

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة جيجل

كلية علوم التسيير

قسم علوم التسيير

إدارة المناظر المالية

في المؤسسات الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة Michelin

مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

إختصاص : إدارة أعمال المؤسسات

إشراف الأستاذ:

إعداد الطالب:

الدكتور: أحمد بوسلماس

قيرة عمر

لجنة المناقشة:

رئيس

جامعة جيجل

1- د. محمد البشير مبيروك

مقرر

المركز الجامعي أم البواقي

2- د. أحمد بوراس

عضو

جامعة قسنطينة

3- د. محمود سحنون

عضو

جامعة قسنطينة

4- د. عبد الحق بوعتروس

السنة الجامعية

2007-2006

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المحتويات:

المحتويات	أ-ج
قائمة الأشكال	د.....
قائمة الجداول	هـ..... و
مقدمة	1-6.....
الفصل الأول: مفاهيم أولية حول المخاطر	7.....
تمهيد	8.....
I - المؤسسة والإدارة المالية	9.....
I-1- تعريف المؤسسة، أنشطتها وأهدافها	9.....
I-2- الإدارة المالية	13.....
II- المخاطر في مؤسسات الأعمال	23.....
II-1- عموميات حول المخاطر	23.....
II-2- تقسيم المخاطر ومراحل عملية تسييرها	25.....
II-3- أبعاد إدارة المخاطر	33.....
II-4- قياس المخاطر	34.....
III- مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة	42.....
III-1- التمويل عن طريق الأموال الخاصة	44.....
III-2- التمويل عن طريق الاقتراض	47.....
III-3- التمويل عن طريق أشباه الأموال الخاصة	50.....
خلاصة الفصل الأول	56.....
الفصل الثاني: المداخل النظرية لدراسة المخاطر المالية	57.....
تمهيد	58.....
I- المخاطر المالية في ظل الفكر التقليدي	59.....
I-1- مدخل صافي الربح	60.....

62.....	I-2- مدخل صافي ربح العمليات
65.....	I-3- المدخل التقليدي
69.....	II- المخاطر المالية في ظل الفكر الحديث
69.....	II-1- مدخل مدكلياني وميلر في ظل السوق الكامل
73.....	II-2- مدخل مدكلياني وميلر في ظل السوق غير الكامل
85.....	II-3- مدخل ميلر
93.....	III- المخاطر المالية والواقع العملي
94.....	III-1- نظرية العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر
98.....	III-2- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل
100.....	III-3- نظرية عدم تماثل المعلومات والإشارات المالية
102.....	خلاصة الفصل الثاني
103.....	الفصل الثالث: أشكال المخاطر المالية وكيفية إدارتها
104.....	تمهيد
105.....	I- مخاطر الرفع المالي
105.....	I-1- مفهوم الرفع المالي
107.....	I-2- قياس خطر الرفع المالي
108.....	I-3- أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسة
109.....	I-4- استخدام الرفع المالي والمخاطر المالية في المؤسسة
110.....	I-5- محدّدات مخاطر الرفع المالي
113.....	I-6- كيفية مواجهة المؤسسة لمخاطر الرفع المالي
114.....	II- خطر معدل الفائدة وكيفية إدارته
114.....	II-1- مفاهيم أولية عن معدل الفائدة
122.....	II-1- خطر معدل الفائدة
137.....	III- مخاطر الإغراق وكيفية إدارتها
137.....	III-1- خطر الإغراق
142.....	III-2- إدارة مخاطر الإغراق وجغرافية رأس المال

156.....	خلاصة الفصل الثالث
157.....	الفصل الرابع: واقع المخاطر المالية في شركة Michelin
158.....	تمهيد
159.....	I- مقدمة حول مؤسسة الدراسة
159.....	I-1- التعريف بمؤسسة الدراسة
159.....	I-2- النشأة والتطور
160.....	I-3- موقع الشركة في السوق
160.....	I-4- تطور رقم أعمال الشركة
161.....	II- جدول المؤشرات المالية والإحصائية لمؤسسة الدراسة
162.....	II-1- حالة غياب الضريبة على أرباح الشركات
169.....	II-2- حالة وجود الضريبة على أرباح الشركات
174.....	III- تحليل الجداول واستخراج النتائج
174.....	III-1- التحليل عن طريق التوقع الرياضي والانحراف المعياري
180.....	III-2- التحليل باستخدام معامل الاختلاف
184.....	خلاصة الفصل الرابع
185.....	الخاتمة
189.....	قائمة المراجع
196.....	قائمة الملاحق
210.....	ملخص

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
43	مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة	(1-1)
50	مخطط لسيرورة عملية القرض الإيجازي	(2-1)
61	العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في غياب المخاطر المالية (مدخل صافي الربح)	(1-2)
63	العلاقة بين المخاطر المالية و تكلفة التمويل	(2-2أ)
63	العلاقة بين المخاطر المالية و قيمة المؤسسة	(2-2ب)
67	العلاقة بين المخاطر المالية وتكلفة الأموال (المدخل التقليدي)	(3-2)
68	العلاقة بين المخاطر المالية وقيمة المؤسسة	(3-2ب)
72	العلاقة بين معدل العائد على الأموال الخاصة والمخاطر المالية	(4-2)
81	العلاقة بين المخاطر المالية ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك	(5-2)
84	يوضح العلاقة بين قيمة المؤسسة ومخاطر الإفلاس والوكالة	(6-2)
94	المخاطر المالية وقيمة المؤسسة في ظل العلاقة التوازنية	(7-2)
110	العلاقة بين الرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة	(1-3)
128	معدل الفائدة المطبق على المؤسسة من طرف البنك	(2-3)
129	كيفية استعمال المؤسسة لعقد SWAP	(3-3)
130	كيفية استعمال المؤسسة لعقد SWAP مضاد	(4-3)
135	حالة شراء مؤسسة مقترضة لـ CAP	(5-3)
146	يوضح سيرورة عملية التحكم في المؤسسة عن طريق تقنية الهولدينغ	(6-3)

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
41	نشرة تنقيط صادرة عن وكالتي Moody's و S&P/FITCH	(1-1)
64	العلاقة بين مخاطر عدم القدرة على السداد و معدل الفائدة	(1-2)
66	العلاقة بين المخاطر المالية، تكلفة القروض وتكلفة الأموال الخاصة	(2-2)
74	العلاقة بين المخاطر المالية، معدل الضريبة و الوفر الضريبي	(3-2)
79	العلاقة بين نسبة الاقتراض و التكلفة المتوقعة للإفلاس	(4-2)
87	يوضح المعدلات الضريبية التي تفرض على الدخول في العديد من الدول	(5-2)
96	يوضح العلاقة التوازنية بين العوائد و المخاطر المرتبطة بالاقتراض	(6-2)
111	الوفورات الضريبية وأثرها على تكلفة الاقتراض في مؤسسة Boeing	(1-3)
127	وسائل التغطية ضد خطر معدل الفائدة	(2-3)
141	علاقة أثر الإغراق بالمؤشرات المالية للمؤسسة	(3-3)
162	تطور الأموال الخاصة لمؤسسة Michelin	(1-4)
163	تطور الأموال الخاصة وعدد الأسهم لمؤسسة Michelin	(2-4)
164	المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2002 (في غياب الضريبة)	(3-4)
165	المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2003 (في غياب الضريبة)	(4-4)
166	المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2004 (في غياب الضريبة)	(5-4)
167	المؤشرات المالية لشركة Michelin (الحالات الافتراضية "في غياب الديون المالية و الضريبة")	(6-4)
168	المؤشرات المالية لشركة Michelin بوجود الديون المالية وغياب الضريبة	(6-4)

169	المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2002 (في وجود الضريبة)	(8-4)
170	المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2003 (في وجود الضريبة)	(9-4)
171	المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2004 (في وجود الضريبة)	(10-4)
172	المؤشرات المالية لشركة Michelin في وجود الضريبة و غياب الديون المالية	(11-4)
173	المؤشرات المالية لشركة Michelin في وجود الضريبة والديون المالية	(12-4)
181	المؤشرات الإحصائية لنصيب السهم من الربح و المردودية المالية في غياب الضريبة	(13-4)
182	المؤشرات الإحصائية لنصيب السهم من الربح و المردودية المالية في وجود الضريبة	(14-4)

1- المقدمة:

تلعب المؤسسة دورا محوريا في ازدهار الاقتصاديات ورفاهية المجتمعات مهما كانت هذه الأخيرة متقدمة، نامية أو في طريق النمو، وذلك باعتبارها أحد المراكز الأساسية لخلق الثروة بالنسبة للمجتمعات والدول على حد سواء.

إذ أصبح الازدهار الاقتصادي لأي مجتمع مقرون بقدرة مؤسسات الأعمال داخله على التحكم في المتغيرات الاقتصادية، الاجتماعية والتكنولوجية، بما يكفل لها البقاء، المنافسة ومن ثم التوسع والنمو في ظل الضر وف البيئة المحيطة.

كما أن بيئة مؤسسات الأعمال اليوم تتسم أكثر من أي وقت مضى بالتقلب، عدم الاستقرار وسيادة حالات عدم التأكد والمخاطر التي تواجه المؤسسة وتتسبب في شكوك كبيرة حول إمكانية وصولها إلى أهدافها المسطرة. حيث أن بقاء المؤسسة في حد ذاته أصبح مهددا بفعل عوامل بيئية عديدة تتمثل في زيادة المنافسة، التدخل الحكومي في عملها وإحاطتها بمجموعة من القوانين والموجبات، إضافة إلى زيادة مسؤوليتها الاجتماعية في ظل مقاربة التنمية المستدامة.

إحدى هذه المخاطر وأكثرها تأثير في حياة المؤسسة هي المخاطر المالية على اعتبار أنها تؤثر بشكل مباشر وكبير على تحقيق المؤسسة لهدفها. إذ أصبح هذا النوع من المخاطر ونظرا لارتباطه بالعائد يشكل أحد التحديات الرئيسية في وجه إدارة المؤسسة عموما والإدارة المالية بشكل خاص.

ففي العقود الأخيرة التي تميزت بانهيار النظام النقدي الدولي واشتداد التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف. إضافة إلى تعاظم دور الأسواق المالية في صنع المشهد الاقتصادي، بما يتيح من فرص وتهديدات. وهما الحدثين اللذان ترافقا مع التطور المذهل في التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال.

وقد جاءت التطورات الأخيرة بتحديات عديدة تواجه المديرين الماليين، و أثر ذلك بدوره على السياسات المالية والأنشطة المختلفة بشكل كبير، حيث أصبحت قرارات المالية تعتبر أهم وأخطر القرارات التي تتخذ داخل المؤسسة، وأصبحت إدارة المخاطر واحدة من ثلاث مرتكزات للإدارة المالية إلى جانب تقييم الأصول وقمة النقود الزمن.

والإدارة المالية في المؤسسة، التي من المفروض التي تسعى إلى تحقيق أهداف الأطراف الفاعلة، لا سيما هدف الملاك (حملة الأسهم العادية) والمتمثل في تعظيم ثروتهم، أي تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، لا بد لها أي الإدارة المالية من معرفة جيدة عن المخاطر، أنواعها ومصادرها، إضافة إلى تشخيص حالة المؤسسة وإمكانية تحملها (مخاطر الرفع المالي، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر إغراق الأرباح).

وفي إطار سعي المؤسسة إلى التحكم في المخاطر المالية مسترشدة في ذلك بالدراسات النظرية التي أجريت في هذا الإطار حول علاقة المخاطر المالية بكل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة.

إذ تلجأ المؤسسة إلى العديد من التقنيات (تحوط، تحويل الخطر، تأمين) وذلك باستعمال التقنيات العائدة للأسواق المالية بشقيها السوق النقدي وأسواق رؤوس الأموال.

2- أهمية الدراسة:

نتناول في دراستنا هذه المخاطر المرتبطة بأحد أهم الموارد في المؤسسة، ألا وهي المخاطر المالية ذات الصلة الوثيقة بتحقيقها لأهدافها، حيث أن فشلها في إدرة هذه المخاطر سوف يؤدي إلى عواقب وخيمة وعلى جميع الأصعدة والمستويات نظرا للعلاقة الوطيدة بين الوظيفة المالية والوظائف الأخرى، إذ وبناء على الدور المحوري للإدارة المالية في المؤسسة يتحتم على المشرفين عليها تقديم الحلول لجميع الإشكاليات ذات البعد المالي ومواجهة المخاطر المالية التي أصبحت تتسم أكثر من أي وقت مضى بالتعقيد والعمق نتيجة تعقد العلاقة بين المؤسسة والأسواق المالية بعد سيادة ظاهرة العولمة المالية.

و بناء على ذلك فإن بقاء، نمو المؤسسة وتطورها في هذه البيئة الجديدة المتصفة بالحركية الشديدة يمر حتما عبر حسن إدارة المخاطر المالية إلى جانب التسيير الجيد للوسيلتين التجارية والمالية.

3- مبررات اختيار الموضوع:

تكمن أسباب اختيار الموضوع قبل كل شيء في الدور التاريخي الذي لعبته الوظيفة المالية في المؤسسة عبر مراحل تطور المؤسسة ومن تم تبرز الأسباب الموضوعية والذاتية لاختيار الموضوع، والتي تتمثل في:

- تزايد ديناميكية بيئة مؤسسات الأعمال، لاسيما البيئة المالية التي تتصف بأكثر الجوانب تعقيدا وتأثير في حياة المؤسسة من خلال المخاطر المالية التي تولدها.

- زيادة دور الإدارة المالية في المؤسسة، إذ أصبحت مركزا من مراكز خلق الثروة في المؤسسة إضافة إلى دورها التقليدي المتمثل في توفير الموارد المالية اللازمة لأنشطتها الأخرى.

- اتساع نطاق المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة وتفاقم تأثيرها على نتائج النشاط.

- تعاضم تأثير الأسواق المالية وما تنطوي عليه من مخاطر وما توفره من فرص لإدارتها.

- زيادة المنافسة بين مؤسسات الأعمال في الأسواق، إذ أصبحت نتائج الاستغلال للعديد منها يتسم بالتقلب الشديد مما يتيح فرص أكبر للمخاطر المالية للتأثير بصورة عميقة على النتيجة الصافية.

- الميول الشخصية للباحث إلى مواضيع الإدارة المالية في المؤسسة.

4- الإشكالية:

على اعتبار أن المخاطر المالية تلعب دورا حاسما في مدي إمكانية تحقيق المؤسسة لأهدافها المنشودة وتشكل تحديا أمام بقاءها ونموها، فمن الطبيعي أن تقوم المؤسسة بإدارة هذه المخاطر، ومن ثم يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ماهي الوسائل والتقنيات التي تلجأ إليها الإدارة المالية في المؤسسة لتسيير المخاطر المالية التي تواجهها؟

كما سنحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية وأسئلة أخرى تطرح نفسها بشدة عند إثارة الموضوع:

- ما هي المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة.

- ما مدي تأثير المخاطر المالية على نشاط ومردودية المؤسسة.

- ما هي المبادئ، الأسس والتقنيات التي تتبعها الإدارة المالية في مواجهتها لهذه المخاطر.

5- الفرضيات:

تتطلب الإجابة على الإشكالية الأساسية والتساؤلات الفرعية وضع العديد من

الفرضيات التي تحاول الدراسة إثباتها، والتي تتمثل في:

- تواجه المؤسسة العديد من المخاطر ذات الطابع المالي.
- تؤثر هذه المخاطر بصفة عميقة على نشاط المؤسسة ومردوديتها.
- تسعى الإدارة إلى تسيير المخاطر المالية من مسترشرة ببعض المبادئ والأسس.

6- الهدف من الدراسة:

يكتسي موضوع المخاطر المالية أهمية بالغة حيث يبرز بشكل مباشر أحد المرتكزات الرئيسية للإدارة المالية التي تسعى من خلال نشاطها إلى تحقيق الهدف المنشود والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك الأصليين في المدى الطويل، حيث يهدف البحث في هذا الموضوع من الناحية العلمية إلى تناول النقاط التالية:

- معرفة طبيعة، مفهوم وأنواع المخاطر بصفة عامة.
- إبراز مصادر المخاطر المالية والخيارات المتاحة للمؤسسة في مجال هذه المصادر.

- محاولة عرض الفكر النظري الذي تناول المخاطر المالية بالدراسة والبحث.

- كشف فحوى العلاقة بين حجم المخاطر المالية في المؤسسة وكل من قيمتها السوقية وتكلفة تمويلها.

- التعرف على التقنيات والممارسات التي تستعمل من طرف المؤسسات لمواجهة الآثار المترتبة عن المخاطر المالية.

- توضيح دور الأسواق المالية في مختلف الإجراءات التي تتبعها المؤسسة لمواجهة المخاطر المالية.

أما من الناحية العملية فتهدف الدراسة إلى معرفة حال المخاطر المالية في إحدى الشركات ذات الامتداد الدولي.

7- منهج البحث:

بناء على طبيعة موضوع هذا البحث والمتمثل في التعرف على كيفية إدارة المؤسسات للمخاطر المالية، ولكي ينسجم البحث مع طبيعة الموضوع، قمنا باعتماد المنهج الوصفي التحليلي بالإضافة إلى المنهج التاريخي. وذلك لوصف وتبيان أبعاد المخاطر المالية في المؤسسة وتحليل آليات وطرق رد فعلها تجاهها.

8- خطة البحث:

لمعالجة الموضوع ثم تقسيمه إلى أربعة فصول ثلاثة نظرية وفصل تطبيقي. حيث تناول الفصل الأول (مفاهيم أولية عن المخاطر) المؤسسة وأهدافها وكذلك الإدارة المالية ودورها، كما تعرض إلى المخاطر أنواعها وأبعادها، ولما كانت فرص التمويل المتاحة للمؤسسة هي مصدر جانب كبير من المخاطر المالية كان لابد من التطرق إليها.

وفي الفصل الثاني (الأطر النظرية لمعالجة المخاطر المالية) تناول البحث مختلف المداخل النظرية التي أثرت موضوع المخاطر المالية بالدراسة والتحليل وفقا لتسلسل تاريخي.

أما الفصل الثالث (أشكال المخاطر المالية وكيفية إدارتها) فقد تعرض إلى الأشكال المختلفة للمخاطر ذات الطابع المالي، أثارها على أداء المؤسسة والكيفيات التي تستعملها هذه الأخيرة في إدارتها.

وفي الأخير يأتي الفصل الرابع (دراسة حالة: واقع المخاطر المالية في المؤسسة الفرنسية ميشلان " Michelin ") وهو عبارة عن دراسة حالة وذلك من خلال تشخيص، تحليل واستنتاج باستخدام وسائل إحصائية متعارف على استعمالها في مجال الإدارة المالية.

ونظرا لاتصاف الظواهر الاقتصادية لا سيما المالية منها بالتعقيد والتركيب نتيجة تعدد المتغيرات التي تؤثر فيها كان لابد من توظيف " تقنيات التفكير والتركيب "، إذ بواسطتها يتم تفكيك مركبات مفهوم المخاطر المالية، فهم مكوناته وكشف المتغيرات التي تؤثر عليه ومعرفة العلاقة بين الأجزاء المركبة من خلال إعادة تركيبها.

9- الدراسات السابقة:

من خلال الإطلاع على بعض الدراسات التي أجريت في حقل الإدارة المالية، وعلى الرغم من تناول بعضها للعديد من جوانب المخاطر المالية في المؤسسة، إلا أنه لم يتم العثور على أية دراسة تتناول هذا الموضوع بصفة شاملة ودقيقة. حيث أن الباحثين ركزوا في دراساتهم لمخاطر قرارات التمويل على الجوانب المحاسبية للبحث وأهملوا الجوانب المالية وتأثيرات سوق رأس المال في هذا المجال.

الفصل الأول: مفاهيم أولية

تمهيد

I - المؤسسة والإدارة المالية.

II - المخاطر في مؤسسات الأعمال.

III - مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة.

خلاصة الفصل الأول.

تمهيد:

تعتبر المؤسسة في وقتنا الحالي الوحدة الرئيسية للاقتصاديات المعاصرة، فراهية المجتمعات أصبحت متعلقة أكثر من أي وقت مضى بمدى وجود مؤسسات قادرة على تقديم السلع والخدمات بجودة عالية على المستويين المحلي والدولي.

ولكي تتمكن المؤسسة من تحقيق الأهداف المسطرة من وراء وجودها يجب أن تضطلع بالعديد من الوظائف والأنشطة في ظل المحددات والموجبات التي تفرضها البيئة المحيطة بها، فالمؤسسة نظام مفتوح على بيئته الخارجية حيث تتحصل على مدخلاتها من هذه البيئة (اليد العاملة، المواد الأولية، رؤوس الأموال...)، وتطرح إليها المخرجات (السلع والخدمات).

لكن البيئة المحيطة بالمؤسسة أصبحت تتميز بالتقلبات الشديدة والعميقة في أثرها ليس فقط على نشاط المؤسسة، بل أضحت هذه التقلبات تهددها في وجودها واستمرارها، حيث تسعى هذه الأخيرة إلى اقتناص الفرص المتاحة وتجنب أو تقليل آثار التهديدات.

I- المؤسسة والإدارة المالية.

البيئة المالية للمؤسسة هي أكثر الجوانب البيئية تقلبا، إذ تتصف بالتقلبات الشديدة خاصة في العقدين الأخيرين المتميزين بسيادة ظاهرة العولمة المالية

(La Mondialisation financière) التي ترافقت مع التطور الكبير في تكنولوجيايات الإعلام والاتصال (NTIC) وزوال الحواجز بين الأسواق المالية (La décloisonnement des places financiers) ، حيث أنه في ظل هذه المعطيات التي تتسم بها البيئة المالية للمؤسسة، تلعب الإدارة المالية دورا استراتيجيا لاسيما فيما يخص تدبير الموارد المالية اللازمة لتمويل نشاطات المؤسسة تحت قيد تعظيم العوائد وتقليل المخاطر.

I-1- تعريف المؤسسة أنشطتها وأهدافها

I-1-1 تعريف المؤسسة:

تتموقع المؤسسة ضمن الاقتصاد كنواة أساسية، وتؤثر بطرق شتى وعوامل عديدة في الاقتصاد، وفي جوانب اجتماعية أخلاقية وحضارية، إذ أصبحت في السنوات الأخيرة تلعب دورا خطيرا في تحديد مستقبل المجتمعات والشعوب نظرا لكونها من أهم مراكز خلق الثروة، وهذا ما جعل الاقتصاديين، الاجتماعيين والسلوكيين يفردون لها الكثير من البحوث والدراسات، خاصة مع تداخل الكثير من الجوانب فيها من اقتصادية، اجتماعية، أخلاقية وتكنولوجية، الشيء الذي أدى إلى تعدد التعاريف المعطاة لها، كل تعريف حسب الزاوية أو المنظور الذي ينظر به صاحبه إلى المؤسسة وأهدافها، وكذلك البيئة التي يعيش فيها والإيديولوجية التي يؤمن بها وفيما يلي نورد بعض التعاريف للمؤسسة:

يعرف (M. truchy) المؤسسة كالأتي « المؤسسة هي الوحدة التي تجمع

فيها وتنسق العناصر البشرية والمادية للنشاط » [عدون، 98، ص09].

أما بالنسبة للمنظر الشيوعي كارل ماركس فالمؤسسة الرأسمالية هي عبارة عن « عدد كبير من العمال يعملون في نفس الوقت وتحت إدارة نفس رأس المال وفي نفس المكان، من أجل إنتاج نفس النوع من السلع » [عدون، 98، ص: 09].

ويمكن تعريف المؤسسة أيضا بأنها « كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني واجتماعي معين، هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل إنتاج تبادل سلع أو خدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي توجد فيه المؤسسة، وتبعا لحجم ونوع النشاط » [عدون، 98، ص: 09].

كما يمكن تعريف المؤسسة على أنها « جميع أشكال المنظمات المستقلة ماليا، هدفها توفير الإنتاج بغرض التسويق وهي منظمة ومجهزة بكيفية توزع فيها المهام والمسؤوليات، ويمكن أن تعرف بأنها وحدة اقتصادية تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي » [عرباجي، 1996، ص: 07].

I-1-2 الأهداف الرئيسية لنشاط المؤسسة :

يهدف مؤسسوا المؤسسة الاقتصادية العمومية منها والخاصة إلى مجموعة من الأهداف، هذه الأهداف تختلف وتتعدد باختلاف ملاك المؤسسة، طبيعتها، حقل نشاطها والبيئة الموجودة فيها ويمكن تلخيص هذه الأهداف في مايلي:

أولاً: الأهداف الاقتصادية

ويدخل تحت هذا النوع العديد من الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها مايلي:

أ- هدف تحقيق الربح:

تسعى المؤسسة من خلال نشاطها عبر الزمن إلى تحقيق النمو والتوسع ولا يمكن أن تحقق ذلك إلا من خلال تحقيق ربح معقول لمكافأة أصحاب عوامل الإنتاج الداخلة في نشاط المؤسسة، حيث تقوم المؤسسة باستعمال الأرباح في تلبية رغباتهم والمتمثلة في تسديد أصول الديون وفوائدها، توزيع الأرباح على الشركاء ودفع أجور العمال.

كما أن تحقيق الربح هو المعيار الأساسي للحكم على مدى جدوى وجود المؤسسة الاقتصادية وسلامة القرارات المتخذة فيها.

ب- تحقيق متطلبات المجتمع:

حتى تحقق المؤسسة ربح يجب أن تقوم بمجهودات صادقة لإنتاج السلع وتقديم الخدمات بمعايير جيدة لا سيما في ظل التنافسية الشديدة، إذ تساهم من خلال ذلك في إشباع رغبات المجتمع.

ج- عقلنة استخدام الموارد:

المؤسسة وفي أثناء محاولتها تحقيق نتيجة ايجابية (ربح) تقوم بمجموعة من الوظائف والأنشطة المتمثلة في الإنتاج، التسويق، التخطيط والرقابة والتي تصب في مجملها في الاستعمال الجيد للموارد الموضوعة تحت تصرفها.

كما أن فشل المؤسسة في تحقيق الأهداف المنوطة بها يعتبر تبيد لموارد المجتمع وتحمله من وراء ذلك تكلفة باهظة.

ثانيا: الأهداف الاجتماعية:

تعتبر المؤسسة منظمة اجتماعية هادفة، كما إنها نظام مفتوح على البيئة (المجتمع) [غنية 2002. ص 47]، وبالتالي فمن الطبيعي أن تسعى إلى خدمة أهداف اجتماعية بالإضافة إلى الأهداف الاقتصادية، ويمكن إجمال الأهداف ذات الطابع الاجتماعي للمؤسسة وفق مايلي:

أ- ضمان مستوى مقبول من الأجور:

يعتبر العمال في المؤسسة من بين المستفيدين الرئيسيين من نشاط المؤسسة، وذلك عن طريق تقاضي أجور مقابل تقديم أداءات العمل بها، حيث تقدم لهم أجور حسب العديد من المعايير من أهمها:

- النتيجة المحققة في المؤسسة

- حالة سوق العمالة.

- القوانين المنظمة لعلاقات العامل والمؤسسة (رب العمل) التي تحدد الأجر الوطني الأدنى المضمون الذي يضمن للعامل اجرا يكفل له تلبية حاجاته الأساسية.

ب- تحسين مستوى معيشة العمال:

لا تتوقف مسؤولية المؤسسة اتجاه عاملها في تقديم أجور لهم فقط. بل غالبا ما تسعى إلى تحسين وضعهم الاجتماعي والمعيشي من خلال إقامة المنشآت الاجتماعية، الثقافية، حتى الرياضية، الاعتناء باستغلال الأنظمة.

ج- إقامة أنماط استهلاكية معينة:

وذلك من خلال المجهودات التي تقوم بها المؤسسة فيما يخص الإعلان والإشهار وتقديم منتجات جديدة تساهم في تحسين الأذواق العادات الاستهلاكية للمجتمع مما يؤدي إلى خلق حاجات أخرى فيه.

د- الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال:

توفر المؤسسة وسطا و إطارا اجتماعيا لالتقاء الأفراد على اختلاف اتجاهاتهم وأفكارهم، إلا أنهم يسعون إلى هدف واحد هو بقاء المؤسسة وازدهارها، مما يؤدي إلى تماسكهم وتعاضدهم وكذلك من خلال تكوينهم لجماعات غير رسمية قد تكون في خدمة أهداف المؤسسة ومن الأمثلة على ذلك المنظمات النقابية للعمال في مختلف المؤسسات.

ثالثا: الأهداف الثقافية:

تتأثر المؤسسة بالجانب الثقافي للمجتمع وتؤثر فيه وذلك من خلال ما يكتسبه عمالها ومسيريها من معارف ومكاسب علمية نتيجة الخبرة، التكوين والتدريب الذي تقوم به المؤسسة للأفراد الذين يعملون بها.

وبالتالي فإن المؤسسة تساهم في تحسين المستوى الثقافي للأفراد المجتمع مما يرفع من مردود يتهم في خدمة الاقتصاد الوطني.

رابعاً: الأهداف التكنولوجية:

ترصد أغلب مؤسسات الأعمال في وقتنا الحالي ميزانيات معتبرة لخدمة أغراض البحث والتنمية، إذ أصبحت مختبرات المؤسسات في السنوات الأخيرة مصدراً مهماً للاكتشافات التكنولوجية وبراءات الاختراع متفوقة في ذلك على المعاهد والجامعات. وذلك بفضل الاهتمام المتزايد للمؤسسات بجوانب البحث والتنمية وتخصيص إدارة مستقلة لهما مما أدى في الأخير إلى تحسين الطرق الإنتاجية والتي بدورها ساهمت في الاستعمال الأمثل للموارد.

I-2- الإدارة المالية:

I-2-1- تعريف الوظيفة المالية:

واكبت تعاريف الوظيفة المالية، التطور الفكري في مجال الإدارة المالية، إذ كانت تعرف قبل الخمسينات (الفكر التقليدي) بأنها:

* الوظيفة التي تعنى بتدبير الأموال اللازمة لمنشآت الأعمال.

* أما بعد الخمسينات، بدأت الوظيفة المالية تأخذ مفهوماً أكثر شمولاً، فلم تعد تلك الوظيفة قاصرة على الخطوات الإجرائية لتدبير الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسات، بل أصبحت تمتد لتشمل القرارات بشأن نوعية الأموال المطلوب تدبيرها، والقرارات التي تحدد المدى الذي ستذهب إليه المؤسسة في الاعتماد على القروض لتمويل أصولها، وتلك التي تحدد مدى الاعتماد على كل من مصادر التمويل طويل الأجل ومصادر التمويل قصير الأجل.

* وتوسع مفهوم الوظيفة المالية، إذ لم يعد يقتصر على إتخاذ القرارات الاستثمارية، التمويلية، قرارات توزيع الأرباح، بل تعدى ذلك إلى إدخال وظيفتين ضروريتين إلى حقل الوظيفة المالية ممثلتان في التخطيط والرقابة الماليين.

هذا بالإضافة إلى كون الوظيفة المالية أصبح من صميمها إتخاذ قرارات تكتيكية وإستراتيجية وهذا ما يعكسه مشاركة المدير المالي في عضوية مجلس الإدارة والإدارة العليا.

I-2-2 تطور الإدارة المالية :

تميزت العقود الأخيرة بازدياد التحديات، أمام المؤسسة، إذ أصبح لزاما على هذه الأخيرة العمل في ظل الكثير من المخاطر التي أفرزتها بيئة الأعمال المتسمة بحركية غير مسبوقة ولدت الكثير من حالات عدم التأكد.

