور لأول مرة، لا يوجد ما يضمن بيعه بالقيمة المحددة إلى سعر الإصدار، بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبتعه بقيمة أقل وذلك من خلال تقديم خصم للمشتري.

على الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأمين إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق السهم (stock split) الذي يعطي الحق للمستثمر في الحصول على جزء من سهم أو سهم كامل⁽³⁾.

- حقوق حملة الأسهم العادية:

يمكن تقسيم حقوق حملة الأسهم العادية إلى نوعين كالآتي:

✓ الحقوق الجماعية: (Collective Right)

وهي مجموعة الحقوق التي تملكها هيئة المساهمين كمجموعة، مثل حق انتخاب مجلس الإدارة للشركة، وتمارس هذه الحقوق الجماعية من خلال الهيئات العامة الثلاث:
أ- الجمعية العامة التأسيسية: وتتولى الاطلاع على تقرير المؤسسين ومناقشته، وتعيين مدقق حسابات الشركة وانتخاب مجلس الإدارة الأول، كما تبحث النفقات التأسيسية وسبل التثبيت في صحتها.

(1) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 13.

(2) - عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 369.

(3) - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص 13، 14.

ب- **الجمعية العامة العادية:** تجتمع هذه الهيئة مرة واحدة على الأقل في السنة، وتتضمن مسؤولياتها سماع تقرير مجلس الإدارة، وتقرير مدقق الحسابات ومناقشة حسابات الشركة وانتخاب مجلس الإدارة والأمور الأخرى التي تخرج عن صلاحيات مجلس الإدارة.

ج- **الجمعية العامة غير العادية:** هي الهيئة التي تجمع في الحالات الاضطرارية غير العادية، وفي مواعيد غير عادية للنظر في أمور غير عادية، مثل تعديل نظام الشركة أو اندماجها أو تصنيفها.

✓ **الحقوق الفردية (General Right):**

وهي الحقوق التي يتمتع بها المساهم كفرد، كحقه في الحصول على شهادة بمساهمته وفيما يلي أهم حقوق المساهمين:

أ- **حق الاشتراك في الأرباح (Dividend Rights):**

لجميع المساهمين دون استثناء الحق في المشاركة في الأرباح المقرر توزيعها على أسس متساوية، دونما تمييز بين جملة الأسهم من نفس الفئة.

ب- **الحق في حضور اجتماعات الجمعيات العمومية المختلفة:**

تتألف الجمعية العمومية من جميع حملة الأسهم مهما كان عدد الأسهم التي يملكها كل واحد منهم، ولهذه الجمعية الكلمة العليا في إدارة الشركة، حيث تقوم بفحص ومناقشة الحسابات السنوية والتصديق عليها، وتحديد الأرباح التي سيتم توزيعها على المساهمين وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

ج- **الحق في التصويت:**

إن حملة الأسهم العادية هم مالكوها، لذلك يكون لهم حق اختيار من يمثلهم في إدارتها، وعلى هذا الأساس يشارك حملة الأسهم العادية في انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة، والتصويت على أية تعديلات على نظامها، وتتساوي الأسهم بشكل عام في حق التصويت حيث يعطى لكل سهم صوت واحد.

د- **حق الأولوية في الاكتتاب:**

تعطي بعض القوانين لحملة الأسهم العادية أولوية في الاكتتاب وشراء كمية من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركة، أو أي نوع آخر من الأوراق المالية الممكن تحويلها إلى أسهم عادية في المستقبل، وتعادل نسبة هذا الاكتتاب من الإصدار نسبة ملكية المساهم قبل الإصدار، ويكون هذا الحق للأسباب التالية:

1- المحافظة على مركز النسبي للمساهم في الشركة.

2- المحافظة على نصيبه في الاحتياطات والأرباح غير الموزعة في حالة بيع الأسهم الجديدة بسعر أقل من القيمة السوقية الجارية.

هـ- حق نقل ملكية السهم:

لا يحق للمساهم إعادة أسهمه للشركة ليسترجع في المقابل ما دفعه ثمنها لها، لأن الأموال المدفوعة تمثل ملكية الشركة، وستبقى دائمة بدوام الشركة نفسها، لكن القانون أعطى لكل مساهم حق بيع أسهمه لأي شخص آخر بدون إذن خاص من الشركة، ويتم ذلك من خلال السوق المالي إذا وجد مثل هذا السوق وكانت أسهم الشركة المعنية متداولة فيها.

و- الحق في ما تبقى من موجودات الشركة عند تصنيها:

إذا تمت تصفية الشركة لأي سبب، تدفع حقوق العاملين والحكومة والدائنين أولاً، وحملة الأسهم الممتازة ثانياً، وما يبقى بعد ذلك يدفع لحملة الأسهم العادية.

ي- حق الاطلاع على وثائق الشركة:

يحتاج حملة الأسهم العادية إلى معلومات عديدة حول واقع وآفاق الشركة التي يستثمرون فيها أموالهم، إذ لا يمكنهم اتخاذ قرار شراء أو بيع الأسهم التي يمتلكونها في رأسمالها دون تحليل هذه المعلومات، كما لا يمكنهم تقدير ما إذا كانت إدارة الشركة تبدل مجهودات كافية من أجل تحقيق الهدف الذي فوضوها من أجله، ولذلك يحق لهم الاطلاع على وثائق شركاتهم خاصة الدفاتر المحاسبية، الكشوفات المالية وقائمة كبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة...إلخ.

على العموم وباعتبار الأسهم العادية المصدر المهم للتمويل فإن هذه الأخيرة لها مزايا نذكر منها أنها لا تشكل تكلفة ثابتة على الشركة لأنه لا يستحق عليها عائد إلا عندما يتم تحقيق الأرباح وهذا لا يتحقق في جميع الحالات التي تكون فيها الشركة قد حققت الأرباح بل قد تكون هناك أرباح ولكن لا تتم عملية التوزيع كما تعطي الأسهم العادية كمصدر تمويلي مرنة أكثر من تلك التي تقدمها السندات والأسهم الممتازة، كما يمكن أن تكون مصدر تمويلي مناسب عندما تكون المؤسسة قد استفدت كامل طاقتها الافتراضية وهذا ما يزيد الثقة في الشركة ويؤدي إلى توسيع طاقتها الافتراضية، كما أن لهذا المصدر التمويلي خاصية ألا وهي أنه لا يتضمن تاريخ استحقاق، ورغم كل هذه المزايا السالفة الذكر إلا أن هذا المصدر التمويلي يتميز ببعض العيوب حيث أن التوسع في إصدارات جديدة من الأسهم العادية يؤدي إلى تأثير سلبي على المالكين المسيطرين الحاليين، كما يؤدي كذلك الإفراط في استعمال هذا النوع في التمويل إلى توسيع قاعدة توزيع الأرباح، وبالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار، كما قد تكون تكلفة الإصدار عالية من ناحية الإجراءات، كما أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، الأمر الذي يزيد من تكلفتها بالمقارنة مع الدين.

- الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة مصدر هام من مصادر التمويل الطويل الأجل للشركات، وتمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية والافتراض فعند التصفية تأتي الأسهم الممتازة بعد الديون في الأولوية وقبل المساهمين العاديين، وتعرف الأسهم الممتازة بأنها شكل من أشكال رأس المال العائد، وميزة المركز الممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية.

هناك مجموعة من الأسباب تدفع بالشركة لإصدار الأسهم الممتازة:

1-زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال من طرف المستثمرين المحافظين.

2-المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الاستثمار من خلال الفارق الايجابي بين كلفة الأسهم الممتازة وعائد الاستثمار في الشركة.

3-استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة إذ أن حملة الأسهم الممتازة ليس لديهم الحق في التصويت، ولا يشتركون في الإدارة.

ومن مزايا الأسهم الممتازة هو أن في حالة عدم دفع عوائدها لا يؤدي هذا إلى الإفلاس كما هو الحال في فوائد السندات، كما أن عوائدها مقتصرة على نسبة معينة محددة مسبقا، كما أنها ليس لها أصوات (إلا في حالات معينة) لذا تؤثر عملية إصدار هذا النوع من الأسهم في القرارات الإدارية في الشركة، كذلك بالرغم من عدم وجود تاريخ محدد لإلغاء هذا النوع من الأسهم إلا أن حق استدعائها يعطي الشركة المصدرة ميزة استبدالها بوسائل دين أقل كلفة إذا انخفضت أسعار الفائدة، ومن بين عيوب الأسهم الممتازة هو تمتع حاملها بالأولوية عند التصفية وكذلك حصول حملاتها على العائد قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية.

جدول رقم 2 : يوضح المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
- تكون عسيرة مقارنة بالعادية. - أصحاب هذه الأسهم لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة. - يصدر عدة مرات خلال فترة حياة المؤسسة. - غالبا لا يكون لحملة هذا النوع الحق الدائم في التصويت.	- إمكانية بيع الأسهم العادية بسهولة . - لا يتمتعون حملة الأسهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة. - هذا النوع من التمويل يصدر مرة واحدة خلال فترة حياة المؤسسة. - حملة هذا النوع لديهم الحق في التصويت.

المصدر: يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية ، دار التعليم الجامعي ، الاسكندرية 2012، ص

ثانياً: الاستدانة

تلجأ الشركة إلى الحصول على الأموال اللازمة لها من مصادر خارجية بالإضافة إلى مصادرها الدائنة وهذا العملية قد تتم عن طريق الاقتراض بطريقة مباشرة أو عن طريق طرق أخرى، وغالبا ما تلجأ الشركة إلى هذا النوع من التمويل بعد استفاد موارد المؤسسين وكذلك بسبب ضعف قدرتها على توفير التمويل اللازم عن طريق الموارد الدائنة أو كإجراء لتقليل تكلفة التمويل بالمقارنة بين مختلف البدائل وتتمثل الاستدانة فيما يلي:

1- القروض البنكية:

تلجأ الشركة لاستخدام أنواع مختلفة من القروض من أجل تمويل عملياتها، حين يقدم البنوك التجارية نسبة كبيرة من احتياجات المشروعات المالية وخاصة المشروعات كبيرة الحجم⁽¹⁾، ويمكن تعريف القرض البنكي بأنه اتفاق مكتوب بين البنك أو شركة تأمين والشركة تلتزم من خلاله البنك أو شركة التأمين بتقديم مبلغ مالي يتم سداه خلال فترة زمنية مستقبلية تتراوح مدتها بين سنة و 15 سنة مع الفوائد المترتبة عنه تلجأ الشركة إلى استخدام أنواع مختلفة من القروض من أجل تمويل عملياتها وبشكل عام يمكن تصنيف هذه القروض إلى ما يلي:

أ- القروض غير المكفولة بضرائب:

في هذا النوع من القروض تم الاتفاق بين البنك والشركة على فتح اعتماد للشركة بمعنى أن يسمح البنك لها أن تفترض كلما احتاجت إلى أموال ولمدة زمنية محددة بشرط أن لا يزيد الكمية المقترضة عن المبلغ معين في أي وقت خلال هذه الفترة وعادة تعمل البنوك على وضع عدة شروط عند منحها هذا النوع من القروض ومن أهم هذه الشروط:

- شرط الرصيد المعوض:

وفقا لهذا الشرط يلتزم العميل بترك نسبة مشوية معينة (تتراوح بين 10 %، 20 %) من قيمة الاعتماد في حسابه الجاري لدى البنك، ويؤدي هذا الشرط إلى زيادة تكلفة الأموال المقترضة، فإذا كان على المدين أن يحتفظ لدى البنك بنسبة 20 % من القروض وكان في حاجة إلى افتراض 10000 جنيه فهذا معناه أن يفترض 12500 جنيه أي أنه يفترض 20 % أكثر من احتياجاته الفعلية كما أن سعر فائدة قدرت 6 % سوف يبلغ في الواقع 8.5 %.

(1) - محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، رسمية دكي قرياقص ، أساسيات الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، سنة 2000 ، ص 332.

- شرط قيام العميل بسد قروضه : مرة واحدة على الأقل كل سنة حتى لا تتحول القروض من النوع القصير الأجل إلى النوع الطويل الأجل.

- شرط إتباع سياسات مالية معنية طوال فترة القرض:

مثل الحفاظ على درجة معينة على درجة معينة من السيولة أو عدم التوسع في الاقتراض وغيرها من السياسات التي تمثل شروطا وقائية الهدف منها حماية مصالح البنك.

ب- القروض المكفولة بضمان:

في بعض الحالات يقوم البنك بطلب ضمانات معينة يلتزم المشرع بتقديمها قبل حصوله على القرض، ويحرص البنك على طلب ضمان للقروض في حالة الشركات وأن المركز المالي الضعيف أو في حالة الشركات التي تكون نسب الاقتراض لديها مرتفعة بحيث لا تحصل على قرض مساوي تماما لقيمة الضمان المقدم وغنما يحتفظ البنك بجزء من قيمة الضمان وذلك لمواجهة احتمالات انخفاض قيمة الأصول المقدمة كضمان للقرض.

2- القروض السندية:

تمثل السند Bonds صكوكا قابلة للتداول يعتبر حاملها دائنا في مواجهة الشركة المصدرة وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو كل نصف سنة دون النظر للدخل الذي يحققه الشركة وذلك إلى جانب إعادة سداد أصل السندات⁽¹⁾، من هنا نستنتج أن السند يمثل عقد أو اتفاق بين الشركة (المقرض) والمستثمر (المقرض) يسمى بعقد الإصدار، ويمكن أن يصل ميعاد استحقاق السندات في بعض الحالات إلى 30 سنة تلجأ المؤسسة إلى القرض السندي في حالة ما إذا كان المبلغ المفروض اقتراضه كبير إلى حد ما حيث يواجه صعوبة في الحصول عليه في المؤسسات المالية وإن استطاعت أن يحصل على ذلك القرض فسوف يكون بمعدل فائدة مرتفع وضمانات كبيرة، نظرا للمخاطر الكبيرة والتي يتحملها البنك أو المؤسسة المالية.

ولهذا تتجه الشركة مباشرة إلى الجمهور عن طريق السوق المالي فتقوم بتقسيم القرض المزمع

الحصول عليه إلى وحدات صغيرة القيمة، وطرحها في السوق المالي في شكل صكوك قابلة للتداول تسمى بالسندات يتم الاكتتاب فيها وتعتبر القروض السندية من بين أشكال التمويل المتأثر بدون وبساطة مالية، وللسندات قيمة اسمية تفر إصدار وقيمة سوقية وفي الحالات التي يتم إصدارها بسعر يقل عن القيمة الاسمية بشكل الفرق بين القيمتين ما يعرف بعلاوة الإصدار Prime et l'émission كما يمكن

(1) - عاطف وليم أندروس، مرجع سابق، ص 380.

للشركات المصدرة للسندات أن تعطي لنفسها الحق في استدعاء السندات إذا ما إن انخفضت أسعار الفائدة في السوق وذلك للاستفادة في هذا الانخفاض وتعيد فيما بعد إصدار سندات جديدة بمعدلات فائدة منخفضة.

أ- خصائص السندات:

- تمتاز السندات بمجموعة من الخصائص هي:
- تحتل السند دينا في ذمة الجهة المصدرة لها وحاملها يكون دائنا لتلك الجهة.
- السندات قابلة للتداول كالأسهم سواء عن طريق القيد أو التسليم.
- السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحاملها حق استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.
- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا.
- تعطي السند لحامله حقين أساسيين هما حق الحصول على فائدة ثابتة من جهة وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق من جهة أخرى.

ب- أوجه التشابه والاختلاف بين السندات والأسهم:

تشبه السندات الأسهم في بعض الخصائص، فكل منها قيمة اسمية وقيمة سوقية، وكلاهما قابل للتداول، كما ان أسعار صافي السوق تتأثر تبعا لمبدأ العرض والطلب، والمركز المالي للشركة والأحوال السياسية.

وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه فالسهم صك يمثل جزء من رأس المال، بينما السند صك يمثل جزء من قرض ولا تدخل قيمته في رأس المال كذلك يصدر السند بعد التأسيس لتوسيع الأعمال عكس السهم الذي قد يصدر قبل التأسيس أو بعده، حامل السهم يعتبر شريك أما حامل السند فهو دائن، كذلك تتوفر كل شركة مساهمة على أسهم ولكن لا يلزمها أن تكون لها سندات كذلك للمساهم حق الحضور في الجمعية العامة والتصويت خلافا كامل السند، وأخيرا يتحمل المساهم المخاطر كالإفلاس أما صاحب السند فحصته مضمونة.

3- الاستئجار leasing:

تشير عملية الاستئجار leasing إلى اتفاق بين منشأتين بحيث تقوم الشركة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للشركة الأخرى وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، ووفقا لهذا الأسلوب تستطيع الشركة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي يحتاج إليه لفترة زمنية معينة

دون الحاجة إلى شرائه، ولقد انتشر أسلوب الاستئجار انتشارا كبيرا في ميدان الأعمال بحيث يمكن القول أن معظم الشركات الأمريكية وبصفة خاصة الصناعية تقوم باستئجار بعض الأصول في فترة أو أكثر من فترات حياتها التشغيلية.

أما ال شركات التي تقوم بتأجير الأصول فتنتمي بالدرجة الأولى إلى فئة منتجي المعدات الصناعية مثل شركة أي بي أم لإنتاج أجهزة الكاتب الآلي وزيروكي لإنتاج آلات تصوير المستندات... وغيرهما وتأثر البنوك في المرتبة الثانية حيث تمتلك حوالي 30 % من إجمالي قيمة الأصول التي يتم تأجيرها في مقابل 50 % لمنتجي المعدات الصناعية⁽¹⁾.

أ- أوجه التشابه والاختلاف بين الاستئجار والتمويل بالاقتراض:

يمكن تلخيص أوجه التشابه والاختلاف بين الاستئجار والتمويل بالاقتراض فيما يلي:

- كلاهما يؤثر في الرفع المالي بها.

- يوجد اختلاف بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض في حيث أن الاستئجار مرتبط بأصل محدد.

- يتميز الاستئجار عند القروض من حيث أن المؤجر يتمتع بوضع أفضل بالمقارنة بالمقرض إذا واجهت الشركة مصاعب مالية حيث:

1- إن المؤجر يظل مالكا للأصل المؤجر وهو ما يختلف عند المقرض للأموال.

2- من السهل على الشركات التي تتصف بمخاطر عالية أن تحصل على التمويل بالاستئجار بينما يصعب عليها الحصول على قروض⁽²⁾.

ب- أشكال التمويل بالاستئجار:

يمكن أن يأخذ التمويل بالاستئجار عدة أشكال هي:

- البيع ثم استئجار الأصل sale and leasehard:

في ظل هذا النوع من أنواع الاستئجار المالي تقوم الشركة ببيع أحد الأصول المملوكة لها لطرف آخر وفي نفس الوقت يتم الإنفاق على استئجار هذا الأصل لفترة زمنية محددة وبشروط محددة، ويلاحظ

(1) - محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى، رسمية دكي قرياقص ، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سابق، ص ص 336،335.