إذ أصبح الازدهار الاقتصادي لأي مجتمع مقرون بقدرة المؤسسات على مواجهة المتطلبات المتزايدة للمجتمعات، كما أن بقاء المؤسسة في حد ذاته أصبح مهددا بفعل عوامل عديدة تتمثل في زيادة المنافسة والتدخل الحكومي في عملها وإحاطتها بمجموعة من القوانين والموجبات، إضافة إلى زيادة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة في ظل ما يعرف بالتنمية المستدامة [Garibaldi , 2002, p 5].

ولم تبقى الإدارة المالية في المؤسسة بعيدة عن هذه التطورات بل واكبتها وسايرتها بغية تقديم قيمة إضافية للمؤسسة ففي بداية القرن كانت مهمة الإدارة المالية تتمثل في القيام بالخطوات الإجرائية لتدبير الأموال، لتمويل احتياجات التوسع والنمو.

وفي العشرينات قد تركز اهتمام الإدارة المالية على اختيار أحسن مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسة.

لتأتي بعد ذلك أزمة الكساد العظيم وتقلب مفاهيم الإدارة المالية حيث وقع على عاتق هذه الأخيرة مهام معالجة المشاكل المالية لأزمة الكساد المتمثلة في الإفلاس وإعادة التنظيم.

وفي بداية الأربعينات ظهر ما يعرف بالتحليل المالي لكن بصورة وصفية من وجهة نظر خارجية للمؤسسة.

لكن وبعد الثورة التي أحدثها رواد الإدارة المالية هاري ماركو تز، فرانكو مد كلياني وميرثون ميلر بدأت الإدارة المالية في التحلي عن الموضوعات الوصفية والاتجاه نحو الأساليب الكمية.

وبعد أن نجحت جهود بناء نماذج رياضية كمية، والتي ساعدت في إعطاء حلول صحيحة ودقيقة لكثير من المشاكل المالية المعقدة على ضوء نظرية إتخاذ القرارات فقد تواصلت الجهود من أجل الوصول بالإدارة المالية إلى نظرية متكاملة وشاملة لاسيما بعد ظهور التحديات التي أفرزتها عولمة الأسواق المالية وإزالة الحواجز بينها Les déréglementation financières ، التوريق وتساعد وثيرة وحجم أسواق المشتقات [Vauplanes et Mattout, 2001, p15]، مما أدى إلى ظهور مفاهيم الهندسة المالية وإعادة الهندسة المالية ومفهوم في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

I-2-3 أهداف الإدارة المالية:

يجب أن يكون هدف الإدارة المالية مستمدا من أهداف الأطراف المعنية بنشاط المؤسسة {ملاك، إدارة، عاملين ومجتمع}.

إذ أن هناك العديد من أصحاب المصلحة في نشاط المؤسسة الاقتصادية، وكل طرف من هذه الأطراف يسعى إلى تعظيم ثروته من وراء تقديم خدمات للمؤسسة متمثلة في عوامل الإنتاج، ومن الطبيعي جدا أن تتضارب هذه المصالح، مما يثير موجة من الشك في أن يكون هدف المؤسسة هدفا واحدا تسعى جميع الأطراف إلى الوصول إليه، إذ يقتضي الأمر منا وقبل محاولة البحث عن هدف يرضي الجميع أن نستعرض وجهة نظر كل طرف من الأطراف المعنية بنشاط المؤسسة والهدف الذي يسعى إليه.

أولاً: وجهة نظر الملاك

الملاك هم أصحاب المصلحة الرئيسيين في المؤسسة، بقاءها، تطورها، من خلال تقديمهم للأموال المستخدمة في المؤسسة، ويسعون من وراء ذلك إلى الحصول على عائد يتمثل في الربح.

فما ترى ما هو المعيار أو المقياس الذي يعتد به لقياس ما إذا كانت الإدارة فعلاً تسعى لتحقيق العائد المطلوب من طرف الملاك؟

هناك خلط حول ما إذا كان الهدف الرئيسي للملاك هو تعظيم الربح الكلي للمؤسسة، تعظيم ربحية السهم أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية.

فإذا افترضنا أن هدف الملاك هو تعظيم الربح الكلي للمؤسسة، فذلك ليس بصفة قطعية وليس في جميع الحالات والضرر وفهناك من القرارات المالية، قرارات مالية تعظم الربح الكلي للمؤسسة وتتنقص من ربحية السهم.

لكن هذا لا يعني بالضرورة أننا نتبنى أن تعظيم ربحية السهم هو الهدف الذي يسعى الملاك إلى تحقيقه، وذلك بسبب أن معيار تعظيم ربحية السهم يهمل متغيرين أساسيين من أعمدة الإدارة المالية

[Nguéna 2003 p364] هما القيمة الزمنية للنقود والمخاطر، على اعتبار أن

الإدارة المالية الحديثة تقوم على ثلاث مرتكزات رئيسية هي :

- قيمة النقود عبر الزمن.
- تقييم الأصول المالية.
- إدارة المخاطر في المؤسسة.

وبالتالي فكل من تعظيم الربح الكلي وتعظيم ربحية السهم لا يمكن قبولهما كمعيار محدد لمدى خدمة الإدارة المالية للملاك.

ومنه فإن تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية أو ما يعبر عنه أحيانا بتعظيم ثروة الملاك هو أفضل معيار للحكم على القرارات التي تتخذها الإدارة المالية من وجهة نظر الملاك، وبالتالي يمكن أن يكون مقبول من طرفهم كهدف للإدارة المالية، فالقيمة السوقية للأسهم العادية تعكس الكثير من المتغيرات التي تهد الملاك كمقدار العائد المتولد، توقيت حدوثه، مدى استقراره واستمراره ومدى التأكد بشأن احتمال تحقيقه.

أي بعبارة أخرى يأخذ معيار تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية جميع المتغيرات بما فيها القيمة الزمنية للنقود والمخاطر [هندي، 2003، ص14].

ثانياً: وجهة نظر الإدارة

نظرياً وبناء على نظرية المنظمة التي قدمها **Jensen et Meckling**، فإن الإدارة سوف تسعى إلى تحقيق هدف الملاك، بصفتها وكيلة عنهم في إدارة المؤسسة.

لكن قد لا تسعى الإدارة إلى خدمة الملاك فقط، وإنما قد يتنافى هذا الهدف مع أهداف لأطراف أخرى تسعى الإدارة إلى خدمتها إلى جانب هدفها الأساسي المتمثل في خدمة الملاك، ومن أمثلتها خدمة المصلحة الذاتية للإدارة، خدمة العاملين والمجتمع.

ومنه فإن الإدارة سوف لن توجه جميع التدفقات النقدية المتاحة إلى خيارات استثمارية تساهم في تعظيم ثروة الملاك (حملة الأسهم العادية)، المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية. بل توجه قسط من هذه التدفقات النقدية إلى مصلحة أطراف أخرى غير الملاك مثل:

- زيادة الأجور والمزايا التي يتقاضاها أعضاء الإدارة.

- توجيه أموال لمشاريع اجتماعية وخدمة البيئة.

- رفع أجور العمال وإنشاء مشاريع لرفايتهم.

قد تقوم الإدارة المالية بإتخاذ قرارات مالية ليست في صالح الملاك، من قبيل قبولها بتنفيذ مشاريع استثمارية تتسم بعائد قليل ومخاطر ضعيفة نوعاً ما ورفضها لمشاريع

تضيف الكثير إلى ثروة الملاك، بسبب كون هذه المشاريع تتسم بدرجة عالية من المخاطر وهذا يرجع إلى كون المسيرين مكرهون للخطر "Risk averse" ويسعون دائما إلى الحفاظ عن مناصبهم غير أبيهن بتحقيق أهداف الملاك، ويساعد الإدارة في ذلك ما تتسم به مؤسسات الأعمال اليوم من خصائص أهمها [هندي، 2003، ص16]:

- انفصال الإدارة عن الملكية وهي سمة العصر بالنسبة للشركات الكبيرة والمؤسسات المساهمة.

- أسهم المؤسسات عادة ما تكون مملوكة لعدد كبير من صغار المستثمرين لا يعرف بعضهم البعض وهي ميزة تضعف إمكانية قيام الملاك بمراقبة تصرفات الإدارة.

- اتجاه المستثمرين نحو تنويع المحفظة الاستثمارية من خلال الاستثمار في أكثر من مؤسسة، مما يقلل الباعث لديهم لمراقبة تصرفات الإدارة في مؤسسة ما، نظرا لمحدودية العواقب عليهم بسبب التنويع.

وبالتالي يبرز جدل كبير حول مدى اضطلاع الإدارة بالسعي وراء تحقيق هدف المؤسسة من وجهة نظر الملاك.

وعادة ما يحل هذا الإشكال في المؤسسات العصرية بمنح الإدارة، أجور في شكل خيارات أسهم (stock options) أو أجور مؤشرة بقيمة الأسهم، مما يجعل الإدارة دائما تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم لان أجورها وامتيازاتها أصبحت مرتبطة بها. إذ أثبتت دراسة أجريت على المؤسسات التي يتجاوز رقم أعمالها 500 مليار دولار أن نسبة الأجور المقدمة في شكل خيارات أسهم هي 49%، 23%، 21%، و15% بالنسبة لكل من الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، فرنسا وألمانيا على الترتيب. حيث تعكس هذه النسب المدى الكبير الذي وصلت إليه المؤسسات في ربط الأجور والحوافز بالأداء [Vernimmen, 2002, P629].

إلا أن الملاك لهم من الوسائل التي ترغب الإدارة المالية على السعي لتحقيق هدفهم المتمثل في تعظيم ثروتهم وذلك عن طريق مجموعة من الوسائل هي:

- تكلفة الوكالة لحقوق الملكية.
- الحوافز المالية الممنوحة لأعضاء الإدارة العليا وضرورة ربطها بالأداء.
- آلية سوق العمل.
- التهديد بالاستغناء عن خدمات الإدارة واستبدالها بإدارة أخرى.
- التهديد بالسيطرة على المؤسسة من قبل أطراف خارجية وهو أمر يؤدي في غالب الأحيان إلى استبعاد الإدارة واستبدالها بأخرى أكثر كفاءة مما يفقد الإدارة الحالية امتيازاتها.

كما أنه من بين المتغيرات الرئيسية [هندي، 2003، ص17] التي أصبح مع ظهورها إمكانية كبيرة لمراقبة تصرفات الإدارة، تغيير شكل الملكية وتركزها في عدد محدود من الشخصيات الاعتبارية (المؤسسات المالية المتخصصة)، حيث ارتفعت نسبة الأسهم العادية المملوكة للمؤسسات المالية في بريطانيا على سبيل المثال لا على سبيل الحصر من 21% سنة 1957 إلى 85% سنة 1999 [هندي، 2003، ص17].

غير أن الإدارة لها وسائلها المشروعة وغير المشروعة في الاحتواء من قيود الملاك المفروضة عليها، إضافة إلى أن الوسائل المتاحة للملاك في جعل الإدارة وكيلا عنهم بالشكل المطلوب منها، أي القيام ببديل كافة الجهود وتوجيهها نحو هدف واحد هو تعظيم ثروة الملاك مكلفة في غالب الأحيان (تحمز تكلفة الوكالة).

الأمر الذي يجعل تحقيق هدف الملاك من وجهة نظر الإدارة مثار جدل.

ثالثا: وجهة نظر الدائنين

هناك فرص كثيرة لتعارض مصلحة كل من الدائنين والملاك، والإدارة وبصفتها وكيلا عن الملاك وفق نظرية المنظمة فإذا كتب لها أن تتحاز فسوف تتحاز لمصلحة الملاك في قراراتها، أي يمكن أن تتخذ الإدارة قرارات تضر بمصالح الدائنين وتسمح بانتقال غير مشروع للثروة من الدائنين إلى الملاك وتعريض الدائنين إلى مخاطر كبيرة.

إلا أن الدائنين لهم من الوسائل ما يكفل لهم الحماية، فبالإضافة إلى إمكانية أن يتضمن عقد القرض أنه من حق الدائنين أن يطالبوا بأموالهم في حالة عدم التزام المؤسسة بشروط العقد هناك وسائل أخرى يلجأ إليها الدائنين لحماية أنفسهم وتتمثل هذه الوسائل في:

- تحميل المؤسسة ومن ورائها الملاك تكلفة الوكالة للاقتراض.
 - اشتراط قاعدة أنا أولاً **Me - First Rule**.
 - مراقبة بعض تصرفات الإدارة التي تؤثر مباشرة على إمكانية استردادهم لأموالهم، من قبيل توزيع الأرباح، زيادة رواتب بعض أعضاء الإدارة العليا، شراء أصول استثمارية.
 - اشتراط الأولوية بالنسبة لحملة السندات القديمة في استرداد أموالهم قبل حملة السندات الجديدة في حالة الإفلاس.
- كما أن للملاك آليات عديدة تحول دون انتقال غير مشروع للثروة منهم وإلى الدائنين (حملة السندات) نذكر هذه الآليات منها مايلي:

إذا ما قررت الإدارة استدعاء السندات يتم استدعاء الإصدار كله وذلك حتى لا تنخفض المخاطر المتعلقة بالسندات المتبقية في حالة استدعاء جزء فقط، وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية وذلك على حساب القيمة السوقية للأسهم العادية. ومن خلال هذا يبرز أن لكلا الطرفين آليات لحماية نفسه من تصرفات الطرف الآخر، في إطار العلاقة العقدية بين المؤسسة والدائنين، ويمكن أن يؤدي إلى الحد من التعارض بين أهداف الملاك وأهداف الدائنين.

رابعاً: وجهة نظر العاملين

يمثل العاملون طرفاً من أطراف التعاقد بوصفهم يقدمون للمؤسسة احد عوامل الإنتاج وهو العمل، ولكنهم يأملون من وراء تقديم مجهودهم العضلي والفكري في المؤسسة في الحصول على أجور، مكافآت، حوافز وامتيازات وتحقيق الأمان والأمن الوظيفيين [Pavy, 2004,P02] .

وبالتالي فهم يرغبون في أن تقتطع الإدارة جزءاً من الموارد المالية المتاحة لصالحهم بدل توجيهها إلى اقتراحات استثمارية لخدمة مصلحة الملاك فقط. ومنه يحدث تعارض واضح بين أهداف العاملين وأهداف الملاك، لأن محاولة كل طرف تعظيم ثرواته سوف يكون بالضرورة على حساب الطرف الآخر.

إلا أنه يمكن أن يحدث هذا في المدى القصير فقط، أما في المدى الطويل فالعكس هو الذي يحدث فإدا توفر للمؤسسة عامل يكافأ بالشكل الجيد وراضي ويحس بالأمان الوظيفي والاجتماعي في المؤسسة فإن ذلك سوف يزيد من دافعيته نحو العمل والسعي في تحقيق هدف الملاك. إذ في هذا الصدد يشير (Famma) إلا أن الإدارة تمارس وظيفة المدرب (Coach) الذي يتمثل دوره في التنسيق بين أعضاء الفريق (ملاك، دائنين، عاملين). وتوظيف إمكانياتهم لخدمة هدف أسمى هو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، أي تعظيم ثروة الملاك.

خامساً: المسؤولية تجاه المجتمع

يتنازع هذا الموضوع طرحان متنافيان، فأنصار الطرح الأول يعتقدون أن مسؤولية المؤسسة ينبغي أن تمتد إلى تحقيق الرفاهية للمجتمع، عن طريق تخصيص جزء من أرباح المؤسسة لإنشاء مشروعات اجتماعية تصب في صالح المجتمع وخدمة الرفاهية العامة والبيئة خاصة مع ظهور ما يعرف بـ "المؤسسة المسؤولة" في ظل مقاربة التنمية المستدامة [Chauveau et Rosé, 2003 ; p 249].

وهناك آخرون يعتقدون أن سعي المؤسسة لتحقيق الرفاهية الاجتماعية وخدمة البيئة يلحق الضرر بالملاك كما يمكن أن يؤدي إلى سوء استغلال الموارد المتاحة، وبتزعم هذا الاتجاه الاقتصادي الأمريكي الشهير ميلتون فريدمان (Milton Friedman)، الذي يرى أن هناك مسؤولية واحدة ووحيدة تقع على عاتق المؤسسة، هي استغلال الموارد المتوفرة لديها بالشكل الذي من شأنه أن يحقق أقصى عائد ممكن على الأموال المستثمرة، وهو ما ينعكس بالتالي على رفاهية المجتمع [هندي، 2003،

ص27]. ويعتبر أنصاره أن هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسة في حد ذاته يحقق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية.

كما يضيف أنصار تخصيص جزء من الموارد المالية للمؤسسة لخدمة الرفاهية الاجتماعية والبيئة، أن ذلك لا يعني بالضرورة إلحاق الضرر بالمالك وعدم السعي إلى تحقيق أهدافهم، وإنما قد يؤدي إلى:

- زيادة تقدير الجمهور للمؤسسة مما ينعكس على مبيعاتها إيجاباً، وبالتالي زيادة التدفقات النقدية المستقبلية، على اعتبار أن اضطلاع المؤسسة بالمسئولية الاجتماعية يعد بمثابة حملة إعلانية لخدمة مصالح المؤسسة قبل كل شيء.
- كسب ود الحكومة وتوطيد العلاقة مع المسؤولين الحكوميين مما يسمح للمؤسسة من الاقتراب من مراكز صنع القرار لاسيما القرارات المؤثرة على نشاط المؤسسة حيث يمكنها ذلك من اقتناص فرص أو تجنب مشكلات قبل وقوعها.

رغم بعض التعارض الموجود بين أهداف الملاك وأهداف الأطراف الأخرى، غير أن هذا التعارض يمكن التغلب عليه، بان تتخلى المؤسسة (الملاك) في المدى القصير عن هدف تعظيم الثروة (Maximizing) وتخصيص جميع التدفقات النقدية إلى مشاريع استثمارية في خدمة الملاك فقط، وتلقت إلى الأطراف الأخرى المشاركة في خلق الثروة في المؤسسة وتشركهم في التدفقات النقدية المتاحة، أي الاكتفاء بهدف تحقيق زيادة مرضية (Satisfactory) في الثروة.

هذه المشاركة في الثروة من قبل الأطراف الأخرى في المدى القصير هي التي من شأنها تعظيم ثروة الملاك في المدى الطويل، من خلال زيادة دافعية الأطراف الأخرى في السعي إلى تحقيق هدف الملاك.

ومنه فان تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، هو الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه، طالما لا يتعارض ذلك مع أهداف الأطراف الأخرى.

على ضوء ما تقدم يتضح أن المؤسسة تقوم بالعديد من الأنشطة منها الإنتاج، التموين والتسويق، ولمختلف هذه الأنشطة امتدادات (انعكاسات) مالية بالإضافة إلى ضرورة تدبير الموارد المالية اللازمة لتلك الأنشطة. كل هذه المهام ملقاة على عاتق الإدارة المالية التي أصبحت تلعب دورا محوريا في المؤسسة حيث أصبحت الإدارة المالية من أهم مراكز خلق الثروة في المؤسسة من خلال إدارة المخاطر. والمبحث التالي سوف نحاول فيه التعرض بالتفصيل إلى مختلف المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة أثناء نشاطها.

II- المخاطر في مؤسسات الأعمال:

إن تاريخ البشرية بأكمله تاريخ للتعرض للمحن و الظروف الخطرة، ورغم أن الإدعاء بان أقدم مهنة في التاريخ هي إدارة المخاطر أمر مبالغ فيه، إلا أنه وعلى أساس أن نشاط البشرية منذ القدم في مواجهة المخاطر المتعددة، إذ يمكن القول بأنه منذ فجر التاريخ واجه البشر مشكلة البقاء ليس فقط كأفراد وإنما أيضا كمجموعات، منظمات ومؤسسات، وما استمرار وجود الكائن البشري على ظهر هذا الكوكب إلا شاهدا على نجاح أسلافنا في إدارة المخاطر.

II-1- عموميات عن المخاطر

II-1-1 مفهوم وتعريف المخاطر:

المخاطر مفهوم واسع لا يمكن حصره الا في سياق معين أو أدبية معينة، حيث يعرف القاموس المخاطر على أنها « مواجهة حالة فيها تهديد نتيجة مجهولية النتائج » [Damodaran ,2001,p220].

كما يمكن أن نفهم من لفظ المخاطر على أنه « وضع في العالم الواقعي يوجد فيه إمكانية للتعرض لوضعين متعاكسين » [حماد، 2003، ص16].

وفي العلوم المالية تعرف المخاطر على أنها « عدم الأكادة التي تؤثر على ثروتنا » [Merton et Bodie, 2001,p289].

II-1-2 المخاطر وعدم التأكد

يخط الكثيرون بين مفهومي المخاطر وعدم التأكد، ويرجع ذلك إلى تقارب المفهومين سطحياً وإلى الاستعمالات غير الدقيقة للكثير من الكتاب والباحثين في مجال العلوم المالية والإدارة المالية على الخصوص، إذ أن تطابقهما من ناحية المضمين وهذا أمر رغم شيوعه إلا أنه غير مقبول.

فتعريف المخاطر على أساس أنها تعني عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية يتضمن خلط بين مفهومي المخاطر وعدم التأكد.

ويرى الباحث (Gitman) وجود فرق بين المخاطر وعدم التأكد، ويتمثل هذا الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق العائد النقدي (التدفقات النقدية المستقبلية)، والطريقة التي يتم بها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية:

- فالمخاطر هي ذلك الموقف الذي تتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية لبناء مدخل توزيع احتمالي موضوعي.

- أما عدم التأكد فهي تلك الحالة التي يلجا فيها متخذ القرار إلى التخمين والقدرات الشخصية (الذاتية)، لبناء مدخل توزيع احتمالي شخصي [هندي، 2003، ص ص 395-3948].

II-1-3 المخاطر والقرارات الاقتصادية

أغلبية القرارات التي يتخذها الأعوان الاقتصاديين (مؤسسات، أسر وحكومة)، تتأثر بالمخاطر هذا يعني أن المخاطر تتموقع في قلب الحياة الاقتصادية، ويرتبط نجاح أي عون اقتصادي بمدى تمكنه من اتخاذ القرارات التي تقلل من أثر المخاطر على نشاطه الاقتصادي.

فالمؤسسة الاقتصادية التي أصبحت تنشط اليوم في ظل بيئة تتسم بعدم التأكد والضبابية، فمواجهة المخاطر بالنسبة لها أصبح واقعا يوميا مفروضا عليها.

وأحد أهم هذه الجوانب في المؤسسة التي تتأثر بالمخاطر جانبها المالي، خاصة مع ما أصبحت تتميز المؤسسة من:

- انفصال الإدارة عن الملكية في المؤسسات الكبيرة والشركات المساهمة.
- زيادة دور وأهمية الأسواق المالية بالنسبة للمؤسسات.
- الدور المتصاعد لأسواق الخيارات والمشتقات المالية.
- تطور الهندسة المالية وتقديمها لمجموعة من المنتجات المتعددة الخصائص والأشكال.

- عولمة الأسواق المالية وإزالة الحواجز بينها [Hausler,2002,P10]

- التخفيف من حدة الضوابط والأنظمة المسيرة للأسواق المالية.
- اتساع استخدام تقنية التوريق (تحويل الديون إلى أوراق مالية متداولة).
- إذ أصبحت البيئة المالية للمؤسسة تتسم بمايلي [Hutin, 2004,P 3] :
 - تعدد المخاطر .
 - اشتداد المنافسة .

وبالتالي فقد أصبحت القرارات المالية في المؤسسة (قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، قرارات الادخار، وقرارات توزيع الثروة في المؤسسة) تحمل في طياتها الكثير من المخاطر ولا يمكن إتخاذها إلى في ظل مراجعة بين العائد والمخاطر، وعلى هذا الأساس يمكن اعتبار هذه القرارات المالية عبارة عن مراحل (أجزاء) في عملية إدارة المخاطر.

هذا بالإضافة إلى أن إحدى الثلاث مرتكزات التي تركز عليها الإدارة المالية الحديثة إلى جانب تقييم الأصول، قيمة النقود عبر الزمن هي إدارة المخاطر.

II-2- تقسيم المخاطر ومراحل عملية تسييرها :

II-2-1 تقسيم المخاطر :

يمكن تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وفق العديد من المداخل.

أولاً: التقسيم وفق معيار العمومية

إذ يمكن التمييز وفقاً لمعيار الانتظام (العمومية) بين:

أ- المخاطر المنتظمة:

وهي تلك المخاطر التي تصيب كل المؤسسات الناشطة في السوق، ولها آثار على التدفقات النقدية لجميع المؤسسات (لذلك تسمى أيضا بالمخاطر السوقية، أو المخاطر العامة). ومن أبرز صورها:

أ-1 مخاطر سعر الفائدة:

يقصد بمخاطر سعر الفائدة احتمال تقلب أسعار الفائدة مستقبلا وتأثيرها على العائد المطلوب على الاستثمار من طرف المساهمين، المصاريف المالية التي تتحملها المؤسسة في حالة كونها تقترض بمعدل متغير. التأثير على وضعية الذمة المالية للمؤسسة (ارتفاع قيمة الخصوم وانخفاض قيمة الأصول).

أ-2 مخاطر تغير القوة الشرائية:

والتي تعني احتمال حدوث تضخم في المستقبل حيث تصبح معه القيمة الحقيقية للتدفقات النقدية المستقبلية أقل مما كان متوقع، وبالتالي فإن المستثمرين في المؤسسة سوف يطالبون بمعدل عائد على الاستثمار أعلى من ذي قبل بغية تعويضهم عن انخفاض القوة الشرائية للنقود (قيمة النقود).

هذا إضافة إلى أن المقرضين وفي حالة ارتفاع معدل التضخم سوف يطالبون بمعدلات فائدة أعلى. وبالتالي قد تفشل المؤسسة في تدبير الموارد المالية اللازمة لتمويل الاقتراحات الاستثمارية، وإن وجدت مقرضين فإن الاقتراض في هذه الحالة سوف يكون أكثر تكلفة ومخاطر، دون أن ننسى أنه في حالة التضخم تواجه المؤسسة بمخاطر دفع ضرائب على أرباح صورية نتيجة حساب أقساط الإهلاك بناء على التكلفة التاريخية التي تقل بكثير عن القيمة السوقية.

أ-3 مخاطر الدورات التجارية:

وهي المخاطر المصاحبة لحدوث تقلبات في الحالة الاقتصادية من رواج إلى كساد والعكس، ولهذا النوع من المخاطر تأثير كبير على التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسات.

ورغم أن هذا النوع من المخاطر يصنف من المخاطر المنتظمة إلا تباين تأثيره على المؤسسات أمر شائع.

إذ نجد أن أكثر المؤسسات تأثرا بهذا النوع من المخاطر المؤسسات التي يرتبط نشاطها بالدورات التجارية الموسمية، وكذلك المؤسسات التي تتحمل تكاليف ثابتة كبيرة سواء كانت تشغيلية أو مالية مثل (صناعة السيارات، المؤسسات التي تنشط في قطاع المحروقات، السياحة و الفولاذ) [Damodran , 2004,P].

أ-4 مخاطر تغير المناخ العام

وتتمثل في وقوع بعض الأحداث الهامة محليا أو عالميا ومن أمثلة ذلك:

حدوث تغيرات جذرية في النظام الاقتصادي للدولة التي تنشط فيها المؤسسة أو في دول أخرى تربطها بها علاقات وثيقة ولا أدل على ذلك أكثر مما يحدث لشركات النفط الغربية في أمريكا اللاتينية بعد عودة موجة التأميمات في العديد من الدول مثل فنزويلا وبوليفيا. والمشاكل التي تعاني منها الشركة البترولية الأمريكية أنداركو (Anadarco) في الجزائر بعد إقرار الدولة الجزائرية لضرائب إضافية على أرباح الشركات البترولية الناشطة بها، حيث تعترم الشركة الأمريكية بيع أصولها في الجزائر ومغادرة السوق الجزائرية.

وقوع أحداث مهمة مثل أحداث 11 سبتمبر في الولايات المتحدة الأمريكية التي أدت إلى إفلاس العديد من الشركات، بينما حققت شركات أخرى أرباحا خيالية [Kinione,2004].

ب- المخاطر غير المنتظمة:

وتتمثل في تلك المخاطر التي تترتب عنها تقلبات في التدفقات النقدية لمؤسسة صناعة أو قطاع معين دون أن تمس باقي المؤسسات، الصناعات أو القطاعات الأخرى ويمكن أن نذكر ضمن تلك المخاطر:

ب-1 مخاطر الصناعة:

ويقصد بها المخاطر الناجمة عن ظروف خاصة بصناعة معينة كصعوبة توفير المواد الخام في صناعة ما (صعوبة توفير الإسمنت في قطاع البناء والإنشاءات).

ب-2 مخاطر الدورات التجارية الخاصة:

والتي يقتصر تأثيرها على مؤسسة معينة أو صناعة معينة بما يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية لهذه المؤسسة أو الصناعة دون غيرها من المؤسسات أو الصناعات.

ب-3 مخاطر الإدارة:

وهي مخاطر ناتجة عن ضعف كفاءة الإدارة وسوء استخدامها للموارد المالية المتاحة في المؤسسة، وبالطبع يؤثر هذا النوع من المخاطر على أداء المؤسسة وقيمتها وبالتالي على ثروة الملاك.

ومن خلال هذا العرض الموجز عن المخاطر وفقا لمعيار الانتظام يمكن أن نصل إلى أن المخاطر المنتظمة تتسم بالخصائص الآتية [الزبيدي، 2004، ص534]:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.
- تؤثر على جميع المؤسسات العاملة لذلك فأنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية لجميع المؤسسات لذلك تسمى (بمخاطر غير قابلة للتوزيع)
- يمكن قياسها بمعامل بيتا. **Coefficient Bêta.**
- لا يمكن تجنبها بالتوزيع وبالتالي فإن المستثمرين يطلبون مقابلا للتعويض عنها (علاوة المخاطر).

ومما يلاحظ أن المخاطر المالية تنشأ بفعل مصدرين أساسيين هما [الزبيدي، 2004، ص536]:

- 1- الأعمال التشغيلية للمؤسسة والتي تتأثر بفعل عوامل خارجية لا سيطرة للإدارة عليها، مثل التغيرات في الظروف الاقتصادية وتقلبات الأسعار، كما تؤثر على عوامل المنافسة وتوقعات المستثمرين عن أداء الاقتصاد الوطني و الكلي مما يجعل المؤسسة

تتعرض في نشاطها إلى مخاطر منتظمة للأعمال تسمى مخاطر الأعمال، حيث تساهم هذه المخاطر في تغير وتقلب العائد (صافي ربح العمليات).

2- استخدام المؤسسة للقروض في هيكل رأسمالها، أو كما يسمى استخدام الرفع المالي (l'effet de levier) حيث تتعرض المؤسسات التي هيكل رأسمالها قروضاً إلى مخاطر إضافية وهذه المخاطر تنشأ من ثلاث مصادر:

- عدم القدرة على التسديد (نقص السيولة، نقص الملاءة).
- ارتفاع معدلات الفائدة على قروض المؤسسة.
- عدم كفاية التدفقات النقدية لسداد أقساط الديون المترتبة على عاتق المؤسسة.

ثانياً: التقسيم وفق معيار المصدر

كذلك يمكن تقسيم المخاطر على أساس مصدرها إلى:

أ- مخاطر الأعمال:

وتعرف أيضاً بالمخاطر الاقتصادية [الزبيدي ، 2004، ص 540]، وهي تتكون في جزء منها من مخاطر منتظمة وجزء آخر من مخاطر غير منتظمة، تتعرض لها المؤسسات ومن ورائها المستثمرين فيها، ويعبر عن هذه المخاطر بدرجة التدبب في العمليات التشغيلية للمؤسسة، أي تقلب صافي ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو نوع أو ظروف النشاط، وتعتبر مخاطر الأعمال من أهم العوامل التي لها تأثير على قرار تحديد التشكيلة المكونة لهيكل رأس المال، إذ كلما كانت المؤسسة تتعرض لمخاطر أعمال أكبر زادت مخاطر الإفلاس [هندي ، 2005، ص 261]، و أصبح من الأفضل للمؤسسة تخفيض حجم الاقتراض في هيكل رأس المال، حتى تضمن المؤسسة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين.

كما تتفاوت من صناعة إلى أخرى ومن مؤسسة إلى أخرى في نفس الصناعة، وفيما يلي عرض لأهم متغيرات مخاطر الأعمال:

أ-1 التغيرات في حجم الطلب على منتجات المؤسسة:

أي أنه تزداد مخاطر الأعمال كلما اتسم الطلب على منتجات المؤسسة بالتذبذب، ويرجع هذا التذبذب إلى أسباب أهمها:

- إدخال المؤسسة لمنتجات جديدة تؤدي إلى زيادة حجم الطلب على منتجاتها.
- المنافسة الشديدة وتقديم منتجات بديلة من طرف المنافسين.
- التغير في أذواق الزبائن.
- الدورة التجارية التي تمر بها الصناعة (رواج أو كساد).
- حالة الاقتصاد القومي ككل وزيادة الطلب في فترات الازدهار وانخفاضه في حالات الكساد والانكماش.

أ-2 التغير في أسعار بيع المنتجات:

يؤدي التغير في أسعار بيع المنتجات، وبصفته يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية إلى زيادة مخاطر الأعمال (تذبذب صافي ربح العمليات) ويمكن إرجاع تذبذب أسعار بيع المنتجات إلى:

- حدة المنافسة التي تقتضي جعل الأسعار مرنة تلبية لمقتضياتها.
- التدخل الحكومي بهدف التحكم في الأسعار.

أ-3- التغير في أسعار المدخلات:

تتميز أسعار الخامات بالتقلب في البورصات السلعية العالمية وفق قانون العرض والطلب، فتتخفف نتيجة زيادة المعروض منها وترتفع الأسعار في حالة انخفاضه وزيادة الطلب عليها.

أما بالنسبة لعنصر العمل، فقد تواجه المؤسسة نقابات عمالية قوية تضغط لصالح رفع الأجور والمزايا الأخرى مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة العمالة في المؤسسة، كما تنخفض هذه التكلفة نتيجة استعمال المؤسسة للتكنولوجيا بكثافة في الإنتاج، وبصفة عامة تزداد مخاطر الأعمال كلما كان التقلب في أسعار المدخلات كبيراً.

أ- 4- مرونة الطلب على منتجات المؤسسة:

من المعروف أن مرونة الطلب على المنتجات تقيس مدى تأثر الطلب لمنتج ما بالنسبة إلى التغير في سعره، أي أنه كلما انخفضت مرونة الطلب على المنتجات، كان بإمكان المؤسسة مواجهة التغير في أسعار المدخلات بإجراء تغييرات في أسعار بيع المنتجات، دون أن يتعرض حجم المبيعات إلى تدهور كبير بسبب انخفاض مرونة الطلب، وبالتالي تستطيع المؤسسة الحد من تقلب صافي ربح العمليات ويترتب على ذلك تخفيض مخاطر الأعمال.

أ- 5- نسبة التكاليف الثابتة إلى مجموع التكاليف:

إذا كانت نسبة التكاليف الثابتة مرتفعة فإن أي تغير في حجم المبيعات بنسبة ما فإنه يؤدي إلى تغير أكبر في صافي ربح العمليات مما يعني زيادة مخاطر الأعمال.

هذا بالنسبة للمخاطر المرتبطة بنشاط المؤسسة والظروف المحيطة بها، أما فيما يخص المخاطر الناتجة عن كيفية تمويل المؤسسة لأصولها فسوف نتناولها فيما يلي.

ب- المخاطر المالية:

يقصد بالمخاطر المالية التدبب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التدبب في العائد المتاح للملاك (حملة الأسهم العادية)، بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وأقساطها، توزيعات الأسهم الممتازة، فالمؤسسة التي تتحمل مصاريف مالية كبيرة، تتعرض لتغير كبير في الربح المتاح للملاك نتيجة تغير طفيف في صافي ربح العمليات.

والمخاطر المالية هي عبارة عن الحد السلبي الناجم عن الإفراط في الاقتراض، حيث أن هذا الأخير يعتبر سلاح ذو حدين:

- حد ايجابي في حالة الرواج وزيادة المبيعات التي تؤدي إلى زيادة صافي ربح العمليات وبالتالي زيادة العائد المتاح للملاك.

- حد سلبي في حالة الكساد (الركود) وانخفاض المبيعات وما يتبع ذلك من انخفاض صافي ربح العمليات وأثره على تخفيض الربح المتاح للملاك.

كما أن المخاطر المالية مثلها مثل مخاطر الأعمال فيها جانب يرتبط بالظروف العامة، أي عبارة عن مخاطر منتظمة وجانب آخر يرتبط بالمؤسسة وكيفية تمويلها لأصولها ممثلاً في مخاطر غير منتظمة.

وفي الأخير لابد أن نشير أن مخاطر الأعمال ترتبط بقرارات الاستثمار في الأصول، والمخاطر المالية تتعلق بقرارات التمويل وكيفية تشكيل هيكل رأس المال، وهي بصفة أدق تنتج عن وجود التكاليف الثابتة التمويلية في جدول الحسابات والنتائج، فماهية يا ترى هذه التكاليف الثابتة للتمويل ؟ هذا السؤال سوف نحول الإجابة عليه في المبحث القادم.

II-2-2 مراحل عملية تسيير المخاطر:

عملية تسيير المخاطر تتعلق بنظام تحليل ومعالجة المخاطر المختلفة التي تتعرض لها المؤسسة الاقتصادية وتتضمن عملية تسيير المخاطر خمس مراحل أساسية هي:

أولاً: تشخيص الخطر

ويتضمن معرفة وتحديد ماهية المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، وأكثر الجوانب تعرضاً لها، إذ يجب من أجل تشخيص المخاطر الأخذ بعين الاعتبار الأصل المعني بهذه المخاطر أو العملية المعنية به، ومن الأفضل أن تنتهي عملية تشخيص المخاطر في المؤسسة بإعداد قائمة مفصلة عن المخاطر التي يمكن أن تمس نشاط المؤسسة.

ثانياً: تقييم الخطر

وهنا تقوم المؤسسة بتكميم التكاليف المرتبطة بالمخاطر، وهناك في الواقع العملي مكاتب استشارة ومؤسسات متخصصة في تقييم المخاطر تلجأ إليها مؤسسات الأعمال

لمعرفة درجة تعرضها لخطر معين وبالنسبة للمخاطر المالية هناك طرق لتقييمها سوف نذكرها لاحقا.

ثالثا: اختيار تقنيات تسيير المخاطر

وهي أربع تقنيات لتقليل درجة تعرض العون الاقتصادي (المؤسسة) للمخاطر وتتمثل في:

- تجنب الخطر.
- توقع الخطر.
- امتصاص الخطر.
- تحويل الخطر.

رابعا: استخدام تقنيات تسيير المخاطر

وهي عملية تبني المؤسسة لمجموعة من التقنيات أو تقنية معينة ووضعها في الخدمة أخذة بعين الاعتبار تقليل تكلفة التقنية المستعملة في ظل الحدود الممكنة.

خامسا: الرقابة

تسيير المخاطر تتطلب متابعة منتظمة من اجل معرفة مدى كون القرارات المتخذة فيما يخص لتسيير المخاطر مثالية من حيث تقليل التكلفة والمخاطر معا.

II-3- أبعاد إدارة المخاطر:

من بين الأربع تقنيات التي ذكرناها لتسيير المخاطر هناك التقنية الأكثر استعمالا وهي تحويل الخطر كله أو جزئه إلى مؤسسة أو هيئة أخرى. ونميز بين ثلاث أبعاد (طرق) لتحويل الخطر هي: التغطية (التحوط)، التأمين والتنويع.

II-3-1 التغطية: la couverture

نقول أن المؤسسة قامت بتغطية نفسها في مواجهة خطر معين في حالة سعيها إلى تخفيض حجم المخاطر التي تواجهها.

II-3-2 التأمين: l'assurance

وهي عملية قيام المؤسسة بدفع عمولة (une prime) للآخرين من اجل تجنب خسائر يمكن أن تحدث لها في المستقبل، أي أن استبدال احتمال حدوث خسارة كبيرة في المستقبل، مقابل خسارة قليلة ولكن أكيدة [Merton et Bodie ,2001,p :302].

II-3-3 التنويع: la diversification

تستعمل تقنية التنويع من طرف المتعاملين الاقتصاديين لاسيما المؤسسات من أجل الحد من درجة تعرضها للخطر. والتنويع يمكن أن يكون بطريقة مباشرة من طرف المستثمر أو عن طريق المؤسسات وهيئات الوساطة المالية،

II-4-1 قياس المخاطر :

هناك العديد من الأساليب لقياس المخاطر منها ما هو بياني وما هو كمي إحصائي (كمي)، أما بالنسبة للمخاطر المالية ففضلا عن إمكانية قياسها بالأساليب الإحصائية (الكمية) فهناك معايير أخرى لقياسها.

II-4-1 الطريقة البيانية لقياس المخاطر

حيث يتم وضع المعطيات المالية في رسم بياني (أعمدة، منحنيات)، إذ ترتبط الأعمدة بالتوزيع الاحتمالي المنفصل وتتعلق المنحنيات بالتوزيع الاحتمالي المتصل.

II-4-2 الطرق الإحصائية لقياس المخاطر

بناء على فشل الطريقة البيانية في قياس المخاطر بشكل دقيق، لدى يصبح من الأفضل استخدام أدوات كمية، وهناك من هذه الأساليب الكمية ما يقيس المخاطر الكلية (المخطر العامة والمخاطر الخاصة، أي المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة)، ومنها ما يقيس المخاطر المنتظمة فقط.

أولاً: طرق قياس المخاطر الكلية

يعتبر المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الوسائل الإحصائية التي تقيس المخاطر الكلية وفي مايلي عرض مختصر عنها:

أ- المدى:

وهو أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (التذبذب) ويمثل المدى الفرق بين القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، وكلما زاد الفرق بين القيمتين من وجهة نظر هذا المعيار زادت المخاطر، وهو يركز على قيمتين فقط مهملاً القيم الأخرى.

ب- الانحراف المعياري:

ويقاس انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي انحراف التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لهذه التدفقات النقدية، ويمكن تعريفه على انه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، ويعطى الانحراف المعياري في حالة التأكد بالعلاقة التالية [Anderson et autre, 2000, P138]:

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - X)^2}{N}} \quad (1-1)$$

أما في حالة وجود توزيع احتمالي للتدفقات النقدية فيعبر عنه بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum (X_i - E(x))^2 p_i} \quad (2-1)$$

ومن المعروف أن الانحراف المعياري يقيس الحجم المطلق للمخاطر كما أنه ليس عملي في حالة عدم تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية.

ج- معامل الاختلاف:

وهو مقياس نسبي للمخاطر، حيث يتم حسابه بقسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية ويحدد بالعلاقة التالية:

$$\text{Coefficient de variation} = \frac{\delta}{E(X)} \quad (3-1)$$

إذ يزودنا معامل الاختلاف بحجم المخاطر لكل وحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية.

ثانياً: معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة:

يقيس الانحراف المعياري وكذا معامل الاختلاف المخاطر الكلية والتي يمكن أن نصنفها إلى مخاطر يمكن تجنبها بالتنوع ومخاطر لا يمكن تجنبها بالتنوع، وبما أن محفظة الأوراق المالية للمستثمر على قدر كبير من التنوع كما أسلفنا فإن المستثمر لا يهتم بالمخاطر غير المنتظمة في حين يجب أن يعطي اهتماماً كبيراً للمخاطر المنتظمة.

أما فيما يخص كيفية قياس المخاطر المنتظمة، والتي تقاس بمدى تغير العائد مع التغير في عائد السوق وهو ما يطلق عليه معامل بيتا **Coefficient Bêta**، ويقصد بعائد السوق في هذا الصدد متوسط عائد الأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية والتي يمثلها أحد مؤشرات السوق (**Market Index**) ويمكن قياس معامل بيتا بالعلاقة التالية [Bellalah,2004,P29]:

$$B_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)} \quad (4-1)$$

حيث تمثل B_i معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة وتعبّر $\text{cov}(R_i, R_m)$ عن التغيرات، أي العلاقة بين تقلب عائد المؤسسة وتقلب عائد محفظة السوق، كما يشير $\delta^2(R_m)$ إلى تباين عائد السوق.

ولمعامل بيتا علاقة وطيدة بهيكل رأس المال، فمن بين مصادر المخاطر المالية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع الدورات التجارية، ورغم أن هذه الدورات التجارية تمس الاقتصاد ككل، إلا أن تأثيرها على المؤسسات الاقتصادية يتوقف على حجم التكاليف الثابتة لكل مؤسسة لا سيما المالية منها.

فالمؤسسات التي تتحمل قسطا كبيرا من التكاليف الثابتة التمويلية تتعرض إلى نسبة أكبر من التقلب في الأرباح نتيجة الدورات التجارية.

وبما أن هيكل رأس المال يؤثر في درجة تقلب الأرباح والتدفقات النقدية (أي يؤثر على حجم المخاطر)، هذا يعني أن معامل بيتا للمؤسسات سوف يختلف تبعا لتغير تركيبة هيكل رأس المال، إذ من المفروض أن يكون معامل بيتا للأسهم العادية لمؤسسة ممولة بالكامل من الأموال الخاصة أصغر من معامل بيتا لمؤسسة تعتمد على القروض إلى جانب الأموال الخاصة.

II-4-3 طرق قياس المخاطر المالية:

تستخدم العديد من الأساليب لقياس المخاطر المالية منها النسب المالية وطريقة التنقيط (de rating)، التي تقوم بها وكالات التنقيط المتخصصة في مجال قياس قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الطويلة والقصيرة الأجل.

أولاً: قياس المخاطر المالية عن طريق النسب المالية

تستخدم النسب المالية لقياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل [خبابة، 1997، ص 44]. وسوف نعتني في هذا الصدد بالملاءة طويلة الأجل والتي تتمثل في قدرة المؤسسة على مواجهة دائئها في الأمدين القصير والطويل.

وكما يبدو فإن نسب السيولة تعد مؤشرا لمدى احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس والتي تنجم عن فشلها في سداد ما عليها من التزامات [هندي 1999، ص 191-192].

وتقيس نسب الاقتراض المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها، ولهذه المجموعة من النسب تأثير إيجابي وآخر سلبي، ويأتي التأثير الإيجابي من كون زيادة الاعتماد على القروض يعني انخفاض تكلفة الأموال نتيجة الانخفاض النسبي لتكلفة هذا النوع من مصادر التمويل، وأيضا بسبب الوفورات الضريبية المتولدة عن الاقتراض، على أساس أن فوائد القروض من

المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل الضريبة ومن ناحية أخرى قد يترتب على زيادة القروض (نسبة الاقتراض) تعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس.

فزيادة القروض تعني زيادة عبء الفوائد المستحقة كما تعني ضرورة تدبير قدر أكبر من الأموال لسداد قيمة تلك القروض والفوائد عندما يحل تاريخ الاستحقاق، وإذا ما فشلت المؤسسة في الوفاء بتلك الالتزامات فقد ينتهي الأمر بإعلان إفلاسها وقد لا يبقى شيء لحملة الأسهم العادية من أموال التصفية.

أما نسب التغطية فتقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالأعباء الثابتة مثل فوائد القروض وأقساط سداد الديون، وتشبه نسب التغطية نسب الاقتراض في أن كلاهما يعد مؤشرا للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة بالفشل في سداد الفوائد وأقساط الديون كفيل بتعريض المؤسسة لمخاطر الإفلاس.

وأخيرا تقيس نسب الربحية قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من المبيعات والأصول والأموال المستثمرة في المؤسسة، وبذلك تعد النسبة الربحية مقياسا لقدرة الإدارة على الرقابة على تكاليف العمليات كما تعد مقياسا لقدرتها على توليد الأرباح من الأموال التي قدمها كل من الملاك والمقرضين، في شكل توزيعات وفوائد القروض وأقساطها على التوالي، ومنه فإن تحقيق الأرباح هو وحده الكفيل بطمأننة المقرضين على استرجاع أموالهم ولذلك تكتسي نسب الربحية طابعا هاما فيما يخص قياس مدى إمكانية تسديد المؤسسة لما عليها من التزامات اتجاه المقرضين [هندي 99، ص 192].

ثانياً: قياس المخاطر المالية بطريقة التنقيط

وهي طريقة ظهرت في بداية القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت حديثاً إلى أوروبا، حيث أنها لم تصل إلى فرنسا إلا في الثمانينات، وتهتم هذه الطريقة بتقييم خطر الملاءة بناء على تنقيط (notation) للمؤسسة تتحصل عليه من وكالات متخصصة تسمى وكالات التنقيط (les agences de rating).

إذ هناك على المستوى العالمي ثلاث وكالات رائدة في هذا المجال تقسم سوق تقييم الملاءة بالنسبة للمؤسسات، الحكومات والجماعات المحلية (أي جميع الهيئات التي يمكن لها أن تصدر صكوك مديونية وتطرحها للتداول في السوق) فيما بينها، حيث هناك وكالتان أمريكيتان (Moody's, Standard & Poor's \ ADEF) ووكالة فرنسية (FITCH) [hutin,2005,P526]. وتصدر كل وكالة نشرة دورية حول تنقيط المؤسسات التي طلبت منها معاينة مدى ملاءتها وتعتمد هذه النشرة من طرف المستثمرين الأفراد والمؤسساتيين كمؤشر عن مدى ملاءة المؤسسات المصدرة لمختلف صكوك المديونية المتداولة في السوق المالي، حيث ترشدهم هذه النشرات وتوجههم إلى المؤسسات التي تتمتع بملاءة جيدة والتي يعتبر الاستثمار في شراء صكوك المديونية التي تصدرها استثمار أقل خطراً، وتجنبهم الاستثمار في الأوراق المالية للمؤسسات التي تتسم بعدم الملاءة أو تجعلهم يطالبون بمعدل فائدة أعلى في حالة قبولهم شراء صكوك المديونية لهذه الفئة من المؤسسات. لذلك تسعى المؤسسات التي تنوي إصدار سندات إلى حيازة تنقيط جيد من طرف هذه الوكالات، لكي يساعدها ذلك في الحصول على قروض أو إصدار سندات بشروط ميسرة.

ويمكن إجمال أهمية ودور وكالات التنقيط في النقاط التالية:

- تدرس المخاطر المالية (مخاطر الاقتراض) مكان كل من المستثمر والمؤسسة.
- تؤمن توزيع المعلومة المالية نيابة عن المؤسسة المصدرة للأوراق المالية مما يؤدي إلى الحد من تكلفة عدم تماثل المعلومات والتي تعتبر إحدى التكاليف التي

تحد من إمكانية استفادة المؤسسة من مصادر التمويل الخارجية وتصبح من عملية وصولها إلى السوق المالي.

- تمتلك معرفة جيدة عن المؤسسة المصدرة في مواجهة عولمة الأسواق المالية، حيث أن هذه الوكالات وبسبب عالمية نشاطها يمكن أن تساهم مثلاً في تقديم معلومات قيمة عن مؤسسة أجنبية طرحت للاكتتاب أوراق مالية في السوق المالي الجزائري.

كما أنه لا يفوتنا أن نشير إلى أن العلامة التقييمية التي تحصل عليها المؤسسة لا تتعلق بحجم المؤسسة، وإنما يرتبط بالضمانات التي يقدمها ملاك المؤسسة والنتيجة التي تحققها والجدول التالي يوضح إحدى النشرات لكل من وكالتي (Moody's) و (Standard & Poor's)

الجدول رقم (1-1) : نشرة تنقيط صادرة عن وكالتي Moody's و S&P/FITCH

المؤسسات	بيان التنقيط	تنقيط وكالة S&P/FITCH	تنقيط وكالة Moody's
Nestlé	أعلى درجات جودة الأوراق المالية، أدنى درجة مخاطرة	AAA	Aaa
BNP Paribas	جودة عالية ، قدرة جد كبيرة على مواجهة التزامات السداد	AA	Aa
Suez	نوعية رفيعة وجيدة للسندات ، قدرة كبيرة للمؤسسة على تنفيذ التزاماتها	A	A
Olivetti	نوعية متوسطة، مقدرة مرضية لمواجهة متطلبات السداد	BBB	BBa
NIKON	سندات المؤسسة من طبيعة مضاربة، قدرة غير أكيدة فيما يخص مواجهة المؤسسة لالتزاماتها	BB	Ba
Lucent	مقدرة ضعيفة للمؤسسة على مواجهة التزاماتها	B	B
	جودة الاوراق المالية تحت المتوسط، هناك خطر عدم تمكن المؤسسة من من سداد فوائد وأقساط القروض.	CCC	Caa
	اقتراب المؤسسة من حالة العجز وأوراقها المالية أصبحت مضاربة إلى حد كبير.	CC	Ca
	اقتراب المؤسسة من إعلان التوقف عن التسديد	C	C
Enron	المؤسسة في حالة إفلاس.	D ou SD	

المصدر: [Vernimmen, 2002, P 529]

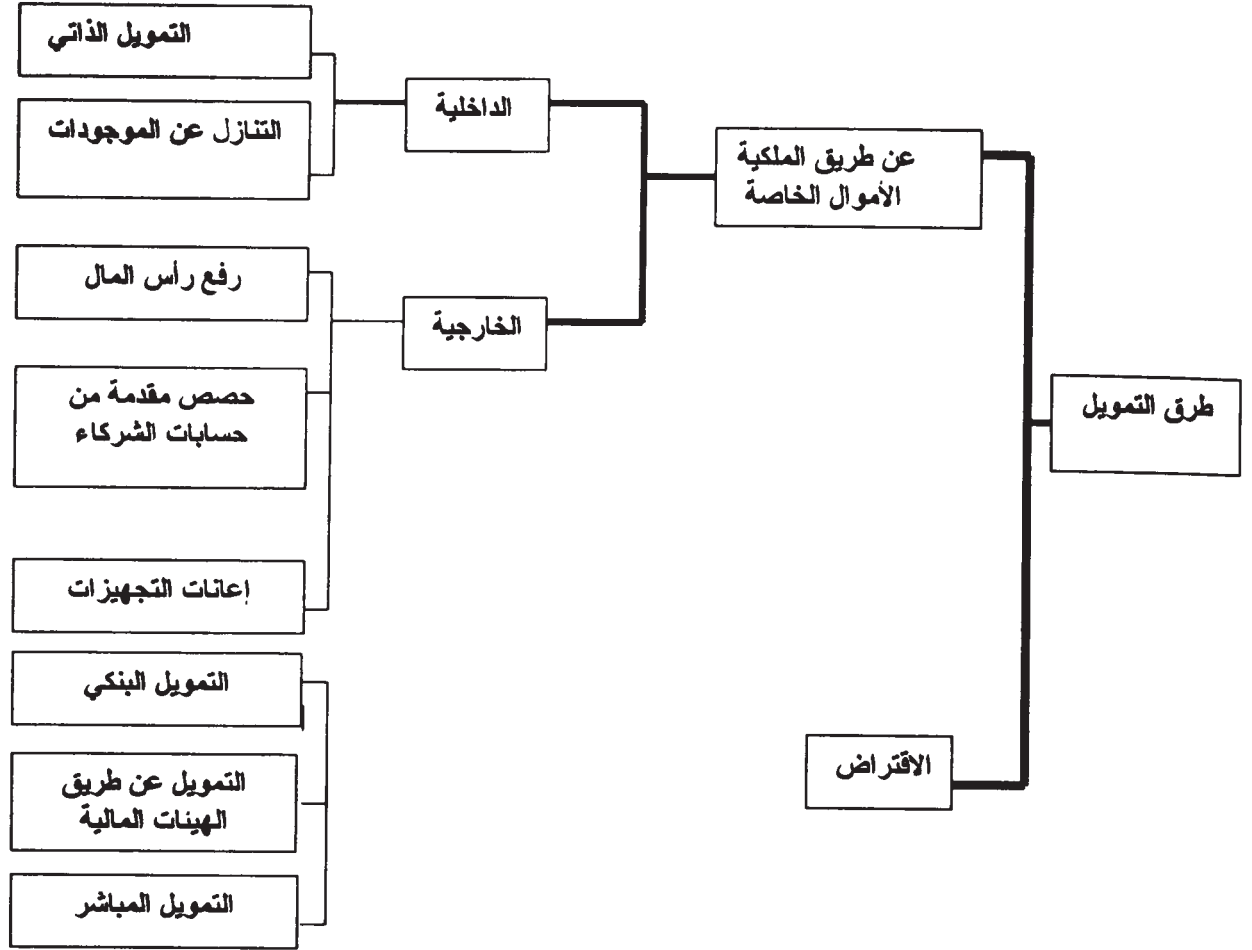
ومنه يتضح أن المؤسسة تواجه من خلال نشاطها عبر الزمن العديد من المخاطر العميقة التأثير عليها، مما يقتضي منها محاولة التقليل من حجم التكاليف المصاحبة لهذه المخاطر، وهذا ما يسمى بإدارة المخاطر، ولكي تكون عملية إدارة المخاطر ذات فاعلية يجب أن تسبقها عملة تشخيص وتكميم للمخاطر التي من الممكن أن تواجهها المؤسسة.

III- مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة:

هناك العديد من المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة منها مصادر داخلية وأخرى خارجية، كما أنها يمكن أن تكون عبارة عن أموال خاصة أو استئدانة (اقتراض)، والمؤسسة تفاضل بين هذه المصادر المختلفة محاولة اختيار أسلوب التمويل المناسب أي التركيبة المثلى والمتكونة من قروض وأموال خاصة، تلك التركيبة التي تساهم في تحقيق هدف المؤسسة وبالتالي هدف الملاك.

ويوضح الرسم التخطيطي الآتي مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة:

الشكل رقم (1-1): مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة



المصدر: [Hutin,2002,P364]

III-1-1- التمويل عن طريق الأموال الخاصة :

يمكن التمييز في مصادر التمويل عن طريق الأموال الخاصة بين:

III-1-1-1 التمويل عن طريق الأموال الخاصة ذات الطابع الداخلي :

في إطار سعي المؤسسة إلى تمويل نشاطها ونموها، تبحث فيما يتوفر لديها داخليا من أموال ممثلة في الأرباح الموزعة الموضوعة في الاحتياطات، إضافة إلى الإهلاكات والمؤونات المجمعة، كما قد تلجأ المؤسسة إلى التنازل عن بعض أصولها بعرض مجابهة الاحتياجات المتزايدة إلى رؤوس الأموال.

أولا: التمويل الذاتي للمؤسسة

هناك من الفائض الذي ينتج عن نشاط المؤسسة ما يبقى تحت تصرفها من أجل تمويل احتياجاتها المالية ذاتيا دون اللجوء إلى مصادر مالية خارجية وما يترتب عنها من مخاطر، ويتم ذلك من خلال استعمال الأرباح غير الموزعة إضافة إلى أقساط الإهلاكات ومخصصات المؤونات وذلك تحت مسمى التمويل الذاتي.

وتتأثر قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة بالسياسات الآتية [Nguéna,2004,p :421].

- سياسة الإهلاك.
- سياسة التمويل.
- سياسة توزيع الأرباح.
- السياسة الاجتماعية للمؤسسة.

كما لا يفوتنا الإشارة إلى أن تمويل المؤسسة عن طريق التمويل الذاتي (احتجاز الأرباح) تلقى الكثير من الاستحسان من جميع الأطراف المعنية بنشاط

المؤسسة [Vernimmen ,2002,p 765].

ثانيا: التنازل عن الأصول

قد تقوم المؤسسة بالتنازل عن بعض أصولها لأسباب متعددة من أهمها:

[Nguéna ,2004,p :422]

- في حالة مواجهة المؤسسة لظروف اقتصادية تصبح معها بعض أصولها ليست ذات قيمة حيوية بالنسبة لها.

- في حالة اتجاه المؤسسة نحو تركيز نشاطاتها والتخلي عن التنوع مما يعني إغلاق بعض الخطوط الإنتاجية والتنازل عن الموجودات التي تخصصها.

- في حالة كون بعض الأصول أصبحت خردة ومن الضروري تجديدها ينبغي التنازل عنها.

هذه العمليات والمتمثلة في قيام المؤسسة بالتنازل عن أصولها تدر عائدا خاضعا للضريبة على أرباح الشركات يستعمل هذا العائد في تمويل المؤسسة.

III-1-2 التمويل عن طريق الأموال الخاصة ذات الطابع الخارجي:

أولاً: رفع رأس المال

يمكن القيام بعملية رفع رأس المال وفقا للأربع (4) طرق الآتية:

أ- عن طريق الحصص النقدية:

وهو قرار تتخذه الجمعية العمومية الاستثنائية يتطلب إصدار أسهم جديدة تطرح في السوق المالي بسعر إصدار تابع لكل من القيمة السوقية والقيم الاسمية للأسهم القديمة، أي لا يجب أن يقل سعر إصدار السهم الجديد عن القيمة الاسمية للأسهم القديمة ولا يجب أن يتعدى سعر القيمة السوقية لها [السامرائي، 1997، ص 284].

ب- عن طريق الحصص العينية :

أي جلب أصل عيني (آلة، مبني، قطعة أرض...) ووضع تحت تصرف المؤسسة. بحيث تزيد الأصول بقيمة هذه العين، ونفس الشيء بالنسبة للأموال الخاصة التي ترتفع بقيمة هذا الأصل الجديد ونفس القيمة، هذه الحصص العينية المقدمة من

طرف الملاك يمكن أن تؤدي إلى ازدياد الاحتياجات من رأس المال العامل مما يتطلب رفع رأس المال بحصة نقدية لتغطية هذه الاحتياجات إلى رأس المال العامل.

ج- عن طريق تحويل الديون:

في حالة قبول الدائنين بتحويل حقوقهم على المؤسسة إلى أموال خاصة أي تحولهم من دائنين إلى ملاك. وهذا في حالة محاولة المؤسسة التي تواجه صعوبات مالية تجنب التصفية والحل وهي طريقة تحسن من قدرة المؤسسة على الاستدانة، وغالب ما تسبق هذه التقنية لرفع رأس المال بإصدار المؤسسة لسندات قابلة للتحويل.

د- عن طريق دمج الاحتياطات وعلاوات الإصدار:

وهذه العملية لا تؤدي إلى حركة موارد معينة فهي مجرد كتابة محاسبية ولا تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة [Merle,2001,P 620].

في الطرق الثلاث الأولى لرفع رأس المال التي ذكرناها يجب أن يتخذ القرار بشأنها من طرف الجمعية العامة الاستثنائية التي تحدد:

- قيمة رأس المال المطلوب.