(2) - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية دكتور ، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، سنة 2001، ص ص 514، 513.

أن المدفوعات التي يتضمنها اتفاق الاستئجار تكفي لتعويض ال شركة المؤجرة لقيمة الأصل بالكامل مضافا إليها عائد مناسب⁽¹⁾.

-الاستئجار التشغيلي operating leases:

أو ما يسمى باستئجار الخدمات service leases حيث يشمل هذا النوع من الاستئجار التمويل وخدمات الصيانة حيث نجد أن:

أ- استئجار الخدمة تشمل الأجهزة كالحاسبات، الأجهزة المكتسبة، السيارات، والروافع.

ب- يتولى المؤجر عادة صيانة وخدمة الجهاز.

ج- يتم الإنفاق كتابة على استئجار الأصل وعادة ما تكون مدة الاستئجار أقل من العمر المتوقع للأصل المستأجر، وهذا يعني أن تكلفة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل بالكامل.

د- عادة ينص على شرط إلغاء العقد.

-الاستئجار التمويلي financial leases:

هذا النوع من الاستئجار لا يشمل خدمات الصيانة كما انه لا يمكن إلغائه قبل المدة المتفق

عليها، وبذلك يتصف هذا النوع بما يلي:

✓ يغطي المؤجر كامل تكلفته مضافا إلى ذلك معدل مناسب.

✓ يمكن حصر الفروق بين الاستئجار التمويلي والبيع ثم إعادة الاستئجار فيما يلي:

- في حالة الاستئجار التمويلي يقوم المؤجر بشراء أصل جديد من المنتج لهذا النوع من الأجهزة أي أن المؤجر هو الذي يدفع ثمن شراء الأصل وليس المستأجر وبذلك يضمن المستأجر الحصول على أصل جديد ممول من قبل المؤجر.

- البيع ثم إعادة الاستئجار هو نوع من الاستئجار التمويلي.

✓ يلاحظ أن مدفوعات الاستئجار السنوية تعطى إعفاء ضريبي للمستأجر لذلك يشترك ما يلي:

- لا تتجاوز مدة عقد الاستئجار ثلاثين سنة.

- أن تعطي مدفوعات الاستئجار معدل عائد مناسب للمؤجر.

- من حق المستأجر الحصول على أفضل جهاز، لذلك فله حق الخيار في تجديد أو عدم تجديد العقد.

- أي خيار للشراء يعطي للمستأجر إنما يعكس الأسعار المنافسة⁽²⁾.

(1) - محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى، رسمية دكي قرياقص ، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 338.

(2) - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل، الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، سنة 2001، ص ص 514،

جدول رقم 3: الفرق بين التأجير التمويلي و التأجير التشغيلي

عناصر المقارنة	التأجير التمويلي	التأجير التشغيلي
مدة العقد	مدة العقد طويلة تصل إلى ما يقارب العمر الافتراضي للأصل	مدة العقد قصيرة لا تتجاوز الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل لأداء عمل معين وعادة ما تتجدد سنويا.
المسؤولية	يتحمل المستأجر مسؤولية عدم الصلاحية	يتحمل المؤجر عدم صلاحية الأصل
تقادم الأصل	سواء بالامتلاك أو التقادم	سواء بالاستهلاك أو التقادم
الصيانة والتأمين	المستأجر يتحمل تكاليف صيانة و إصلاح الأصل وكذا تكلفة التأمين عليه خلال فترة التعاقد.	المؤجر يتحمل تكاليف صيانة وإصلاح الأصل و تكاليف التأمين عليه خلال فترة التعاقد ما لم ينص عقد الاتفاق على غير ذلك
العلاقة بين المؤجر والمستأجر	تكون العلاقة بينهما معقدة و متشابكة وذلك تحتاج إلى قانون ينظم هذه العلاقة و يحافظ على حقوق كل طرف فيها ذلك بسبب طول فترة التعاقد و الأهمية النسبية لقيمة العقد	العلاقة بين المؤجر والمستأجر تتسم بالسهولة ولا تثير مشاكل قانونية وذلك لقصر فترة التأجير .
مال الملكية	- يكون للمستأجر حرية الاختيار بين ثلاث بدائل في نهاية العقد - أن يعيد الأصل إلى المؤجر - شراء الأصل من المؤجر	لا يجوز للمستأجر ملكية ولا شراء الأصل في نهاية مدة العقد بل يرد الأصل محل التأجير إلى المؤجر مرة أخرى.
نظام إلغاء العقد	لا يجوز إلغاء عقد الايجار خلال المدة المتفق عليها من قبل أحد طرفي العقد ولكن لا بد من اتفاق الطرفين على ذلك	يجوز إلغاء عقد الايجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد وفي حالة التزام المستأجر بسداد الايجار عن فترة استغلال الأصل مع تطبيق ما قد يكون متفق عليه في مثل هذه الحالات.

المصدر: سمير عبد العزيز ، التأجير التمويلي ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية _ الاسكندرية مصر 2000، ص 80.

المبحث الثالث: رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية.

عادة ما تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى القيام بعملية رفع في رأس المال حيث يكون ذلك لعدة أسباب وبعده طرق، تعد هذه العملية من أعقد العمليات التي تمارسها الإدارة المالية وهذا نظر للمخاطر التي تنجم عنها.

المطلب الأول: مفهوم رأس المال

1-تعريف رأس المال:

رأس المال هو الثروة التي تشكل نوعاً من أنواع الأصول، ويستخدم للإشارة إلى القوة المالية الخاصة بالشركات أو الأفراد.

- ويعرف رأس المال بأنه عبارة عن الأموال المستخدمة في صناعة المزيد من الثروة، أو البدء بمشروع جديد.

-ومن التعريفات الأخرى لرأس المال هو النقود وغيرها من الممتلكات التي يملكها الأفراد أو المنشآت ويستخدم رأس المال بهدف تأسيس مؤسسة أو شركة أو لاستثمار في مجالات متنوعة⁽¹⁾.

2-أنواع رأس المال

يقسم رأس المال إلى مجموعة من الأنواع من الناحية الاقتصادية والمالية⁽²⁾:

-رأس المال المكتسب:

وهو نوع من رأس المال المنتج ويشمل ما يحجزه المشروع من الأرباح السنوية كاحتياطي لمواجهة التوسعات والحالات الطارئة، وهو يختلف عن رأس المال الأصلي الذي يمثل ما قدمه الشركاء والمساهمين من أموال عند تأسيس المشروع أو خلال فترة تشغيله.

-رأس المال المغلق:

هو نوع من الاستثمار الجماعي يتميز بثبات عدد المستثمرين، فمن النادر أن تؤسس حصص جديدة بعد إنشاء العملية الاستثمارية، ولا ترد حصة أي أحد من المستثمرين وإنما يبقى رأس المال يعمل إلى أن تنتهي العملية الاستثمارية.

(1) - تعريف رأس المال / <https://mawdoo3.com/>

(2)-specialties .bayt.com

-راس المال المفتوح:

نظام للاستثمار الجماعي يمكن فيه رد حصص المشاركة أو إصدار أسهم جديدة في أي وقت، يشترى المساهم في العادة أسهمه من المشروع الاستثماري نفسه وليس عن طريق شراء حصة أو حصص من المساهمين ذلك بعكس رأس المال المغلق التي تحدد في البدء عدد الأنصبة الكلية والتي يمكن أن تباع وتشتري من المستثمرين.

-أما من الناحية المالية والمصرفية فتوجد الأنواع التالية:

-رأس المال المصرح به:

وهو الحد الأقصى لرأس مال الشركة والذي يحدده النظام الأساسي للشركة ولا يجوز تعديله إلى بموافقة الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، يتم مراجعته بالاطلاع على النظام الأساسي للشركة وقرارات الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، يتم الإفصاح عنه بالإيضاحات المتممة للقوائم المالية.

-رأس المال المصدر والمكتتب فيه:

هو قيمة أسهم رأس المال التي تتم إصدارها بالفعل وطرحها للاكتتاب العام وقرار إصدار الأسهم وسلطة المؤسسين والجمعية العامة العادية للمساهمين، يتم مراجعته بمراجعة النظام الأساسي والسجل التجاري للشركة وبتعيين الاطلاع على موافقة الجهات المعنية كهيئة سوق المال خاصة بزيادة رأس المال، حيث يتم الإفصاح عنه بالإيضاحات المتممة للقوائم المالية.

-رأس المال المدفوع:

هو قيمة ما تم سداه من رأس المال المصدر والمكتسب فيه بواسطة المساهمين، يتم مراجعته بالاطلاع على كشوف حساب البنك الذي تلقى الاكتساب ومطابقتها بدفتر الأستاذ العام وميزان المراجعة حيث يتم الإفصاح على رأس المال المدفوع بالميزانية.

3-أهمية رأس المال:

يعد رأس المال من المكونات المهمة للمنشآت، بسبب دوره الحيوي في نظام الإنتاج الذي يعزز من أهميته التي تلخص وفقا للنقاط الآتية:

-المساهمة في توفير أساسيات الإنتاج: من الضرورات وجود رأس مال لدعم الإنتاج، حيث من الصعب بالنسبة لأي منشأة تطبيق الإنتاج دون رأس مال، إذ لا يمكن توفير المواد والمنتجات إلا من خلال استخدام الآلات والأدوات.

-دعم زيادة الإنتاجية: إذ مع زيادة التطور التكنولوجي أصبح رأس المال وسيلة لإنتاج العديد من السلع، حيث ارتبط ارتفاع معدل الإنتاجية مع استخدام المستمر لرأس المال.

*المشاركة بالتنمية الاقتصادية: هي الأهمية المرتبطة بالدور الاستراتيجي لرأس المال، حيث يمتلك موقعا مركزيا ضمن التنمية الاقتصادية إذ يعد تراكم رأس المال الجوهر الخاص بتنمية قطاع الاقتصاد.

المطلب الثاني: عملية رفع رأس المال

إن أهم الصلاحيات التي تتمتع بها الجمعية العامة في الشركة تتمثل في تعديل رأس مالها، سواء بالزيادة أو الاستهلاك فلها الحق في تعزيز زيادة رأس مالها إذا دعت الحاجة إلى ذلك أو إذا أرادت التوسع في نشاطها أو تغطية خسارة منيت بها، فقد تبدأ الشركة برأسمال بسيط ثم تأخذ أعمالها بالنمو والاتساع فتلمس الحاجة إلى زيادة رأسمالها لتمويل مشاريعها.

1- مفهوم زيادة رأس المال:

إن عملية زيادة رأس مال شركة ما هو إلا تصرف قانوني يتم بموجبه تعديل عقد الشركة بزيادة رأس مالها أثناء حياتها وذلك وفقا للأساليب والإجراءات التي يحددها القانون.

وتتمثل الزيادة في رأس المال استثمارا إضافيا في الشركة ذاتها من أجل تكييف قدراتها المالية مع ما تعيشه من أوضاع جديدة سواء تعلق الأمر بأوضاع داخلية تخص الشركة أو أوضاع خارجية ترتبط بالمنظومة الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع، وهي أوضاع تجعل الشركة أمام خيار رفع رأس مالها.

2- طرق زيادة رأس المال وكيفية الوفاء بها:

إن زيادة رأس مال أي شركة يتم عن طريق إنشاء أسهم جديدة يتم شراؤها من قبل المساهمين القدامى أو الجدد، من خلال اللجوء إلى الأوراق المالية إذا كانت الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية أو عن طريق دمج جزء من الأرباح والتي لم يتم توزيعها وغيرها.

ولقد نص المشرع الجزائري على طرف زيادة رأس مال شركة المساهمة وكيفية الوفاء بها في المادتين 687 و 688 من ق ت ج، فزيادة رأس مال الشركة يكون غما بإصدار أسهم جديدة أو بإضافة قيمة اسمية للأسهم الموجودة.⁽¹⁾

أما بالنسبة للكيفية الوفاء بهذه الزيادة فتكون غما نقدا أو بالمقاصة أو بضم الاحتياطات أو الأرباح أو علاوة الإصدار أو بحصص عينية أو عن طريق تحويل السندات.

حيث تتم الزيادة بطريقتين هما:

(1)-نادية فضيل، أحكام الشركة طبقا للقانون التجاري (شركة الأشخاص)، دار هومة، الجزائر، سنة 2004، ص 306.

أ-الزيادة عن طريق إصدار أسهم جديدة:

تتخصر هذه الطريقة في إطار أسهم جديدة بقدر الزيادة التي تقررها الشركة في رأس المال، هذه هي الطريقة المتبعة في العادة ويسري على الاكتتاب في الأسهم الجديدة جميع القواعد الخاصة بالاكتتاب في الأسهم الأصلية التي تصدرها الشركة لأن الأمر يتعلق في الواقع بتأسيس جزئي للشركة⁽¹⁾. وزيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة تطرح للاكتتاب العام من شأنها أن تؤدي إلى دخول طائفة جديدة من المساهمين تزامم المساهمين القدامى في ناتج الشركة ومن ثم إفادة المساهمين الجدد والأضرار بالمساهمين القدامى⁽²⁾.

لهذا منح المشرع الجزائري المساهمين القدامى حق الأفضلية بالاكتتاب في أسهم الزيادة بموجب

المادة 694 من ق ت ج إلا أن هذا الحق ترد عليه مجموعة من الأحكام تتمثل في:

- 1- لا يثبت هذا الحق للمساهمين في جميع حالات الزيادة بل هو مقرر فقط عندما تتم الزيادة عن طريق جلب أموال جديدة للشركة يتم الحصول على عليها بواسطة أسهم نقدية تطرح للاكتتاب العام.
- 2-مراعاة مبدأ المساواة بين المساهمين لن حق الاكتتاب بالأفضلية مقرر قانون للمساهمين القدامى، فالأصل عدم جواز قصره على بعض المساهمين دون البعض الآخر، إعمالاً لمبدأ المساواة بين المساهمين.

كما أن ممارسة حق الاكتتاب بالأفضلية متروك لمشئئة المساهم فله ان يستعمله ويكتتب في أسهم الزيادة، وله أن يتخلى عنه ولا يكتتب في هذه الأسهم ومن ثم يعتبر باطلاً وكأن لم يكن القرار الذي يصدر عن الجمعيات العامة للشركة والذي يجبر المساهمين على القيام بهذا الحق والاكتتاب في أسهم الزيادة⁽³⁾.

وبما أن حق الاكتتاب بالأفضلية ذو طبيعة مالية فيجوز تداوله خلال فترة الاكتتاب في الزيادة وهذا ما نصت عليه المادة 694 ق ت ج في فقرتها الثانية والرابعة، كما يمكن للمساهمين التنازل عن حق الأفضلية بصفة فردية وتأتي المادة 715 مكرر 51 ق ت ج في فقرتها الثانية لتؤكد على ذلك بقولها: وفي حالة الزيادة في رأس المال نكون الأسهم للتداول ابتداء من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة.

(1)-مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، درا المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 23.

(2)-نادية فضيل، أحكام الشركة طبقاً للقانون التجاري، مرجع السابق، ص 306.

(3)-محمد فريد الفريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 359، 358.

إذن حق الاكتتاب بالأفضلية يمكن التنازل عنه منفصلاً أو بالتبعية مع السهم، وكثيراً ما يكون هذا الحق على صفقات في بورصة الأوراق المالية خاصة إذا كان مركز الشركة قويا⁽¹⁾.

ب- الزيادة عن طريق إضافة قيمة اسمية للأسهم الموجودة:

يمكن زيادة رأس مال الشركة عن طريق إضافة قيمة اسمية للأسهم الموجودة ففي هذه الحالة يلتزم الشركاء بإضافة نسبة معينة من قيمة الأسهم دون الحاجة إدخال شركاء جدد إلى الشركة فعدد الأسهم يبقى نفسه قبل الزيادة إلا أن القيمة الاسمية للسهم ترتفعن وهذه الطريقة لا يمكن القيام بها إلا بموافقة جميع الشركاء، لأنه لا يجوز الزيادة من التزامات المساهمين دون مرافقتهم.

وما قيل سابقاً عن طريق الزيادة ينطبق على كل من شركة المساهمة وشركة التوصية بأسهم، لن المشرع في المادة 715 الفقرة 03 من ق ت ج قد أحالنا إلى تطبيق أحكام كل من شركة التوصية البسيطة وشركة المساهمة على شركة التوصية بأسهم، وبما أن رأس مال هذه الأخيرة يكون مقسم إلى أسهم متساوية القيمة فإننا نقوم بتطبيق أحكام شركة المساهمة الخاصة بطرق زيادة رأس مال الشركة مادامت لا تتعارض مع الأحكام الخاصة بشركة التوصية بأسهم المنصوص عليها في القانون التجاري.

أما بالنسبة لطرق زيادة رأس مال كل من شركة التضامن وشركة التوصية البسيطة وشركة ذات المسؤولية المحدودة، فمن غير المعقول أن تتم بالطريقتين السابق ذكرهما لأن رأس مال هذه الشركات لا يكون مقسم إلى أسهم بل يكون مقسم إلى حصص ذات قيمة اسمية متساوية، وبالتالي فإن زيادة رأس مال هذه الشركات تكون إما بإضافة مبلغ أو قيمة لحصص الشركاء أو عن طريق زيادة عدد الحصص المكون للرأس مال.

- كيفية الوفاء بالزيادة:

ذهبت المادة 688 من ق ت ج على كيفية الوفاء بالزيادة، حيث يتم الوفاء بقيمة الزيادة إما نقداً أو المقاصة إذ يضم الاحتياطات أو الأرباح أو علاوات الإصدار أو عن طريق الحصص العينية أو بتحويل السندات.

أ- الوفاء نقداً:

تسعى الشركة بهذه الطريقة إلى جلب أموال جديدة تضاف إلى رأس مالها وهذا عن طريق إصدار أسهم نقدية لها نفس القيمة التي للأسهم الأصلية بمقدار الزيادة المطلوب إضافتها إلى رأس المال الأصلي، وقد يتم طرح هذه الأسهم للاكتتاب العام الذي يشترط فيه الجمهور والمساهمين القدامى، وفي

(1)-نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2007، ص 306.

هذه الحالة تعتبر الزيادة بمثابة تأسيس جزئي للشركة، لذا يجب إتباع الإجراءات القانونية المتعلقة بإصدار الأسهم الأصلية، أي تلك التي طرحت للاكتتاب عند تأسيس الشركة سواء من حيث الاكتتاب أو إجراءاته أو من حيث الوفاء بقيمته الاسمية⁽¹⁾.

ب- الوفاء بالمقاصة:

يمكن الوفاء بالزيادة عن طريق المقاصة، فالمقاصة تعتبر طريقة من طرق الوفاء بالالتزام، فإذا اجتمعت صفة الدائن والمدين في نفس الشخص أي أن يعتبر الشخص دائن بما له على المدين وفي نفس الوقت، يعتبر مدین بما عليه للدائن والمقاصة تلعب دور كبير في المعاملات التجارية في الوقت المعاصر والتي تتطلب السرعة في التعامل وفي اتخاذ الإجراءات⁽²⁾.

لهذا يجوز أن تتم المقاصة على دين في ذمة الشركة إلا أنه لا يجوز أن تتم المقاصة على دين في ذمة أحد الشركاء، ويعتبر المقاصة طريقة من طرق الوفاء بالزيادة، وهذا حسب المادة 688 من ق ت ج.

ج- الوفاء بدمج الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الإصدار:

1- الوفاء بدمج الاحتياط:

يعتبر المال الاحتياطي على حد تعبير بعض الفقهاء وسيلة للتمويل الذاتي، فهو يعني الشركة عن الاقتراض، وهكذا بشكل المال الاحتياطي بالإضافة إلى رأس المال ضمانا للدائنين وزيادة للالتزام وتعزيزا في ثقة بالشركاء⁽³⁾.

والاحتياطي الذي يمكن دمج في رأس المال يتمثل في الاحتياطي النظامي والاحتياطي الحر أو الاختياريين كما يمكن دمج الاحتياطي المستتر، فالاحتياطي النظامي عبارة عن أموال احتياطية يتفق عليها الشركاء في العقد التأسيسي، أما الاحتياطي المستتر فيكون خفي غير ظاهر وينشأ من طرف إدارة الشركة عن تقسيم أصولها وخصومها⁽⁴⁾.

وبصفة عامة فإن دمج الاحتياطات في رأس المال يتم بإحدى الوسيلتين:

(1)-نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص ص 304،305.

(2)-خليل أحمد حسن قدارة، الوجيز في شرح القانون المدني الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 2، 1992، ص 315.

(3)-علي البارودي، القانون التجاري، الأعمال التجارية، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية الإسكندرية، سنة 1999، ص 441.

(4)-نادية فضيل، مرجع سابق، ص ص 443،444.

-الأولى زيادة القيمة الاسمية للأسهم بنسبة الزيادة الطارئة على الرأس مال دون أن تتقاضى الشركة هذه الزيادة من المساهمين بل تقوم بدفعها من الاحتياطي.

-أما الثانية فهي أن تصدر الشركة أسهما جديدة بقيمة الزيادة وتوزعها على المساهمين مجانا وتدفع قيمتها الإسمية من الاختصاص.

2-الوفاء بدمج الأرباح:

تهدف الشركة إلى تحقيق ربح مادي من المشروع الاقتصادي الذي تستغله حيث يشترك كل شريك في الحصول على نسبة من أرباح الشركة ولا يجوز أي شريك أو حرمانه من الحصول على نسبة من الأرباح، وعلى ذلك لا يجوز الاتفاق بين الشركاء على أن يحصل احدهم أو بعضهم على جميع الأرباح.

والأرباح التي يتم توزيعها على الشركاء هي الأرباح الصافية أي بعد خصم كافة المصروفات العامة اللازمة لإدارة الشركة وكافة الاستهلاكات المختلفة التي يتأثر بها رأس مال الشركة وخصم المال الاحتياطي للشركة، فغاية الشركاء من خلال إبرام عقد الشركة هو نجاح المشروع التجاري الذي يحقق لهم الأرباح ليتقاسموها فيما بينهم، ونظرا لأهمية الموضوع وما قد ينجر عنه من المساس بالائتمان والاقتصاد الوطني فقد قام المشرع الجزائري بتنظيم كيفية توزيع أموال الشركة ابتداء من تحديد نسبة رأسمالها إلى غاية توزيع الأرباح فيها في حالة نجاح المشروع⁽¹⁾.

3-الوفاء عن طريق تحويل السندات:

قد تزدهر أعمال الشركة ولم يكفي رأسمالها للقيام بأغراضها، فلا يكون أما الشركة من سبيل سوى اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، فإذا سلكت هذا الطريق زاد عدد المساهمين وقل نصيب كل الشركاء القدامى من الأرباح، لهذا يفضل هؤلاء إصدار سندات طويلة الأجل بقيمة المبلغ اللازم.

فالسندات هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل فرضا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام، ويعطي لصاحبه الحق في استيفاء الفوائد السنوية واسترداد قيمته عند حلول الأجل. وقد تعرض الشركة على أصحاب السندات تحويل سنداتهم إلى أسهم قد تخلص من ديونها وينقلب أصحاب السندات من دائنين إلى شركاء فيها ويبدأ تحمل مخاطر مشروع الشركة بعد ما كان في منأى عنها.

(1)-نادية فضيل ، مرجع سابق، ص 74.

د- الوفاء بتقديم حصص عينية:

قد تكون الحصص المقدمة من الشريك عينية وهي الحصص التي يكون محلها مالا غير النقود، وهذا المال قد يكون عقارا مثل الأراضي والأبنية، وقد يكون منقولاً سواء كان منقولاً مادياً مثل الآلات والسيارات والأدوات والبضائع أو كان منقولاً معنوياً مثل العلامة التجارية، وبراءة الاختراع أو الرسوم والنماذج الصناعية أو المحل التجاري.

وإذا كانت قيمة الحصص النقدية معروفة لأنها تقدم نقداً، فإن الحصص العينية تحتاج على أن يتم تقييمها وتقدير قيمتها لمعرفة النسبية التي يساهم بها الشريك في رأس مال الشركة، لأن هذه النسبة هي التي تحدد مقدار ما يستحق من أرباح ومقدار ما يحتمل من خسائر، كما أن هذه الحصص تعد جزءاً من رأس المال وهو ما يمثل دمه الشركة وضمان الدائنين، فإذا قدرت الحصص العينية بأكثر من قيمتها فهذا معناه تضليل الدائنين لأنه يوحي لهم بأن ذمة الشركة مليئة في حين أن العناصر الإيجابية فيها أقل من الحقيقة.

وتقدير المساهمة العينية تختلف باختلاف نوع الشركة، ففي شركات الأشخاص أن ضمانهم لا يقتصر على ذمة الشركة بل يمتد إلى الذمم المالية للشركاء، أما في شركات الأموال وبالذات شركة المساهمة فإن تقييم الحصص تقوم به لجان إدارية لأن مسؤولية الشركاء في هذا النوع من الشركات محدودة بذمة الشركة فقط، كما قد تقدم الحصص العينية على سبيل التمليك أو على سبيل الانتفاع.

المطلب الثالث: المخاطر المترتبة على رفع رأس المال

إن رفع رأس المال عن طريق البورصة يؤدي إلى رفع عدد الأسهم عند طريق الإصدارات الجديدة، حيث تعطى هذه الأخيرة الحق كأملها في التوصيات في الجمعية العامة والحق في الحصول على الأرباح، إن استعمال هذا النوع من التمويل (capital action) كمصدر تمويل يؤدي إلى تجميع رأس مال الشركة بدخول مساهمين جدد ويؤدي إلى مخاطر كبيرة تتمثل فيما يلي:

1- مخاطر تمييع السلطة: Risque de dilution du pouvoir

إن مفهوم السلطة (le pouvoir) هو مفهوم عام يفسر في إطار القوة والنفوذ والتأثير ولتحديد صاحب هذه القوة أو السلطة فإننا نعود إلى فكرة الملكية والحقوق التي تنتج عنها، فباعتبار أن هذه الحقوق في النهاية هي آلية لممارسة السلطة في الشركات، من هنا يمكن تحديد السلطة انطلاقاً من مصدرها ألا وهو رأس المال إلى المفوض لهم بممارستها، وفي مدى السلطة نجد كذلك السلطة في إطار التفويض والتي تمارس لصالح الغير أي سلطة على الإدارة والتي يمارسها لمصلحة المساهمين.

كما ورد بأن السلطة هي الأهلية والقدرة على التدخل والتأثير في إطار عملية التقرير في الشركة⁽¹⁾، إذا فالسلطة بهذا المعنى تستند مبدئياً على حق الملكية الذي يرد إلى الأسهم، فالمساهم يحمل على عاتقه التزام اقتصادي بضرورة التعرف والمشاركة بإيجابية لمصلحة الشركة من باب افتراض تقاطع مصالحه مع مصالح الشركة، هذا الواجب اتجه الشركة يجعله في مرتبة متقدمة بالمقارنة بباقي الأطراف في محيط الشركة⁽²⁾.

فمن هذا المنطلق ومن خلال ما تم ذكره فإن دخول مساهمين جدد في الشركة، عن طريق الإصدارات الجديدة ما يؤدي هذا إلى تشتت السلطة بين المساهمين القدامى والجدد وبالتالي هذا ما يولد الاختلاف في الآراء والتوجهات ولاتخاذ مختلف القرارات الحاسمة كذلك يؤدي هذا إلى نسبة الرقابة الممارسة من طرف المساهمين فالمقصود بتميع السلطة هنا هو تمركزها بين عدد كبير من المساهمين.

2-مخاطر تميع ربحية السهم **Risque de dilution de BPA**

على أساس اعتبار أن من بين أهداف المدير المالي للشركة هو تعظيم ثروة حملة الأسهم وتعظيم الربحية فبالنتالي فإن مؤشر ربحية السهم (BPA) يعتبر مؤشر جد مهم لقياس مدى نجاح الشركة وفعاليتها، وليس في كل مرة تقبل الشركات على رفع رأس المال يؤدي ذلك إلى الرفع في ربحية السهم فقد تقوم الشركة برفع رأس المال وتقوم بتحقيق أرباح إجمالية على من الأرباح التي كانت تحققها قبل عملية رفع رأس المال ولكن نجد ربحية السهم أقل من التي كانت عليه من قبل وبالتالي نستنتج أن الشركة عندما تقوم برفع رأس المال عند طريق إصدار أسهم جديدة تكون معرضة لما يسمى بمخاطر تميع ربحية السهم.

⁽¹⁾-Madeline cantin « le pouvoir Juridique », R D Mc Gill. 2007, p 225.

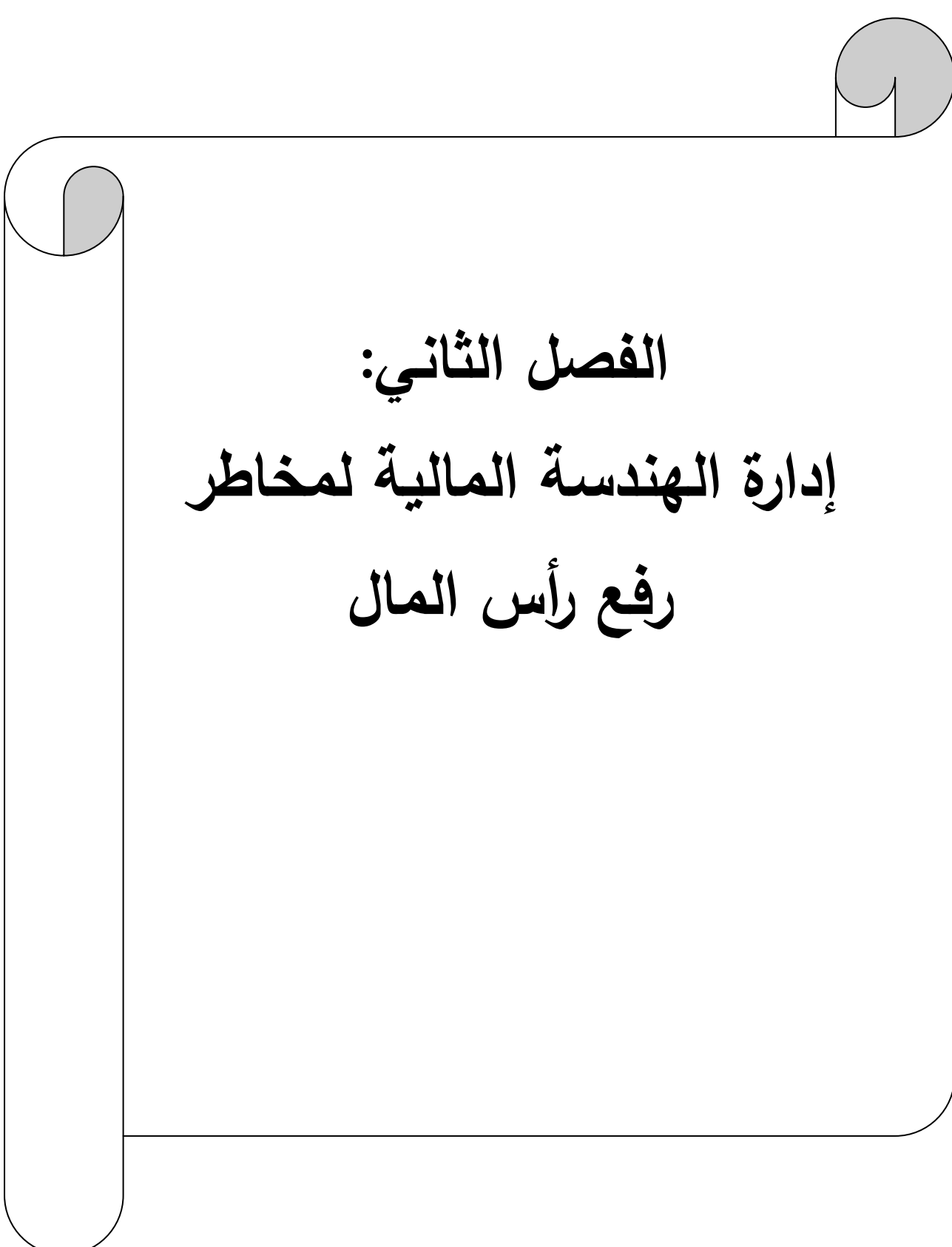
⁽²⁾-Gomez P-Y Kerine H « l'entreprise dans la démocratie- une Méorie politique du gouvernement des entreprises » de BOECK. Bruxelles 2009, p 228.

خلاصة الفصل :

لقد قمنا بالتطرق في هذا الفصل إلى مفهوم الإدارة المالية ومختلف مراحل تطورها بالإضافة إلى الوظائف الأساسية التي تؤديها في الشركة والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

كما تناولنا مختلف مصادر التمويل و أشكال رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية و قد استخلصنا ما يلي:

- تلعب الإدارة المالية في الشركة أهمية بالغة في الحصول على التمويل وكيفيات استخدامه بالطرق التي تسمح للشركة بتحقيق عوائد عالية وبأقل مخاطرة
- تنقسم مصادر التمويل إلى قسمين رئيسيين، مصادر تمويل خاصة وأخرى استدانة وقد تلجأ الشركة إلى أحد المصدرين من خلال المفاضلة بينهما أو قد تبحث عن توليفة مثلى منها تحقق بها الأهداف التمويلية المرجوة.
- عملية لرفع رأس المال تكتسب أهمية بالغة في الشركة لما تحقق من دعم ودفعة قوية لاستراتيجيات الشركة المستقبلية، فقد تختار الشركة رفع رأس المال عن طريق رفع عدد أسهمها من خلال طرقها للاكتتاب وبالتالي الرفع من القيمة الإجمالية كرأس مالها، كما قد تختار رفع رأس مالها عن طريق زيادة سعر السهم .



الفصل الثاني:
إدارة الهندسة المالية لمخاطر
رفع رأس المال

تمهيد:

تعتبر الهندسة المالية من بين المواضيع الهامة جدا في الوقت الراهن لما لها من دور في إيجاد الحلول المبتكرة لمشاكل التمويل وإدارة وتعتمد الهندسة المالية على فكرة الابتكار المالي والذي يشير إلى دور القسم المالي في الشركات في وضع خطط مناسبة للتعامل مع الأهداف الاقتصادية والتي تتمثل في توفير الأرباح اللازمة لضمان استمرار عمل الشركة، والاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة المالية ومحاولة تقليل تأثير المخاطرة بأكبر قدر ممكن، هذه المخاطرة التي قد تنجم عن استخدام أساليب التمويل التقليدية بهدف التمويل والتي تترك آثارا عكسية وتؤدي إلى تمييع السلطة وتمييع رأس المال في الشركة.

المبحث الأول: الهندسة المالية في المؤسسة

تعتبر الهندسة المالية الأداة الأنسب التي يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية التي تخطط لها منشآت الأعمال، وتسعى الهندسة المالية إلى قيام منشآت الأعمال بصفة عامة والمؤسسة المالية بشكل خاص برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية، أي محاولة جعل هذه التغيرات مفيدة بدلا من اعتبارها مصدر خطر عليها⁽¹⁾. وقد شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها وتعرضها للإفلاس لذلك نشطت المؤسسات في تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة هذه المخاطر والتحوط منها، وهذا النشاط أو الابتكار للأدوات والعمليات التمويلية، هو ما يعرف بالهندسة المالية⁽²⁾.

المطلب الأول: بيئة نشأة الهندسة المالية

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن العشرين ثورة في مجالات الابتكارات المالية، يمكن تلخيصها في الظواهر الأربع التالية:⁽³⁾

1- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق، وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

2- إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقا لتفضيلات المستثمرين للمخاطر.

وباختصار نشير إلى أن منشآت الأعمال تتعرض لأربع أنواع من المخاطر المالية وهي، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التقليل في أسعار الأسهم (حقوق الملكية)، ومخاطر أسعار السلع، ومشكلة المخاطر ليس في حجمها ولكن في كونها تحدث دون توقع، ولا تخرج أدوات إدارة المخاطر عن ثلاث:

- إما بالعمل على تخفيضها بالتخلص مصدر الخطر بالبيع، أو بالتنويع أو بالتأمين ضد المخاطر.

(1)- بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 403.

(2)- جليل كاظم مدلول العارضي على عبودي نعمة، الهندسة المالية وأدواتها المشقة، الطبعة الأولى، دار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، سنة 2016، ص ص 15، 16.

(3)- بن علي بلعوز عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، نفس المرجع، ص ص 408، 409.

3- تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق (arbitrage) مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.

4- تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار (خاصة المشتقات المالية).

نستنتج من خلال هذا التحليل أن الهندسة المالية هي التي ستسهم بابتكار الأدوات الحديثة أدوات غدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها، هذا من جهة ومن جهة أخرى ضمان المردود الإيجابي للاقتصاد الوطني ككل.

المطلب الثاني: ماهية الهندسة المالية

1- مفهوم الهندسة المالية:

للهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً من حيث المصطلح والتخصص.

إن معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية⁽¹⁾.

هناك مجموعة من التعاريف للهندسة المالية منها:

- الهندسة المالية تشير إلى التصميم تطوير تنفيذ أدوات وآليات مالية مبتكرة وصياغة الحلول المناسبة لها.

- الهندسة المالية هي توظيف نظريات التمويل والمهارات المتعلقة ببرمجيات الحاسوب لأغراض التسعير والتحوط والمتاجرة المالية ضمن إثارة المشتقات المالية أو الطرف الأخرى.

- الهندسة المالية توضح استراتيجيات إدارة المخاطر للتعلمق في معالجة جوانب الخطر التي تواجهها المؤسسات من خلال تطبيق العلوم المستندة أساساً إلى النماذج الرياضية في قرارات الاستثمار والاعتراض وإدارة المخاطر⁽²⁾.