- سعر الإصدار (علاوة الإصدار) الذي يجب أن يكون أقل من القيمة السوقية (الحالية).

ثانياً: رفع حصص حسابات الشركاء

وهي عبارة عن حصص تضاف إلى الحسابات الجارية للشركاء، حيث لا يجب أن تتعدى هذه الحصص (1,5) من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، ويمكن لهؤلاء الشركاء سحب هذه الحصص، إذا كان ذلك لا يؤثر على التوازن المالي للمؤسسة. أما إذا بقيت في المؤسسة لمدة (5) سنوات يجب دمجها في رأس المال.

ثالثاً: إعانات التجهيز

هناك علاوات وإعانات تجهيز متعددة تمنحها الدولة للمؤسسات خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي تسعى إلى منفعة عامة في نشاطها مثل (خلق وظائف

الشغل، إنشاء المؤسسة، اختراع، اقتصاد الطاقة، مكافحة التلوث، المؤسسات التي تساهم في تهيئة الإقليم...)

[Skinner & Milburn, 2003, p 401]

III-2- التمول عن طريق الاقتراض:

يعتبر الاقتراض من أهم المصادر الخارجية لتمويل نشاط المؤسسة إذ يعتبر الأكثر استعمالاً من طرفها، وتلجأ المؤسسات إلى التمول عن طريق الاقتراض لسد العجز في أموالها الخاصة، أما فيما يخص المصادر التي تقترض منها المؤسسة فهي البنوك، المؤسسات المالية أو الجمهور.

III-2-1 التمول عن طريق القروض البنكية التقليدية:

القروض البنكية التقليدية من بين أهم المصادر الخارجية للتمويل، خاصة مع ما توفره للمؤسسة من وفورات ضريبية نظراً لكون فوائد القروض من المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل الضريبة، كما أن القروض التقليدية (الكلاسيكية) هي من أكثر الاستثمارات جاذبية بالنسبة للبنوك التجارية [هندي ، 1996 ، ص: 210]. ومن بين المحددات الرئيسية لعقد القرض بين المؤسسة والبنك التجاري مايلي:

1- معدل الفائدة الذي تدفعه المؤسسة إلى البنك والذي يحدد على أساس المعدل المرجعي مضافاً إليه علاوة تضم كافة العمولات والأتعاب التي يتحملها البنك في سبيل منح القرض إضافة إلى تعويض عن مخاطر احتمال عدم استرداد أصل القرض. ومنه فإن المؤسسات التي تتمتع بملاءة جيدة تستفيد من قروض بنكية بمعدلات منخفضة والعكس بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من نقص الملاءة [Van Horne , 1985, p: 109] .

2- تاريخ الاستحقاق أي كلما ابتعد تاريخ استحقاق القرض زادت المخاطر المرتبطة به وبالتالي يؤدي ذلك إلى ارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه البنك.

3- كيفية تسديد أصل القرض والفوائد.

III-2-2 التمويل عن طريق القروض السندية:

في حالة كون المبلغ المفروض اقتراضه كبير الى حد ما فإن المؤسسة سوف تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على هذا المبلغ من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وإن تآتى لها ذلك فسوف يكون بمعدل فائدة مرتفع نظرا للمخاطر الكبيرة التي يتحملها المقرض (البنك، المؤسسة المالية) وذلك بسبب كبر مبلغ القرض. ومنه تلجأ المؤسسة مباشرة إلى الجمهور عن طريق السوق المالي فتقوم بتقسيم القرض المزمع الحصول عليه إلى وحدات صغيرة القيمة (1.000 دج مثلا) وطرحها في السوق المالي للجمهور في شكل صكوك مديونية (سندات) للاكتتاب فيها وتقديم السيولة للمؤسسة .

ويمكن النظر إلى السندات من خلال العناصر التالية: [Hutin ,2005,p :723]

- معدل الفائدة (الكوبون) : والذي عادة ما يكون ثابت كما يمكن أن يكون معدل الفائدة متغير أو قابل للمراجعة.
- قيمة اسمية: وهي ذلك المبلغ الذي تحسب على أساسه الفوائد.
- سعر إصدار: وهو السعر الذي يباع به السند في السوق المالي الأولي لأول مرة، ويمكن أن يكون هذا السعر مطابق للقيمة الاسمية للسند كما قد يكون أقل منه وذلك لزيادة جاذبية السند في السوق.
- علاوة إصدار: وهي الفرق بين القيمة الاسمية للسند وسعر الإصدار في حالة عدم تطابقهما.
- سعر الاكتتاب والذي قد يختلف عن سعر الإصدار.

III-2-3 قروض التجهيز والاعتماد الإيجاري:

وهما نوعان من التمويل مستعملان بكثرة في تمويل نشاط (استثمارات) المؤسسات لاسيما في فرنسا.

أولاً: قرض التجهيز [Hutin,2002, p : 365]

وهو عبارة عن قرض يسمح بتمويل التجهيزات التي تكتنيها المؤسسة أثناء فترة اهتلاكها التجهيزات وهي التجهيزات التالية:

- المعدات و الأدوات.
- الإعدادات وتهيئة المحلات والأراضي.
- البناءات الخفيفة (المخازن المعدنية).
- الاستثمارات المعنوية (brevet) و مصاريف التوظيف والتكوين.
- حيازة المحلات التجارية.

و عموماً قرض التجهيز يمول جزء من التجهيزات تصل إلى 70%-80%

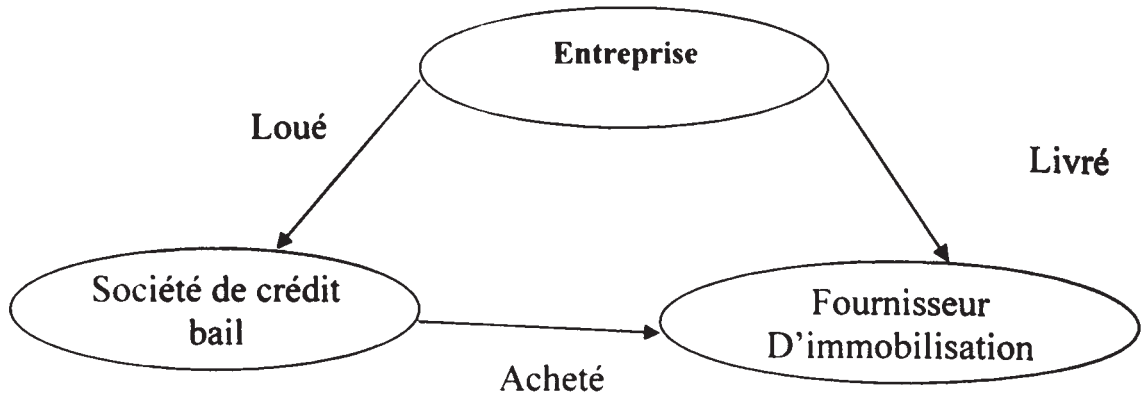
أما مدة قرض التجهيزات فلا تتعدى مدة إهلاك الأصل وفيما يخص عملية تسديد قرض التجهيز، فتتم عن طريق دفعات ثابتة ربع سنوية أو نصف سنوية مع استفادة المؤسسة من فترة سماح (معدل فائدة منخفض).

ثانياً: الاعتماد الإيجاري

وهو عبارة عن تقنية لتمويل الأصول المنقولة (معدات، آلات) وغير المنقولة للمؤسسة عن طريق تدخل ثلاث أطراف هي:

- المؤسسة التي ترغب في الحصول على أصل معين.
 - مورد العتاد.
 - المؤسسة المتخصصة في منح القرض الإيجاري *crédit bail*
- حيث تتم العملية وفقاً لرغبة المؤسسة في الحصول على أصل معين، فتقوم المؤسسة المتخصصة في الإقراض بالإيجار بشراؤه من مورد العتاد وتأجيرها إلى المؤسسة مع خيار الشراء في نهاية العقد، وفقاً للمخطط التالي:

الشكل رقم (2-1): مخطط لصيرورة عملية القرض الإيجاري.



المصدر [Hutin,2002,p :363]

وهناك ما يعرف البيع وإعادة الاستئجار (**lease Back**) وهو نوع من أنواع الاستئجار التمويلي، حيث تقوم المؤسسة ببيع أصل من أصولها إلى مؤسسة تمويلية مختصة في التأجير وفي ذات الوقت تتعاقد مع هذه المؤسسة لاستئجار الأصل المباع. ولعل من أهم مميزات البيع وإعادة الاستئجار أن الشركة البائعة تحصل على تدفق نقدي كبير يساوي ثمن الأصل الذي تم بيعه وتحتفظ في نفس الوقت بالأصل لاستعماله. [بوراس، 2002، ص 51]

III-3- les quasi fonds propres: التمويل عن طريق أشباه الأموال الخاصة:

بعد ظهور الهندسة المالية في النصف الثاني من القرن العشرين، الأمر الذي أدى إلى استحداث الكثير من المنتجات المالية الهجينة والتي اشتقت من كل من صكوك الملكية التقليدية (الأسهم العادية) وصكوك المديونية (السندات التقليدية)، وذلك لمساعدة المؤسسات على توسيع مصادر تمويلها والحصول على الأموال بصورة أكثر مرونة وأقل مخاطر من ذي قبل.

III-3-1 صكوك الملكية المستحدثة:

هناك العديد من المنتجات المالية المستعملة من طرف المؤسسات والتي استحدثت من الأسهم العادية التقليدية ومنها:

أولاً: الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح بدون حق تصويت

وهي عبارة عن أسهم تطرحها المؤسسة للتداول في السوق المالي، في حالة احتياجها للأموال، كما أنها في نفس الوقت تود المحافظة على القرار في يد الملاك القدامى، إذ أن المكتتبين في هذا النوع من الأسهم ليس لهم الحق في التعبير عن رغبتهم في إدارة المؤسسة من خلال حرمانهم من حق التصويت في الجمعية العمومية. أما حملة هذه الأسهم فلهم الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية ونفس الشيء بالنسبة لحصولهم على أموال التصفية وذلك لتعويضهم عن فقدان حق التصويت في الجمعية العمومية.

إلا أن المؤسسة ليست حرة تماماً في إصدار هذا النوع من الأسهم فمبلغ إصدار الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح بدون حق تصويت، لا يجب أن يتعدى 25% من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة بعد الإصدار أو أقل من 33% من رأس المال الاجتماعي قبل الإصدار [Gillet et autre, 2003, pp :181-182]

ثانياً: الأسهم ذات حق التصويت المضاعف

وهي عبارة عن تقنية مستعملة بكثرة من طرف الشركات المساهمة المسعرة في البورصة، وتلجأ لها الشركات لتشديد رقابة الملاك القدامى لكل من رأس مال الشركة والإدارة فيها وإصدار هذا النوع من الأسهم يجب أن يمر عبر الجمعية العمومية الاستثنائية [Hutin ,2005,p :750] .

ثالثاً: الأسهم بوصل اكتتاب الأسهم

هذا النوع من المنتجات المستحدثة يتمثل في سهم يرفق عند إصداره بوصل اكتتاب اختياري يتمتع به حامل السهم للاكتتاب في الأسهم العادية للمؤسسة بسعر محدد مسبقاً.

ونظراً لتمتع المكتتب في هذا النوع من الأسهم بهذا الخيار فإن سعر إصدار الأسهم بوصل اكتتاب الأسهم يكون مرتفعاً نوعاً ما بالمقارنة مع سعر الأسهم العادية التقليدية، مما يؤدي إلى رفع حصة الإصدار وتخفيض تكلفة التمويل بالتبعية، هذا

بالإضافة إلى سهولة تصريف الإصدار من هذا النوع من الأسهم المستحدثة، كما يؤدي إلى تحسين التوازن المالي للمؤسسة [Hutin,2005,p 744].

رابعاً: الأسهم ذات التوزيعات المخصصة

من المتعارف عليه أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية ليست من المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل الضريبة.

إلا أنه في الثمانينات ظهر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للمؤسسات التي تتبع حصة من رأسمالها إلى العاملين فيها، بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، حيث بدأت الشركات في الاستفادة من هذه الميزة الضريبية وإصدار هذا النوع من الأسهم.

خامساً: الأسهم العادية المضمونة

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المؤسسة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، غير أنه وفي منتصف الثمانينات ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة بالتعويض، وذلك إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، وخلال فترة محدودة بعد الإصدار فقط.

كما أنه لا بد أن يصل الانخفاض إلى ذلك الحد المعين من طرف المؤسسة وإلا فليس هناك حق لحامل السهم في المطالبة بالتعويض.

وتمتاز هذه الأسهم بمايلي [هندي ، 2005، ص ص : 46-53] .

- توفير الحماية لبنوك الاستثمار .

- ضمان التصريف الكامل للإصدار .

- بديلا للسندات القابلة للتحويل .

- تخفيض تكلفة نقص المعلومات لدى المستثمرين .

III-2-3 صكوك المديونية المستحدثة:

لا يختلف الأمر بالنسبة لاستحداث منتجات مالية جديدة على أساس صكوك المديونية (السندات) على ما هو عليه بالنسبة لصكوك الملكية المستحدثة فقد دأبت الهندسة المالية على اشتقاق أوراق مالية من السندات التقليدية وهذا للتغلب على بعض المشاكل التي ظهرت مع استعمال السندات التقليدية كمصدر للتمويل، إضافة إلى محاولة المؤسسات توسيع طاقتها في الحصول على رؤوس الأموال بتكلفة منخفضة ومخاطر أقل وذلك في إطار العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر.

أولاً: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم *les obligations convertible*

يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للمؤسسة المصدرة للسند، وعادة ما تكون السندات القابلة للتحويل قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ومن أهم ما يتميز به هذا النوع من السندات مايلي [هندي ،2005،ص:60].

- تتسم بانخفاض المخاطر التي تنطوي عليها.
- تساهم في تخفيض تكلفة التمويل للمؤسسات التي تصدرها حيث أنها تتميز بكونها قابلة للتحويل، فان معدل الكوبون لها منخفض نظرا لتمتع حاملها بهذه الميزة.
- هي عبارة عن منتج مالي مرن بمعدل فائدة (ثابت، متغير، عائم، مؤشر، قابل للمراجعة...) [Vernimmen ,2002,p 826].

أما قيمة السندات القابلة للتحويل فتزيد عن قيمة السندات التقليدية بمقدار قيمة خيار شراء الأسهم وذلك وفقا للعلاقة التالية:

قيمة السند القابل للتحويل = قيمة السند التقليدي + خيار شراء الأسهم. [Vernimmen ,2002,p :826]

ثانياً: السندات ذات الكوبون الصفري Zéro –coupon bonds

تأتي السندات ذات الكوبون الصفري في مقدمة الأصول المالية التي نجح المهندسون الماليون في ابتكارها (توريقها) من سندات حكومية، وهي سندات لا يحصل حاملها على فوائد حتى تاريخ الاستحقاق، وتتمثل الفوائد في هذا النوع من السندات في الفرق بين القيمة الاسمية للسند التي يحصل عليها حامله في تاريخ الاستحقاق والقيمة التي سبق له وأن اشترى بها السند، وتحمل السندات الصفرية تواريخ استحقاق معينة تتراوح بين أسابيع وسنوات، كما أنها ظهرت لأول مرة في منتصف الثمانينات من القرن العشرين. وذلك من خلال ما قامت به شركات أمريكية مثل ميريل لنش (Merrill Lynch).

ثالثاً: السندات القابلة للاستبدال les obligations échangeable

السندات القابلة للاستبدال هي عبارة عن سندات تصدرها مؤسسة ما وقابلة للاستبدال بالأسهم العادية لمؤسسة أخرى، وذلك بناء على سعر استبدال ومعدل استبدال محدد في تاريخ الإصدار [Vernimmen ,2002,p 833]

ويتميز هذا النوع من السندات بانخفاض معدل الفائدة له مقارنة بالسند غير القابل للاستبدال، وهذا يرجع إلى الميزات التالية: [هندي، 2005، ص: 62].

- ميزة اختيار الاستبدال التي يتمتع بها المستثمر.
- المؤسسات التي تصدر هذا النوع من السندات عادة ما تتميز بمركز مالي قوي، مما ينقص من مستوى المخاطر التي تتعرض لها هذه السندات.
- ميزة التنويع وذلك في حالة انتماء المؤسسات إلى صناعتين مختلفتين، وبالتالي فإن انخفاض أداء المؤسسة المصدرة للسند لا يترتب عليه بالضرورة انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

رابعاً: السندات بوصول اكتتاب الأسهم

هي عبارة عن سندات مرتبطة بوصول أو وصولات اكتتاب تعطي لحاملها حق خيار الاكتتاب في أسهم المؤسسة بسعر محدد يسمى " سعر التنفيذ "، ويمكن النظر إلى وصل الاكتتاب على أساس أنه خيار شراء.

ومن بين الخصائص المميزة لهذا النوع من السندات المستحدثة انفصال وصل الاكتتاب عن السند، إذ يتداول كل من السند ووصل الاكتتاب مستقلاً عن الآخر في السوق المالي، وهذه الخاصية هي التي تميز السندات بوصول الاكتتاب عن السندات القابلة للتحويل.

بالإضافة إلى صكوك الملكية والمديونية المستحدثة التي ذكرناها، هناك العديد من المنتجات المالية المستحدثة البسيطة والمركبة من قبيل الأسهم بحق التصويت المضاعف، الأسهم بوصول اكتتاب السندات القابلة للتحويل، السندات القابلة للتحويل بوصول اكتتاب الأسهم والسندات القابلة للتعويض بأسهم بوصول اكتتاب الأسهم.... إلخ

خلاصة الفصل الأول:

من بين الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها، هناك هدف البقاء والتوسع والنمو. لكن تحقيق المؤسسة لهذه الأهداف مرهون باضطلاع إدارتها بجميع الوظائف الإدارية لا سيما وظيفة الإدارة المالية، خاصة في ظل الحركية والديناميكية الشديدة التي تتسم بها البيئة المحيطة بمؤسسات الأعمال في يومنا هذا.

إذ تفرز هذه البيئة الكثير من المخاطر التي يتوجب على إدارة المؤسسة مواجهتها وحسن تسييرها على جميع الأصعدة.

فإذا كانت البيئة المالية للمؤسسة مصدرا للعديد من المخاطر المالية المتنوعة والتي تواجهها المؤسسة عند تفاعلها مع بيئتها المالية (اقتراض، رفع رأس المال)، فإيا ترى ماهي الأطر الفكرية النظرية التي تحكم تعامل المؤسسة مع بيئتها المالية؟ سؤال يطرح نفسه بشدة سوف نحاول الإجابة عليه في الفصل الموالي.

الفصل الثاني: المداخل النظرية لدراسة المخاطر المالية

تمهيد

- I - المخاطر المالية في ظل الفكر التقليدي.
 - II - المخاطر المالية في ظل الفكر الحديث.
 - III - المخاطر المالية والواقع العملي.
- خلاصة الفصل الثاني.

تمهيد:

يعتبر موضوع المخاطر المالية وأثرها على تحديد هيكل رأس المال بالنسبة للمؤسسة، أو بعبارة أخرى تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة، من أكثر الموضوعات جدلا بين المفكرين في ميدان الإدارة المالية، فحتى قبل ظهور الفكر الحديث بناء على أبحاث مدكلياني وميلر (M&M) في نهاية الخمسينات (1958)، كان موضوع المخاطر المالية (المخاطر المصاحبة للاقتراض) وأثره على القيمة السوقية للمؤسسة مثار جدل.

إلا أن الأبحاث أخذت منعرجا حاسما بعد نشر رائدا الإدارة المالية (Franco Modigliani & Merton Miller) لنظريتهما في مجال تأثير الاقتراض والمخاطر المالية على القيمة السوقية للمؤسسة، وبناء على ذلك فسوف نتناول المخاطر المالية في ظل كل من الفكر التقليدي والفكر الحديث.

I- المخاطر المالية في ظل الفكر التقليدي:

يقوم الفكر التقليدي في مجال الإدارة المالية على أساس العديد من الفروض يمكن إجمالها في مايلي [هندي، 2005، ص 91] :

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة للإفلاس: إذ يعتبر الافتراض الثاني افتراضا واقعيا لاسيما في ظل انخفاض نسبة الاقتراض، لكن ليس من الممكن قبوله في حالة وصول المؤسسة إلى مرحلة التشبع بالقروض.

أما بالنسبة للفرض الأول فهو غير عملي بالمرّة لأنه يهمل أحد المرتكزات الرئيسية للاقتصاد ألا وهو الضريبة على أرباح الشركات، فضلا عن كون الضرائب من بين أهم مصادر مداخيل الدول فهي تلعب دورا حاسما في مجال تنظيم الاقتصاد. إذ وفي هذا الصدد تعتبر الضريبة أحد المتغيرات الرئيسية في تحديد هيكل رأس المال بالنسبة لمؤسسات الأعمال.

- لا توجد تكلفة للإصدار أو تكلفة للمعاملات، و هو افتراض يهدف إلى تبسيط التحليل، غير أنه لا يعكس الواقع فتكلفة الإصدار أو تكلفة المعاملات تعتبر من أهم العوامل التي تؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل.

- سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير ويهدف هذا الفرض إلى جعل الموارد المالية للمؤسسة مستقرة لا تتأثر بقرارات التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة).

- ثبات حجم الاستثمار وتغير تركيبة هيكل رأس المال.

- السندات التي تصدرها المؤسسة من النوع الدائم، وذلك لاستبعاد تأثير مخاطر إعادة الاستثمار.

- القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة وهذا يرجع إلى ثبات حجم الاستثمار.

- تجانس توقعات المستثمرين حول التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات،

وذلك بسبب لجوء المستثمرين إلى مؤسسات الاستشارة المتخصصة والكفاءة التي

تمتلك أكثر الوسائل تقدما في مجال استشراف تطور سوق رأس المال إضافة

إلى خبرتها الطويلة في الميدان.

I-1- مدخل صافي الربح:

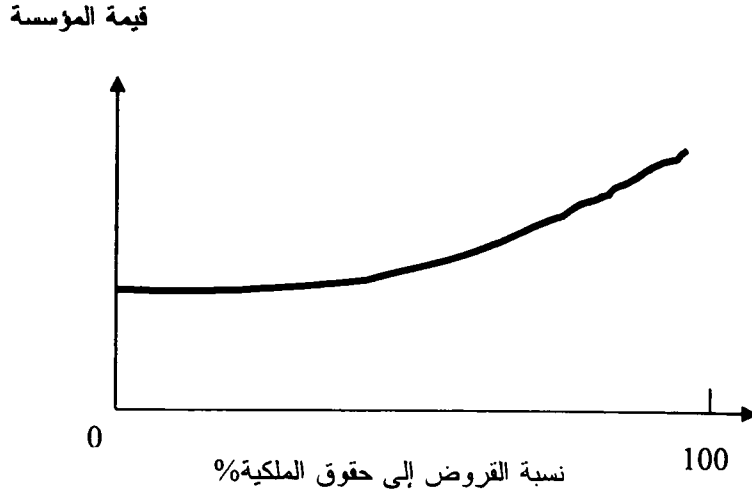
يتبنى مدخل صافي الربح فكرة مؤداها أن تكلفة الاقتراض والأموال الخاصة ثابتة لا تتغير، وبالتالي توصل أنصار هذا المدخل إلى أن معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك (حملة الأسهم العادية) ثابت بالتبعية.

وبما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية، فإن الاقتراض يعتبر مصدرا رخيصا نسبيا إذا ما قورن بتكلفه التمويل عن طريق الأموال الخاصة (معدل العائد الذي يطلبه الملاك). وبالتالي فإن زيادة المؤسسة في حجم الاقتراض والذي يعتبر زيادة في حجم الموارد الرخيصة مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل (التكلفة الوسطية المرجحة بالأوزان) سوف يترتب عنه بالضرورة ارتفاع قيمة المؤسسة نظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة.

وبالتالي فإن أفضل هيكل رأس مال في ظل هذا المدخل، هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة حتى لو كانت 100% من الأموال المقترضة.

ويمكن توضيح الفكرة التي أتى بها مدخل صافي الربح من الشكل الآتي:

الشكل رقم (1-2): العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في غياب المخاطر المالية (مدخل صافي الربح)



المصدر: [ساسي وقرشي، 2006، ص 387]

وتوجه إلى مدخل صافي الربح العديد من الانتقادات حيث أنه يقوم على العديد من الافتراضات غير واقعية مثل عدم وجود ضرائب على أرباح الشركات، وغياب تكلفة الإفلاس والوكالة، هذا إضافة إلى أنه أهمل المخاطر المالية الناجمة عن الرفع المالي، حيث أنه وحتى في غياب تكلفة الإفلاس والوكالة، توجد هناك مخاطر مالية ناتجة عن وجود القروض في خصوم المؤسسة، إذ تؤدي المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسة كخدمات لهذه القروض إلى تدبب أكبر في صافي الربح المتاح للملاك (صافي الربح بعد الفوائد والضريبة).

حيث توصل هذا المدخل إلى نتيجة مغالطة تتمثل في إمكانية تمويل أصول المؤسسة كلية من القروض، وهي الوضعية غير ممكنة من الناحيتين المالية والقانونية على اعتبار أن الأموال الخاصة للمؤسسة تمثل الضمان العام للدائنين، كما أن الاقتراض يعتبر مجرد متاجرة بالملكية (Equity trade-off) [Mattout et Vaublanc, 1997, PP171-176]

إذ أن قيام المؤسسة بزيادة حجم الاقتراض في هيكل رأسمالها فوق نسبة معينة (نسبة القطاع) يؤدي إلى ارتفاع التكاليف الثابتة التمويلية والتي يترتب عليها زيادة تقلب العائد المتاح للملاك (صافي الربح بعد الفوائد والضريبة).

I-2- مدخل صافي ربح العمليات:

يأخذ مدخل صافي ربح العمليات المخاطر المالية بعين الاعتبار وتعتبر هذه الأخيرة في ظل المعيار الذي تسترشد به الإدارة المالية في تحديد حجم الاقتراض الأمثل، ذلك الحجم من الاقتراض الذي يخفض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى ويجعل قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى (النسبة المثالية للقروض إلى الأموال الخاصة)، كما يفترض هذا المدخل مايلي:

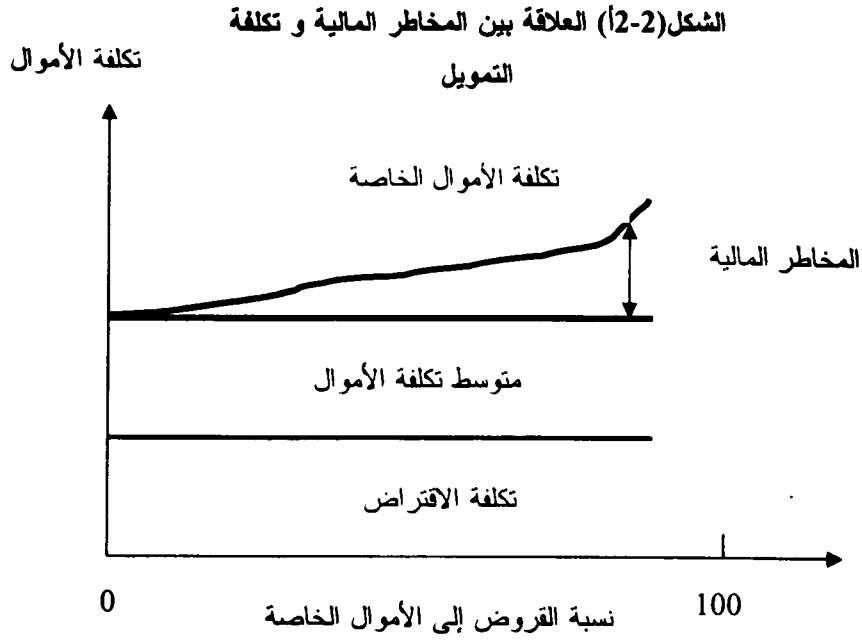
1- تبات تكلفة التمويل بالقروض مهما تغيرت نسبة الاقتراض، أي تبات معدل الفائدة على القروض التي تتعاقد عليها المؤسسة ومعدل الكوبون على السندات التي تصدرها.

2- ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بزيادة الاقتراض وهذا نتيجة ارتفاع المخاطر المالية الإضافية التي يتحملها الملاك بسبب وجود القروض في هيكل رأس المال.

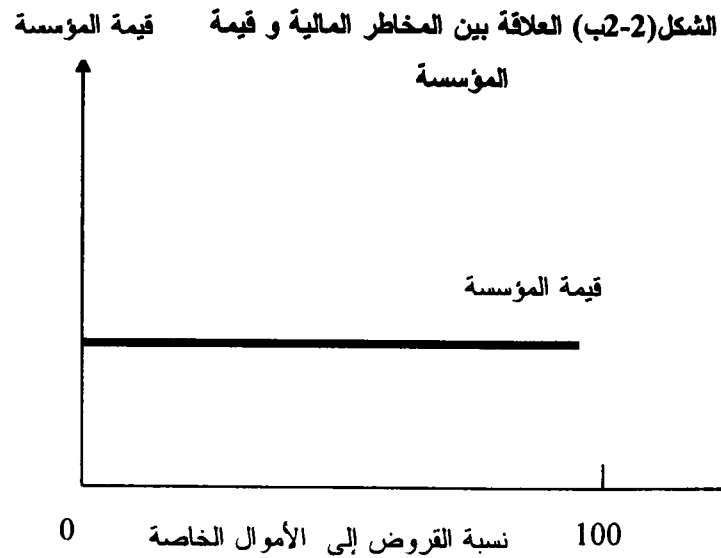
وبناء على افتراضات هذا المدخل والتي تركز العلاقة الطردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة التمويل بالأموال الخاصة، فإن أي زيادة في تكلفة التمويل بالأسهم العادية سوف يعوضها انخفاض مماثل في تكلفة التمويل نتيجة التوسع في استعمال المصدر الرخيص والثابت التكلفة وبالتالي تبقى تكلفة التمويل ثابتة مهما اختلفت التوليفة التي يتكون منها هيكل رأس المال مما يؤدي إلى تبات القيمة السوقية للمؤسسة.

ومنه فلا داعي لأن تجهد الإدارة المالية نفسها في البحث عن تركيبة مثلى لهيكل رأس المال.

ويمكن تصوير النتائج التي توصل إليها مدخل صافي ربح العمليات فيما يخص أثر المخاطر المالية على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وفق الشكلين التاليين:



المصدر: [هندي، 2005، ص104]



المصدر: [هندي، 2005، ص104]

وعلى الرغم من إقرار مدخل صافي ربح العمليات بدور المخاطر المالية. إلا أنه توصل إلى نتيجة مغالطة تتمثل في تبات تكلفة التمويل عبر التوليفات العديدة التي تشكل هيكل رأس مال المؤسسة، وبالتالي تبات القيمة السوقية للمؤسسة. ويرجع مصدر

هذه النتيجة غير الواقعية إلى افتراض تبات تكلفة التمويل بالقروض وهو فرض لا يمكن قبوله.