- الهندسة المالية من احد أقسام العلوم المالية والتي تهتم بتخمين وقياس المخاطر التي تتعرض لها الأموال سواء على مستوى الحكومات أو على مستوى الشركات التي تعمل ضمن القطاع الاقتصادي، وأيضاً تعرف الهندسة المالية بأنها فن التعامل مع العمليات المالية التي توفر كافة الحاجات الاستثمارية

(1) -ين على بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سابق، ص 404.

(2) -جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص 16.

للقيام بمشروع جديد أو عمل ما، وتهدف هذه الهندسة إلى دراسة نسبة الأرباح التي يتم تحقيقها بالاعتمادات على تأثير المخاطرة⁽¹⁾.

وعليه يمكن إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار الحلول المالية، فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد، كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلبي احتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل.

2-أسس الهندسة المالية:

تقوم الهندسة المالية على مجموعة من الأسس، أساس عام ترتكز عليه الهندسة المالية، بل ويعتبر سبباً من أسباب وجودها، إضافة إلى مجموعة من الأسس الخاصة وهي التي تكفل تحقيق الهندسة المالية للأهداف التي وضعت لأجلها.

أولاً: الأساس العام للهندسة المالية

تقوم الفكرة الأساسية للابتكارات المالية التي هي موضوع الهندسة المالية على انه باستثناء العقائد الدينية فلا يوجد شيء مقدس، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيداً بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع فيما بين النقيضين وابتكار بدائل هجينة فيما بينهما أو اشتقاق أدوات ووسائل جديدة منهما.

لكن لتجنب المخاطر التي يمكن أن تنطوي عليها الهندسة المالية -في حالة عدم تقييدها- فلا بد من أن تعتمد مجموعة من القواعد والأسس الخاصة.

ثانياً: الأسس الخاصة للهندسة المالية

بالإضافة إلى الأساس العام الذي تقوم عليها الهندسة المالية هناك مجموعة من الأسس والتي نذكر منها:⁽²⁾

- يجب أن يكون الربح حقيقياً وبعيداً عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية.

⁽¹⁾ - "http://www.mawdoo3.com.2019/05/02"

⁽²⁾ -ين على بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سابق، ص ص 414، 415.

-يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطا وسيطا بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وعناصر التكلفة.

-المؤسسات المالية (البنوك-مؤسسات التأمين-صناديق الاستثمار والبورصات) في النظام الاقتصادي أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج، إذن من الضروري أن تحقق توازن في السوق النقدي ليقابل التوازن في السوق الحقيقي (السلعي)، وكذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل لموارد الدولة.

-يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحيطة، بما يحقق التوازن والاستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة للتمويل واستخداماته الاقتصادية.

-الوظيفة المالي هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع، وترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقرار التمويل (المصدر)، والاستثمار (الاستخدام) ويظهر ذلك واضحا في دراسات جدوى المشروعات، وفي دراسة التصفية والاندماج أو الانفصال.

-يجب قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي من حيث العائد والمخاطرة والتكلفة في الأجلين القصير والطويل (أي تغير النتائج بدلالة الزمن) وسواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية اجتماعية أو سياسية أو سيكولوجية).

-تتطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية بها، فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح، وتحقيق الأرباح عن طريق التخصيص الدقيق لعوامل الإنتاج من أموال وقوة عاملة وموارد في تنظيم معين، كما أن سياسات الاستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال تسعى لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل.

-يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات، مثل قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل، تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول لضمان الربحية، حل المشكلات المالية وتحليل النشاط المالي.

* عموما نعتبر صناعة الهندسة المالية ناجحة إذا حققت الشروط التالية:

-أن يكون المنتج أو العملية إبداعيا حقا أي مبتكرا.

-يجب أن تمكن هذه المنتجات والعمليات المصدرين والمستثمرين من إنجاز عمليات لم يكن باستطاعتهم القيام بها سابقا.

- أن تجعل الأسواق أكثر كفاءة.

- أن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو مصدريها أو حتى الوسطاء⁽¹⁾.

3- دور وأهمية الهندسة المالية:

الهندسة المالية تعني إيجاد وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية، انطلاقاً من هنا يمكن أن يتضح لنا دورها وأهميتها، حيث يصب هذا الدور في تحقيق أهدافها الإستراتيجية وعموماً يمكن إبراز هذا الدور من خلال ما يلي:

أولاً: الهندسة المالية كضرورة للبقاء

أ- الهندسة المالية لتجاوز القيود القانونية:

يقدم سيلبر (Silber 1983) تحليلاً متميزاً لهضة الهندسة المالية، يتلخص في المثال القائل "الحاجة أم الاختراع" فالهندسة المالية جاءت لتقديم العون لشركات الأعمال من أجل تخفيض أو التقليل من ضغوط القيود المفروضة عليها فالشركات تعمل في ظل قيود تشريعية وأخرى يفرضها عليها السوق أو تفرضها ظروف الشركة ذاتها ولهذه القيود تكلفة قد تصل إلى مستوى يدفع الشركات إلى ضرورة البحث عن سبيل تخفيض أو التخلص من تلك التكاليف⁽²⁾.

ب- الاستفادة من الفرص الاستثمارية:

تسهم الهندسة المالية أحياناً في تصميم أدوات استثمارية ذات مخاطر عالية، غير أنه نظراً لكون تلك الأدوات جذابة لفئة من المستثمرين الذين لديهم استعداد أكبر لتحصل المخاطر، هو أمر من شأنه أن يسهم في تخفيض العائد المطلوب على تلك الأدوات أي تخفيض تكلفة الأموال للشركة المصدرة، ومن أمثلة ذلك، السندات منخفضة الجودة أو الرديئة، فمخاطر تلك السندات مرتفعة لكن بفضل الهندسة المالية أصبح لها سوق رائجة، ساهمت في تحسين مستوى سيولتها، وبالتالي أصبح من الممكن إصدارها بمعدل فائدة منخفض نسبياً بما يعني انخفاض تكلفة الأموال للجهة المصدرة لها⁽³⁾.

(1)- على بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سابق، ص 416.

(2)- نفس المرجع السابق، ص 430.

(3)- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني مكان النشر غير محدد، سنة 2002، ص 16-17.

ثانيا: المنافسة المالية

يعتمد المركز التنافسي للشركات على عوامل متعددة، مثل الموقع الجغرافي والملكية والتكنولوجيا وبراءات الاختراع والأسعار التنافسية والجودة العالية، وأصبحت حاليا المنافسة المالية احد أهم العوامل التنافسية بين الشركات⁽¹⁾.

ويقصد بالمنافسة المالية قدرة الشركة على استخدام الأموال بكفاءة فائقة تجعلها تتفوق على المنافسين من خلال اختيار أفضل المصادر التمويلية وأحسن تشغيل لفرص الاستثمار المتاحة، فالقرار المثالي للتمويل يعني القدرة على التنافس.

ويؤدي الفشل المالي والاختلال في الهياكل التمويلية والإفلاس والتعثر المالي وخسائر الشركات إلى إنهاء المشروعات والخروج من الأسواق بسبب عدم الاهتمام بالقدرة على مواجهة المنافسة المالية، إذن يؤدي اهتمام الشركات بالمنافسة المالية إلى زيادة القوة المالية وتحسين المركز المالي بصفة دورية ودائمة.

وتقاس المنافسة المالية بعدد من المؤشرات منها:

- 1- انخفاض تكلفة التمويل.
- 2- ارتفاع عائد الاستثمار.
- 3- انخفاض مخاطر الاستثمار.
- 4- ارتفاع مؤشر السيولة.
- 5- زيادة القيمة السوقية للشركة.
- 6- تحسين العلاقات المالية بين الشركات والبنوك⁽²⁾.

ثالثا: إعادة الهيكلة المالية

تستهدف عمليات إعادة الهيكلة إجراء التصويت اللازم للهياكل الفنية والاقتصادية والمالية للشركة على النحو الذي يمكن الشركة من البقاء في عالم الأعمال بل والاستمرار بنجاح وتحقيق عائد مناسب على إجمالي الأموال المستثمرة فيه ورفع الروح المعنوية للعاملين بها، ويتحقق ذلك بإجراء دراسة علمية وعملية لأهم المشكلات التي تواجه الشركة سواء كانت مشكلات فنية أو تكنولوجية أو مشكلات اقتصادية

(1)- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سابق، ص 431.

(2)- المرجع السابق، ص 432.

أو تمويلية أو تسويقية وغيرها للتصدي لأي مشكلات قانونية تعترضها، فالهدف الأساسي للشركة يتمثل في البقاء في عالم الأعمال بحيث تعتبر الشركة قادرة على البقاء فنيا واقتصاديا وماليا وقانونيا. يمكن استخدام العديد من الأدوات لتصويت الهياكل المالية للشركات وتنفيذ الهندسة المالية ومن أهم الأدوات الشائعة الاستخدام ما يلي:⁽¹⁾

*الاندماج الذي يحقق فرصة للحصول على أصول أخرى إضافية مما يسمح للشركة بالنمو الخارجي، وقد يتم ذلك أيضا عن طريق الحصول على أسهم شركات أخرى مما يوفر السيطرة على بعض الشركات والاندماج بين شركتين.

-رغم أن الدوافع التي تكمن وراء الاندماج، قد يكون من شأنها تحطيم ثروة ملاك الشركة المندمج فيها، إلا أن الاندماج آثار سلبية من أهمها، انتقال الثروة من الملاك على الدائنين وارتفاع قيمة أسهم الشركة المستهدفة⁽²⁾.

*الخصوصية وتعني الانتقال أو الجزئي للملكية العامة لصالح الخواص أو تمكينهم بموجب عقد من غدارة المؤسسات مع بقائها مملوكة للدولة وتعتبر الخصوصية شكلا من أشكال إعادة الهيكلة الشاملة لشركات الأعمال وبالتالي فهي تعتبر هندسة مالية، ويتضح الدور الأبرز للهندسة المالية ليس في الخصوصية بشكلها المتعارف عليه بل بشكل خاص من خلال تطوير وابتكار أنواع مختلفة من الخصوصية يمكن إيجازها فيما يلي:

- تحويل ملكية القطاع العام جزئيا أو كليا إلى القطاع الخاص.
- تعاهد القطاع العام مع القطاع الخاص لتقديم خدماته مع بقاء ملكيته للقطاع العام.
- اعتماد الصيغة (bot) (التشييد، التشغيل، النقل) أي تكليف القطاع الخاص بإنجاز مشروع وتشغيله لفترة معينة ثم إعادته للقطاع العام.
- إعادة جدولة وإسقاط الديون مع الدائنين.
- إعادة تقييم الأصول لامتناس وتغطية جزء من الخسائر المتراكمة.
- تحويل الديون إلى مساهمات في رأس المال.
- تحويل المشاركة المساهمة إلى شراكة خاصة.

(1)-بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سابق، ص 432.

(2)-منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، طبعة 02، منشأة توزيع المعارف الإسكندرية، سنة 1998، ص 537.

رابعاً: إدارة المخاطر

إن جوهر العمل التجاري والاستثماري هو التعرض للمخاطر، فأى عملية تجارية أو استثمارية تتطوي على سلسلة من الوظائف لها مستويات مختلفة من المخاطر، الوظيفة الأساسية للإدارة هي تحديد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها هذا العمل، وذلك لفهم مستوى المخاطر التي ترغب الثقافة المؤسسية لمواجهتها ومراجعة هذا القرار بانتظام.

إن موقف المنشأة من الخطر يمكن أن يكون موقفاً كارهاً للخطر أو متجهاً للخطر، لكي يجب أن يحدد بإستراتيجية واضحة، إن تعيين الخطر هو مطلب سابق لتطوير إستراتيجية واضحة، وهنا مطلب سابق بدوره لإدارة ناجحة لمستوى الخطر الملازم لأنشطتها⁽¹⁾.

تستخدم الهندسة المالية المشتقات المالية كأدوات لإدارة المخاطر حيث تستبدل مخاطرة ما بأخرى، أو تقلل المخاطرة إلى مستوى أدنى وفي بعض الأحيان تقضي على المخاطرة تماماً⁽²⁾.
المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية:

تعتبر أكبر اهتمامات منتجات الهندسة المالية إدارة أدوات التغطية ضد المخاطر والالتزامات المالية بالمستقبل، وتقلبات أسعار الصرف والتغيرات في المؤسسة ذاتها. تنقسم الأوراق المالية المتداولة في السوق إلى مجموعتين أوراق وأدوات مالية أساسية مثل السندات والأسهم بشقيها العادي والممتاز وأوراق وأدوات مالية مشتقة. هناك ثلاثة أنواع رئيسية من عقود المشتقات وهي:

1-العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل مالي على أساس سعر يتحدد عند التعاقد وعلى أن يكون التسليم في تاريخ لاحق ولا يختلف العقد الآجل عن المستقبلي إلا في كون الثاني نمطي مثل عدد الوحدات تواريخ التسليم وجودة الأصل⁽³⁾.

2-عقود المبادلة:

يقصد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وهناك نوعين أساسيين من عقود المبادلة هما عقد مبادلة عملات وعقد مبادلة أسعار الفائدة.

(1)- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سابق، ص ص 435-437.

(2)- طارق عبد العال حماد، الطبعة الأولى، مكان النشر غير محدد، سنة 2007، ص 6.

(3)- د- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية، باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، النشر والتوزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، سنة 2014، ص 9.

3- عقود الخيارات:

عقد الخيار هو عقد بين طرفين، مشتري ومحزر ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو يبيع للمحزر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي سعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه ولكن في مقابل تعويض يدفعه للمحزر يطلق عليه المكافأة وهذه المكافأة تدفع عند التعاقد وهي غير قابلة للرد وهي ليست جزء من الصفقة.

وكما يبدو من التعريف أنه قد يعطي الحق في الشراء ومن ثم يطلق عليه عقد خيار شراء كما يعطي الحق في البيع ويطلق عليه عقد خيار بيع⁽¹⁾.

في عقد خيار الشراء يكون للمشتري الحق في أي يشتري من المحزر عدد معين من وحدات أصل ما حيث هناك نوعان من خيارات الشراء، عقود مغطاة وعقود غير مغطاة، فالأول يكون المحزر مالكا للسهم الذي يحزر عليه عقد الشراء، ومن ثم إذا ما وجب عليه التنفيذ، قام بتسليم السهم الذي يمتلكه إلى مشتري العقد، في تقابل حصوله على سعر التنفيذ كما تعتبر عقود الخيار المغطاة أقل مخاطر من العقود غير المغطاة التي فيها يضطر المحزر لشراء السهم من السوق مهما كان السعر الذي يباع به وذلك من أجل تسليمه للمشتري تنفيذا لمتطلبات العقد.

وفي عقد خيار البيع يكون من حق المشتري بيع أوراق مالية لطرف آخر هو المحزر، حيث هناك نوعان كذلك من عقود خيار البيع، العقود المغطاة وغير المغطاة، فالأول لو أن المحزر العقد قد داع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف، وعليه عندما ينخفض سعر السهم عن سعر التنفيذ مع بعض مشتري العقد إلى تنفيذه يقوم المحزر بشراء السهم من السوق بالسعر المنخفض لإقبال مركزه على صفقة البيع على المكشوف محققا قدرا من المكاسب، أما لو كان مركزا المحزر غير مغطى، بصفقة البيع على المكشوف فسوف يتعرض للخسائر التي تزداد مع استمرار الانخفاض في سعر السهم إلى أن تصل إلى أقصاها عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للصفر⁽²⁾.

كما هناك ما يسمى بعقد الخيار الأمريكي وهو يعطي للمشتري الحق في شراء أو بيع أصل مالي من البائع أو المحزر بسعر متفق عليه وتنفيذ في تاريخ لاحق يعتبر هذا التاريخ هو نهاية صلاحية هذا العقد.

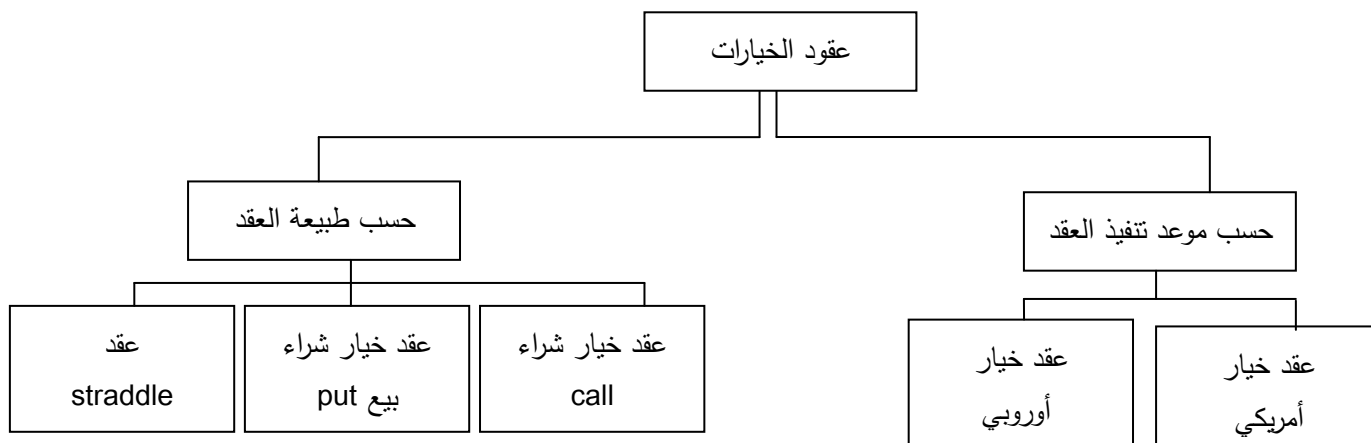
(1) - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات الجزء الثالث، ط 1، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، سنة

2014، ص ص 6،5.

(2) - نفس المرجع، ص ص 10 - 15.

أما عقد الخيار الأوروبي فهو نفسه الأمريكي غير أنه يختلف عنه عند تنفيذ بحيث أن ذلك لا يتم إلا في تاريخ محدد لانتهاء العقد.

الشكل رقم 2: عقود الخيارات



المصدر: من إعداد الطالبان بناء على المعلومات السابقة

المبحث الثاني : منتجات الهندسة المالية لإدارة مخاطر الإغراق في المؤسسة الاقتصادية

أدى استخدام الهندسة المالية في المؤسسة الاقتصادية إلى تطوير أدوات التمويل القديمة و ابتكار أدوات جديدة، تهدف بالدرجة الأولى على تجنب المخاطر الناجمة عن عملية التمويل .

المطلب الأول: الوسائل ذات الطابع التعاقي**1-الاتفاقيات بين المساهمين والغير :**

يمكن أن تتضمن عقود الشركة مع مختلف المتعاملين معها من موردين، دائنين،بنوك... إلخ، ترتيبات تعاقدية تتمثل في شروط ملحقة بالعقود التجارية والمالية التي تبرمها معهم، تهدف إلى توفير الحماية للمساهمين المرجعيين فيها ويمكن أن تنص هذه العقود على ما يلي⁽¹⁾:

-التزام موردي الشركة بتوقيف التمويل في حالة انتقال التحكم والرقابة على مقدرات الشركة إلى غير المساهمين المرجعيين وقت إبرام العقد.

-مطالبة المؤسسات المقرضة للشركة بأموالها حالا في حالة تغير ملحوظ في شكل الملكية في الشركة.

2- العهود بين المساهمين :

باعتباره وثيقة تضاف إلى القانون الأساسي للشركة العهود بين المساهمين تهدف إلى تنظيم تسيير الشركة أو بعبارة أخرى العلاقة بين المساهمين المرجعيين، فهو ليس إجباري على المساهمين فقد يكون بين مجموعة من المساهمين دون آخرين، يوصى بهذه العهود في الشركات ذات أسهم. خلال حياة الشركة يمكن تتلقى وضعيات مختلفة لا يتم التحكم فيها وتضع الشركة في وضعية الخطر فلهذا أوجب الواقع أن تكون هناك العهود بين المساهمين بكل ما فيها.

2-1- الهدف من العهود بين المساهمين :**2-1-1-التنبؤ بالنزاعات المحتملة (نتيجة التنازل عن الحصص):**

في الواقع من الصعب التنبؤ بالنزاعات بين مختلف المساهمين في شركة ما حيث يمكن أن تقع نزاعات بين المساهمين بسبب التنازل عن جهة اجتماعية من طرف مساهم لصالح طرف ما، حيث تكون هناك يكون الفرع التالي من العهود.

- شرط الموافقة: حيث يلزم هذا الشرط المتنازل عن الأسهم إلى طرف ثالث طلب الموافقة من المساهمين الآخرين، وذلك للحد من دخول مساهمين غير مرغوب فيهم.

- حق الشفعة: عندما يريد مساهم ما بيع حصصه من رأس المال يسمح هذا الشرط المتضمن في عقد يسمى حق الشفعة بحق أولوية شراء تلك الحصص من طرف المساهمين الحاليين في رأس المال وبالتالي

⁽¹⁾ - Ronald Gillet ,Jean pierre Jobard,patrick Navette,Philippe Raimbourg, finance-2eme édition – DALLOZ ,paris,2003 ,pp187-188.

هذا ما يسمح لهم بالمحافظة على نسبة مساهمتهم في رأس المال أو رفعها وبالتالي المحافظة على التوازن الداخلي ولاسيما فيما يخص توزيع السلطة.

- شرط عدم القابلية للتصرف: ويهدف هذا الشرط إلى منع بيع حصص المساهمة في الشركة لمدة زمنية معينة (عادة تتراوح بين سنتين و 5 سنوات) وهذا تفاديا لدخول مساهمين غير مرغوب فيهم وعادة ما يكون هذا العهد بين مساهم صاحب أغلبية ومساهم ذو أقلية.

2-1-2- ايجاد اتفاق فيما يخص القرارات الواجب اتخاذها:

في الشركة هناك قرارات يجب أن تتخذ بالأغلبية ولهذا السبب يمكن أن يحتوي العقد بين المساهمين على ما يلي:

- شرط متعلق بحقوق التصويت: في شركة لمساهمة يمكن أن يتضمن الاتفاق بين المساهمين ما يسمى بحق النقض (le droit de veto) لصالح مساهم ما، حيث يمكن من معارضة اتخاذ بعض القرارات المعرفة مسبقا بدون موافقته كما يمكن أن تتضمن كذلك شرط التصويت المضاعف والذي يمكن أن تتضمن كذلك شرط الانتخاب المضاعف والذي يمكن أحد الشركاء من أن يكون له سلطة أكبر من مساهمة في رأس المال كما يمكن أن تشمل الاتفاقيات الخاصة بالتصويت على ترتيبات معينة خاصة بالإجماع و الأغلبية أو التخلي الظرفي عن التصويت.

- شرط متعلق بتوفير حق الإعلام: قبل القيام باتخاذ بعض القرارات، يمكن للمساهمين أن يوفروا حق التشاور لصالح بعض المساهمين، ويمكن أن يكون هذا التشاور مثلا حول إمضاء بعض العقود، تعيين أو إقالة مدير أو محافظ حسابات... الخ، بالنسبة لحمله الأسهم يمكن اعتبارها الشرط كحق الرقابة، هذا يعني أنهم لهم الحق في ملاحظة ومتابعة كيف تقوم المؤسسة بتوظيف مساهمتهم.

2-1-3- ضمان مصالح بعض الشركاء: العديد من عقود المساهمين تهدف إلى وضع حيز التنفيذ

شروط تخص المساهمات وبالأخص عدم التخلي عن مجموعة المساهمين أصحاب الأقلية وعلى هذا الأساس يمكن أن يتضمن العهد بين المساهمين ما يلي:

- شروط توزيع الأرباح: حيث أن بموجب هذا الشرط يمكن للمساهمين الذين يشكلون الأغلبية الالتزام للمساهمين الذين يشكلون الأقلية بالتصويت في نهاية كل دورة بتوزيع ما يكفي من الأرباح وما هو مواتي.

- شرط عدم التمييع: هو عبارة عن شرط يسمح لأقلية المساهمين في المحافظة على نسبة مشاركته في رأس المال في حالة رفع هذا الأخير أو في حالة الاندماج وهذا في حالة كانت القدرة لهم على ذلك، حيث

يضمن لهم هذا عدم التمييز، حيث يكون لهم على ذلك، حيث يضمن لهم هذا عدم التمييز، حيث يكون لهم ما يسمى حقوق الاكتتاب (les droits de souscription). يجب التذكير أن العهود بين المساهمين هو وثيقة قانونية تتسم بالسرية ولا يمكن بأي حال من الأحوال من الإجراءات القانونية الإلزامية، هذا خلافا للقانون الأساسي الذي يمكن لجميع الأطراف التي لديها مصلحة مع الشركة الاطلاع عليه وهذا يعني أن الموقعين على الاتفاق (العهد) هم فقط من يعرف المحتوى.

2-2- خصائص العهود بين المساهمين: تمتاز العهود بين المساهمين بمجموعة من الخصائص يمكن إنجازها فيما يلي :

أ_ لإضفاء الصبغة القانونية للعهود يجب أن تحرر كتابيا بين المساهمين المعنيين.

ب_ لا يخص بالضرورة لجميع المساهمين.

ج_ يمكن القيام بتبني و إعداد العهود بين المساهمين في الشركة عند التأسيس أو خلال حياتها.

د_ وضوح حول مدة هذه الاتفاقات وتاريخ انتهائه.

المطلب الثاني: الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني

تتعدد الوسائل القانونية التي تستعملها الشركات بهدف تجنب المخاطر الناجمة عن العمليات على رأس المال و بالأخص الرفع من مستوى رأس المال.

ويمكن حصرها فيما يلي:

1- الشركات القابضة:

الشركة القابضة هي شركة مساهمة مالية ينحصر نشاطها في تمتلك من حصص من رأس مال شركات أخرى تعمل في قطاعات الاقتصاد المختلفة، على أن تبلغ هذه الحصص القدر الكافي من أجل السيطرة على الشركات التابعة عبر التحكم في مجالي إدارتها وتحديد توجهاتها الكبرى، يقتصر نشاط الشركات القابضة على الجوانب المالية، ولا تقوم بأي نشاط إنتاجي أو فلاحى أو صناعي أو خدماتي بشكل مباشر (على خلاف المجموعات) ويخصص رأسمالها بشكل كامل للمساهمة في رأس مال الشركات إنتاجية أخرى من خلال شراء أسهم أو حصص في هذه الشركات.

لكن في المستقبل، لا يحق قانونيا للشركات التابعة أن تمتلك جزءا في رأسمال الشركة القابضة، وتمارس الشركة القابضة سيطرة إدارية ومالية على الشركات التابعة لها، وإن كانت هذه الشركات تظل تتمتع باستقلاليتها من الناحية القانونية، وتحتكر الشركة القابضة سلطة اتخاذ القرارات الإستراتيجية وتحديد

التوجهات الكبرى لشركاتها، التابعة، بينما تترك القرارات ذات الصبغة التنفيذية أو الإجرائية لمجالس إدارة هذه الشركة.

كما تحتفظ الشركة القابضة بسلطة رسم معالم السياسة المالية التي يجب إتباعها من طرف الشركات التابعة والتي تتعلق مثلا بطرق تمويل استثماراتها (اللجوء إلى القروض المصرفية أم إلى سوق الأوراق المالية) أو كيفية توزيع الأرباح (ما مقدار الاحتياطي الذي تحتفظ به الشركة ولا يتم توزيعه). أو توظيف فوائض الخزينة إن وجدت (إيداعها في حسابات مصرفية مقابل فوائد أم تشغيلها في البورصة).⁽¹⁾

1-1- خصائص الشركات القابضة:

من خلال ما تم التطرق إليه يمكننا استخلاص الخصائص التالية عن الشركات القابضة:

- ينحصر نشاطها في تملك حصص في رأس مال شركات أخرى.
- تبلغ الحصص القدر الكافي من أجل السيطرة على الشركة التابعة، من خلال التحكم في مجلس الإدارة.
- لا يمكن من الناحية القانونية أن تكون الشركة التابعة مساهمة في رأس مال الشركة القابضة.
- تمارس الشركة القابضة سيطرة إدارية ومالية على الشركات التابعة حتى وإن كانت هذه الأخيرة تتمتع بالاستقلالية من الناحية القانونية.
- تحتكر الشركة القابضة سلطة اتخاذ القرارات الاستراتيجية تمثل السياسة المالية وكيفية توزيع الأرباح وكذلك توظيف الفوائض.

2- شركة التوصية بالأسهم *société à commodité par action*:

تعتبر شركة التوصية بالأسهم من النماذج المشهورة في شركات الأحوال، وقد أدخلت في القانون التجاري الجزائري عن طريق المرسوم التشريعي رقم 93_08 وقد صنفت ضمن شركات الأموال لأنها تقوم على الاعتبار المالي فهي أقرب إلى شركة المساهمة من ناحية تكوين رأسمالها الذي يقسم إلى أسهم قابلة للتداول، كما أن وفاة الشريك أو الحجز عليه أو منعه من مباشرة التجارة أو انسحابه أو عزله لا ينتج عنه انحلال الشراكة، ولكنها تختلف عند شركة المساهمة في كونها تجمع بين شركاء متضامنين وشركاء موصون.

(1) موسوعة الجزيرة _ ما الشركة القابضة - www.aljazeera.net/ency clopedia/ economy_ 28/05/2019

لم يقر المشرع الجزائري بتعريف هذا النوع من الشركات في المرسوم السالف الذكر، ولكن لم يتوانى الفقه في تعريفها حيث ذكر أنها شركة تشمل فئتين من الشركاء.

- شركاء متضامنون لديهم صفة التاجر حيث لا يقل عددهم عن اثنين، يحق لهم دون سواهم القيام بأعمالهم الإدارية وهم مسؤولون بصفتهم الشخصية وبوجه التضامن على إلغاء ديون الشركة.

ليس لديهم صفة التاجر شركاء مساهمون، لا يقل عددهم عن ثلاثة يقدمون نسبة محددة من المال ولا يلزم كل منهم إلا في حدود النسبة التي ساهما بها في رأس المال.

المطلب الثالث: التقنيات ذات طابع القانوني الأساسي:

1- الأسهم بحق التصويت المتعدد: (المضاعف) Les Action a droit de vote double مبدئياً

لشركات المساهمة يتم إدارتها عن طريق مبدأ التناسبية "سهم واحد_ صوت واحد"، سهم واحد بحق تصويت مضاعف هو ميكانيزم قانوني اختياري (القانون الأساسي) متاح للشركة والذي هو يتناقض مع المبدأ السالف الذكر، حيث يمنح بعض المساهمين صوتين عن كل سهم في اجتماعات الجمعية العامة بدل من صوت واحد كمكافئة لهم بسبب وفائهم للشركة نظراً لامتلاك أسهم الشركة لمدة لا تقل عن السنتين أو بسبب أنهم مساهمين قدامى ومرجعيين في تكوين رأس المال الاجتماعي للشركة حيث يسمح هذا النوع من الأسهم بزيادة السلطة بالنسبة لمالكها من دون أن تكون لهم الأغلبية في رأس المال كذلك يساهم هذا الميكانيزم في تدعيم المساهمين المهتمين بمعالم المؤسسة على المدى الطويل، و يكبح المساهمين الذين يبحثون عن الربح في المدى القصير.

في فرنسا مثلاً ظهر قانون فلورنج " loi de florange " 2014 - 384 حيث تم استلهاه من حالة

شركة Arcelor Mittal تم اعتماده ابتداء من تاريخ 3 أبريل 2016 حيث يحث على مبدأ حقوق

التصويت المضاعف لأسهم الشركات الفرنسية المدرجة في البورصة والمملوكة على الأقل لمدة سنتين.⁽¹⁾

لم يحضى هذا القانون بالقبول من طرف كل الشركات المدمجة في مؤشر CAC 40 مثل شركة :

legron, credit Agricole, BNP paribas , Atos, Airliquide

هذا رغم أن بعض الشركات كانت تعتمد هذا المبدأ منذ عدة سنوات مثل:

(1972) Bouygues. (1968) Publicis. (1986) pernod_ Ricard

عادة ما يستخدم هذا النوع من الأسهم بكثرة في الشركات العائلية حيث يدعم أكثر السلطة العائلية على الشركة.

⁽¹⁾-www.agefi.fr/site/.../ pour un limitation _des_droit_de_vote_double _PDF.

2- الأسهم التي لها الأولوية الإرباح الموزعة دون حق التصويت :

على عكس ما تم التطرق إليه سابق فيما يخص الأسهم ذات التصويت المتعدد (المضاعف) فإن هناك الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت.

حيث تعود نشأة هذا النوع من الأسهم إلى مشكلة عملية مفادها أن في شركات المساهمة فئتين من الشركاء، شركاء غايتهم الحصول على الأموال و الفوائد المترتبة عند الأسهم وهم مؤجري الأموال كونهم الشركاء يمكنهم عدم حضور الجمعيات العامة، والفئة الثانية همهم الأول مراقبة الشركة حتى ولو لم يكن لهم الأغلبية في رأس مال الشركة.

عملت التشريعات لمواجهة الحالة الأولى على إصدار أسهم ذات أرباح بالأولوية دون الحق في التصويت، وبذلك نزلت حق التصويت من الفئة الأولى مقابل زيادة حقوقهم المالية، وإعطاء فعالية أكثر للفئة الثانية بمنحها عدد إضافي من الأصوات لتمكينها من اتخاذ القرارات لإدارة الشركة.⁽¹⁾ في هذه الفئة من الأسهم بمجرد إسقاط الحق في الأولوية في الأرباح الموزعة يقوم الحق في التصويت مباشرة.

شروط الإصدار: إن عملية الإصدار لهذه الفئة في الأسهم الممتازة يجب أن تخضع لشروط معينة يجب احترامها وهي كالتالي:

- مبلغ الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت المصدرة، يجب أن يكون أقل من 25% من (رأس المال) الاجتماعي للمؤسسة بعد الإصدار المتضمن هذا النوع في الأسهم.
- رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدراء العاملون ليس لهم الحق في الاكتتاب في هذا النوع من الأسهم.
- يجب أن تكون المؤسسة المصدرة لهذا النوع في الأسهم قد حققت أرباحا موزعة خلال السنتين السابقتين لهذا الإصدار.
- في حالة وقوع المؤسسة في أزمة مالية والتي قد ينتج عنها عجزها عند دفع الأرباح لمستحقيها وبالتالي يصبح من حملة هذه الأسهم التمتع بحق التصويت، وإذا حدث ذلك فإنه يمكن أن يؤثر على جغرافيا رأس مال الشركة ومن ثم ميزان القوة داخل الجمعية العمومية ومجلس الإدارة .

⁽¹⁾-V.George Ripert. René Roblot. Traité de Droit Commercial. Par Michel. Germain. Tome 1_ Volume 2 Les sociétés commercial 18eme édition LGDJ,2002,p324.

يمثل هذا النوع من الأسهم شكل من أشكال التمويل حيث تلجأ إليه الشركات التي يسعى المساهمين المرجعيين فيها إلى تجنب تمبيع السيطرة (السلطة) والذي يمكن أن تقع فيه في حالة إصدارها أسهم عادية جديدة.

3- شهادات الاستثمار:

تعتبر شهادات الاستثمار نوعا جديد من القيم المنقولة والتي تقوم بإصدارها شركات المساهمة، حيث تقوم شهادات الاستثمار على أساس ما يسمى بتقنية تجزئة الأسهم (démembrement des actions) والتي تقوم بتقسيم مكونات السهم العادي إلى نوعين من الحقوق:

- **الحقوق المالية** : حيث تمثل مجموع الحقوق المالية المرتبطة بامتلاك السهم العادي. فباعتبار أن السهم سندا للشريك فينصب حقه عليه، كما يعطيه الحق في المساهمة في زيادة رأس مال الشركة والحق في استرجاع حصته عند حل الشركة والمتبقي من التصفية وحق الأفضلية في الاكتتاب، وبصفة عامة الحق في المشاركة في النتائج المالية للشركة (الحق في الأرباح، الحق في الاحتياطات) حيث تسمى هذه الحقوق المالية بشهادات الاستثمار Certificat d'investissement.

- **الحقوق غير المالية**: وهي التي تجسد مجموع الحقوق السياسية التي تعود لحامل الأسهم العادي، وتتجلى أساسا في الحق في التصويت وكل ما يمهد له (الحق في الاطلاع على الوثائق والتقارير ونصوص مشاريع القرارات والحق في الإعلام الخ) ويسمى هذه الحقوق الغير مالية بشهادة حق التصويت (CDV)

حيث أصبحت الشركات تحصل على الأموال عن طريق إصدار شهادات استثمار يكتتب فيها مستثمرين خارجيين وبالمقابل توزع شهادات حقوق التصويت المقابلة لها على قداماء المساهمين.

تأخذ شهادات إسمية لا يجوز التنازل عنها أصلا رغم أنها تمثل جزء من الأسهم، فهي غير قابلة للتصرف فيها كونها تمثل حقوق غير مالية، وبالتالي يمكننا أن نستخلص أن شهادات الاستثمار تعتبر تقنية تساعد المساهمين المرجعيين في الحفاظ على مركزهم في الشركة.

- خصائص شهادات الاستثمار:

تمتاز شهادات الاستثمار لمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي :

- تحول الأرباح والخسائر دون المشاركة في الإدارة .

- يستوفى جملة شهادات الاستثمار نصيبهم من موجودات الشركة بعد تصفيتها قبل إستيفاء أصحاب أسهم رأسمال الشركة.