فرغم غياب كل من تكلفة الإفلاس والوكالة للقروض وهو فرض جوهري يتبناه هذا المدخل، فهناك مخاطر عدم القدرة على السداد التي تتسم بها القروض التالية (Junior Debt) والتي تجعل المقرضين يطالبون بمعدل فائدة أعلى بالنسبة لهذا النوع من القروض، وهو العامل الذي يدحض فرض تبات تكلفة التمويل بالقروض، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول (1-2):العلاقة بين مخاطر عدم القدرة على السداد و معدل الفائدة

معدل الفائدة على القروض (%)		التنقيط
5.20	0.20	AAA
5.50	0.50	AA
5.80	0.80	A+
6.00	1.00	A
6.25	1.25	A-
6.50	1.50	BBB
7.00	2.00	BB
7.50	2.50	B+
8.25	3.25	B
9.25	4.25	B-
10.00	5.00	CCC
11.00	6.00	CC
12.50	7.50	C
15.00	10.00	D

المصدر: [Damodaran, 2004 , P 737]

ويستفاد من الجدول أعلاه أنه كلما كانت المؤسسة مشبعة بالديون، وبالتالي وقوعها في درجة عالية من المخاطر المالية من حيث القدرة على سداد ديونها فإن دائنيها سوف يطالبون بمعدل فائدة أعلى لتعويضهم عن المخاطر المرتفعة التي يتعرضون لها بمناسبة شراء سندات المؤسسة أو إقراضها، ففي الواقع العملي يقوم المقرضون بتقديم الأموال إلى المؤسسة بناء على النقطة التي تتحصل عليها من وكالات التقييم.

I-3- المدخل التقليدي:

على عكس مدخل صافي ربح العمليات يرى المدخل التقليدي وجود هيكل رأس مال مثالي، أي وجود نسبة مثالية للاقتراض، هي تلك النسبة التي تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى الحد الأدنى وترتفع معها قيمة المؤسسة إلى الذروة.

ومن الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها المدخل التقليدي نجد:

- ازدياد تكلفة التمويل بالأموال الخاصة مع كل زيادة في نسبة التمويل بالقروض، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد المتاح للملاك نتيجة ظهور المصاريف الناجمة عن الاقتراض.

- زيادة تكلفة الاقتراض نتيجة توسع المؤسسة في استعماله.

وتعكس الأرقام الموضحة في الجدول (2-2) هذين الفرضين اللذان يعتبران بنائين من الناحية العملية كما يوضحه هذا الجدول الخاص بمؤسسة (Boeing).

الجدول (2-2): العلاقة بين المخاطر المالية، تكلفة القروض وتكلفة الأموال الخاصة

نسبة القروض (%)	تكلفة الأموال الخاصة (%)	تكلفة القروض (%)	تكلفة التمويل (%)
0	9.79	3.38	9.79
10	10.14	3.58	9.48
20	10.57	4.06	9.27
30	11.13	4.55	9.16
40	11.87	6.50	9.72
50	13.15	7.00	10.07
60	15.35	8.50	11.24
70	19.06	10.35	12.97
80	26.09	10.62	13.72
90	47.18	10.83	14.47

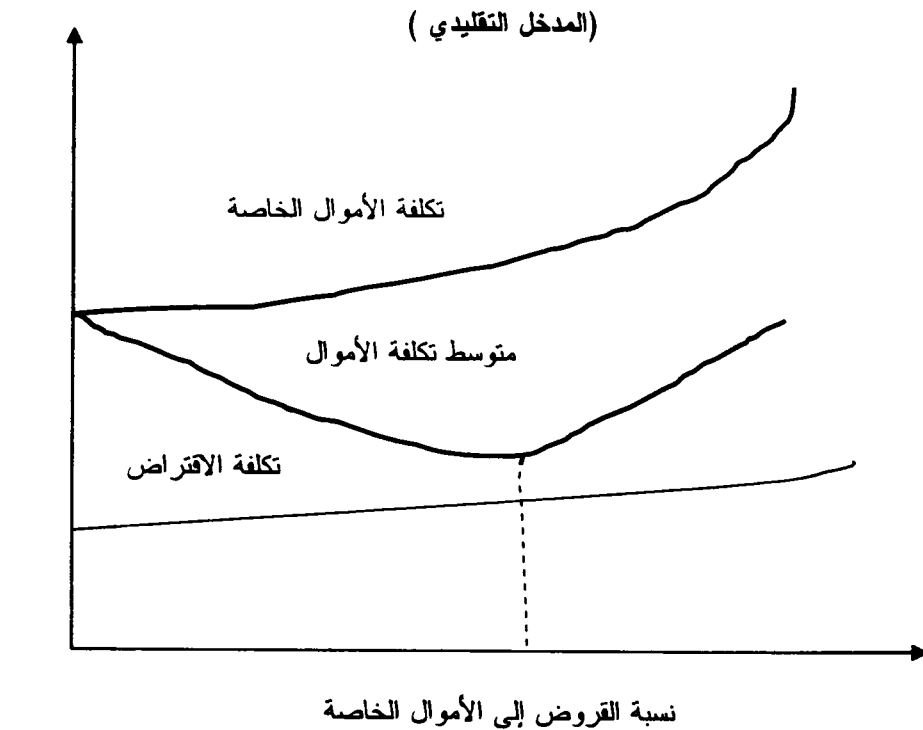
المصدر: [Damodaran, 2004 , P 793]

ويلاحظ من خلال الجدول أنه توجد علاقة طردية بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وتكلفة كل من الأموال الخاصة والقروض. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا كيف تساهم الزيادة في نسبة الاقتراض في تخفيض التكلفة الكلية للتمويل.

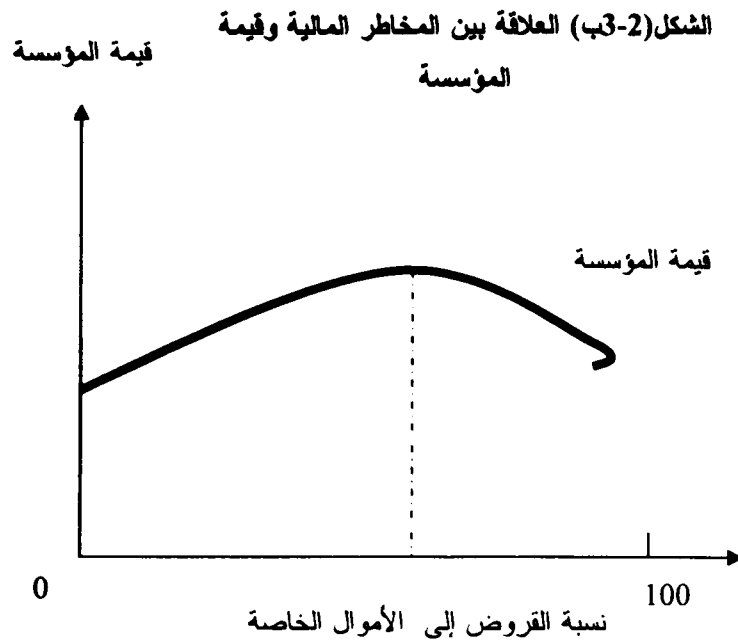
الجواب يكمن في أنه رغم أن زيادة الاقتراض يؤدي إلى ارتفاع تكلفة القروض، إلا أنه يبقى مصدرا رخيصا نسبيا لا سيما في المستويات الدنيا لنسبة الاقتراض، الشيء

الذي يمكن المؤسسة التوسع في استعمال القروض إلى غاية نقطة معينة عندها تبدأ تكلفة الاقتراض في الارتفاع وتصبح العوائد المتأتية من الاقتراض اقل من التكاليف المترتبة عنه، أي تصبح مساهمة الاقتراض في تخفيض تكلفة التمويل نظرا لكونه مصدرا رخيصا نسبيا اقل من الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة الناتجة عن زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، مما يؤدي بهم إلى المطالبة بعائد أعلى وبصورة متزايدة، والشكل الموضح أسفله يبين كيفية تأثير الاقتراض والمخاطر المالية المرتبطة به على تكلفة التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة.

الشكل (2-3): العلاقة بين المخاطر المالية وتكلفة الأموال



المصدر: [Vernimmen,2002,P]



المصدر: [هندي، 2005، ص106]

توصلت المداخل الثلاثة للفكر التقليدي في مجال المخاطر المالية إلى نتائج متباينة، فمدخل صافي الربح الذي لا يولي أي اعتبار للمخاطر المالية المترتبة عن زيادة نسبة الأموال المقرضة في هيكل رأس المال، انتهى إلى نتيجة غير واقعية بالمرّة تتمثل في أن هيكل رأس المال المثالي للمؤسسة هو الذي يتكون من أموال مقرضة دون أموال خاصة.

كذلك هناك مدخل صافي ربح العمليات الذي يقضي بأن زيادة نسبة الاقتراض في المؤسسة يرفع من تكلفة الأموال الخاصة بسبب المخاطر المالية مما يرفع من متوسط تكلفة التمويل. إلا أن استعمال القروض في التمويل وهي المصدر الرخيص نسبياً يؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة التمويل، بما يعني أن تكلفة التمويل لا تتغير مهما تغيرت التركيبة المكونة لهيكل رأس المال، وهو الأمر الذي ينجر عنه تبات القيمة السوقية للمؤسسة.

وأخيراً هناك المدخل التقليدي الذي توصل إلى وجود هيكل رأس مال مثالي عند مستوى معين للمخاطر المالية (نسبة القروض إلى الأموال الخاصة).

II- المخاطر المالية في ظل الفكر الحديث:

سوف نتعرض في هذا القسم من البحث إلى المخاطر المالية في ظل الفكر الحديث، بناء على نظريات رائدا الإدارة المالية فرانكو مدكلياني وميرثون ميلر (M&M)، تلك النظريات التي صاغها على أساس الفروض السبعة التي ذكرناها إضافة إلى أربع فروض أخرى هي:

- 1 - أن المعلومات عن المؤسسات العاملة متاحة مجانية.
- 2- أن المستثمر يمكنه شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغر حجمها، وهذا ما يمكن المؤسسة من إحلال الأسهم محل السندات والعكس.
- 3- أن المستثمر رشيد وبيغض المخاطر، إذ لا يقبل بالمزيد من المخاطر إلا بالحصول على تعويض (عائد) يفوق ما حصل عليه في مقابل الوحدة السابقة، أي أن يسعى المستثمر إلى تعظيم منفعته.
- 4- أن المؤسسات يمكن وضعها في مجموعات على أساس حجم مخاطر النشاط التي تتعرض لها.

5- الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية يتبنى التوازن في سوق رأس المال كهدف له وسبيله في الوصول إلى ذلك آلية المراجعة (Arbitrage)

II-1- مدخل مدكلياني وميلر في ظل السوق الكامل:

بناء على الفروض أعلاه (فروض السوق الكامل) قام مدكلياني وميلر (M&M) بصياغة ثلاث نظريات فيما يخص علاقة المخاطر المالية بكل من تكلفة التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة، وفيمايلي نستعرض النظريات الثلاث:

II-1-1 النظرية الأولى:

تنص النظرية الأولى لمدكلياني وميلر (M&M) أن القيمة السوقية للمؤسسة ترتبط فقط بقدرة المؤسسة على توليد الأرباح من الأصول، بصرف النظر عن كيفية تمويل تلك الأصول، أي بغض النظر عن حجم المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة.

فالنظرية الأولى تقضي بأن متوسط تكلفة الأموال لأي مؤسسة لا علاقة له بهيكل رأس المال، أي انه لا تأثير للمخاطر المالية على تكلفة التمويل، وأن تكلفة الأموال لأي مؤسسة سواء كانت مقترضة أم لا، تساوي العائد المطلوب على الاستثمار من طرف حملة الأسهم العادية (الملاك).

حيث تتبنى هذه النظرية فكرتي المراجعة، وإمكانية قيام المستثمر ببناء رافعة مالية شخصية للاستفادة من الرفع المالي دون حاجته إلى الرفع المالي الذي تقوم به المؤسسة، وبالتالي فان المؤسسة ومن خلال الاقتراض (الرفع المالي) لا تقدم خدمة خاصة للمستثمرين مادام يمكنهم القيام بذلك وحدهم.

ومما يلاحظ أن هذه النظرية توصلت إلى نتائج غير منطقية ويرجع ذلك إلى الفروض الكثيرة وغير الواقعية التي يقوم عليها التحليل في ظل السوق الكامل. ويعاب على النظرية الأولى لمذكلياني وميلر مايلي:

1- أنها تقوم على فرضية عدم وجود تكاليف إصدار إضافة إلى غياب تكلفة المعاملات مما يجعل عملية المراجعة بدون تكلفة ويعطيها دورا محوريا في توازن سوق رأس المال ، إلا أنه في الواقع تلعب كل من تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات دورا أساسيا في تحديد حجم التداول للأوراق المالية مما يجعل عملية المراجعة مكلفة بالنسبة للمستثمرين لا سيما الصغار منهم على اعتبار أن صفقاتهم تتم على كميات صغيرة من الأوراق المالية، حيث أنه كلما كان حجم الصفقة صغير زاد نصيب الورقة المالية من تكلفة المعاملات.

2 - افتراض تماثل الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة من حيث الآثار، العواقب وشروط القرض. إلا أن خطر الرفع المالي الشخصي أكبر في تأثيره على المستثمر من خطر الرفع المالي الذي تنشأ المؤسسة له، ففي حالة الرفع المالي الشخصي يمكن أن تلحق تبعات العسر المالي إلى الثروات الشخصية للمستثمر دون أن يحدث له ذلك في حالة الرفع المالي للمؤسسة التي يمتلك أوراقها المالية.

3- لم تأخذ بعين الاعتبار تباين معدل الفائدة على القروض بين كل من المؤسسة والمستثمر، حيث تنخفض معدلات الفائدة على القروض التي تحصل عليها المؤسسة خاصة إذا اتسم وضعها المالي بالتوازن وقدمت ضمانات كافية لتسديد أصل القرض وفوائده في المواعيد المتفق عليها مما يجعل المخاطر المرتبطة بالقروض التي تستفيد منها المؤسسة أقل من المخاطر المترتبة عن القروض الممنوحة للمستثمرين الأفراد خاصة الصغار منهم والدين لا يحوزون على سمعة كافية في الأسواق المالية.

وبالتالي ليست لهم الضمانات الكافية للحصول على قروض بمعدلات فائدة منخفضة ولا يبقى أمامهم سوى التعاقد على قروض بشروط تبدو مجحفة إذا ما قورنت بالشروط المطبقة على القروض الممنوحة للمؤسسات لا سيما الكبيرة منها. وبناء على هذه التحفظات قام الباحثان ببلورة أفكار أكثر تقدماً ضمنها في النظريتين الثانية والثالثة.

II-1-2 النظرية الثانية:

تشير النظرية الثانية لمكلياني وميلر الى أن تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة يتضمن هيكل رأسمالها قروضا تزيد عن تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة تعتمد كلية على التمويل بالأسهم العادية، وذلك بمقدار مكافأة عن المخاطر المالية المرتبطة بالاقتراض، وتقاس تلك المكافأة بنسبة القروض إلى الأموال الخاصة مضروبة في الفرق بين معدل العائد للسهم العادي لمؤسسة ممولة بالكامل من الأموال الخاصة، ومعدل الفائدة على القروض وذلك وفق الصيغة الآتية:

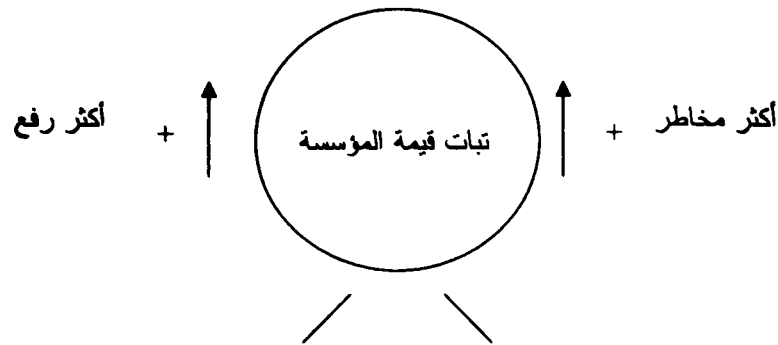
$$R = R^* + (R^* - Dr) \frac{D}{CP} \dots \dots \dots (1-2)$$

وتمثل R معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة لمؤسسة تعتمد في هيكل رأسمالها قروض، R* معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية لمؤسسة ممولة بالكامل بالأسهم العادية، D قيمة القروض الطويلة والمتوسطة الأجل التي توجد في

هيكل رأس مال المؤسسة، CP قيمة الأموال الخالصة للمؤسسة و Dr هي معدل الفائدة على القروض (معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر).

ويمكن توضيح النظرية الثانية من خلال الشكل:

الشكل (2-4): العلاقة بين معدل العائد على الأموال الخاصة والمخاطر المالية



[Vernimmen,2002,P 666]

ويوضح الشكل أن تكلفة التمويل تبقى ثابتة رغم الزيادة في الاقتراض (المصدر المنخفض التكلفة) ويرجع ذلك إلى أن العوائد المتمثلة في انخفاض تكلفة التمويل بسبب استعمال القروض، يقابلها بالضبط والتساوي ارتفاع تكلفة التمويل بالأموال الخاصة (ارتفاع معدل العائد المطلوب للاستثمار في الأسهم العادية للمؤسسة) نتيجة زيادة حجم المخاطر المالية التي يتحملها حملة الأسهم العادية للمؤسسة، إذا فالعلاقة تعويضية بين العائد والمخاطر.

3-1-II النظرية الثالثة:

مرة أخرى يعود الباحثان مدكلياني وميلر (M&M) ويهملان المخاطر المالية (الرفع المالي) ودورها في تحديد تكلفة التمويل للمؤسسة.

إذ ومن خلال النظرية الثالثة التي قدمها والتي يقران فيها بان تكلفة التمويل للمؤسسة تتمثل في العائد الذي يطلبه الملاك (حملة الأسهم العادية) في مؤسسة يتكون

هيكل رأسمالها من أموال خاصة فقط، أو بمعنى آخر فإن تكلفة التمويل لأي قرار استثماري هي معدل المردود الداخلي لذلك الاستثمار والذي ليس له علاقة بكيفية تمويل ذلك الاستثمار.

ويمكن الرد على هذا الادعاء بما يعرف بكل من القيمة الحالية الصافية المعدلة ومعدل المردود الداخلي المعدل بناء على هيكل رأس المال الذي دأبت كتب الإدارة المالية على استعماله لتقييم الاقتراحات الاستثمارية أخذاً بعين الاعتبار كيفية التمويل [Hutin ,2002,p346].

II-2- مدخل مدكلياني وميلر في ظل السوق غير الكامل:

ننتقل الآن إلى فكر مدكلياني وميلر (M&M) في ظل السوق غير الكامل، ونبدأ في إسقاط الفروض غير الواقعية التي قام عليها التحليل فيما سبق لا سيما تلك الفروض المتعلقة بعدم وجود ضريبة على أرباح الشركات وغياب كل من تكلفة الإفلاس والوكالة.

II 1-2- المخاطر المالية في ظل وجود الضريبة على أرباح الشركات:

في ظل وجود الضريبة على أرباح الشركات يمكن أن يوفر الاقتراض للمؤسسة وفورات ضريبية نظراً لكون فوائد القروض من المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل الضريبة، وتقاس هذه الوفورات الضريبية بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة وفقاً للصيغة الآتية [Nguéna, 2003, P 442] :

$$EI = FF \times \tau \dots \dots \dots (2-2)$$

حيث تمثل FF , EI و τ كل من المصاريف المالية (قيمة الفوائد)، الوفورات الضريبية ومعدل الضريبة على أرباح الشركات على الترتيب. ويوضح الجدول (2-3) معطيات هامة عن الوفر الضريبي المرتبط بالاقتراض.

الجدول (2-3): العلاقة بين المخاطر المالية، معدل الضريبة و الوفرة الضريبية.

الوفرة الضريبية (مليون دج)	معدل الضريبة (%)	الاقتراض (مليون دج)	نسبة القروض (%)
0	35.00	0	0
1428	35.00	4079	10
2855	35.00	8158	20
4283	35.00	12273	30
5710	35.00	16316	40
6128	30.05	20394	50
5571	22.76	24473	60
4903	17.17	28552	70
4903	15.02	32631	80
4903	13.36	36710	90

المصدر: [Damodaran, 2004 , P 737]

حيث تتزايد الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض بارتفاع معدل الضريبة المفروض على أرباح المؤسسة وزيادة نسبة القروض إلى هيكل رأس مال المؤسسة.

إذ تساهم هذه الوفورات الضريبية في خفض تكلفة التمويل للمؤسسات التي يتضمن هيكل رأسمالها قروض، أي رفع القيمة السوقية لهذه المؤسسات بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية المترتبة عن الاقتراض.

وبالتالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأس مالها من قروض وأموال خاصة، تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مثيلة يتكون هيكل رأسمالها من أموال

خاصة فقط وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية المترتبة عن القروض ويمكن توضيح ذلك وفق الصيغة التالية [Simone et Joffre, 1997, 2853] :

$$V_E = V_N + VA(EI) \dots \dots (3-2)$$

V_E , V_N و $VA(EI)$ هي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة، القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة والقيمة الحالية للوفورات الضريبية على الترتيب.

ومنه فإن تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المقترضة يجب أن تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة ممولة بالكامل من الأسهم العادية، مضافا إليها علاوة مخاطر كمكافأة عن المخاطر المالية والتي تتحدد وفق الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض والعلاقة التالية توضح ذلك: [هندي، 2005، ص160].

$$C_{CP(E)} = C_{CP(N)} + \{ (C_{CP(N)} - i)(1 - \tau) D/CP \} \dots \dots (4-2)$$

----- المخاطر المالية -----

حيث أن:

$C_{CP(E)}$: تكلفة التمويل بالأموال الخاصة لمؤسسة مقترضة، أي معدل العائد على الاستثمار الذي يطالب به المستثمرين في أسهم هذه المؤسسة.

$C_{CP(N)}$: تكلفة التمويل بالأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة.

i : معدل الفائدة على القروض التي تحصل عليها المؤسسة أو معدل الكوبون

على السندات التي تصدرها المؤسسة.

CP, τ و D معدل الضريبة على أرباح الشركات، قيمة الأموال الخاصة في ميزانية المؤسسة وقيمة القروض.

II-2-2- المخاطر المالية في ظل متغيرات تكلفة الإفلاس والوكالة:

ليس الوفورات الضريبية وحدها هي ما ينتج عن الاقتراض فهي تمثل الجانب الايجابي فقط من الاقتراض فقط، وإنما هناك ما يعرف بتكلفة الإفلاس والوكالة اللتان تتحملهما المؤسسة إذا سمحت بوجود نسبة كبيرة من القروض في هيكل رأسمالها.

أولاً: تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتضمن هيكل رأسمالها قروضا لمخاطر إضافية تتمثل في أنه وفي حالة فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد المترتبة عنها في التواريخ المتفق عليها في عقد الاقتراض يصبح من حق المقرضين اتخاذ إجراءات قانونية يمكن أن تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة ومن ثم تصفيتها، وقد لا يتبقى لملاكها شيء من أموال التصفية نظرا لكونهم يقعون في ذيل الترتيب الخاص باستعادة أموالهم من المؤسسة.

وقبل أن ننتقل إلى معرفة مكونات تكلفة الإفلاس وأثرها على تشكيل هيكل رأس المال للمؤسسة وبالتالي على قيمتها السوقية يجب إعطاء تعريف دقيق ومحدد لظاهرة الإفلاس.

أ- تعريف الإفلاس:

لكي يقوم أي نظام اقتصادي بالدور المنوط به على أحسن وجه لا بد له من ميكانيزمات تسمح له بضمان الاستغلال الأمثل للموارد المتوفرة. والإفلاس يشكل الأداة الرئيسية لإعادة تخصيص الموارد ووسائل الإنتاج بسحبها من الأعوان الاقتصاديين غير الأكفاء وتحويلها إلى الأعوان الاقتصاديين الأكثر كفاءة، ويمكن إعطاء العديد من التعاريف لظاهرة الإفلاس أهمها:

1- الإفلاس هو مجرد حدث يسمح بإعادة تخصيص الموارد في إطار أصول وخصوم المؤسسات الأكثر مردودية [Vernimmen,2002,P1001]. ويتمشى هذا التعريف مع حالة توازن سوق رأس المال.

2- الإفلاس هو تلك الحالة التي تكون فيها قيمة خصوم المؤسسة أعلى من قيمة أصولها، أي أن الأصول الصافية للمؤسسة سالبة القيمة و ليس مجرد عدم كفاية السيولة في المؤسسة لمواجهة الالتزامات تجاه الدائنين [Van Horne, 1985,P 181].

هذا بالنسبة للتعريف من الناحية الاقتصادية والمالية، أما التعريف القانوني للإفلاس فينص على أنه تعتبر في حالة إفلاس، كل شركة اتخذت أحد الأشكال المنصوص عليها في القانون كشركات التضامن والتوصية البسيطة والمساهمة والتوصية بالأسهم والمسؤولية المحدودة، إذا توقفت عن دفع ديونها واضطربت أعمالها المالية [الشواربي، 2003 ، ص 777] .

ب- مكونات تكلفة الإفلاس:

ينجر عن إفلاس المؤسسة عواقب وخيمة وتكاليف عديدة بعضها مباشر والبعض الآخر غير مباشر.

وتتمثل التكاليف المباشرة في:

- المصروفات القانونية والإدارية التي تتحملها المؤسسة في شكل الأتعاب التي يتقاضاها الخبراء القانونيين والمحاسبين والمحامين.

- الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها السوقية كما يمكن أن تهبط قيمة تلك الأصول إلى أقل من القيمة الدفترية، مما يجعل مبالغ التصفية قد لا تكفي لسداد أموال الدائنين فما بالك باسترجاع الملاك لأموالهم.

أما التكاليف الغير مباشرة فيمكن أن تكون عبارة عن: [Simon & Joffre,1997 ,P2847]

- فقدان ثقة الدائنين والموردين.

- انخفاض أرباح المؤسسة نظرا لضعف كفاءة التشغيل وهي حالة كثيرا ما تسبق إعلان الإفلاس نتيجة للفوضى والارتباك التي تعم المؤسسة المقبلة على الإفلاس.

- ارتفاع حجم الفوائد المغالاة في الاقتراض وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المقرضين لتعويضهم عن المخاطر الكبيرة التي يتسم بها الاستثمار في سندات المؤسسة.

هذا بالنسبة لمكونات تكلفة الإفلاس، أما بالنسبة لحجم هذه التكلفة ونسبتها إلى القيمة الكلية لأصول المؤسسة فهناك اختلاف في تحديد حجم تكلفة الإفلاس.

ج- حجم تكلفة الإفلاس:

أغلب الدراسات التي تناولت تحديد حجم تكلفة الإفلاس تنقصها المعطيات الإحصائية وذلك نظرا لتعقيد العملية المرتبطة بتكثيم التكاليف المتعلقة به خاصة التكاليف غير المباشرة.

إلا أن هناك بعض الدراسات التي توصلت إلى تحديد نسب معينة لتكلفة الإفلاس من قيمة المؤسسة وأهم تلك الدراسات ما قام به وارنر (warner) ، ستانلي (stanley) وجيرت (girth) . حيث توصل هؤلاء الباحثين إلى حصر تكلفة الإفلاس في ما نسبته من 3% إلى 15% من القيمة الإجمالية للمؤسسة. [Vernimmen, 2002,P 1001]

كما يوضح الجدول (4-2) نتائج دراسة أجريت على مؤسسة (Boeing) الأمريكية لتقدير التكلفة المتوقعة للإفلاس في ظل مستويات متعددة من الافتراض.

الجدول (4-2): العلاقة بين نسبة الاقتراض والتكلفة المتوقعة للإفلاس.

نسبة القروض (%)	جودة السندات	احتمال العجز (%)	التكلفة المتوقعة للإفلاس (مليون)
0	AA	0.28	32
10	AA	0.28	32
20	A	1.41	161
30	BB	12.20	1389
40	CCC	50.00	5693
50	CCC	50.00	5693
60	CC	65.00	7401
70	C	80.00	9109
80	C	80.00	9109
90	C	80.00	9109

المصدر: [Damodaran, 2004 , P 737]

ويمكن أن نستنتج من الجدول أعلاه أنه كلما زاد حجم القروض في المؤسسة في المؤسسة زادت التكلفة المتوقعة للإفلاس نتيجة زيادة احتمال العجز عن السداد. ففي ظل نسبة الاقتراض 20% بلغت التكلفة المتوقعة واحتمال العجز 161 مليون أورو و1.41% على الترتيب، وعند ارتفاع نسبة القروض إلى 70% وصلت التكلفة المتوقعة للإفلاس إلى 9.109 مليون أورو، كما بلغ احتمال العجز عن السداد 80.00%.

لكن باحثين آخرين وعلى رأسهم رائد الإدارة المالية ميرثون ميلر يعترضون على أهمية تكلفة الإفلاس وعلى دورها في تحديد هيكل رأس المال للمؤسسة، فيشير

ميلر إلى أن الدراسات التي تؤكد على ارتفاع تكلفة الإفلاس، قد أجريت على مؤسسات صغيرة وعلى مؤسسات أدى الإفلاس إلى تصفيتها وليس إلى إعادة تنظيمها. أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة فإن الدراسات تؤكد صغر حجم تلك التكاليف، إذ تبلغ في المتوسط 5.3% من القيمة السوقية للمؤسسة وتنخفض هذه النسبة كلما زاد حجم المؤسسة، حتى أنها تصل في بعض الحالات إلى 1.7%.

إضافة إلى أن هذه التكاليف هي تكاليف فعلية للإفلاس وان ما يهم إدارة المؤسسة عند اتخاذ قرار تشكيل هيكل رأس المال هو التكلفة المتوقعة للإفلاس والتي تكون أقل بكثير [هندي، 2005، ص 176].

د- تأثير تكلفة الإفلاس:

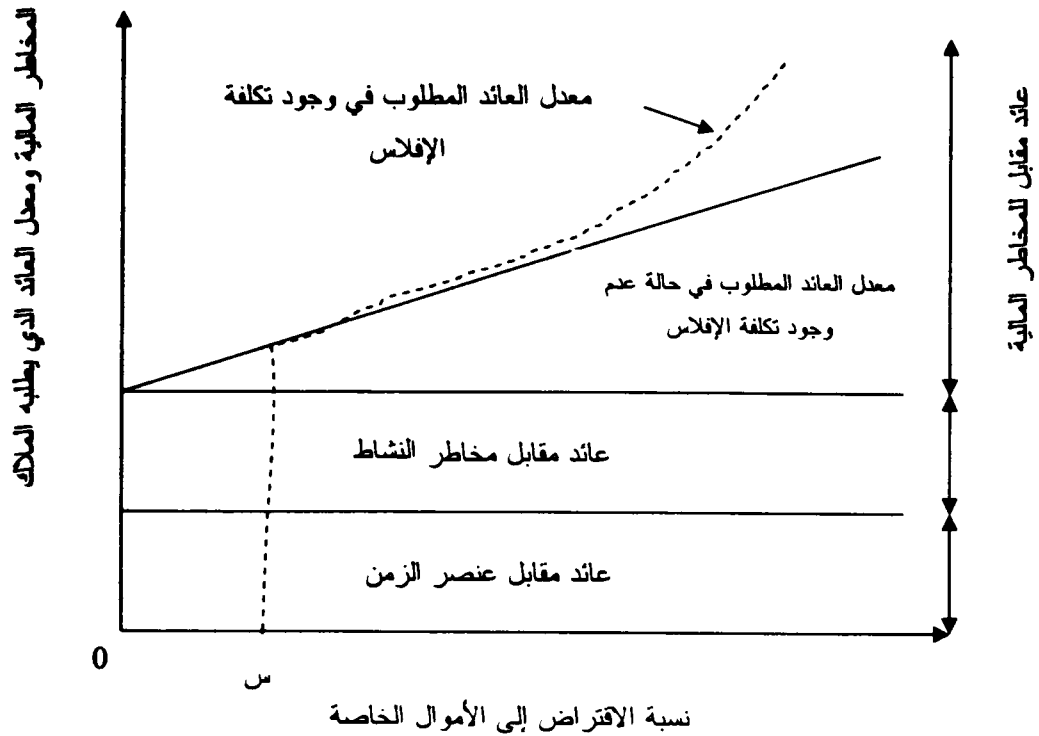
يمكن النظر إلى تأثير تكلفة الإفلاس من خلال العلاقة الطردية غير المباشرة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار، حيث تعتبر تكلفة الإفلاس هي مصدر هذه العلاقة الطردية غير المباشرة.

إذ إنه كلما كانت نسبة القروض إلى الأموال الخاصة مرتفعة ارتفع معدل الفائدة على القروض وكذلك معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين في سندات المؤسسة وذلك بهدف نقل مخاطر الإفلاس إلى الملاك.

والملاك وبدورهم وبسبب ارتفاع المخاطر التي يتحملونها والتي لا يمكن أن يتخلصوا منها بالتنوع رغم أنها مخاطر غير منتظمة، فسوف يطالبون بمعدل عائد على الاستثمار مرتفع لتعويضهم عن مخاطر الإفلاس. وهذا عكس ما يحدث في حالة كون المؤسسة ممولة بالكامل من الأموال الخاصة والتي يتعرض ملاكها لمخاطر الاستثمار فقط دون مخاطر الإفلاس، مما يجعلهم يطالبون بمعدل عائد على الاستثمار أقل يعكس فقط مخاطر الاستثمار (مخاطر النشاط)، فضلا عن تعويض عن عنصر الزمن (تأجيل استعمال أموالهم في إشباع حاجات حاضرة).

والشكل التالي يوضح العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية وكل من المخاطر ومعدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه الملاك.

الشكل رقم (2-5): العلاقة بين المخاطر المالية ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك



[Simon & Joffre, 1997, P2847]

* تأثير الضريبة على أرباح الشركات وتكلفة الإفلاس:

من الواضح أن لكل من الضريبة على أرباح الشركات وتكلفة الإفلاس أثرين متضادين على تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة.

فإذا كان خضوع المؤسسة للضريبة على أرباح الشركات يؤدي إلى خلق وفورات ضريبية تستفيد منها المؤسسة في شكل انخفاض في متوسط تكلفة التمويل. فان ما تجنيه المؤسسة من وراء الاقتراض ليس بالمجان حيث أنه إذا زادت المؤسسة من حجم القروض سعياً منها للاستفادة من الوفورات الضريبية فسوف

تصطدم بظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مرة أخرى.

وبالطبع تتوقف تكلفة التمويل (قيمة المؤسسة) في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس المترتبين عن قرار الاقتراض.

ثانيا: تكلفة الوكالة للقروض

قبل التطرق الى تكلفة الوكالة للقروض، نحاول إعطاء تعريف لعلاقة الوكالة في المؤسسة الاقتصادية، فالوكالة من حيث موضوعها عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل بإعطاء شخص آخر يدعى الوكيل الصلاحيات اللازمة لتمثيله [شربل طانيوس، ص15] وفي المؤسسة الاقتصادية من وجهة نظرية المشروع يفوض الملاك (الموكل) المسيرين من أجل القيام بإدارة المؤسسة نيابة عنهم ويتطلب ذلك تفويض السلطة إلى (الوكيل) . [Charieire & Huault ,2002,P243]

ويطلق مصطلح تكلفة الوكالة للقروض على مجموع التكاليف التي يتكبدها المقرضين من اجل عملية متابعة قرارات المؤسسة، لا سيما القرارات التي لها تأثير على مصالحهم .ومن بين هذه القرارات التي تخضع لمراجعة المقرضين:

- قرارات شراء أصول استثمارية جديدة.
- القرارات الخاصة بإجراء توزيعات على الملاك.
- القرارات المتعلقة برفع مرتبات المديرين وزيادة المزايا المالية التي يتمتعون بها.

إذ عادة ما ينص عقد القرض على ضرورة رجوع إدارة المؤسسة إلى المقرضين قبل اتخاذ هذا النوع القرارات.

ولكي يتأكد المقرضين من أن المؤسسة لم تخل بشروط التعاقد ولم تقم باتحاد قرارات من شأنها المساس بمصالحهم، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، وتكاليف هذه المتابعة

هي ما يطلق عليه تكلفة الوكالة للقروض. وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك وذلك برفع أسعار الفائدة على الأموال التي يقرضونها إلى المؤسسة، مما يجعل الملاك يتحملون مخاطر أكبر فيطالبون بدورهم بمعدل عائد على الاستثمار أعلى مما كان عليه الأمر قبل ظهور تكلفة الوكالة للقروض، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة التمويل وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

ثالثاً: تأثير الضريبة، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة

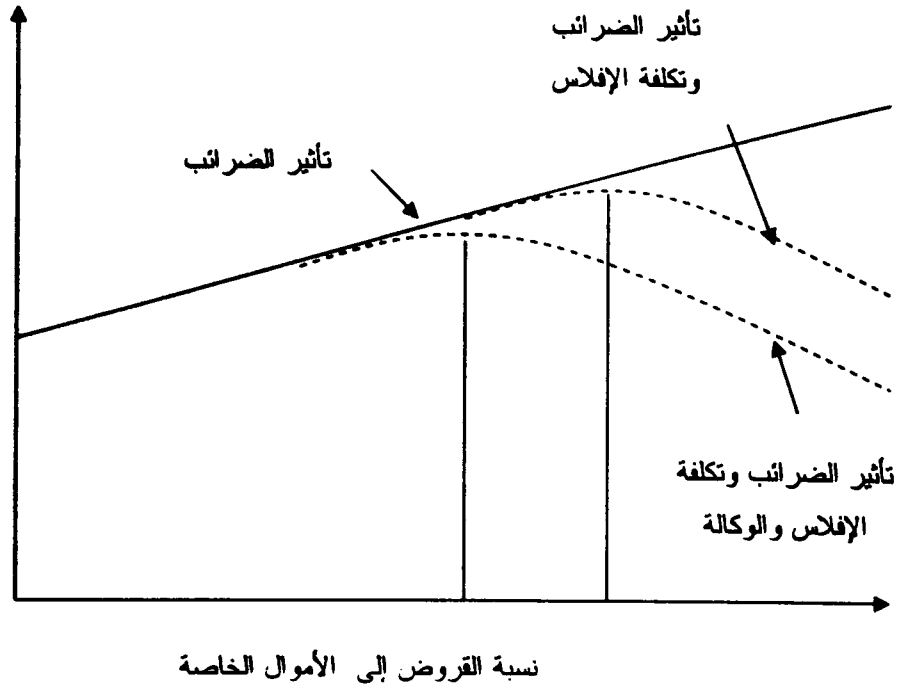
يؤدي ظهور متغير ثالث ألا وهو تكلفة الوكالة، والذي يعتبر من الجوانب السلبية لزيادة نسبة الاقتراض في المؤسسة إلى التأثير عن حجم المخاطر المالية ورفعها ذي قبل. إذ أن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس من شأنه أن يدفع المؤسسة نحو عدم الاستمرار في الاقتراض. وتتنخفض القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكلفتها الإفلاس والوكالة وذلك وفقاً لما توضحه الصيغة الآتية: Simon [& Joffre,1997 ,P2847]

$$V_E = V_N + \tau \times D - [VA_{(F)} + VA_{(A)}] \quad (5-2)$$

حيث أن V_N ، V_E ، $VA_{(A)}$ ، $VA_{(F)}$ ، تمثل على التوالي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة، القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة، القيمة الحالية لتكلفة الوكالة، القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

ويمكن تمثيل هذه النتائج من خلال الشكل الموضح أسفله:

الشكل (2-6): يوضح العلاقة بين قيمة المؤسسة ومخاطر الإفلاس والوكالة
قيمة المؤسسة



نسبة القروض إلى الأموال الخاصة

المصدر: [هندي، 2005، ص182]

إذ يوضح الشكل أن حجم الاقتراض المثالي يتحدد في النقطة التي تتساوي عندها الآثار الإيجابية للاقتراض، ممثلة في الوفورات الضريبية والآثار السلبية له مشكلة من تكلفة الإفلاس والوكالة. فإلى أين يمكن أن تصل نسبة الوفورات الضريبية، تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس من قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسة ؟

لقد أثبتت التجارب أن قيمة الوفورات الضريبية المتولدة عن الاقتراض تتراوح ما بين 10% و 15% من قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسة، كما أن التكاليف المباشرة للإفلاس والتي قدرت وفقاً لبعض الدراسات بين 5% و 15% من قيمة أصول المؤسسة [Vernimmen. 2005.P 676].

وبالتالي يظهر من خلال هذه النسب تقارب الجانب الإيجابي للاقتراض (الوفورات الضريبية) والجانب السلبي له (حجم تكلفة الإفلاس والوكالة). إلا أنه تبقى

هناك ميزة للاقتراض وذلك نظرا لكون الوفورات الضريبية تخلق في المؤسسة حتى في ظل مستويات منخفضة من الاقتراض وتزايد مع تزايد نسبة القروض في رأسمال المؤسسة، أما تكلفة الإفلاس والوكالة فلا تظهر إلا بعدما تكون المؤسسة قد تعدت مستوى معين من القروض. وبالتالي فإن للمؤسسة إمكانية للتمتع بالوفورات الضريبية دون تحمل تكلفة الإفلاس والوكالة، هذا فضلا عن كون الوفورات الضريبية إيراد حقيقي بعكس تكلفة الإفلاس والوكالة فهي تكلفة متوقعة يمكن أن تتحملها المؤسسة أو لا تتحملها على الإطلاق.

II-3- مدخل ميلر:

بدأ ميلر مدخله بالتقليل من حجم المخاطر المالية المرتبطة بتكلفة الإفلاس والوكالة، كما أنه أي ميلر (Miller) شكك في أهمية الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض وأثرها على اختيار هيكل رأس المال المناسب للمؤسسة، منطلقا في ذلك من ملاحظة أساسية تتمثل في أن نسبة الاقتراض للمؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية لم تتغير بين سنتي 1920 - 1950 رغم أن معدل الضريبة على أرباح الشركات كان في 1920 يقدر بـ 11% ووصل في سنة 1950 إلى 52%. مما يعني أنه لو كانت للوفورات الضريبية أهمية كبيرة في تحديد هيكل رأس المال الأنسب كما يشير مدخل مدكلياني وميلر لكان من المنطقي أن تزيد المؤسسات من نسب الاقتراض وبشكل كبير نظرا للفتاوت الملحوظ بين معدلي الضريبة على أرباح الشركات بين الفترتين. وذلك لأن معدل الضريبة في سنوات الخمسينات يسمح للمؤسسات بالحصول على وفورات ضريبية كبيرة (أكثر من نصف المصاريف المالية تدفعه مصلحة الضرائب)، أي أن تعادل كل من تكلفة الوكالة والإفلاس مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية يحدث عند مستوى مرتفع لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة.

ولكن الزيادة في حجم الاقتراض لم تحدث وبقية نسب الاقتراض كما كانت عليه في العشرينات.

كما أن السعي إلى تفسير هذه الظاهرة المتمثلة في تبات حجم الاقتراض رغم التفاوت في معدلات الضريبة على أرباح الشركات بين السنتين يستدعي طرح العديد من الأسئلة في شكل:

إذا كان هذا يلغي دور الوفورات الضريبية كعامل محدد فيما يخص تشكيل هيكل رأس المال، فما هو المحدد البديل الذي يقترحه ميلر (Miller) وفي ماذا يكمن المتغير الذي جعله يتناقض مع نتائج الأبحاث التي توصل إليها رفقة مدكلياني (Modigliani) من قبل؟

II-3-1 الضريبة الشخصية على دخل المستثمر:

إن أغلب دول العالم التي تمتلك أسواق مالية نشطة يتداول فيها الكثير من المستثمرين الأفراد والمؤسساتيين الأوراق المالية بهدف توفير السيولة لطالبيها من المؤسسات وتحقيق عائد من وراء ذلك، حيث يحقق المستثمرين في الأوراق المالية أرباحاً معتبرة خاضعة للضرائب في إطار ما يسمى بالضريبة الشخصية على دخل المستثمر.

فعلى الرغم من تباين معدلات الضريبة على دخول المستثمرين بين الدول وتعدد الأنظمة الضريبية المتبعة إلا أن وجود الضريبة على دخل المستثمر أمر واقعي.

ويوضح الجدول الآتي معدلات الضريبة المطبقة في العديد من الدول على مختلف الدخول.

الجدول رقم(2-5): يوضح المعدلات الضريبية التي تفرض على الدخول في العديد من الدول

البلد	الضريبة على التوزيعات	الضريبة على الأرباح الرأسمالية	الضريبة على الفوائد	الضريبة على أرباح الشركات
ألمانيا	%25.0	%0.0	%30.0	%38.36
بلجيكا	%15 أو %25	%0.0	%15.0	40.17%
إسبانيا	%25 - %48	%20 - %40	%20 - %40	%35
فرنسا	%39.1	%26.0	%25.0	%34.43
إيطاليا	%12.5	%12.5 أو %27.0	%12.5	%40.25
هولندا	%25.0	%0.0	%30.0	%34.5
المملكة المتحدة	%40.0	%40.0	20.0%	%30.0
وم أ	%38.6	%20.0	%38.6	%35.0
المغرب	%10.0	%10.0	%44.0	%35.0
تونس	%0.0	%35.0	%35.0	%35.0

المصدر: [Vernimmen,2002,P680]

فكيف إذا تؤثر الضريبة الشخصية على دخل المستثمر على القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من وراء الاقتراض.

تعتبر الضريبة على دخل المستثمر حسب ميلر (Miller) عاملا أساسيا في تحديد حجم الوفورات الضريبية وذلك ما يتم توضيحه في الأسطر القادمة، ولتبيان الكيفية التي قلب متغير الضريبة الشخصية على دخل المستثمر الفكر المالي فيما يخص النظر إلى دور هيكل رأس المال في تحديد حجم المخاطر التي تتحملها المؤسسة وهو ما ينعكس على قيمتها السوقية بالتبعية نفترض أن:

حملة السندات والضريبة على أرباح الشركات على التوالي. τ و τ_β, τ_α الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم، الضريبة الشخصية على دخل

و من المعروف أن دخل حملة الأسهم يمكن أن يكون يمكن أن يكون في شكل أرباح إيرادية (توزيعات) وأرباح رأسمالية في شكل ارتفاع القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها، نتيجة احتجاز الأرباح أو المضاربة في السوق المالي.

أما دخل حملة السندات فهو عبارة عن فوائد دورية يتحصل عليها حملة السندات وغالبا ما تكون معروفة مسبقا.

وبالتالي ولما كان معدل الضريبة على التوزيعات يساوي معدل الضريبة على فوائد القروض والسندات بينما يزيد عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية المتمثلة في ارتفاع القيمة السوقية للأسهم. ولذلك فإن المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لمعدل الضريبة الشخصية على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يدفعها حملة الأسهم أقل من معدل الضريبة الشخصية على عائد السندات والقروض، وعليه يمكن أن ترتبط القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة مع القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بالعلاقة التالية [هندي، 2005، ص 190]:

$$VE = VN + (1 - (1 - \tau) \frac{(1 - \tau\alpha)}{(1 - \tau\beta)}) * D \dots \dots \dots (6 - 2)$$

حيث تعطى القيمة الحالية للوفورات الضريبية كمايلي:

$$V(EI) = (1 - (1 - \tau) \frac{(1 - \tau\alpha)}{(1 - \tau\beta)}) \times D \dots \dots \dots (7 - 2)$$

ومن الملاحظ من هذه العلاقة أن حجم الوفورات الضريبية التي تتمتع بها المؤسسة في ظل الاقتراض يتحدد بناء على التفاوت بين كل من الضريبة الشخصية

على دخل حملة الأسهم (τ_α) ، الضريبة الشخصية على دخل حملة السندات (τ_β) والضريبة على أرباح الشركات (τ) .

ويمكن توضيح ذلك كالآتي:

1- ترتفع القيمة الحالية للوفورات الضريبية، الناتجة عن الأموال المقترضة وترتفع معها القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك كلما ارتفع معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم، والعكس صحيح.

2- إذا كانت المؤسسة تنشط في عالم لا تفرض فيه ضرائب (كل من $\tau_\alpha = \tau_\beta =$

(τ)

فان قيمة الوفورات الضريبية سوف تنعدم. وتتساوى بذلك القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة مع القيمة السوقية لمؤسسة أخرى ممولة بالكامل من الأموال الخاصة.

3- في حالة خضوع المؤسسة إلى الضريبة على أرباح الشركات وعدم خضوع المستثمرين (حملة الأسهم والسندات) إلى الضريبة الشخصية على دخولهم فسوف تساوى الوفورات الضريبية قيمة القروض التي تحصلت عليها المؤسسة مضروبة في معدل الضريبة على أرباح الشركات، وذلك ما توضحه العلاقة التالية [هندي، 2005، ص 190]:

$$VA (EI) = D \times \tau$$

وهو ما يتماشى مع ما توصلنا إليه في ظل مدخل مدكلياني و ميلر في عالم تفرض فيه ضرائب و تأخذ الوفورات الضريبية نفس القيمة أيضا في حالة تساوي معدل الضريبة الشخصية على دخول حملة الأسهم $\{\tau_\alpha\}$ مع معدل الضريبة على دخل حملة السندات $\{\tau_\beta\}$.

وبصفة عامة تستطيع المؤسسات أن تحقق وفورات ضريبية ما دامت القيمة

$\{(1-\tau) - (1-\tau_\alpha)\}$ تقل عن القيمة $(1-\tau_\beta)$ ويمكن لها الاستمرار في زيادة نسبة الاقتراض حتى تتعادل القيمتين.

وعند تلك النقطة تنعدم الوفورات الضريبية ويفقد الاقتراض ميزاته ولا تستطيع المؤسسة بعد ذلك أن تضيف أي زيادة إلى قيمتها السوقية من خلال الزيادة في الاقتراض.

II-3-2 التوازن العام لنظرية ميلر:

يقوم التوازن العام لميلر على افتراض أساسي يتمثل في أن معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم يمكن أن يساوي صفر على أساس أنه إذا حققت المؤسسة أرباحاً ولم يتم بتوزيعها وأدى ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم ولم يتم حملتها ببيعها فلن يكون هناك لا أرباح إيرادية ولا أرباح رأسمالية فعلية ومن ثم لا يمكن لمصلحة الضرائب أن تفرض ضريبة على دخل حملة الأسهم.

وحتى لو قامت المؤسسة بتوزيع الأرباح فهناك من الحيل الضريبية المتوفرة للمستثمرين تمكنهم من التهرب من دفع الضرائب على دخولهم، وبالتالي تصبح قيمة الوفورات الضريبية تتحدد بالعلاقة التالية [هندي، 2005، ص 194]:

$$VA(EI) = \left(1 - \frac{(1-\tau)}{(1-\tau\beta)}\right) \times D \dots \dots \dots (8-2)$$

أما قيمة المؤسسة في ظل هذا الافتراض فتتحدد كالآتي [Nguéna, 2003, P 444]:

$$VE = VN + VA(EI) \dots \dots \dots (9-2)$$

$$VE = VN + \left(1 - \frac{(1-\tau)}{(1-\tau\beta)}\right) D \dots \dots \dots (10-2)$$

وبناء على هذه المعادلة يمكن المؤسسة في الاقتراض (إصدار السندات) مادام معدل الضريبة على أرباح الشركات اكبر من الضريبة الشخصية على دخل حملة السندات إلى غاية تساوي المعدلين عند نسبة اقتراض معينة، أو ما يسمى عند ميلر بالتوازن العام في سوق رأس المال حيث انه:

1- في حالة كون الضريبة على أرباح الشركات اكبر من الضريبة الشخصية على دخل حملة السندات يؤدي الاقتراض إلى إحداث وفورات ضريبية موجبة وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

2- في حالة تساوي المعدلين تصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية مساوية للصفر ولا يكون هناك مصلحة للمؤسسة في زيادة الاقتراض. نظرا لكونها وصلت إلى المستثمر في السندات الذي يتساوى المعدل الحدي للضريبة على دخله مع المعدل الحدي للضريبة على دخل المؤسسة $\{\tau_{\beta} = \tau\}$.

3 - في حالة زيادة معدل الضريبة الشخصية على دخل المستثمر في السندات عن معدل الضريبة على أرباح المؤسسة، وهي حالة يكون فيها للاقتراض أثرا سلبيا على قيمة المؤسسة (وفورات ضريبية سالبة).

أما إذا حدث تغير في معدلات الضريبة المفروضة على دخول كل من المؤسسة وحملة السندات وهو أمر متعارف عليه في الواقع العملي، فالتشريعات الضريبية في اغلب البلدان تتغير في كل سنة نظرا لكون العوائد الضريبية من المصادر الأساسية لإيرادات ميزانيات الدول، فقد تزيد الدولة في معدل الضريبة على أرباح الشركات كما يمكن أن تخفضه ونفس الشيء بالنسبة للضريبة الشخصية على دخول المستثمرين. وذلك خدمة لأغراض سوق رأس المال والاقتصاد الوطني.

حيث يمكن أن يصبح معدل الضريبة التي تخضع لها المؤسسة أعلى نسبيا من الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات. حينئذا تختل حالة التوازن في سوق رأس المال وتنتج حالة توازن جديدة، تكون عندها نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة أعلى من ذي قبل.

كما قد يرتفع معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات عن معدل الضريبة على أرباح المؤسسة. وفي هذه الحالة تفرز نتائج عكسية للحالة السابقة. إذ ستختل حالة التوازن وتنتج حالة توازن جديدة، لكن عند مستوى أقل لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة.

وفي الأخير توصل ميلر بعد هذا التحليل إلى وجود هيكل رأس مال مثالي لجميع المؤسسات، تتوقف مكوناته على الشريحة الضريبية لمختلف المستثمرين وحجم الموارد المتاحة للاستثمار لديهم.

II-3-3 الانتقادات الموجهة إلى مدخل ميلر:

على الرغم من أن تحليل ميلر غير مسبوق، إذ يعتبر إبرازه لدور الضريبة الشخصية على دخل المستثمر في تحديد نسبة القروض إلى الأموال الخاصة الذي يجعل القيمة السوقية للمؤسسة عند أعلى مستوى لها، فافتراضه كون الضريبة على دخل حملة الأسهم مساويا للصفر $\{\tau_a\}$ معللا ذلك بأن المؤسسات لا تجري توزيعات وان ارتفاع القيمة السوقية للأسهم الناتج عن احتجاز الأرباح لن يتحول إلى أرباح رأسمالية فعلية تخضع للضرائب طالما لم يتم حملة الأسهم ببيعها.

غير أن الواقع المعاش يثبت أن المؤسسات تجري توزيعات على المساهمين « إذ تشهد مصلحة الضرائب الأمريكية على أن هناك ضرائب يتم تحصيلها على تلك التوزيعات» [هندي، 2005، ص 200].

هذا بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، أما بالنسبة للأنظمة الضريبية لكل من ألمانيا اليابان فافتراض ميلر مقبول ومن الممكن أن تكون له تطبيقات كثيرة خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

كما انه مما يؤخذ على نظرية ميلر أنها تقوم على افتراض ضالة كل من تكلفة الإفلاس والوكالة، غير أن هناك أبحاث أثبتت بأن تباين نسبة الاقتراض في هيكل رأسمال الشركات في العشرينات والخمسينات راجع إلى تأثير تكلفة الوكالة للقروض.

ففي الخمسينات ارتفع عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية والصغيرة ونتج عن ذلك ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض مما أدى بالشركات إلى الحد من الاقتراض رغم الزيادة في المزايا الضريبية التي تنشأ عنه بسبب ارتفاع معدل الضريبة على أرباح الشركات.

توسع مفهوم المخاطر المالية في ظل الفكر الحديث وأصبح المحور الرئيسي الذي تدور حوله مختلف النظريات والنماذج التي تناولت أثر الاقتراض على تكلفة التمويل ومن ثم أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة.

حيث ظهرت في ظل الفكر الحديث متغيرات الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وهي المتغيرات التي توصل على أساسها مدكلياني وميلر (M&M) إلى نتيجة مؤداها وجود هيكل رأس مال أمثل، تنخفض فيه المخاطر المالية إلى أدنى مستوى لها، وتكون العوائد في ضله في الذروة.

وقدم ميلر تحليلاً لدور الضريبة الشخصية على دخول المستثمرين في تحديد حجم الاقتراض الأمثل والمخاطر المالية المصاحبة له.

III- المخاطر المالية والواقع العملي:

تختلف الممارسات العملية للمؤسسات نوعاً ما عن نتائج النظريات والنماذج التي تعتبر مجردة إلى حد ما، فالمؤسسة تنشط في ظل مجموعة من القيود الاقتصادية، السوقية، القانونية والتعاقدية... إلخ، وتحاول المؤسسة مراراً التغلب على الصعوبات الناتجة عن هذه القيود، وذلك من خلال تطوير ممارستها لا سيما في مجال الإدارة المالية. حيث أن الممارسة في هذا المجال أدت إلى ترسيخ مجموعة من المبادئ يمكن إجمالها في نظرية العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطرة، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية عدم تماثل المعلومات والإشارات المالية.

III-1- نظرية العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر:

تنص نظرية العلاقة التوازنية أو التعويضية بين العائد والمخاطر **Trade-off**

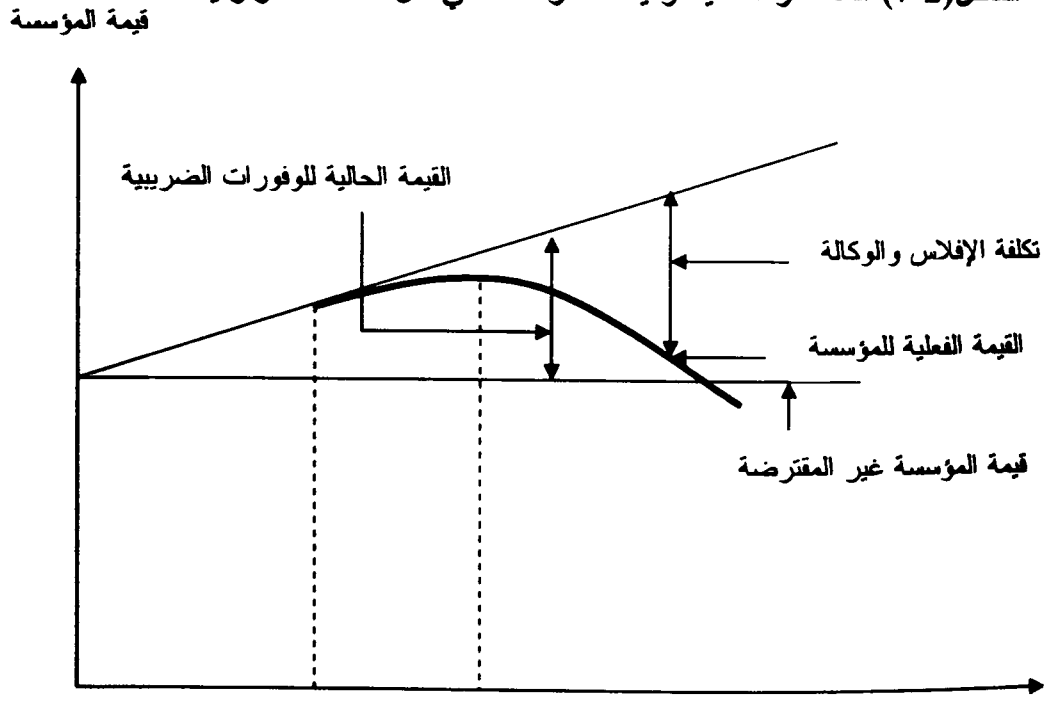
Theory

بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض هو محصلة التوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدته الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض، والتأثير السلبي الذي ينجر عنه في شكل تكلفة الإفلاس والوكالة.

إذ كلما زادت الأموال المقترضة في هيكل رأس المال للمؤسسة زاد حجم الوفورات الضريبية التي تتمتع بها المؤسسة، حيث يساهم الاقتراض من خلال ذلك في تخفيض تكلفة التمويل ورفع القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

غير انه من ناحية أخرى يترتب عن زيادة الأموال المقترضة عن حد معين آثار سلبية ممثلة في القيمة الحالية في تكلفة الإفلاس والوكالة. وذلك ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل (7-2) المخاطر المالية وقيمة المؤسسة في ظل العلاقة التوازنية



المصدر: [هندي، 2005، ص106]

حجم الاقتراض

ففي المستويات الدنيا لنسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة تظل القيمة السوقية للمؤسسة متجهة نحو الارتفاع مع زيادة الاقتراض، نظرا لكون حجم الوفورات الضريبية يزيد بالكثير عن حجم تكلفة الإفلاس والوكالة، لكن معدل تلك الزيادة في القيمة السوقية للمؤسسة لا يلبث أن يبدأ في التناقص حتى بلوغ نسبة الأموال المقترضة نقطة معينة، تلك النقطة التي تتساوى عندها القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة، وبعدها تصبح الزيادة في تكلفة الإفلاس والوكالة الناتجة عن زيادة الاقتراض أكبر من الزيادة في الوفورات الضريبية، مما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تتجه نحو الانخفاض.

ويقدم جدول (2-6) الخاص بمؤسسة (Boeing) والذي يوضح العلاقة بين العديد من المتغيرات المتمثلة في قيمة المؤسسة، الوفر الضريبي، التكلفة المتوقعة للإفلاس في ظل نسب مختلفة للاقتراض في هيكل رأس المال.

الجدول رقم (2-6): يوضح العلاقة التوازنية بين العوائد والمخاطر المرتبطة بالاقتراض

قيمة المؤسسة المقترضة (مليون أورو)	التكلفة المتوقعة للإفلاس (مليون أورو)	الوفر الضريبي (مليون أورو)	قيمة المؤسسة غير المقترضة (مليون أورو)	نسبة الفروض (%)
37921	32	0	37593	0
39349	32	1428	37593	10
40648	161	2855	37593	20
40847	1389	4283	37593	30
37970	5693	5710	37593	40
38388	5693	6128	37593	50
36123	7401	5571	37593	60
33747	9109	4903	37593	70
33747	9109	4903	37593	80
33747	9109	4903	37593	90

المصدر: [Damodaran, 2004 , P 737]

وتبرز أرقام الجدول أنه في المراحل الأولى للاقتراض ترتفع قيمة المؤسسة مع كل زيادة نسبة الاقتراض، وذلك نظرا لكون الوفورات الضريبية المتأتية من الاقتراض أكبر من التكلفة المتوقعة للإفلاس المترتبة عن الاقتراض، ويستمر الأمر على هذا الحال إلى غاية وصول نسبة الاقتراض في المؤسسة 60% وهي نسبة مرتفعة، حيث تصبح التكلفة المتوقعة للإفلاس أكبر من الوفورات الضريبية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة.