- أصحاب شهادات الاستثمار لهم الحق في ناتج التصفية ولا يسبقون دائني الشركة.
 - لا يمكن لحامل شهادة الاستثمار أن يكتسب الحقوق الغير مالية (حق التصويت) على خلاف الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق تصويت حيث يسقط الحرمان من التصويت بمجرد عدم الحصول على الأرباح.
 - يكون حق الأفضلية لحملة شهادات الاستثمار في الاكتتاب في شهادات الاستثمار الجديدة الصادرة بمناسبة زيادة رأس المال بضم الاحتياطات دون أن يكون لهم الحق في التصويت.
 - يكون لحملة شهادات الاستثمار حق الأفضلية عند إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وهنا يصبح لهم الحق في الاطلاع على الوثائق الرسمية لإدارة الشركة مثلهم مثل المساهمين.
 - لا يجتمع مالكي شهادات الاستثمار بقوة القانون في جماعة، و إنما يجب عليهم الاجتماع في جمعية خاصة تخضع للقواعد المتعلقة بالجمعية العامة غير العادية للاتفاق على التخلي عن الأفضلية في الاكتتاب.
- 4- تسقيف حقوق التصويت:** يقصد بعملية تسقيف حقوق التصويت الخروج عند القاعدة العامة والتي تعتمد مبدأ لكل سهم صوت، حيث أجازت القوانين الخاصة بالشركات التعديل في القوانين الأساسي للشركات للتمكن من تسقيف حقوق التصويت، حيث يصبح من غير الممكن أن يجوز أحد الشركاء على ما يفوق عدد معين من حقوق التصويت أو نسبة معينة من حقوق التصويت المتاحة في الشركة ككل (100 صوت مثلا أو 10% من الأصوات) هذا مهما يكون عدد الأسهم التي يجوز عليها ، وقد تكون حقوق التصويت بشكل متناقض بصورة نسبية بالمقارنة مع عدد الأسهم (مثلا 100 سهم الأولى لديه 100 صوت ، 100 سهم المواليد لديه 50 صوت، 100 سهم التي تلي، لديه 25 صوت).
- غالبا ما تستعمل هذه التقنية كمكمل للأموال الخاصة الاختيارية.
 - وتستعمل للحد من هيمنة المساهمين الذين يحوزون على أكبر عدد من الأسهم على صنع القرار.
- المطلب الرابع: الاستراتيجيات العائدة للسياسة المالية:**
- يهدف المساهمون في المؤسسة إلى تعظيم ثروتهم وهذا ما يتجلى في مجموعة من الاستراتيجيات الهادفة للاحتماء من محاولات السيطرة العدوانية التي من الممكن أن تتعرض لها الشركة وتتمثل هذه الاستراتيجيات في:

1- رفع رأس المال المخصص لفئة معينة:

المساهمين في الشركة يسعون دائما إلى تدعيم مركزهم المالي والسياسي في الشركة وبما أن القوانين الأساسية للشركات تسمح برفع رأس مال فئة معينة من الشركاء لتقوية سيطرة هذه الفئة على تركيبة ملكيتها وجغرافية رأس مالها، لكن لن يتم ذلك إلا في ظل توفر مجموعة من الشروط منها ضرورة تخلي المساهمين الحاليين على الحقوق التفضيلية للاكتتاب (DPS) كما يجب أن يتم قرار رفع رأس المال لفئة معينة من قبل الجمعية العامة الاستثنائية بحضور ثلثي الأصوات بالإضافة إلى تقديم محافظ حسابات الشركة لرأيه في هذه العملية وسعر إصدار الأسهم العادية الجديد والذي يجب أن يكون أعلى من سعر سهم الشركة في السوق.

هذه الشروط ضرورية باعتبار أن بعض المساهمين المرجعيين قد يستخدمون هذه العملية في تميع رأس مال أقلية المساهمين وهذا لضمان المعاملة المتكافئة للمساهمين و حماية حقوق الأقلية منهم.

2- الاندماج:

هو ضم شركتين قائمتين أو أكثر من قبل، إما باندماج أحدهما في الأخرى أو بتأليف شركة جديدة تندمج فيها الشركات القائمة ويتضح من التعريف أن الاندماج نوعين الأول باندماج شركة مساهمة في شركة أخرى والثاني اندماج شركة المساهمة في شركة جديدة مزعم إنشاؤها⁽¹⁾.

-قد تعتمد إدارة الشركة المستهدفة للسيطرة لإجراء دفاعي يتمثل في امتلاك شركة أخرى وتمويل العملية من أموال مفترضة، هنا يصبح حجم الشركة المستهدفة أكبر شكل قد يصعب على شركة أخرى امتلاكها هذا إلى جانب الرفع المالي قد يكون كبيرا يجعلها أقل جاذبية⁽²⁾.

فاندماج الشركة مع شركة أخرى قد يكون أثره يشبه الأثر الذي تتركه عملية رفع رأس المال لفئة معينة من المساهمين لكن هذه العملية قد تشكل خطورة غير متوقعة على المساهمين لكن هذه العملية قد تشكل خطورة غير متوقعة على المساهمين من التحالف القائم في الشركة بحيث أن الوافدين الجدد قد يعتمد إلى أحداث انقلاب السيطرة على الشركة بصفة منفردة بعدما يحصلون على وزن تصويتي يسمح لهم بالتحكم في قرارات الجمعية العامة للمساهمين.

(1): مصطفى كمال طه، أساسات القانون التجاري دراسة مقارنة الأعمال التجارية المؤسسة التجارية، الملكية الصناعية، طبعة أولى منشورات الحلبي الحقوقية لبنان 2006 ص 524.

(2): منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق، ص15.

3- تملك العاملين و إشراكهم في النتائج:

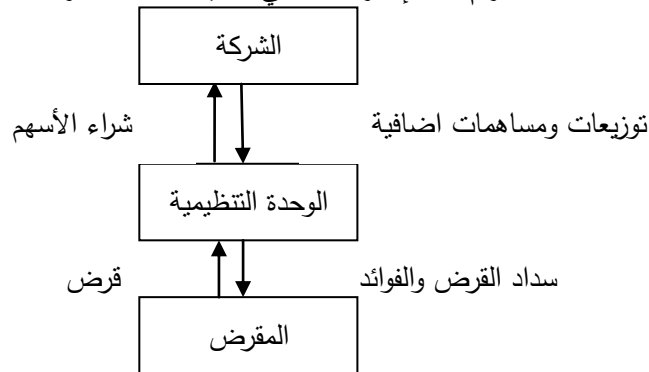
بإمكان الشركة أ تزيد أو ترفع من رأس مالها وهذا بالسماح للعاملين فيها من غير المساهمين أ يصبحوا مساهمين.

والغاية من وراء ذلك هو حصول الشركة على الأموال التي تحتاجها بدلا من أن تلجأ إلى مصادر تمويل أخرى.

فالأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة ففي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين فيها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة.

يخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرض لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها. وقد يكون من الملائم في هذا الصدد كشف اللثام عن كيفية تمويل شراء تلك الأسهم لعله يفيد عند التفكير في تطوير خطة المشاركة للعاملين في ملكية الشركة وفقا لهذه الخطة تقوم وحدة تنظيمية مختصة نيابة عن العاملين بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدامه حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية أو حصة في رأس مال الشركة التي يعملون فيها، ويتم خدمة القرض من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، كما قد تتم خدمته من مساهمة مالية إضافية تقدمها الشركة المعنية وذلك في حدود 25% من إجمالي مرتبات العاملين، لتشجيع الشركات على تقديم تلك المساهمات، فقد قضى التشريع بأن تخصم تلك المساهمات المالية من الإيرادات قبل حساب الضريبة شأنها في ذلك شأن التوزيعات على أسهم العاملين⁽¹⁾.

الشكل رقم 3: الإطار الأساسي لتنفيذ خطة المشاركة



المصدر: إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، ص 41.

(1) - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، طبعة 2، منشأة المعارف، الاسكندرية 1998، ص 40، 41.

تهدف هذه الاستراتيجية إلى خلق دافعية للعمل ورفع الأداء لدى العمال باعتبارهم يتحملون نتيجة أداء الشركة في الأخير كما أن الأسهم المملوكة للعمال في الشركة تعتبر عامل استقرار في هيكل الملكية إذ من المتوقع أن يتحالف المساهمين المرجعيين مع العمال لدرء الخطر في حالة تعرض الشركة لمحاولات سيطرة عدوانية من خلال استخدامهم لحقوق التصويت التي يمتلكون في إطار هذه المخططات.

4- استخدام الصكوك المالية المستحدثة:

تعتبر الصكوك المالية المستخدمة من أهم الاستراتيجيات المعتمدة من طرف الشركة كوسيلة للحصول على التمويل و كأداة لمواجهة مخاطر رفع رأس المال.

أ- استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب DPS:

الحقوق التفضيلية للاكتتاب هي أوراق مالية قابلة للتداول تعطي لحاملها أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة عند اعتماد الزيادة في رأس المال، وهو حق مكتسب لجميع المساهمين المسجلين في سجلات الشركة نهاية يوم انعقاد الجمعية العامة غير العادية ويعطي كل حق لحامله الأحقية في الاكتتاب بسهم واحد جديد.

وهذا الحق يسمح لصاحبه بالحفاظ على وزنه في رأس مال الشركة لكن وبما أن المشاركة في رفع رأس مال الشركة ليس إلزاما فسيتمكن المساهمين الذين لا يرغبون في الاكتتاب من بيع حقوقهم في السوق، أما أولئك الذين يرغبون في الحصول على حقوقهم التفضيلية فسيشترون جميع الأسهم الجديدة التي يحق لهم الحصول عليها من الحصة المصدرة، أما الذين لا يمكنهم الدفع نقدا فسيشترون جزء من الأسهم التي يمكنهم المطالبة بها وسيبيعون البقية لتمويل عملية شراء الأوراق المالية.

لكن الحقوق التفضيلية التي يتم إدراجها يمكن أن يتغير سعرهم لأن جميع المساهمين القدامى لا يشاركون بالضرورة في رفع رأس مال الشركة فيلجئون إلى بيع حقوقهم التفضيلية.

يلجأ المساهمين القدامى إلى هذه الاستراتيجية لحماية مركزهم المالي والسياسي على مستوى الشركة ولتجنب، آثار التمييع التي قد تتعرض لها الشركة في حالة الرفع من رأس مالها بضم مساهمين جدد.

ب- استخدام السندات القابلة للتحويل:

السندات القابلة للتحويل هي تلك السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية وعادة ما تكون هذه السندات قابلة للاستدعاء بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية⁽¹⁾.

(1) - منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات الجزء الثالث، المكتب العربي الحديث للتوزيع، الاسكندرية، سنة 2014، ص 644.

ومن المتوقع أن تكون القيمة السوقية للسند القابل للتحويل أعلى من قيمة التحويل وقت الإصدار وإلا قام مشتري ذلك السند بتحويله إلى أسهم بمجرد شرائه من الشركة، و يمثل الفرق علاوة التحويل. ونضيف نقطة أخرى هو أن تحويل هذا السند يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم العادية مما يعرض الملاك القدامى إلى مخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكون مخاطر، غير أن عليهم أن يدركوا أن الانخفاض الذي يطرأ على ربحية السهم العادي نتيجة لزيادة عدد الأسهم، يعوضه ولو جزئياً زيادة في تلك الربحية نتيجة لزيادة صافي الربح المتاح لحملة تلك الأسهم، إذ لن تكون هناك فوائد يدفع لحملة السندات، و يضاف إلى ذلك أن التخلص من السندات القابلة للتحويل هي بطبيعتها ذات دخل ثابت، يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم لينخفض معدل العائد المطلوب للاستثمار فيها وهو ما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية لتلك الأسهم ويعوض بالتالي الملاك القدامى ولو جزئياً عن الانخفاض الذي قد طرأ على قيمتها نتيجة زيادة عددها⁽¹⁾.

ويمكن القول أن اللجوء إلى السندات القابلة للتحويل كمصدر من مصادر التمويل في المؤسسة قد يكون الحل خاصة إذا كانت الشركة ترغب في تخفيض مديونيتها وما ينجر عنها من مخاطر، إلا أن ذلك قد يترتب عليه بالإضافة إلى مخاطر انخفاض ربحية السهم تمبيع للسلطة داخل الشركة بحيث يزداد عدد المساهمين وهو ما يؤدي إلى اتساع دائرة اتخاذ القرار، وهو ما لا يرغب فيه المساهمين القدامى.

ج- استخدام السندات القابلة للاستبدال:

لا تختلف السندات القابلة للاستبدال التي استحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1986 عن السندات القابلة للتحويل إلا في أن الأسهم محل الاستبدال بالسند هي لشركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند، وكما هو الحال في السندات القابلة للتحويل فإن سعر الاستبدال ومعدل الاستبدال يتحددان وقت إصدار السندات، يضاف إلى ذلك أنهما يتماثلان في أن معدل الكوبون على السند عادة ما يكون منخفض مقارنة بسند مثير غير قابل للاستبدال، يضاف إلى ذلك أن الشركة التي تصدر مثل هذه السندات عادة ما تتميز بمركز مالي قوي، ولا تواجهها أي صعوبة في إصدار سندات تقليدية، وبالطبع لا يتوقع أن تصدر الشركة تلك السندات، ما لم يكن تحت تصرفها عدد من أسهم الشركة الأخرى التي يمكن أن تستبدل بها تلك السندات⁽²⁾.

(1): منير ابراهيم هندي ، المرجع السابق، ص645

(2): نفس المرجع، ص657-658.

فقد تعتمد الشركة إلى إصدار مثل هذه السندات سعياً منها لتقليص ديونها و التزاماتها اتجاه الدائنين وما ينجم عنها من مخاطر، في مقابل ما تمتلكه من أسهمها في شركة أخرى، لكن ما يضاف على هذه الاستراتيجية فقدان الشركة للسيطرة على الشركة محل استبدال الأسهم خاصة إذا كانت هذه الأخيرة من الشركات المنافسة في السوق.

د- استخدام السندات الواجبة التسديد بالأسهم:

هذه السندات تتبع نفس المنطق الذي تقوم عليه السندات القابلة للتحويل إلا أن هذه السندات تختلف عن السندات القابلة للتحويل في كون حاملها يملك حق الاختيار بين تحويل سنده إلى سهم أو أسهم من عدمه، أما السندات الواجبة التسديد بالأسهم فيجب على حاملها القيام باسترداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق في شكل سهم عادي، حيث تؤدي هذه الصكوك المركبة أي هذه السندات إلى تخفيض تكلفة الاستدانة و تأجيل أثر التمييع كما قد تستخدم كدرع واقٍ في حالة العروض العامة للشراء من خلال الاكتتاب فيه من طرف مساهمين أصدقاء.

هذه الصكوك أو السندات تمنح لحاملها الاستفادة من الفوائد المضمونة في انتظار انتعاش نشاط الشركة وازدهارها للحصول على توزيعات الأرباح وفوائض القيم.

هـ- استخدام الأسهم بوصولات الاكتتاب:

تهدف الشركة من وراء إصدارها هذا النوع من الصكوك الاختيارية إلى تحقيق العديد من المزايا وهي كما يلي⁽¹⁾

❖ **تحسين سيولة السندات و الأسهم الممتازة :** حيث يسمح إرفاق السندات و الأسهم الممتازة بهذا الصك إلى زيادة جاذبيتها لدى المستثمرين فهي من جهة تعطيهم الأمان بصفتهم حملة سندات أو أصحاب أسهم ممتازة، يتقاضون عائد ثابت ويتقدمون على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس بالتصفية، كما تسمح لهم بالتحويل إلى مساهمين في حالات ازدهار ونمو الشركة وذلك من خلال تنفيذ خيار الشراء الذي ينطوي عليه الصك ، ومن تم تحقيق فوائد رأس مالية من وراء ارتفاع القيمة السوقية للأسهم عن سعر التنفيذ المحدد مسبقاً وعوائد إيرادية نتيجة الأرباح الموزعة.

(1)- د. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحدي، الاسكندرية، 2014، ص 363،364.

- ❖ **تخفيض تكلفة التمويل:** وذلك نتيجة قبول المستثمرين الاكتتاب في السندات والأسهم الممتازة التي تتضمن هذا الصك، بمعدل الكوبون منخفض لاسيما بالنسبة للشركات الصغيرة ذات الآفاق الواعدة والمخاطر المرتفعة والملزمة برفع معدل الكوبون على سنداتهم في حالة عدم تقديم ضمانات إضافية وإرفاق السندات بهذه الصكوك يمكن اعتباره نوع من الضمانات المقدمة من طرف الشركة المصدرة.
- ❖ **توفير الأموال عند الحاجة وبرمجتها وفقا لمتطلبات النمو :** في هذه الخاصية يتجلى الابتكار الذي قدمته الهندسة المالية في إطار تقديمها لهذا المنتج ، إذ من المنطقي ألا يقوم حملة السندات أو الأسهم الممتازة المتضمنة لهذه الصكوك بتنفيذها إلا إذا كانت القيم السوقية للأسهم العادية أعلى بمقدار كافي من سعر التنفيذ المحدد مسبقا وهي الحالة التي تتماشى مع حالة الازدهار والنمو في الشركة واحتياجها للتمويل، أما في حالة غياب النمو في الشركة فهي في هذه الحالة لا تحتاج إلى تمويل إضافي فلا يضرها عدم إقدام حملة الصكوك على تنفيذها وشراء أسهم جديدة.
- ❖ **تجنب تكاليف الإصدار :** إذ يسمح الإصدار المسبق للسندات والأسهم الممتازة التي تتضمن صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة بتجنب تكاليف الإصدار التي تشكل إحدى المحددات الأساسية في قرار اللجوء إلى صيغة التمويل بالعرض العام للادخار، ففي هذه الحالة يتم الحصول على التمويل من مستثمرين مستعدين مسبقا لشراء أسهم الشركة ولا داعي للجوء إلى بنك الاستثمار لتصرف الإصدار.
- ومادنا بصدد منتجات الهندسة المالية التي يجب أن تتوفر فيها خاصية تقديم مزايا غير عادية للشركة المصدرة والمستثمرين في الأسواق، لا بد أن تنطوي هذه المنتجات على مزايا عديدة للمستثمر فضلا عن تلك المقدمة للشركة المصدرة وتكمن هذه المزايا في ما يلي:
 - الصكوك المرافقة للسندات أو الأسهم الممتازة تعطي لحاملها ميزات الاستفادة من ارتفاع قيمة السهم العادي للشركة المصدرة وذلك دون المساس بتمتعه أيضا بالمزايا التقليدية المرتبطة بحياتها والأهم في ذلك هو عدم تعرضه إلى مخاطر انتقال الثروة من الدائنين إلى المساهمين الذي يمكن أن تحدثه بعض القرارات المالية.
 - في حالة قابلية الصكوك للتداول بصورة مستقلة يسمح بيع الصك لوحده لحامله بتحقيق عائد مرتفع نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم مقارنة بسعر التنفيذ.