ومنه فإن نظرية العلاقة التوازنية تعترف بوجود حجم أمثل للاقتراض لكنها لم تقدم صيغة كمية دقيقة تسمح للمدير المالي للمؤسسة بتقدير حجم الاقتراض الأمثل. ذلك الحجم من الاقتراض الذي يعوض المؤسسة عن المخاطر المالية المرافقة للاقتراض.

حيث تكتفي نظرية العلاقة التوازنية بتقديم مؤشرات واقعية تضمن للمدير المالي سلامة قرار تشكيل هيكل رأس المال، إذا أخذها بعين الاعتبار وتمثل هذه المؤشرات في [هندي، 2005، ص 222] :

1- المؤسسة التي تنتمي إلى فئة مخاطر عالية لا بد أن تتخفف فيها نسبة الأموال المقترضة. إذ من مصلحة هذه المؤسسة التوقف عن الاقتراض قبل الوصول إلى نقطة التعادل بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة. وذلك لان المؤسسة التي تنتمي إلى فئة مخاطر مرتفعة تتسم بدرجة كبيرة لتقلب عائداتها وهذا التقلب الكبير في العائد يزيد من احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس.

2 - تعتبر طبيعة أصول المؤسسة من المؤشرات التي تحدد المدى الذي يجب أن لا تتعداه المؤسسة بالاقتراض حيث أن:

- إذا كانت المؤسسة تستخدم أصولا ملموسة وتركيبات إنتاجية نمطية. يمكنها

ذلك من التوسع في الاقتراض بدرجة أكبر.

- في حالة كون أصول المؤسسة عبارة عن قيم معنوية كشهرة المحل وحقوق الامتياز أو الاحتكار مما يعني اعتمادها على تركيبات إنتاجية أقل فليس من مصلحتها التوسع في الاقتراض.

3- الشريحة الضريبية التي تنتمي إليها المؤسسة ومستوى ربحيتها، فالمؤسسات التي تتمتع بمستوى عالي من الربحية وتقع في شريحة ضريبية مرتفعة يمكن لها تحقيق وفورات ضريبية كبيرة من وراء الاقتراض. والعكس بالنسبة لمؤسسة تخضع لمعدل ضريبية منخفض.

III-2- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل:

وهي نظرية ظهرت في بداية الستينيات من طرف الباحث جوردن دونالدسون (Gordon Donaldson)، الذي قام بتصنيف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة بناء على أبعاد يمكن تلخيصها فيمايلي [هندي، 2005، ص 224] :

1- تميل المؤسسات إلى الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي والمتمثلة في الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك (قدرة التمويل الذاتي).

2 - تعتبر كل من الفرص الاستثمارية المتاحة والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة محددان رئيسيان لتحديد نسبة الأرباح الموزعة. فوفقا لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تسعى المؤسسة إلى أن تكون الأرباح غير الموزعة ومخصصات الاهتلاك كافية لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة في الظروف العادية.

3- تتبع المؤسسات سياسات توزيع ثابتة، أي أن المؤسسات لا تقوم بزيادة نسبة التوزيعات ما لم تكن متأكدة أن تلك الزيادة يمكن المحافظة عليها في السنوات المقبلة وليس هناك خطر ان تتراجع عنها المؤسسة لاحقا. حيث أنه في بعض السنوات تحقق المؤسسة أرباحا غير اعتيادية فلا تقوم المؤسسة بتوزيعها وإنما تبقىها في شكل سيولة لمواجهة الاحتياجات المستقبلية لا سيما الطارئة منها.

4- في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك لتغطية الاحتياجات نتيجة التوسع في الاستثمار. عند ذلك يمكن المؤسسة اللجوء إلى

الاقتراض، تم إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم وفي الأخير يأتي دور إصدار الأسهم العادية الجديدة.

III-2-1 نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل والممارسة العملية:

هناك العديد من المبررات الواقعية التي تدعم النتائج التي توصلت إليها نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل نذكر منها:

1- يعتبر التمويل الداخلي عن طريق الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك مصدرا للتمويل لا يواجه بالمعارضة في الجمعية العمومية، حيث لا يؤدي إلى أي اختلالات على مستوى جغرافية رأس المال.

2- يجنب المؤسسة الوقوع تحت منطوق سوق رأس المال، إذ انه في حالة إصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك ذلك أثرا سلبيا على القيمة السوقية للسهم.

3- يحفظ التمويل الداخلي على مراكز الملاك في الجمعية العمومية ومجلس إدارة الشركة.

4- يعفي المؤسسة من تحمل تكاليف الإصدار والمصاريف المتعلقة بالاتصال بالمستثمرين المحتملين، إضافة إلى مكافأة بنكير الاستثمار. هذا بالنسبة للمبررات التي يسوقها أنصار هذه النظرية التي تدعو إلى تفضيل مصادر التمويل الداخلية والابتعاد قدر الإمكان عن إصدار أسهم عادية جديدة.

III-2-2 نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ومدخل مدكليني وميلر في ظل عالم

تفرض فيه ضرائب:

من أول وهلة يبدو التعارض واضحا بين مدخل مدكلياني وميلر في عالم تفرض به ضرائب والنتائج التي توصلت إليها نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

حيث تعتبر النظرية الأولى أن الاقتراض في حدود معينة هو أفضل وسيلة للتمويل وذلك بغرض تعظيم الاستفادة من الوفورات الضريبية بينما تضع النظرية الثانية الإرباح المحتجزة في المقدمة بسبب كون هذه الأخيرة مصدر غير مكلف ومقبول من طرف الجميع في المؤسسة.

III-3- نظرية عدم تماثل المعلومات والإشارات المالية:

بناء على التباين في وجهة النظر بين مدخل مدكلياني وميلر في عالم تفرض فيه ضرائب ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فيما يخص أي مصادر التمويل أفضل للمؤسسة الاعتماد عليه قبل غيره من المصادر الأخرى، أتعتمد المؤسسة على الاقتراض أولاً في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة لها وبعد ذلك يأتي دور المصادر الأخرى. أم أنه من الأفضل لها الاعتماد على الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك.

من هذا المنطلق جاءت نظرية عدم تماثل المعلومات على يد الباحثان

لتفسير أسباب هذا التباين.

لكن قبل تناول محتوى هذه النظرية يجب توضيح مفهومي عدم تماثل المعلومات والإشارات المالية.

III-3-1 مفهوم عدم تماثل المعلومات والإشارات المالية:

يقوم هذا المفهوم على أن الإدارة لديها معلومات أكثر من تلك المتوفرة عند المستثمرين ولذلك فإن القرارات المالية التي تتخذها الإدارة قد يفهمها المستثمرين على عكس ما ترغب فيه الإدارة وذلك لأنها تتضمن محتوى معلوماتي (إشارات مالية) عن أفاقها المستقبلية وحالة تدفقاتها النقدية المتوقعة، وجاء هذا المفهوم كرد فعل عن مفهوم تماثل التوقعات (Homogenous Expectations) وهو ما ينص على أن الإدارة والمستثمرين لديهم نفس المعلومات التي تعكس نفس النظرة إلى مستقبل المؤسسة.

III-3-2 أثر عدم تماثل المعلومات والإشارات المالية على اختيار هيكل رأس المال:

على اعتبار أن عدم تماثل المعلومات هو عبارة عن تكلفة تتحملها المؤسسة **information asymmetry cost** عند اتخاذها للقرارات المالية، لا سيما القرارات المتعلقة بإصدار أسهم عادية جديدة في السوق، والتي تفهم من طرف المستثمرين على أساس أنها إشارة مالية عن أفق غير واعد بالنسبة للمؤسسة. ويمكن أن تمثل تكلفة عدم تماثل المعلومات لإصدار الأسهم العادية في [Vernimmen, 2002,

:P807]

1- في ظل عدم تماثل المعلومات سوف يحجم المستثمرين المحتملين عن شراء الأسهم العادية التي تصدرها المؤسسة، وذلك أيمانا منهم بان مستقبل التدفقات النقدية للمؤسسة غير مبشر وأن الإدارة في المؤسسة تريد استغلالهم لصالح الملاك القدامى، وإن حدث وقام بعض المستثمرين بشراء تلك الأسهم العادية فإنهم يعرضون لذلك سعرا منخفضا، مما يؤدي إلى عدم كفاية حصيلة الإصدار وارتفاع تكلفة الإصدار والتمويل وبالتبعية.

2- احتمال انتقال الثروة من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد وذلك في حالة كون الإدارة تعرف أن القيمة السوقية للسهم العادي أقل مما ينبغي، وذلك على أساس المعلومات المتوفرة لديها. ففي هذه الحالة ليس من صالح المؤسسة إصدار أسهم عادية جديدة.

3- حتى ولو كانت القيمة السوقية للسهم العادي عادلة. إلا أنه في ظل نقص المعلومات عند المستثمرين ليس من مصلحة المؤسسة إصدار أسهم عادية جديدة خشية أن يفسر هذا القرار من طرف المستثمرين بأن القيمة السوقية للسهم أعلى مما ينبغي، وبذلك يصعب على المؤسسة إيجاد مشتري للسهم بقيمته الحقيقية فتضطر المؤسسة إلى تخفيض سعر بيع السهم.

ونظرا لتمييز إصدار الأسهم العادية الجديدة بهذه التكاليف فمن المعقول جدا أن تؤيد نظرية عدم تماثل المعلومات النتائج التي توصلت إليها نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، وتضع التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة في نيل سلم أولويات الإدارة المالية مفضلة عليه مصادر التمويل الداخلي من أرباح محتجزة ومخصصات الاهتلاك. يأتي بعد ذلك الاقتراض على أن لا تبالغ المؤسسة فيه حتى نقطة التوازن التي تقترضها نظرية العلاقة التوازنية، بل تتوقف المؤسسة عن الاقتراض قبل تلك النقطة لكي، لكي تترك لنفسها هامش اقتراض يمكن أن تستعمله في تمويل الفرص الاستثمارية التي تتاح لها في المستقبل من دون اللجوء إلى إصدار أسهم عادية جديدة.

خلاصة الفصل الثاني:

قبل ظهور الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية، ساد الفكر التقليدي من خلال ثلاث مداخل أساسية هي مدخل صافي الربح، الذي أهمل تماما وجود المخاطر المالية المرتبط بهيكل رأس المال. ومدخل صافي ربح العمليات الذي أخذ المخاطر المالية بعين الاعتبار، لكنه توصل في النهاية إلى ثبات تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، مما يعني عدم وجود هيكل رأس مال مثالي، فحسب هذا المدخل فسواء تحملت المؤسسة مخاطر مالية أو لم تتحمل، فإن ذلك لا يؤثر على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة. في حين يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأس مال مثالي عند حدوث التوازن بين المخاطر المالية المترتبة عن الاقتراض والمكاسب المصاحبة له بسبب كونه أي الاقتراض رخيص التكلفة بالنسبة إلى تكلفة التمويل بالأموال الخاصة.

تم قدم مدكلياني وميلر رائدا الفكر الحديث تحليلا ضمناه في ثلاث نظريات توصلا فيه الأخير أنه في ظل عالم الواقع، أين توجد ضرائب ومخاطر الإفلاس والوكالة

إضافة إلى النظريات التي قدمها مدكلياني وميلر (M&M)، ظهرت نظريات أخرى مستلهمة من الواقع العملي والممارسة في شأن المخاطر المالية وعلاقتها بتكلفة التمويل وقيمة المؤسسة ومن تلك النظريات، نظرية العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر التي ترى أن القرار المحدد لحجم المخاطر المالية التي يمكن أن تتحملها المؤسسة، هو محصلة للتأثير الايجابي للوفورات الضريبية، والتي تمثل عائد من وراء تحمل المخاطر المالية. والتأثير السلبي لمخاطر الإفلاس والوكالة، إلى جانب نظرية العلاقة التوازنية، هناك نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، التي تضع التمويل الذاتي المتمثل في الأرباح المحتجزة وأقساط الاهتلاك في المرتبة الأولى من حيث جاذبيته بناء على معيار حجم المخاطر التي يتحملها الملاك القدامى. وتأتي بعد ذلك الأموال المقترضة، وفي الأخير التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة، هذا الإجراء الأخير يتسم بارتفاع المخاطر المرتبطة به وهو ما أثبتته نظرية عدم تماثل المعلومات.

الفصل الثالث: أشكال المخاطر المالية وكيفية إدارتها

تمهيد

I- مخاطر الرفع المالي.

II- مخاطر معدل الفائدة وكيفية إدارته.

III- مخاطر الإغراق وكيفية إدارتها.

خلاصة الفصل الثالث.

تمهيد:

أدى تطور العلاقة بين المؤسسة والأسواق المالية إلى تعدد المخاطر التي تواجهها وفي نفس الوقت توفر الفرص (الأساليب والتقنيات) لإدارتها، حيث أصبحت الأسواق المالية بشقيها النقدي والرأسمالي تلعب دورا حيويا في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة، إذ أصبحت إحدى الاهتمامات الأساسية للمدير المالي في مؤسسات الأعمال المعاصرة.

وعليه سوف نحاول في هذا الفصل تناول أشكال المخاطر المالية التي تصادفها المؤسسة أثناء نشاطها وكيفية قيام هذه الأخيرة باستخدام التقنيات المتوفرة في الأسواق المالية لإدارة هذه المخاطر.

I- مخاطر الرفع المالي: Le risqué de l'effet de levier

تعتبر مخاطر الرفع المالي من بين أهم العوامل التي تؤخذ بعين الاعتبار من طرف الإدارة في المؤسسة عند اتخاذ قرار تشكيل هيكل رأس المال، فالمؤسسة وهي بصدد رسم سياستها المالية يجب أن تنظر إلى العوائد المتأتية والمخاطر المصاحبة لأي مصدر من مصادر التمويل، فمصدر التمويل الذي يتسم بانخفاض تكلفته، تزداد درجة تعرض المؤسسة للمخاطر بسببه، ولما كانت التكلفة هي التعبير النقدي عن المخاطر، فإن قرار اختيار هيكل رأس المال يصبح محصلة لتأثيره على كل من العوائد التي تجنيها المؤسسة والتكاليف التي تتحملها.

I-1- مفهوم الرفع المالي:

تعني كلمة رفع في اللغة تأثير أو فاعلية، وفي علم الطبيعيات تعني كلمة رفع استخدام رافعة، أي أداة صغيرة نسبيا لرفع أشياء ثقيلة نسبيا. وفي مجال الإدارة المالية يقال أن المؤسسة تتسم بدرجة عالية من الرفع المالي، بما يعني أنه بسبب وجود التكاليف المالية الثابتة يترتب عن تغير ضئيل في صافي ربح العمليات تغير أكبر في الربح المتاح للملاك، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها [هندي، 2005، ص 253]

ومن ذلك يمكن القول أن الرفع المالي يعبر عن الأثر الإيجابي أو السلبي للاقتراض في المؤسسة على مردوديتها المالية، ذلك أن التغير في الربح المتاح للملاك (مرد ودية الأموال الخاصة) يمكن أن يرتفع بنسبة كبيرة من جراء وجود التكاليف الثابتة المالية في حالات الرواج، كما يمكن أن ينخفض بنسبة كبيرة أيضا في حالات الكساد والركود الاقتصادي [Depallens&Jobard,1990,P 345].

وبصفة عامة يعتبر الرفع المالي مقياس للمخاطر التي ينطوي عليها الاعتماد على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت.

ويجب التفريق بين الرفع المالي والرفع التشغيلي، فإذا كان الرفع المالي يعبر عن مخاطر الإفراط في استعمال المصادر التمويلية ذات التكاليف الثابتة، فإن الرفع التشغيلي من حيث أنه يمثل ذلك التغير الذي يصيب صافي ربح العمليات (مرد ودية

الاستغلال) من جراء تغير بسيط في حجم المبيعات نتيجة وجود تكاليف التشغيل الثابتة، وذلك مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.

وإذا كانت التكاليف المالية الثابتة نتاج أساليب التمويل التي تنتهجها المؤسسة، فالتكاليف الثابتة التشغيلية مثل أقساط الإهلاك ومرتببات الإدارة هي محصلة لأساليب الإنتاج.

يتضح مما سبق أن الرفع المالي على علاقة كبيرة بالمر دودية المالية والمر دودية الاقتصادية، حيث تعرف المر دودية الاقتصادية بأنها قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من الأصول الاقتصادية للمؤسسة، وهي تعكس مدى كفاءة استخدام الوسيلاين الصناعية التجارية في المؤسسة، وتعطي بالعلاقة الآتية [Vizzavona, 1992, P321]:

$$Ke = \frac{Re}{Ae} \dots\dots\dots(3- 1)$$

$$Ke = \frac{Re}{CA} \times \frac{CA}{Ae}$$

إذ تمثل ke, Re, Ae, CA كل من الأصول الاقتصادية، النتيجة الاقتصادية، المر دودية الاقتصادية ورقم الأعمال على الترتيب. ومن العلاقة الثانية يمكن أن نفرق بين جزئين أو نسبتين، النسبة الأولى تعبر على هامش الاستغلال المحصل من طرف المؤسسة والنسبة الثانية تخص معدل دوران الأصول الاقتصادية للمؤسسة (مقلوب الكثافة الرأسمالية)، والمؤسسة وسعيها منها لتحقيق مردودية اقتصادية مقبولة يجب عليها أن تحقق هوامش استغلال كبيرة أو معدل دوران للأصول مرتفع أو الإنتان معاً. أما المر دودية المالية والتي تقيس مردودية الأموال الخاصة، أي المر دودية التي يتحصل عليها ملاك المؤسسة (حملة الأسهم العادية) من جراء استثمار أموالهم في المؤسسة، وتحسب المر دودية المالية من خلال نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة، والعلاقة التالية توضح ذلك:

$$Rf = \frac{Rn}{CP} \dots\dots\dots(2)$$

حيث تمثل Rf , Rn و CP المرادوية المالية، النتيجة الصافية و الأموال الخاصة على الترتيب.

وفي الأخير يمكن القول أن الرفع المالي يمثل الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، أي أن الرفع المالي هو إضافة القيمة التي يقدمها استخدام القروض في هيكل رأس المال أو تدمير القيمة الذي ينتج عنه.

I-2- قياس خطر الرفع المالي:

يعبر الرفع المالي (**Financial Leverage**) عن التغير الذي يحدث في العائد المتاح للملاك (أي الأرباح بعد خصم الفوائد والضريبة وتوزيعات الأسهم الممتازة) نتيجة تغير معين في صافي ربح العمليات.

ويقاس الرفع المالي بما يعرف بدرجة الرفع المالي (مضاعف الرفع المالي)، والذي يحسب على أساس التغير النسبي في الربح بعد الفائدة والضريبة مقسوم على التغير النسبي في ربح الاستغلال، والعلاقة الآتية توضح ذلك [Vizzavona, 1992, P324]:

$$DLF_{(MLF)} = \frac{\Delta BN / \Delta BE}{BN / BE} \dots\dots\dots(3-2)$$

حيث يمثل البسط التغير النسبي في الأرباح الصافية، ويمثل مقام العلاقة التغير النسبي في صافي ربح العمليات.

هذا بالنسبة لقياس درجة الرفع المالي نتيجة تغير معين في صافي ربح العمليات. أما بالنسبة إلى قياس درجة الرفع المالي عند مستوى معين من صافي ربح العمليات فتعطي بالعلاقة التالية:

$$DLF_{(MLF)} = \frac{(p-v)Q - F^*}{(p-v)Q - F^* - I} \dots\dots\dots(3-3)$$

حيث أن كل من P, v, Q, F^* و I تمثل التكاليف الثابتة، الكمية المباعة، التكلفة المتغيرة للوحدة، سعر البيع والمصاريف المالية الثابتة.

I-3- اثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسة:

يعتبر استعمال الرفع المالي سياسة مالية تنتهجها عادة المؤسسات التي تكون فيها معدلات المردودية الاقتصادية ضعيفة، وذلك بغرض تحقيق مستوى مرتفع من المردودية المالية من خلال استخدام مصادر التمويل التي توصف بالرخيصة نسبيا، ولكنها خطيرة أيضا [Bogliolo, 2001, P138].

وكذلك تسعى المؤسسات الأقل ربحية للحصول على المزيد من الأموال المقترضة (استعمال اكبر للرفع المالي). لأن ما يمكن احتجازه من أرباح لا يكفي لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة وأغراض التوسع والنمو.

وحيث أن الرفع المالي يعبر عن الفرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، وبما أن مستوى المردودية الاقتصادية يعتبر عاملا محددًا فيما يخص أثر الرفع المالي، فإنه يمكن تمييز ثلاث حالات:

الحالة الأولى: يلعب الرفع المالي دورا ايجابيا عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل فوائد الديون، وفي هذه الحالة كلما زادت الأموال المقترضة، أدي ذلك إلى ارتفاع مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية).

الحالة الثانية: وهي الحالة التي يكون فيها للرفع أثرا حياديا، أي عندما تتساوى المردودية الاقتصادية مع معدل فوائد الديون، وهو ما يؤدي إلى تساوي المردودية الاقتصادية مع المردودية المالية، وذلك عند المستويات المختلفة لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة.

الحالة الثالثة: وهي تلك الحالة التي يؤدي فيها استخدام الرفع المالي إلى نتائج سلبية، وذلك بسبب كون معدل المردودية الاقتصادية أقل من معدل فوائد الديون، وهنا كل زيادة في نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس مال المؤسسة سوف تؤدي إلى زيادة الأثر السلبي للرافعة المالية الذي يسمى في هذه الحالة بأثر المطرقة (**effet de**

masse [زغيب، 2003، ص 188].

I-4- استخدام الرفع المالي والمخاطر في المؤسسة:

سبق وأن عرفنا المخاطر في الفصل الأول على أساس أنها ذلك التقلب الذي يصيب التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، ويتأثر حجم هذه المخاطر بمدى اعتماد المؤسسة على أي من مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (قروض، سندات...)، حيث يترتب على زيادة اعتماد المؤسسة على هذه المصادر زيادة في تقلب عائد الأموال الخاصة (نصيب السهم من الربح).

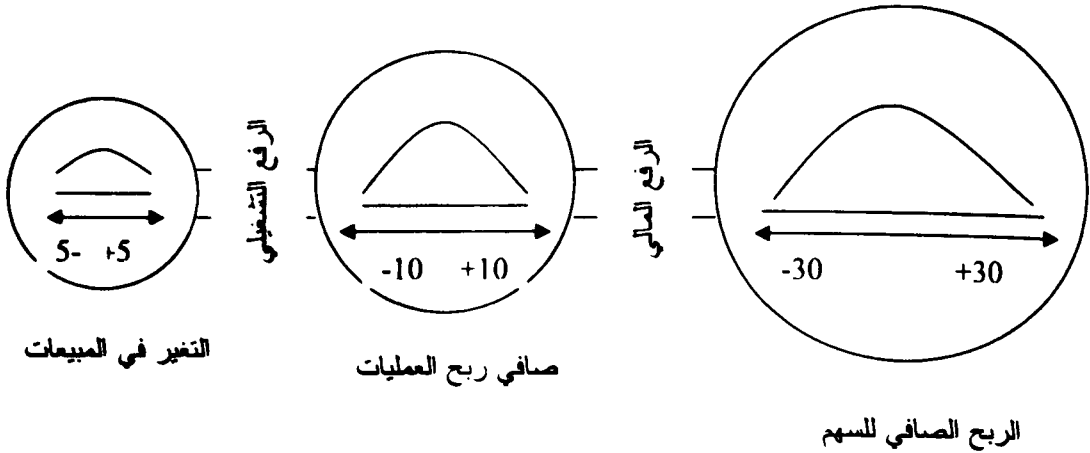
وبالطبع تختلف درجات الرفع المالي باختلاف مستويات صافي ربح العمليات، حجم المبيعات، الرفع التشغيلي ومخاطر الأعمال.

- ففي حالة الرواج وزيادة المبيعات وبالتالي ارتفاع صافي ربح العمليات (المردودية الاقتصادية)، يؤدي ارتفاع ما في صافي ربح العمليات إلى حدوث ارتفاع بمسبة أكبر في الربح المتاح للملاك (المردودية المالية).

- أما في حالة الكساد وانخفاض المبيعات، وما يتبع ذلك من انخفاض في صافي ربح العمليات، سوف ينخفض الربح المتاح للملاك بنسبة أكبر من الانخفاض الذي مس المبيعات وصافي ربح العمليات.

وهذا يعكس حجم التثنت في العائد الذي يسببه وجود المصاريف المالية الثابتة، نتيجة التغيرات الحادثة في مستوى المبيعات، والتي تتأثر بدورها بالظروف الاقتصادية العامة من رواج إلى كساد. فالمخاطر مهما كانت منتظمة، أي تؤثر على جميع المؤسسات العاملة، إلا أن تأثيرها يتباين من مؤسسة إلى أخرى على أساس حجم التكاليف الثابتة التي تتحملها المؤسسة.

الشكل رقم (3-1): العلاقة بين الرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة



المصدر: [من اعداد الطالب]

I-5- محددات مخاطر الرفع المالي:

تتباين درجات تعرض المؤسسات إلى خطر الرفع المالي، وذلك نتيجة اختلاف وضعية المؤسسات تجاه العديد من العوامل والمتغيرات التي تعتبر محددات لحجم المخاطر المالية التي يمكن أن تتحملها المؤسسة دون أن تصل إلى حالة الإفلاس، وتتمثل هذه المحددات في [هندي، 2005، ص 296]:

1- طبيعة هيكل الأصول: حيث تشكل الأصول الثابتة الحقيقية أحسن صمام أمان للمؤسسة بما يضمن لها الاستفادة من قروض بضمان هذه الأصول، مما يتيح الفرصة للمؤسسة لتخفيض تكلفة الوكالة للقروض. وبالتالي فإن المؤسسة التي تمتلك أصولاً ثابتة حقيقية يمكن لها الاستفادة من الآثار الإيجابية للرفع المالي بصفة أكبر من مثيلاتها التي لا تمتلك نفس القدر من الأصول الثابتة الحقيقية.

2- الشريحة الضريبية: نظراً لكون المصاريف المالية من المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية، وبناء على العلاقة الطردية بين معدل الضريبة وقيمة الوفورات الضريبية، فإنه من الطبيعي أن تقوم المؤسسات التي يخضع دخلها إلى معدل ضريبة مرتفع بالسعي إلى الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة. حيث وبسبب الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة من وراء الاقتراض تنخفض تكلفة القروض بعد الضريبة كثيراً عن تكلفتها

قبل الضرائب، خاصة إذا كان دخلها يقع في شريحة ضريبية عالية، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول (1-3) الذي يتناول المؤسسة الأمريكية (Boeing).

الجدول رقم (1-3): الوفورات الضريبية وأثرها على تكلفة الاقتراض في مؤسسة Boeing

نسبة القروض (%)	تكلفة القروض قبل الضريبة (%)	معدل الضريبة (%)	تكلفة القروض بعد الضريبة (%)
0.00	5.20	35.00	3.38
10.00	5.50	35.00	3.58
20.00	6.25	35.00	4.06
30.00	7.00	35.00	4.55
40.00	10.00	35.00	6.50
50.00	10.00	30.05	7.00
60.00	11.00	22.76	8.50
70.00	12.50	17.17	10.35
80.00	12.50	15.02	10.62

المصدر: [Damodaran, 2004 , P 743]

3- إمكانية تحقيق وفورات ضريبية بديلة: ليس المصاريف المالية وحدها فقط هي التي تولد وفورات ضريبية، وإنما هناك أقساط الاهتلاك والخصومات الضريبية الممنوحة للمؤسسة بمناسبة الاستثمار في المجالات التي تحبها الحكومة. حيث أنه إذا كان بإمكان المؤسسة تحقيق وفورات ضريبية من خلال هذه البنود، ومنه سوف تتخفض

لديها دافع البحث عن وفورات ضريبية من وراء استعمال مصادر التمويل ذات الدخل الثابت.

4- درجة التخصص: من المعروف أنه كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص، أصبحت تدفقاتها النقدية المستقبلية عرضة للتقلب نتيجة الظروف التي تحدث في بيئة المؤسسة وتؤثر على نشاط المؤسسة. وذلك لغياب عامل التنويع، فالمؤسسة التي تتسم بدرجة عالية من التخصص تفتقد إلى إمكانية تعويض الخسائر التي يمنى بها خط إنتاجي من خلال الأرباح التي يحققها خط إنتاجي آخر. ومنه فمن المتوقع أن تلجأ المؤسسات التي تعتمد على تشكيلة قليلة من المنتجات إلى عدم تحمل حجم أكبر من المخاطر المالية (تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال).

5- طبيعة الصناعة: إذا كانت الصناعة أو القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة يتصف بتأثره الشديد بالدورات الاقتصادية، فإنه من المتوقع أن تميل المؤسسة إلى عدم المغامرة وتحمل مخاطر كبيرة. أما في حالة كون المؤسسة تنشط في صناعة لا يرتبط حجم تدفقاتها النقدية بشكل كبير بحالات الرواج والكساد فيمكن لها احتمال حجم أكبر من المخاطر المالية.

6- حجم المؤسسة: سبق وأن أشرنا في الفصل الأول إلى العلاقة العكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس، فالمؤسسات الكبيرة تتعرض لمخاطر الإفلاس بدرجة أقل، ولا تمثل تكلفة الإفلاس بالنسبة لها سوى نسبة صغيرة جدًا من أصولها الاقتصادية قد تصل إلى أقل من 1%، ومن ثم يكون لديها حافز كبير لزيادة حجم القروض في هيكل رأس المال، ويختلف الأمر بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي قد يلتهم الإفلاس في حالة حدوته نسب كبيرة من أموال التصفية.

7- المخاطر التشغيلية واستقرار المبيعات: إذ كلما اتصفت مبيعات المؤسسة بالاستقرار كان ذلك مبررا كافيًا لزيادة الأموال المقترضة، وذلك لأن المؤسسة تصبح قادرة على سداد أصول الديون وخدماتها من التدفقات النقدية المستقرة نتيجة استقرار المبيعات.

8- مستوى الربحية: يعتبر مستوى الربحية التي تحققها المؤسسة مؤشرا رئيسيا لمدى اتجاهها إلى الاعتماد على مصادر التمويل الأجنبية، لا سيما مصادر التمويل ذات المصاريف الثابتة. حيث نجد أن المؤسسات التي لها مستوى عال من الربحية لا تسعى

إلى اللجوء إلى الأموال المقترضة، وذلك بسبب أن ما تحتجزه من أرباح يكفي لتمويل مشاريعها الاستثمارية. أما المؤسسات التي لا تتصف بهذه الميزة فتلجأ إلى الاعتماد على الأموال المقترضة بدرجة أكبر، وهذه الأخيرة تأتي في الدرجة الثانية من حيث الجاذبية بعد الأرباح المحتجزة.

9- طبيعة القرض: حيث إذا كان القرض في شكل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو سندات يمكن استدعائها، مما يشجع المؤسسة على الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل.