- وكذلك من المزايا الإبداعية المرتبطة بهذا المنتج المبتكر انه وعلى عكس عقود الخيارات يمكّن الشركة المصدرة له من دفع حملة الصكوك إلى تنفيذها في الوقت الذي يناسبها ودون انتظار تاريخ التنفيذ وذلك باستخدام الآليات الثلاث التالية:

- اعتماد سياسة توزيع سخية تمكن من رفع مستوى التوزيعات ومن ثم ترغيب حملة الصكوك في تنفيذها والاستفادة من التوزيعات.
- تضمين الصك، حق الشركة في رفع سعر التنفيذ.
- تعديل فترة التنفيذ وجعلها أقصر بما لا يسمح لحملة الصكوك بالانتظار بغية تحقيق عوائد إضافية.

خلاصة الفصل:

الأدوات المستحدثة للهندسة المالية تستعمل لتجاوز الالتفاف على مخاطر رفع رأس المال في الشركة هذه المخاطر المتمثلة في تمييع رأس المال وتمييع السلطة _ فالاندماج بين شركتين أو أكثر يعتبر من بين الحلول لرفع رأس المال كفيل بخلق شركة جديدة أكبر حجماً و أكثر صموداً في ظل المخاطر المختلفة.

كما قد تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى تخصيص جزء أو الكل من قيمة الزيادة في رأس مالها لفئة معينة من المساهمين أو مستخدميها ومسيريهها وهذا للحفاظ على الاستقرار السياسي داخل المؤسسة. بالإضافة إلى تلك الأسهم التي تصدرها بحق تصويت متعدد أو مضاعف لدعم مركز القرار داخلها أو العكسي عندما تصدر أسهم للاكتتاب العام دون حق التصويت وغيرها من التقنيات المستحدثة التي تضطر الشركة لاستخدامها في مسعى منها لرفع رأس مالها بدون أي آثار مالية و سياسية سلبية على مستقبل الشركة.

الفصل الثالث :

واقع استخدام الهندسة المالية
في إدارة مخاطر رفع رأس المال
في شركة رونو

تمهيد:

بعد ما تم التطرق في الجانب النظري من الدراسة إلى كل من الإطار النظري العام لمختلف المفاهيم المتعلقة بموضوع البحث استخدامات مختلف منتجات وتقنيات الهندسة المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية، يأتي الفصل التطبيقي كمحاولة لإسقاط ما تم التوصل إليه نظريا على شركة رينو و المسعرة في بورصة باريس والمتضمنة في مؤشر CAC40. وعليه سوف نتناول في هذا الفصل دافع استخدام الهندسة المالية من طرف المساهمين المرجعيين في شركة رينو من أجل إدارة مخاطر تجميع رأس المال والسلطة في الشركة (شركة رينو) والمتضمنة في مؤشر CAC40 والمندرج في بورصة باريس.

المبحث الأول: تقديم شركة رينو

قمنا بأخذ شركة رينو كعينة لدراسة كيفية استخدام مختلف تقنيات الهندسة المالية لإدارة المخاطر المتعلقة برفع رأس المال.

المطلب الأول: التعريف بشركة رينو

رينو هي شركة فرنسية لصناعة السيارات والشاحنات والحافلات والجرارات.... وتعد رينو رابع شركة في العالم في الوقت الحالي لصناعة السيارات، حيث تمتلك شركة داسيا DACIA الرومانية، سامسونج SAMSUNG الكورية، وأثوفاز الروسية، نيسان اليابانية. هذه الشركة معروفة بتصاميمها العصرية للسيارات وسيارات السباق.

_ الفروع الرئيسية لشركة رينو: حيث ينقسم رينو إلى مجموعة من الفروع الرئيسية (الملحق رقم 1)

المطلب الثاني: نشأة وتطور شركة رينو :

بدأ العمل بشركة رينو سنة 1898 باسم "Société Renant Frere" بواسطة لويس رينو وشقيقه مارسيل وفرناند و أصدقائه تم صناعة أول سيارة " Voiturette 1cv" حيث حققت نجاحات خاصة في سباقات السيارات ووصلت رينو بعد الانتقال إلى صناعة سيارات الأجرة والحافلات وسيارات الشحن التجارية.

وفي سنوات ما قبل الحرب العالمية الأولى وأثناءها 1914 _ 1918 تشعبت صناعات رينو إلى الطائرات والمركبات العسكرية مثل الدبابات (FT_17) حيث ساهمت هذه الصناعات في انتصار الحلفاء في الحرب ورفعت أسهم الشركة وأصبحت رينو الشركة رقم 01.

تطورت مبيعات رينو و واصلت التألق رغم بعض المشاكل التي واجهتها خاصة بعد الحرب العالمية الثانية حيث أصبحت شركة وطنية، وقامت بإجراء جمل التحديثات على مصانعها ومعداتنا، وواصلت رينو توسعها الدولي بموديلات جديدة للسيارات، كما حققت الشركة نتائج باهرة في سباقات الرالي إلى غاية نهاية الثمانينات وبداية التسعينات حيث حاولت الشركة الاندماج مع شركة فولفو Volvo لكنها تراجعت عن ذلك وحصلت على حصة في شركة NISSAN عام 1999 وواصلت الشركة الابتكار وتجديد مجموعة السيارات وعزز تحالف رينو ونيسان في مواصلة تطوير أشكال جديدة للتعاون مع اقتناء سيارات سامسونج وشركة السيارات DACIA داسيا.

استلم كارلوس غوصن رئاسة رينو وبالطبع نيسان بحكم التحالف بين الاثنتين ونجح في تنفيذ خطة 2009 في جعلها أكثر الشركات الأوروبية ربحية وواصلت رينو هجومها مع إطلاق ميغان Mégame الجديدة والشروع في تنفيذ العديد من المبادرات المتعلقة بالمركبات الكهربائية.

حققت رينو سنة 2011 أكبر حجم مبيعات حيث وصل إلى 2.5 مليون سيارة ولأول مرة خارج أوروبا في البرازيل وروسيا والهند كما تم بيع أسهمها المملوكة لدى شركة AB_VOLVO.

يسعى مجمع رينو جاهدا إلى تزويد المساهمين و المستثمرين بمعلومات تمتاز بالدقة و الشفافية و الانتظام و ذلك بغرض مساعدتهم على فهم الأنشطة و الاستراتيجيات التي تؤدي إلى تقييم عادل للشركة في السوق، يجري مجمع رينو حوار مفتوح مع الممثلين الماليين و غير الماليين. مديري المحافظ وكالات التصنيف المالية و الغير مالية و المساهمين الأفراد، و ذلك بهدف إقامة علاقات طويلة الأجل مبنية على الثقة و المصادقية

خلال كل سنة يلتقي المدير المالي و فريق العلاقات مع المستثمرين مع المجتمع المالي خلال حملات اشترك المساهمين، اجتماعات فردية مؤتمرات " Capital market day و Field trips" خلال سنة 2018 تنظيم خرجتين ميدانيتين الأولى في روسيا لعرض استراتيجية المجمع مع شركة AVTOVAZ والثانية من أجل اكتشاف استراتيجيات المجمع في البرازيل.

المطلب الثالث: الأهداف الاستراتيجية لشركة رينو

أعلنت مجموعة رينو Groupe Renault عن خطتها الدولية الجديدة لفترة ست سنوات والتي تحمل عنوان Drive the future وتهدف إلى تحقيق إيرادات سنوية تزيد عن سبعين مليار يورو والوصول إلى هامش تشغيلي للمجموعة بأكثر من 7% بنهاية الخطة مع أساس يبلغ 5% إضافة إلى

التمتع بتدفق نقدي حر ايجابي في كل سنة، وتتناغم خطة Drive the future مع رؤية مجموعة رينو المتمحورة حول توفير سبل التنقلية المستدامة للجميع، اليوم وغدا.

- تشهد "رينو" شعبية متنامية مع تحقيق على مدى خمس سنوات الماضية، ولقد قامت رينو ببيع 491 ألف مركبة في إفريقيا، الشرق الأوسط، الهند خلال 2016.

وتحت الخطة الاستراتيجية الجديدة تسعى العلامة التجارية الفرنسية الرائدة بقطاع السيارات إلى بيع ما يزيد عن 800 ألف مركبة بحلول 2022.

وفقا لخطة Drive the future، تتوقع مجموعة رينو نمو حجم المبيعات الدولية بنسبة تفوق 40% لتصل إلى أكثر من 5 ملايين مركبة مقارنة مع 3.47 مليون مركبة تم بيعها في عام 2016 وذلك مع توسيع الشركة لمجموعة منتجاتها شاملة المركبات التجارية الخفيفة (LCV) والمركبات الكهربائية الجديدة منعدمة الانبعاثات إضافة لتعزيز نجاح مجموعة منتجات التداخل الدولي الموجودة لديها، علاوة على هذا ستسهم الخطة في تعزيز عمليات الأبحاث والتطوير مع تحقيق وفورات انتاج الحجم الكبير على المستوى الدولي لتحالف رينو_ نيسان_ ميتسو بيشي. (RUNAULT_ NISSAN_)

الذي يعد الأكبر عالميا بقطاع السيارات في الوقت الذي يتم فيه الحفاظ على النظام المالي وكفاءة التكلفة سوف تركز خطة Drive the future على الأسس القوية لخطة مجموعة رينو الأخيرة تحت عنوان Drive the change والتي أدت إلى تحقيق نمو قياسي مع أرباح تشغيلية قياسية وتعزيز التعاون المكسب جراء التحالف مع نيسان وتمكين قدرات مختلف المناطق أكثر، وتوسعة مجموعة المنتجات وتنوعها والريادة في قطاع المركبات منعدمة الانبعاثات في أوروبا.

حول هذا الموضوع قال كارلوس عسن، رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي لدى رينو: >> تعتبر مجموعة رينو اليوم شركة دولية متعافية متمتعة بالربحية وتتطلع بثقة نحو المستقبل وتتمحور خطة Drive the future حول تحقيق نمو قوي ومستدام عبر الاستفادة من الاستثمارات في مجموعة من المناطق والمنتجات الرئيسية والاستفادة من الموارد والتقنيات التي يوفرها لنا التحالف، إضافة إلى تعزيز مستوى قدرتنا التنافسية من ناحية التكلفة وعبر الدعم الذي نحظى به من الرجال والنساء العاملين في رينو سوف تطلق هذه الخطة الجديدة العنان لقدراتنا الكامنة في الابتكار والنمو ضمن قطاع يشهد تغيرات متسارعة.<<.

وتشمل هذه الخطة العناصر الرئيسية التالية:

- ❖ نمو دولي يتميز بالربحية: 21 مركبة جديدة من ضمنها 3 اضافات توسعة التواجد في روسيا عبر رونو، استثمارات في أفتوفاز (AVTOVAZ) لادا "LADA"
- ❖ تسريع الفرص في الصين، شركات استراتيجية جديدة بقطاع المركبات الكهربائية (EV) والمركبات التجارية الخفيفة (LCV)
- ❖ النظر في فرص الأسواق النامية مثل البرازيل الهند، ايران.
- كما توفر مستوى وتقنيات التحالف لدعم النمو ما يلي:
 - ❖ توفير انتاجي بقيمة 2 مليار يورو على مدى الخطة.
 - ❖ منصات مشتركة 80% من مركبات مجموعة رونو.
 - ❖ استثمارات الأبحاث والتطوير 18 مليار أورو على مدى ست سنوات مع تأثير مضاعف للتحالف.
 - ❖ الاتصال - مركبات متصلة 100% في الأسواق الرئيسية.
 - ❖ قيادة ذاتية - 15 مركبة ذاتية القيادة، خدمة تنقلية جديدة- المركبات المستعدة، خدمات التاكسي الآلي بنهاية الخطة.
 - إضافة إلى قوى مجموعة رونو الأساسية:
 - ❖ تعزيز مجموعة المركبات التجارية الخفيفة (LCV) على المستوى الدولي و أن تصبح لاعبا دوليا رائدا.
 - ❖ توسعة مجموعة مركبات إنتاج التداخل الدولي والتي تتمتع بنجاح حالي كبير لدى مجموعة رونو.
 - ❖ الريادة بقطع المركبات الكهربائية (EV_8) طراز بقابلية الشحن الكهربائي.
 - ❖ مصرف وخدمات أرسى أي RCI Bank And Servises لتعزيز مستوى ولاء العملاء وتوسعت نطاق الخدمات المتصلة وخدمات التنقلية
 - سوف تتضمن أيضا خطة Drive the future استثمارات في مجال التعزيز الرقمي لكافة أقسام الشركة وبمجال توظيف المهارات الجديدة وتطوير الكفاءات، كما ستعمل الخطة على تعزيز التنافسية التصنيعية وتحفيز البصمة الكربونية للشركة وتعزيز مستويات الاستدامة.⁽¹⁾

⁽¹⁾ -www.automea.com

المطلب الرابع: رأس مال شركة رونو:

بلغ رأس مال شركة رونو في 31 ديسمبر 2018 : 1126701902.04 أورو تتوزع على 295722284 سهم ب 3.81 أورو كقيمة إسمية للسهم الواحد.

كل الأسهم مكتتب فيها ومحركة ويمكن للجمعية العامة غير العادية وفي إطار الشروط القانونية المتفق عليها أن تقوم برفع أو تخفيض رأس مالها الاجتماعي وذلك بالسماح لمجلس الإدارة بالقيام بذلك مع حق التفويض بموجب الشروط المنصوص عليها في القانون لتنفيذ هذه العمليات.

ورغم هذا لم يكن هناك تغيير في رأس المال خلال خمس سنوات الماضية، حيث تعود آخر زيادة في رأس المال إلى 28 أبريل 2010، حيث تمت هذه الزيادة عن طريق الأسهم المخصصة لفئة معينة وهما شركتا نيسان فينونس (Nissan finance CO.LTD) حيث تم الاكتتاب كما يلي على التوالي:
1617775 سهم و 9167391 سهم . ب 3.81 أورو كقيمة اسمية للسهم.

_ تم تفويض مجلس الإدارة خلال اجتماع الجمعية العامة للمساهمين في 15 جوان 2018 لتنفيذ مختلف العمليات المالية والخاصة برفع رأس مال الشركة باستعمال الحقوق التفضيلية للاكتتاب (DPS) أو بدونها.

المطلب الخامس: التراخيص المتعلقة برفع رأس المال:

الجدول رقم 5: التفويضات والتراخيص الممنوحة من الجمعية العامة لمجلس مساهمي الشركة بالمسائل المتعلقة برفع رأس المال.

القرار	وصف التراخيص المقدمة من قبل مجلس الإدارة
القرار " 20" للجمعية العامة 2018	إصدار أسهم عادية أو أوراق مالية باستخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب (DPS) تسمح بالحصول على رأس المال. وهذا خلال مدة 26 شهرا أي إلى غاية صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2019 . الحد الأقصى لرفع رأس المال هو 350 مليون أورو أي ما يمثل 30% من رأس المال.
القرار 21 للجمعية العامة 2018	إصدار أسهم عادية أو أوراق مالية بدون حقوق تفضيلية عن طريق العرض العام للاكتتاب الذي يسمح بالحصول على رأس المال. وهذا خلال مدة 26 شهرا أي إلى غاية صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2019 . الحد الأقصى لرفع رأس المال هو 120 مليون أورو أي ما يمثل 10% من رأس المال.

<p>إصدار أسهم عادية أو أوراق مالية بدون الحقوق التفضيلية و الموجهة لفئة محددة. وهذا خلال مدة 26 شهر إلى غاية صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2019.</p> <p>الحد الأقصى لرفع رأس المال هو 60 مليون أورو أي ما يعادل 5% من رأس المال.</p>	<p>القرار 22 للجمعية العامة 2018</p>
<p>إصدار أسهم عادية أو أوراق مالية بدون حقوق تفضيلية كجزء من العرض العام الذي بدأته الشركة وهذا خلال مدة 26 شهر أي إلى غاية صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2019.</p> <p>الحد الأقصى لرفع رأس المال هو 120 مليون أورو حوالي 10% من رأس المال.</p>	<p>القرار 23 للجمعية العامة 2018</p>
<p>إصدار أسهم عادية أو أوراق مالية بدون حقوق تفضيلية من أجل تعويض المساهمات العينية المقدمة إلى الشركة. وهذا خلال مدة 26 شهرا أي إلى غاية صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2019.</p> <p>الحد الأقصى لزيادة رأس المال هو 120 مليون أورو أي حوالي 10 % من رأس المال.</p>	<p>القرار 24 للجمعية العامة 2018</p>
<p>زيادة رأس المال عن طريق دمج الاحتياطات أو الأرباح أو العلاوات وهذا خلال مدة 26 شهر أي إلى غاية صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2019.</p> <p>الحد الأقصى لسقف رأس المال المحدد هو 1 مليار أورو .</p>	<p>القرار 25 للجمعية العامة 2018</p>
<p>زيادة رأس المال المخصص لموظفي ومستخدمي الشركة أو الشركات التابعة لها وبدون حقوق تفضيلية. وهذا خلال مدة 26 شهرا أي إلى غاية صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2019.</p> <p>تم تحديد الحد الأقصى لرفع رأس المال بنسبة 1% من رأس مال الشركة.</p>	<p>القرار 26 للجمعية العامة 2018</p>

Source : Document de référence groupe Renault 2018

المبحث الثاني: واقع استخدام الهندسة المالية في شركة رونو:

يتطرق هذا المبحث إلى المنهج العلمي المستخدم في الدراسة التطبيقية، الفنية المدروسة، الإطار الزمني و المكاني كما سوف يتم توضيح التقنيات و الأدوات المستخدمة في الدراسة بالإضافة إلى الخطوات المتبعة، و بعد ذلك سوف يستخدم هذا الإطار المنهجي في وصف و تحليل واقع استخدام منتجات و تقنيات الهندسة المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال في شركة رونو المدرجة في بورصة باريس ضمن مؤشر شركات CAC40.

المطلب الأول: الإطار المنهجي للدراسة:

قبل عرض كيفية استخدام إدارة شركة رونو لتقنيات و منتجات الهندسة المالية للإدارة مخاطر رفع رأس المال، من المهم التطرق إلى الإطار المنهجي المعتمد في الدراسة التطبيقية سواء تعلق الأمر بمنهج الدراسة أو محاولات الدراسة.

1- منهج الدراسة:

من أجل معرفة واقع استخدام منتجات و تقنيات الهندسة المالية في شركة رونو المدرجة و المتضمنة في بورصة باريس ضمن مؤشر CAC40 و على ضوء التساؤلات التي تسعى الدراسة التطبيقية للإجابة عليها، تطلب الأمر الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي يستند على دراسة الظاهرة كما هي في الواقع العملي.

و يعتبر المنهج الوصفي التحليلي من أفضل الطرق لوصف الظاهرة المدروسة و تصويرها كميًا و كيفيًا عن طريق جمع معلومات مقننة من المشكلة و تصنيفها كما يتضمن هذا المنهج بأنه يقرب الباحث من الواقع و يسمح له ليس فقط بوصف الظاهرة المدروسة و استكشافها و إنما تحديد الروابط و العلاقات القائمة بين متغيراتها و تحليلها للوصول إلى استنتاجات حولها.

ومن بين المداخل العديدة للمنهج الوصفي التحليلي، و بسبب طبيعة الدراسة اعتمدنا على المدخل الوثائقي في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم استخراج المعلومات ذات الصلة من الوثائق المرجعية الصادرة عن شركة رونو.

2- مجالات الدراسة:

من أجل تأكيد أو نفي ما جاء في الخلاصات والمتوصل إليه في الجانب النظري من الدراسة، تمحور جانبها التطبيقي حول محاولة دراسة واقع استخدام منتجات و تقنيات الهندسة المالية من طرف شركة رونو المتضمنة أكثر من 20 فرعا عبر مختلف مناطق العالم كما يوضح الملحق رقم 1.

وعلى هذا الأساس يتمثل المجال المكاني في شركة رينو أما فيما يخص المجال الزمني فيتمثل في الفترة الممتدة من 2006 إلى 2008، حيث تم الاطلاع على الوثائق المرجعية لشركة رينو المصدرة في هذه الفترة وهو الأمر الذي سمح لنا باستخراج العديد من المعطيات التي مكنتنا من حساب أو استنتاج العديد من المؤشرات الدالة فيما يخص استخدام شركة رينو للهندسة المالية كأداة إدارة مخاطر رفع رأس المال.

المطلب الثاني : العهود بين المساهمين في شركة رينو:

يقوم المساهمين المرجعيين في شركة رينو بإبرام عقود بينهم و ذلك بغرض التحكم و السيطرة على اتخاذ القرارات في الشركة .

الجدول رقم 6: طبيعة العقد و الأطراف المشاركة في العهد ومدته

نوع العهد	أطراف العهد	مدة سريان العهد
الالتزام بالاحتفاظ بالأسهم Engagement de conservation	_ رينو Renault _ نيسان Nissan _ ديمر Dymler	10 سنوات
حق العرض الأول Droit de premier offre	_ رينو Renault _ نيسان Nissan _ ديمر Dymler	10 سنوات
الالتزام بعدم التنازل عن الأسهم في حالة العروض العدوانية	_ رينو Renault _ نيسان Nissan _ ديمر Dymler	10 سنوات

Source : Document de référence groupe Renault 2018

حيث أنه و في إطار التعاون الاستراتيجي الطويل المدى (Master Coopération Agrément) الممضى في 27 أبريل 2010 بين (Renault Nissan Dymler) حيث قام المساهمون بإبرام عهود بين بعضهم البعض في إطار تطبيق المادة (L 225_37_5) من القانون التجاري الفرنسي حيث كانت هذه العهود كما يلي:

1-الالتزام بالاحتفاظ بالأسهم: حيث يلتزم أطراف الالتزام بعدم التنازل عن أسهم الشركة خلال مدة معينة تسمى بفترة الالتزام مدتها 10 سنوات.

2- الحق في العرض الأول: حيث أنه في حالة رغبة شركة دايملر مثلا تحويل أسهمها في شركة رونو) إما عند إشهار فترة الالتزام بالاحتفاظ بها، أو خلال فترة الالتزام عندما تحصل على موافقة الأطراف الأخرى فإن شركة رونو تستفيد من حق العرض الأول حيث يسمح لها هذا الحق باقتناء كل الأسهم المرغوب في تحويلها من طرف ديملر و في حالة ما إذا لم تقوم شركة رونو بتنفيذ هذا الحق تستطيع شركة ديملر التنازل عن أسهمها طرف ثالث آخر بشرط أن يكون هذا الطرف من بين المنافسين لشركة رونو أو تقوم بطرحها في السوق.

3- الالتزام بعدم التنازل عن الأسهم في حالة العروض العامة العدوانية:

حيث أنه و بعد انتهاء مدة التعهد بالاحتفاظ بالأسهم لا تتمكن دايملر من بيع أسهمها عن طريق العرض العام، إلا إذا تمت الموافقة من طرف مجلس الإدارة و ينتهي هذا الالتزام عند فسخ اتفاقية التعاون الاستراتيجي الطويل المدى.

يتضح من خلال ما سبق كل المساهمين المرجعيين في الشركة قاموا بإبرام العقود فيما بينهم باعتبارهم مساهمين مرجعيين ،حيث تقدر مدة العهود 10 سنوات.

أسهم الشركة رونو:

تم إدراج أسهم شركة رونو في بورصة باريس (Euronext) منذ 17 نوفمبر 1994 التاريخ الذي تم فيه افتتاح رأس مال الشركة، حيث كان سعر السهم عند العرض العام الخاص بهذه العملية 165 فرنك (25.15 أورو) تعتبر شركة رونو جزء من القيم التي تشكل مؤتمر CAC40 ، منذ 9 فيفري 1995 أسهم شركة رونو منضمة أيضا في مؤشر SBF وEuronext وEuro Stoxx Auto

جدول يمثل تطور سعر سهم شركة رونو خلال سنوات 2014، 2015، 2016، 2017، 2018

المطلب الثالث: الصكوك التشاركية لشركة رونو

1- خصائص الصكوك التشاركية لشركة رونو:

قدمت رونو عرضا عاما للادخار خلال إصدار مليوني صك تشاركي بقيمة إسمية تقدر ب 1000 فرنك (152.45 أورو) و كان هذا عن طريق إصدارين متماثلين بقيمة مليون صك في كل إصدار في أكتوبر 1983 و أكتوبر 1984، هذه الصكوك مدرجة في بورصة باريس.

و خلال شهر مارس و أبريل لسنة 2004 أقدمت شركة رونو عن طريق العرض العام لإعادة شراء صكوك التساهمية بسعر وحدوي 450 أورو حيث أفضت هذه العملية إلى إعادة شراء 1.20234 صك و هذا ما نسبته 60.12% من الصكوك المصدرة و تما الإبقاء على 797659 صك إلى غاية 31 ديسمبر 2018.

المطلب الرابع: إشراك المستخدمين في شركة رينو:

تقوم شركة رينو بمجهودات كبيرة و إجراءات و عمليات تخص إعادة شراء أسهمها من أجل استخدامها في تملك العاملين لديها سواء بإعادة بيعها للعامل و مديري الشركة بالمجان أو بمقابل أو استخدام هذه الأسهم في أغراض أخرى كمواجهة التزاماتها اتجاه حاملي السندات القابلة للتحويل. في 31 ديسمبر 2018 كانت شركة رينو تمتلك 5058962 سهما بقيمة اسمية 3.81 أورو للسهم الواحد أي ما يعادل 394053516 أورو.

ووفقا لأحكام المادة 209-225 من القانون التجاري الفرنسي سمحت الجمعية العامة المشتركة في 15 جوان 2017 في قرارها الثامن (8) أن تقوم الشركة بالتداول في البورصة على أسهمها الخاصة من أجل تمكين الشركة من استخدام امكانياتها في إعادة شراء أسهمها حسب ما يسمح به القانون و هذا كجزء من برنامج إعادة شراء أسهمها حيث اشترت إلى غاية مارس 2018 ما يعادل 1362000 سهم. و في إطار نفس البرنامج اعادت بيع 1400000 سهم لمستخدمي موظفي الشركة.

تم تخصيص أسهمها بالكامل في 31 ديسمبر 2018 و بالمجان لمستخدمي و مدراء الشركة. و الهدف من هذا البرنامج هو إلغاء كل أو جزء من أسهمها المملوكة من أجل مواجهة التمييع الناتج من ممارسة خيارات الاكتتاب في الأسهم كما يهدف هذا البرنامج إلى تملك فئة العاملين باعتبارهم الأكثر ولاء للشركة في مواجهة أخطار تمييع السلطة و رأس المال في هذه الشركة.

فيمكن لشركة رينو أن تستخدم هذه الأسهم أو جزء منها لمواجهة تنفيذ الخيارات عند لجوء حامليها إلى تفعيلها حيث تقوم بتسديد قيمة الخيار بعدد من الأسهم و بالتالي لا تكون الشركة مجبرة على رفع رأس المال عن طريق اصدار أسهم جديدة و هذا ما يؤدي إلى تقادي خطر تمييع رأس المال. كما يمكن أن تكون عملية إعادة شراء شركة رينو لأسهمها و بيعها للعامل و مدراء الشركة ضمن خطة مستقبلية لرفع رأس المال، حيث تكون هذه العملية كتمهيد لتغيير هيكل السلطة داخل الجمعية العامة و لصالحها⁽¹⁾.

⁽¹⁾ - Document de référence groupe Renault 2018

خلاصة الفصل :

من خلال النتائج المتوصل إليها نقول أن شركة رونو استخدمت عدد من الحلول المبتكرة للإدارة مخاطر رفع رأس المال على غرار شراء أسهمها و إعادة بيعها للعمال والمدراء في الشركة أو منحها لهم بالمجان وهذا لضم مستخدميها كشريك وفي للشركة بدل إشراك أطراف أجنبية كما قامت باستخدام تلك الأسهم في مواجهة التزاماتها تجاه الدائمين حاملي السندات القابلة للتحويل. بالإضافة إلى استخدامها للصكوك التشاركية والعهد بين المساهمين لمنع تمبيع رأس المال داخل الشركة وكذلك للحفاظ على مركز اتخاذ القرار داخل الجمعية العامة.

كما تمنح التراخيص المقدمة من الجمعية العامة للشركة إمكانية استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب كسد لمنع أو التقليل من حالات الوقوع في فخ تلك المخاطر.



الخاتمة

تناولت الدراسة دور الهندسة المالي في إدارة المخاطر المرتبة عن رفع رأس المال في المؤسسة ، حيث تكتسي عملية رفع المال في المؤسسة وإدارة المخاطر المترتبة عنها طابعا مهما في المؤسسة ويعتبر من صميم دور الإدارة المالية وفي هذا الصدد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

- تعتبر الإدارة المالي هي المسؤولة عن القرارات المالية في المؤسسة ، حيث تعنى الإدارة المالية لاتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالتمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح .
- تختلف مصادر التمويل في المؤسسة .
- تؤدي عملية رفع رأس المال في الشركة إلى تعريض الشركة الى مخاطر التمييع ، فبدخول مساهمين جدد يحدث تغير في التوازنات السلطوية والمالية في المؤسسة.
- هناك مجموعة من المنتجات والتقنيات العائدة للهندسة المالية تستخدم في الالتفاف على المخاطر المرتبطة في عملية رفع رأس المال.
- تمس هذه المخاطر الجانب السلطوي في المؤسسة (مخاطر تمييع السلطة) والجانب المالي (مخاطر تمييع ربحية السهم)

- تتضمن هذه الأساليب مجموعة من التقنيات والمنتجات المبتكرة بما فيها ما هو ذو طابع قانوني، قانوني أساسي ، تعاقدية أو مرتبط بالسياسة المالية في المؤسسة.

- تستخدم رونو مجموعة من منتجات الهندسة المالية من أجل إدارة مخاطر العمليات العديدة لرفع رأس المال التي قامت بها من حقوق تفضيلية للاكتتاب ، تملك العاملين ، الصكوك التشاركية والعهد بين المساهمين .

اقتراحات:

- بناء على النتائج التي تحصلنا عليها في هذه الدراسة، تمكنا من وضع مجموعة من الاقتراحات.
- ندعو الشركات إلى القيام بعمليات رفع رأس المال بصورة ذكية وباستخدام حلول إبداعية ولتجنب الانعكاسات السلبية التي قد تواجهها من جراء تأثيرات هذه العمليات .
- ندعو القائمين على السوق المالي في الجزائر إلى الإسراع في إعادة بعث بورصة الجزائر وتوفير المنتجات المالية الأصلية المبتكرة التي تساعد الشركات على إدارة المخاطر المختلفة.

آفاق الدراسة:

تتميز الدراسات التي تعنى بمواضيع الهندسة المالية ومخاطر رفع رأس المال بالندرة في الوطن العربي وذلك بسبب السياسات الاقتصادية السائدة في هذه البلدان واعتمادها في التمويل على الاستدانة .

وعلى هذا الأساس يمكن ان تشكل هذه الدراسة نقطة انطلاق في هذا الحقل من الأبحاث،ومن الابحاث التي يمكن تناولها في المستقبل يمكن ذكر ما يلي :

- رفع رأس المال و حوكمة الشركة

-الهندسة المالية و حوكمة الشركة



قائمة المراجع

- 1 ابن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، 2013، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، عمان، 11953، الأردن.
- 2 جليل كاظم مدلول العارضي على عبودي نعمة، الهندسة المالية وأدواتها المشنقة، الطبعة الأولى، 2016، دار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن .
- 3 جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله الحبح، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار، دار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 2006.
- 4 خليل أحمد حسن قداد، الوجيز في شرح القانون المدني الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 1992.
- 5 طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، سنة 2007.
- 6 طارق مصطفى الشهاوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرار الدار الجماعي، الإسكندرية، طبعة 2012110.
- 7 عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، طبعة 2007.
- 8 عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001 .
- 9 عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات"، مؤسسة شباب الجامعية، كلية التجارة، الإسكندرية، 2007.
- 10 علي البارودي، القانون التجاري، الأعمال التجارية، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية الإسكندرية، دط، 1999.
- 11 محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، 2008 الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، منير إبراهيم هندي، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، 2007.
- 12 محمد رفيق الطيب، مدخل التسيير وأساسيات ووظائف التقنيات، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 2006-2005.
- 13 محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية دكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2000.
- 14 محمد فريد الفريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، د ط، 2003.
- 15 مصطفى كمال طه، أساسيات القانون التجاري دراسة مقارنة الأعمال التجارية المؤسسة التجارية، الملكية الصناعية، طبعة أولى منشورات الحلبي الحقوقية لبنان 2006 .

قائمة المراجع

- 16 منير ابراهيم هدي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، طبعة 2 ، منشأة المعارف، الاسكندرية 1998..
- 17 منير ابراهيم هندي، ادارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحدي، الاسكندرية، 2014 .
- 18 منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات الجزء الثالث، ط 1، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، سنة 2014.
- 19 منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكت سرب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة السادسة، 2007.
- 20 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، 2002
- 21 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التمويل، طبعة رابعة، المكتسب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 22 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، طبعة 02، 1998، منشأة توزيع المعارف الإسكندرية، مصر.
- 23 خادية فضيل، أحكام الشركة طبقا للقانون التجاري (شركة الأشخاص)، دار هومة، الجزائر، 2004.
- 24 خادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، د ط، 2007.
- 25 -يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، الطبعة 2012.

2-بالفرنسية

- 1- Gomez P-Y Kerine H « l'entreprise dans la démocratie- une Méorie politique du gouvernement des entreprises » de BOECK. Bruxelles 2009, p 228.
- 2- Madeline cantin « le ponvoir le pouvoir Juridique », R D Mc Gill. 2007, p 225.
- 3- Ronald Gillet ,Jean pierre Jobard,patrick Navette,Philippe Raimbourg, finance-2eme édition –DALLOZ ,paris,2003 .
- 4- V.George Ripert. René Roblot. Traité de Droit Commerciale. Par Michel. Germain. Tome 1_ Volume 2 Les sociétés commercial 18eme édition LGDJ,2002.

3- مواقع الأنترنت

- 1- www.automea.com
- 2- <https://mawdoo3.com.2019/03/23> مفهوم الإدارة المالية بواسطة إيمان الحباري يوم
- 3- www.uababylon.edu.ig شبكة جامعة بابل نظام التعليم الالكتروني، مهدي عطية موحى الجبوري
- 4- www.aljazeera.net/ency clopedia/ economy 28/05/2019 موسوعة الجزيرة _ ما الشركة القابضة
- 5- ww.agefi.fr/site/.../ pour un limitation _des_ droit_ de_ vote_ double _PDF.
- 6- <http://www.mawdoo3.com.2019/05/02>
- 7- <https://mawdoo3.com/> تعريف رأس المال
- 8- specialties .bayt.com



الملاحق

الملاحق

الملحق رقم 1:

الفروع الرئيسية لشركة رينو:

اسم الفرع	التخصص
Renault S.A.S	السيارات
RCI Bank et DIAC	الفرع المالي لشركة رينو ونيسان (بما في ذلك داسيا وانفينيتي) حلول تمويلية المختلفة لعمليات شراء سياراتها
RRG Renault	هي مجمع توزيع لرونو، نيسان داسيا.
Mobiling invest	تقوم موبيليسيز أنفست بتقديم المشورة للشركات حيث تقترح مشاركة السيارات
Renault Tech	تقوم رينو تاك المعروفة سابقا باسم SOMAC بتصميم وتحويل وتسويق المركبات الموجهة للأشخاص المعاقين حركيا.
Renault consulting	تقوم رينو بالاستشارات المعروفة سابقا باسم معهد رينو بالاستشارات والتدريب للشركات في مجالات التميز التشغيلي لرونو
RSM	رونو سامسونج موتورز هي شركة رينو الفرعية في كوريا الجنوبية
Avtoframos	هي الشركة الفرعية لرونو في روسيا
DACIA	هي الشركة الفرعية لرونو في رومانيا
Motria	العلامة التجارية لقطع غيار السيارات ذات العلامة التجارية المتعددة التي أنشأتها رينو لتوفير مجموعة بديلة من الجزء الأصلي وكذلك شبكة للإصلاح المتعددة للعلامات التجارية
Renault Alegria Spa	هي الشركة الفرعية لرونو في الجزائر
Renault Argeutian	هي الشركة الفرعية لرونو في الأرجنتين

الملاحق

هي الشركة الفرعية لرونو في البرازيل	Renault Do Brasil
هي الشركة الفرعية لرونو في اللوكسمبورغ	Renault Belgique luxembourg
هي الشركة الفرعية لرونو في ألمانيا	Renault deutschland
هي الشركة الفرعية لرونو في إسبانيا	Renault espana
شركة رونوداسيا المتواجدة ميناء طنجة في المغرب (مملوك 52%رونو نيسان)	Renault Med
الفرع التجاري في المغرب	Renault Maroc
الشركة الفرعية لرونو في تركيا	OYAK Renault Otomobil Fabrikalari
الشركة الفرعية لرونو في ايطاليا	Renault italia
الشركة الفرعية لرونو في سلوفينيا	REVOZ
الشركة الفرعية لرونو في سلوفينيا	Renault finance
الشركة الفرعية لرونو في المملكة المتحدة	Renault UK

الملخص :

حاولت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على كيفية استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر الناتجة عن قيام الشركة برفع رأس مالها وذلك باستخدام المنهاج الوصفي.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أنه يمكن للغدارة المالي للشركات (منها شركة رونو) الالتفاف حول

المخاطر المقترنة بعمليات رفع رأس المال من خلال استخدام مجموعة من التقنيات والمنتجات العائدة

للهندسة المالية

الكلمات المفتاحية :

الهندسة المالية، رفع رأس المال، مخاطر التميع.

Résumé :

Cette étude a essayé de mettre en lumière les méthodes de l'utilisation des produits et des technique de l'ingénierie financière dans le management des risque générés par la l'opération d'augmentation du capitale effectué par l'entreprise, et ce la l'utilisation d'une approche descriptive.

L'étude conclure que les entreprises prouvent contourner les risque par une exploitation ingénieuse de l'ingénieure financière

Mots-clés:

Ingénierie financière, augmentation de capital, Risque de dilution,