10- تكلفة الوكالة: في إطار نظرية الوكالة، تقوم المؤسسة بالمقارنة بين تكلفة الوكالة للأموال الخاصة وتكلفة الوكالة للقروض، فإذا كانت تكلفة الوكالة للأموال الخاصة أكبر من تكلفة الوكالة للاقتراض فمن مصلحة المؤسسة الزيادة في الأموال المقترضة في هيكل رأس المال وتحمل مخاطر مالية أكبر، والعكس في حالة كون تكلفة الوكالة للقروض أكبر من تكلفة الوكالة للأموال الخاصة.

11- شكل الملكية: لشكل الملكية دور في الاتجاه نحو الاقتراض من عدمه، فالمؤسسات التي تتركز ملكيتها في يد عدد قليل من الأشخاص، تفضل الاتجاه نحو الاقتراض، وذلك إذا ما كان فتح رأس المال سوف يؤدي إلى دخول شركاء جدد ويفقد الملاك القدامى السيطرة والرقابة على أداء المؤسسة.

I-6- كيفية مواجهة المؤسسة لمخاطر الرفع المالي:

أغلب المحددات المذكورة أعلاه لا تأثير للمؤسسة عليها، فهي عوامل مؤثرة على قرار المؤسسة فيما يخص حجم المخاطر المالية التي يمكن أن تتحملها المؤسسة. لكن درجة الرفع المالي للمؤسسة تتأثر بالتغيرات في التكاليف الثابتة التمويلية، هذه الأخيرة تملك المؤسسة إمكانية التحكم فيها إلى حد ما، والمؤسسة وفي إطار سعيها إلى التحكم في مخاطر الرفع المالي، سوف تسعى إلى تخفيض درجته من خلال التأثير على حجم التكاليف الثابتة التمويلية عن طريق تقنيات الاستبدال كمايلي:

- في حالة الرواج تقوم المؤسسة إن أمكن لها ذلك، باستبدال التكاليف المتغيرة بتكاليف ثابتة.

- في حالة الكساد تلجأ المؤسسة إلى استبدال التكاليف الثابتة بتكاليف متغيرة.

وفي هذا الصدد توفر الأسواق المالية العديد من الوسائل والتقنيات تسمح باستبدال طبيعة ومستوى معدل الفائدة للقروض الذي تتحمله المؤسسة.

وتسمح إدارة مخاطر الرفع المالي للإدارة المالية بالمحافظة على هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك في حالة الرواج والحد من تدهور ثروة الملاك في حالة الكساد.

تبين مما سبق أن الرفع المالي ذو تأثيرين متضادين على إمكانية تحقيق هدف المؤسسة، المتمثل في تعظيم ثروة الملاك. حيث أنه يمكن أن يسهم في تحسين مردودية الأموال الخاصة، كما يمكن أن يؤدي إلى تدمير للقيمة وإضعاف للمردودية.

وتتمثل مخاطر الرفع في الحالة الثانية والتي تعنى بالتأثير السلبي وتصبح المؤسسة في ظلها أقرب إلى مخاطر الإفلاس بسبب عدم قدرتها على تحمل المصاريف المالية.

ولذلك تسعى المؤسسات إلى التحكم في آثار الرافعة المالية من خلال استعمال العديد من التقنيات و الوسائل التي توفرها الأسواق المالية بشقيها السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال. وسوف نتناول هذه التقنيات والوسائل في المبحثين القادمين.

II- خطر معدل الفائدة وكيفية إدارته:

II-1- مفاهيم أولية عن معدل الفائدة:

يعتبر مفهوم معدل الفائدة من المفاهيم الأساسية في الاقتصاد والمالية، وهو يلعب دورا حساسا في استقرار الاقتصاديات المعاصرة، إذ يعتبر إحدى الوسائل الأكثر استعمالا لضمان الاستقرار النقدي والمالي ومن ثم الرفاهية الاقتصادية، حيث يشكل المحدد الرئيسي لكل من وظيفتي الادخار والاستثمار.

II-1-1 تعريف معدل الفائدة:

تتعدد التعاريف المعطاة لمعدل الفائدة نتيجة تباين زوايا النظر إليه من قبل العديد من الأطراف والأعوان الاقتصاديين ممثلين في المؤسسات الإنتاجية، البنوك والمستثمرين في الأسواق المالية، فهناك من الأعوان الاقتصاديين من يشكل لهم معدل الفائدة عائداً، كما يمثل بالنسبة إلى أعوان آخرين مصدر تكلفة.

ومن التعاريف التي أعطيت لمعدل الفائدة نذكر:

أ- التعريف اللغوي: « ما يستفيدة الإنسان من علم أو مال » [جبران، 2003،

ص456].

ب- يعرف كينز سعر الفائدة « على أنه ثمن النقود الذي من شأنه أن يوازن بين الرغبة في الاحتفاظ بالثروة في شكل نقود سائلة مع الكمية المتاحة من النقود » [شامية، 1993، ص175].

ج- وهناك من يعرف سعر الفائدة على أساس أنه الثمن الذي يدفعه المقترض إلى المقرض مقابل استخدام نقود عادة ما يعبر عن هذا الثمن بنسبة مئوية من رأس مال القرض [عمر، 1992، ص341].

د- أما نظرية الصرافة " *agio theory* " فتري أن معدل الفائدة تمثل التعويض عن الخسارة في الإشباع التي يتحملها الفرد بتأجيل استهلاك السلع ومن هنا تأتي عبارة "الفائدة هي ثمن الوقت" [عمر، 1992، ص341].

هـ- والفائدة المصرفية هي تلك الفائدة التي تدفعها البنوك التجارية على النقود المودعة لديها. أو الفائدة التي تفرضها البنوك على المبالغ التي تقرضها البنوك للعملاء [عمر، 1992، ص342].

و- كما يعرف معدل الفائدة « بدفعة من النقود يدفعها المقترض لرأس المال إلى المقرض مقابل استخدام أمواله. إذا فهو عبارة عن المبلغ الذي يدفعه المقترض زيادة عن المبلغ الأصلي الذي تم اقتراضه » [Charreaux, 1997, P88]

وفضلاً عن كون سعر الفائدة مؤشراً هاماً تقاس على أساسه تطورات العديد من المتغيرات الاقتصادية والنقدية، يمثل كذلك إحدى المتغيرات التي تؤثر بشكل كبير على نشاط ومر دودية المؤسسة.

ويتحكم في معدل الفائدة التي تطبقه البنوك على القروض الممنوحة للمؤسسات اعتباران أساسيان هما: [لطرش، 2001، ص70]

1- تكلفة الأموال التي يستعملها البنك التجاري في القرض وهي تتمثل في:

- الفوائد الدائنة التي يدفعها البنك لأصحاب الودائع.

- معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي في حالة لجوء البنك التجاري

إليه لطلب السيولة. وذلك نظرا لكون البنك المركزي هو الملجأ الأخير للنظام الائتماني.

2- الظروف المرتبطة بعقد القرض، أي مبلغه، مدته والتوازن المالي للمؤسسة

المقترضة والضمانات التي تقدمها.

من خلال هذا العرض يتضح أن معدل الفائدة السائد في السوق يتكون من

مركبتين.

II-1-2 مركبات معدل الفائدة:

من الناحية الهيكلية يتركب معدل الفائدة للقروض العادية، من مركبتين

أساسيتين هما المعدل المرجعي والعمولات المختلفة. وعليه يمكن وضع معدل الفائدة

في شكل علاقة كمايلي:

$$\text{معدل الفائدة} = \text{المعدل المرجعي} + \text{العمولات}$$

وتختلف هذه المركبات باختلاف البنك، الزبائن، نوعية القروض وحالة السوق النقدية.

أولا: المعدل المرجعي Le taux de référence

يعرف المعدل المرجعي على أنه المعدل الذي تحسبه البنوك على القروض

الممنوحة لأحسن الزبائن، وهو معدل موجه يتخذ كمرجع لتحديد المعدلات النهائية. أما

بالنسبة للقروض العادية فهو لا يعتبر معدل نهائي وإنما مرجع تحسب على أساسه

معدلات الفائدة المدينة المطبقة على القروض الممنوحة لزبائن البنك، وهو ما يطلق

عليه بمعدل الأساس البنكي. (Taux de base bancaire)

ثانيا: العمولات

وتمثل مجموع ما يتقاضاه البنك كتعويض عن الأتعاب التي يتحملها عند القيام بعملية دراسة إمكانية منح القرض، ولا يمكن أن تكون هذه العمولات معدومة، بل تكون دوما موجبة. مما يجعل معدل الفائدة النهائي المطبق على القروض أكبر دائما من المعدل المرجعي.

وبصفة عامة يتحدد مبلغ هذه العمولات بناء على العديد من العوامل نذكر منها

مايلي:

- طبيعة القرض والخصائص المرتبطة به كمبلغه، مدته، حيث ترتفع قيمة العمولات مع ارتفاع مبلغ القرض وطول مدته.

- الأخطار الشخصية المرتبطة بالقرض من مدى قدرة المؤسسة المقترضة على التسديد في الآجال المتفق عليها وكذلك سمعتها وتوازنها المالي وحالة نشاطها.

- العمولات المختلفة الأخرى المشكلة من المصاريف الإدارية وكل المصاريف التي تتعلق بدراسة ملف القرض والوضعية المالية للمؤسسة طالبة القرض. أما بالنسبة لحالة الاقتراض من الجمهور عن طريق الأسواق المالية (سوق رأس المال). فمعدل الكوبون للسندات التي تصدرها المؤسسة يجب أن يتضمن معدل فائدة خال من المخاطر والذي يحسب على أساس معدل الكوبون للسندات الحكومية الخالية من المخاطر (سندات الخزنة)، إضافة لعلاوة مخاطر لتعويض المستثمرين عن مخاطر الاستثمار في سندات المؤسسة، وترتفع هذه العلاوة كلما كانت المخاطر التي تنطوي عليها أكبر.

II-1-3 أنواع معدلات الفائدة :

يمكن تصنيف معدلات الفائدة حسب معيار المدة أو حسب معيار الموقع.

أولا: حسب معيار المدة

تلعب مدة القرض دورا كبيرا في تحديد معدل الفائدة له، حيث أنه كلما طالت مدة القرض وابتعد تاريخ استحقاقه أرتفع معدل الفائدة المطلوب من طرف المقرض،

والعكس صحيح. وذلك لتعويض المقرض عن عنصر الزمن والمخاطر الكبيرة المرتبطة بها النوع من القروض. ويمكن التمييز حسب معيار الزمن بين ثلاث أنواع من معدلات الفائدة.

أ- معدل الفائدة القصير الأجل: والذي يفرض على القروض التي لا تتجاوز مدتها سنة واحدة.

ب- معدل الفائدة متوسطة الأجل: ويطبق على القروض الممنوحة لمدة تتراوح بين سنتين و7 سنوات.

ج- معدل الفائدة طويلة الأجل: ويخص القروض الممنوحة لمدة تزيد عن سبع سنوات.

وعادة ما تكون أسعار الفائدة للمدى الطويل أعلى من أسعار الفائدة للمدى القصير، ويعزى ذلك إلى تحمل القرض في المدى الطويل للمزيد من المخاطرة إزاء تغير العائد الذي يتحصل عليه من وراء الإقراض.

ثانياً: حسب معيار الموقع

بناء على هذا المعيار يمكن التمييز بين معدلات الفائدة العائدة للسوق النقدي وتلك المطبقة في سوق رأس المال.

أ- معدلات الفائدة المطبقة في السوق النقدي:

السوق النقدي هو ذلك السوق الذي يلتقي فيه طالبي وعارضي التمويل قصير الأجل. وهي غير محددة بمكان معين، بل تتم المعاملات عن طريق استخدام وسائل الاتصال الحديثة والمتمثلة في الهاتف، الفاكس والأنترنات.... إلخ وأنواع المعدلات المتواجدة على مستوى هذه السوق هي:

- المعدلات اليومية Le taux au jour le jour

- المعدل المتوسط المرجح.

- المعدل المتوسط الشهري.

- معدل لسبعة أيام. Le taux de pensions a 7 jours

- معدل نداء العرض Le taux d'appel d'offre

ب- معدلات الفائدة المطبقة في سوق رأس المال:

تعتبر سوق رأس المال عن ذلك المكان الذي تتداول فيه الأوراق المالية الطويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند مديونية كالسندات أو مستند ملكية كالأسهم، والمعدلات السائدة في هذا السوق هي:

- معدلات إصدار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت.
- معدلات سندات الحكومة المضمونة من طرف الدولة.
- المعدل المطبق على السندات التي تصدرها مؤسسات الاعمال.

II-1-4 العوامل المؤثرة في معدل الفائدة :

إن معرفة العوامل التي تؤثر على مستوى معدل الفائدة أصبحت عنصرا أساسيا في التحليل والإدارة الماليين.

هذا و يتأثر معدل الفائدة السائد في السوق بالعديد من العوامل النقدية وغير النقدية

نلخصها فيمايلي:

أولا: التضخم

وهو من أكثر العوامل تأثيرا على معدل الفائدة ومن التعاريف التي أطلقت على

مفهوم التضخم نذكر مايلي:

يعرف التضخم « على أنه الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام

للأسعار في دولة ما ». [الوزني والرفاعي، 2002، ص 244]

ويمكن تعريف التضخم أيضا بوضع يكون فيه الطلب الكلي متجاوزا العرض

الكلي. وعادة ما يكون هناك زيادة كبيرة في كمية النقود المطروحة للتداول دون أن

يصاحب ذلك زيادة مناظرة في حجم الناتج من مختلف السلع والخدمات. [عمر، 1992،

ص 374]

ونميز من خلال تطور المستوى العام للأسعار (معدل التضخم) بين معدل الفائدة

الحقيقي، والذي يعبر عن تبادل القيم الحقيقية (القوة الشرائية) ومعدل الفائدة الاسمي

الذي يعبر عن تبادل القيم النقدية. [Simon & Joffre, 1997, P3248]

وبناء على مستوى التضخم السائد يرتبط كل من معدل الفائدة الاسمي ومعدل

الفائدة الحقيقي وفقا للعلاقة التالية:

معدل الفائدة الاسمي = معدل الفائدة الحقيقي + علاوة التضخم

* علاوة التضخم: وتمثل ذلك الجزء من معدل الفائدة الذي يضاف للمعدل الحقيقي كتعويض مسبق للمستثمر عن تناقص محتمل في القوة الشرائية لوحدة النقد في فترات التضخم، لدى من الطبيعي أن ترتبط نسبة هذه العلاوة بمعدلات التضخم. [مطر، 1999، ص 226].

ثانيا: السياسة النقدية

وتتلخص في استخدام مجموعة من الأدوات التي يستطيع البنك المركزي من خلالها التأثير على عرض النقد والتحكم في حجم الائتمان الممنوح وشروطه. ويأتي ذلك كله في سياق معالجة القضايا الاقتصادية و الاختلالات المالية والنقدية من قبيل التضخم، البطالة و الركود وغيرها. وتنقسم أدوات السياسة النقدية إلى نوعين أدوات تقليدية كمية و أدوات نوعية [بلعوز، 2004، ص 98].

ويندرج تحت النوع الأول ثلاث أدوات هي:

أ- عمليات السوق المفتوح: open market operation

تعتبر هذه الأداة من أكثر الأدوات فعالية في الدول المتقدمة والتي تمتلك أنظمة نقدية على درجة كبيرة من الأتمتة. وتقوم آلية عمل هذه الأداة على أساس دخول البنك المركزي السوق النقدي بائعا ومشتريا للسندات الحكومية والأوراق المالية، حيث يقوم البنك المركزي بطلب أو عرض السندات الحكومية والأوراق المالية على أساس الوضعية النقدية التي يرغب في إحداثها، مما يساهم خفض أو زيادة حجم النقود والائتمان المتداولين في المجتمع وينعكس ذلك قطعا على معدل الفائدة السائد في السوق.

ب- سياسة سعر إعادة الخصم: Discount – rate policy

سعر إعادة الخصم هو سعر الفائدة الذي يحصل عليه لقاء ما يعيد خصمه من أوراق مالية تقدمها البنوك التجارية بغية الحصول على أموال، أي هو معدل الفائدة على القروض التي يقدمها البنك المركزي للبنوك التجارية، وذلك بصفته المقرض الأخير للنظام الائتماني.

أما عن آلية استخدام هذه الأداة فيمكن تلخيصها فيمايلي [عوض الله والفولي، ص151]:

- يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة الذي يتقاضاه على قروضه للجهاز المصرفي، وذلك إذا كان الاقتصاد متعثراً، حيث يسعى البنك المركزي من خلال ذلك إلى سياسة توسعية تهدف إلى دفع عجلة الاقتصاد إلى الأمام.

- في حالة سعي البنك المركزي إلى سياسة انكماشية لمعالجة التضخم، فيقوم برفع سعر إعادة الخصم، أي أنه سيقوم بإقراض البنوك التجارية بأسعار فائدة أعلى، وهذه الأخيرة ترفع معدلات الفائدة المفروضة على الزبائن ومن ثم تنقص السيولة في الاقتصاد.

ج- نسبة الاحتياطي الإلزامي: Required Reserve Ratios

يقوم البنك المركزي في العادة بفرض نسبة معينة تلتزم البنوك التجارية بالاحتفاظ بها كاحتياطي مقابل الودائع لديها، ويسمى ذلك بالاحتياطي القانوني. وتأتي آلية عمل هذه الأداة في سياق رغبة البنك المركزي في التحكم في قدرة البنوك على منح الائتمان للاقتصاد. ففي حالة رغبة البنك المركزي في توسيع حجم الائتمان الممنوح للاقتصاد من طرف البنوك التجارية فإنه يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني، أما في حالة التوجه نحو الحد من نمو الائتمان فيرفع نسبة الاحتياطي الإلزامي [الوزني والرفاعي، 2002، ص308]

ثالثاً: معدلات الفائدة السائدة في الخارج

إذا حدث وتباينت معدلات الفائدة بشكل كبير بين دولتين، فإن ذلك سوف يؤدي حتماً إلى تدفق رؤوس الأموال من البلد الذي تنخفض فيه معدلات الفائدة إلى البلد الذي تتسم فيه معدلات الفائدة بالارتفاع. وذلك في إطار بحث رؤوس الأموال عن أعلى عائد، حيث تؤدي التدفقات الرأسمالية الداخلة والخارجة من وإلى البلد إلى تغييرات في معدلات الفائدة، ولا تتوقف رؤوس الأموال عن التدفق حتى تتعادل معدلات الفائدة بين البلدين [عبد الحميد، 2003، ص36].

رابعاً: التغيير في مستوى الادخار والاستثمار

تمتاز معدلات الفائدة بالحساسية تجاه كل من متغيري الادخار والاستثمار. فعندما يكون الادخار (العرض النقدي) أكبر من الاستثمار (الطلب على النقود) هذا يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، مما يؤدي إلى تحفيز المستثمرين. أما في حالة كون طلب المستثمرين على الأموال أكبر من إمكانيات المدخرين فهذا يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة التي تحد من التوسع الاستثماري. هذا وتؤثر عوامل أخرى على معدل الفائدة مثل مستوى النشاط الاقتصادي، السياسة المالية والضريبية للدولة و مدى أتمتة المنظومة المصرفية.

خامساً: الدخل القومي

ترتفع معدلات الفائدة عند أي زيادة في الدخل القومي، وذلك لأن ارتفاع الدخل القومي يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي وبالتالي ارتفاع معدل الفائدة الاسمي. فارتفاع مستوى الدخل القومي يزيد من طلب النقد في السوق وبالتالي ارتفاع ثمن إيجارها.

II-2- خطر معدل الفائدة: Le risque de taux

إن لجوء المؤسسات إلى القروض البنكية أو إلى الأسواق المالية قصيرة الأجل لإيجاد التمويل اللازم لمشاريعها الاستثمارية، يعرضها إلى خطر معدلات الفائدة وهذا نتيجة تقلب هذه الأخيرة في الأسواق المالية بناء على تفاعل قوى العرض والطلب على الأموال. فالتغيرات في أسعار الفائدة في الأسواق المالية ليست حيادية بالنسبة للمؤسسة.

II-2-1 تعريف خطر معدل الفائدة:

يعرف خطر معدل الفائدة بأنه احتمال تأثير التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة على القيم العادلة والتدفقات النقدية المرتبطة بأصول الشركة. [حماد، 2003، ص 14] ويمكن تعريف معدل الفائدة على أساس كونه احتمالية تعرض ربحية المؤسسة المقترضة إلى التغيرات السلبية لمعدلات الفائدة، ويرتبط ذلك بكيفيات الاقتراض، مميزاته وعدم استقرار الشروط العامة للقروض.

فالمؤسسة المقترضة بمعدل ثابت تتعرض لخطر الفرصة الضائعة، فهي تدفع مصاريف مالية أكثر من متيلاتها في حالة انخفاض معدل الفائدة السائد مما ينعكس سلبا على تنافسيتها وقيمتها السوقية.

أما المؤسسة التي تقترض بمعدل متغير، فهي تتعرض لخطر عدم الأكادة فيما يخص حجم المصاريف المالية المستقبلية في حالة ارتفاع معدلات الفائدة، مما يؤدي إلى زيادة أعبائها المالية وبالتالي انخفاض نتيحتها الصافية.

II-2-2 قياس خطر معدل الفائدة:

يقاس خطر معدل الفائدة بما يصطلح عليه الأمد (Duration)، والذي يعتبر مقياسا لمدى حساسية القرض نحو التغيرات في أسعار الفائدة. وذلك بالأخذ بعين الاعتبار كل واحد من التدفقات الخارجة، قيمته وتاريخ حدوثه. ومنه فنموذج الأمد هو مقياس لمتوسط أجال التدفقات النقدية مرجحة بقيمتها وأجلها، وهي أيضا تمثل متوسط الفترة لدفع (لاسترداد) الأموال المقترضة (المستثمرة).

ويعطى الأمد بالعلاقة التالية: [خان، 2003، ص 48]

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n tat (1+x)^{-t}}{\sum_{t=1}^n at (1+x)^{-t}}$$

حيث تمثل $\{n\}$ ، $\{a_t\}$ و $\{x\}$ مدة القرض (أي عدد الدفعات السنوية التي تدفعها المؤسسة المقترضة، قيمة الدفعة ومعدل الفائدة للقرض على التوالي).

ومما يجدر الإشارة إليه أنه كلما كان الأمد أكبر كانت درجة التعرض لمخاطر سعر الفائدة أعلى. كما يحسب بناء على الأمد التغير النسبي في القيمة السوقية للالتزامات المؤسسة تجاه دائنيها، بالنسبة لتغير طفيف في معدلات الفائدة. ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة التالية [Gillet et autre, 2003, P 263]:

$$\frac{dv}{v} = -\left[\frac{D}{(1+X)}\right]dx = -\lambda dx$$

(Les modalités d'endettement) بدرجة التعرض لمخاطر معدل الفائدة.

- كلما كانت مدة القرض أطول كان الأمد أعلى.
- كلما كان معدل الفائدة كبير انخفض الأمد.
- القرض الذي لا يحمل معدل كوبون (**emprunt Zéro-coupon**) أمده يساوي مدة حياته.
- أمد القرض الذي تسدد كوبونات بصفة دورية منتظمة أقل من أمد القرض الذي لا يحمل معدل كوبون.
- الأمد بالنسبة لقرض يهتك بصفة ثابتة أو بدفعات ثابتة ل من الأمد لكل من النوعين السابقين.
- خطر معدل الفائدة للقروض بمعدل فائدة متغير معدوم من الناحية العملية، ولذلك يوفر الاقتراض بمعدل فائدة متغير حماية شبه تامة للمؤسسة المقترضة من التقلبات في معدل الفائدة
- وعموماً يتضح من خلال النتائج المتوصل إليها فيما يخص كفاءات الاقتراض وعلاقتها بخطر معدل الفائدة. أنه يمكن المؤسسة أن تختار كيفية الاقتراض التي تراها مناسبة، أخذاً بعين الاعتبار أن القروض التي تحمل معدل كوبون تشكل سقف خطر معدل الفائدة، على عكس القروض بمعدل فائدة متغير التي يعتبر خطر معدل الفائدة له من وجهة نظر مقياس الأمد معدوم.

II-2-4 إدارة خطر معدل الفائدة من خلال المنتجات العائدة إلى السوق النقدية:

توفر السوق النقدية العديد من الوسائل لمواجهة (تغطية، تحويل... إلخ) التغيرات غير المرغوب فيها لأسعار الفائدة. ففي بداية سنوات السبعينات ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية الأسواق الآجلة للوسائل المالية (**Financial Futures**) بنوعها عقود الصرف الأجنبي (**Foreign exchange contracts**) وعقود معدلات الفائدة (**Interest rate contracts**) وتبعها في ذلك مختلف البلدان، فأنشأت فرنسا

سوقاً لهذه الوسائل في منتصف الثمانينات [Hutin, 2005,P530]

أشكال المخاطر المالية وكيفية إدارتها

ويمكن تقسيم الوسائل المتاحة في الأسواق النقدية لمواجهة خطر معدل الفائدة إلى وسائل تقليدية وأخرى حديثة.

أولاً: التقنيات التقليدية

قبل إنشاء المنتجات المالية الخاصة لمواجهة خطر معدل الفائدة، كان يوجد هناك مجموعة من التقنيات الكلاسيكية تسمح لكل من المقترضين والموظفين (المستثمرين) باجتناح خطر معدل الفائدة وهي:

- الإقراض القصير الأجل بمعدل ثابت في فترات ارتفاع معدل الفائدة، وذلك من أجل إعادة الاستثمار بشروط أحسن.
- الإقراض (التوضيف) طويل الأجل في فترات انخفاض معدل الفائدة، من أجل ضمان معدل فائدة أعلى لأطول فترة ممكنة.
- الاقتراض بمعدل فائدة متغير في فترات انخفاض معدل الفائدة.
- الاقتراض بمعدل فائدة ثابت في فترات ارتفاع معدل الفائدة.

ثانياً: التقنيات الحديثة

وتتم التقنيات الحديثة من خلال استعمال مجموعة من الوسائل المتداولة في الأسواق المنظمة أو في أسواق التراضي،

هذه الوسائل يمكن تصنيفها أيضاً إلى ثلاث فئات:

- وسائل التحويل: وتؤثر على طبيعة معدل الفائدة.
- وسائل التغطية: وتؤثر على مستوى معدل الفائدة.
- الوسائل الاختيارية والشرطية: وتشبه عقود التأمين، حيث تتم من خلال دفع علاوة.

ويمكن أيضاً تقسيم هذه الوسائل إلى منتجات متداولة في أسواق التراضي، وأخرى تتداول في الأسواق المنظمة حسب ما يوضحه الدول التالي:

الجدول (3-4): وسائل التغطية ضد خطر معدل الفائدة

الأسواق المنتظمة Marché organisé	أسواق التراضي Marché de gré à gré	
-Contrat notionnel -Contrat Pibor -Contrat Euribor	-terme -FRA -Swap de taux -Swap de devise	عقود ذات الآجال المحددة Contrats à terme terme
-Option sur notionnel -Option sur Pibor -Option sur Euribor	-CAP -Floor -Collar -Option sur FRA -Swaption	العقود الاختيارية Contrats optionnels

المصدر: [Nobard, Navatte, Raimbourg, 1992, p361]

أ- وسائل التحويل: Les instruments de transformations

تداول هذه الوسائل في أسواق التراضي، وتعتبر من الالتزامات خارج الميزانية بالنسبة للمؤسسة فهي لا تؤثر بصفة مباشرة على عمليات الاقتراض والتوظيف، وإنما تؤدي فقط إلى دفع أو قبض الفروق في معدلات الفائدة فضلا عن تغيير طبيعته

أ-1 تبادلات معدلات الفائدة: Les swap de taux d'intérêt

توفر مبادلة الفائدة الوسيلة التي تتمكن من خلالها مؤسسة ما من التأثير على حساسية إيراداتها نحو التغيير في أسعار الفائدة، وعلى وجه التحديد تستخدم مبادلات أسعار الفائدة في تغيير طبيعة مدفوعات الفائدة من ثابتة إلى متغيرة ومن متغيرة إلى ثابتة. [حماد، 2003، ص 587] فالمؤسسة ذات الدين بمعدل ثابت يمكن أن تدخل في مبادلة فائدة لقبض مبلغ بمعدل ثابت من الطرف القابل في الإتفاقية، في حين تدفع

المعدل الثالث: أشكال المخاطر المالية وكيفية إدارتها

المؤسسة له دفعة بمعدل متغير، وفي هذه الحالة تكون المؤسسة قد حولت ديننا بمعدل ثابت إلى التزام بمعدل متغير.

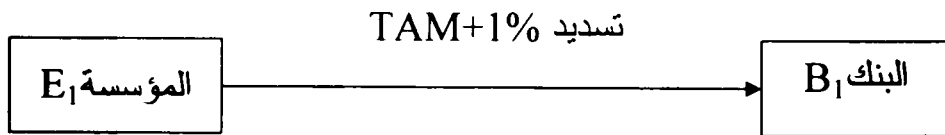
أما في حالة المؤسسة ذات الدين بمعدل متغير والتي يمكن لها الدخول في مبادلة فائدة على أساس قبض مبلغ بمعدل متغير ودفع معدل ثابت إلى الطرف الآخر في الاتفاقية.

ويحدد في اتفاقية مبادلة معدل الفائدة مبلغ أصل الدين المغطي بواسطة الاتفاقية، تاريخ الاستحقاق، دفعات الفائدة... إلخ.

مثال توضيحي:

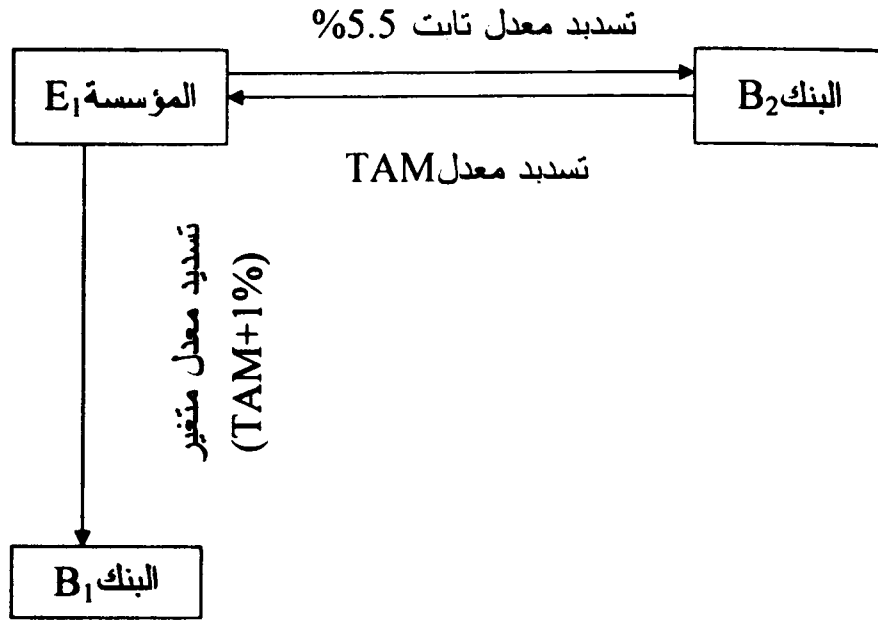
تعاقدت مؤسسة E_1 على قرض بنكي بقيمة 10 مليون دج لمدة 10 سنوات بمعدل سنوي نقدي متغير (TAM) إضافة إلى 1%، بمعنى أن معدل الفائدة لهذا القرض البنكي هو (TAM+1%)، و بافتراض أن (TAM = 4.25%) فإن معدل الفائدة الذي تسدده المؤسسة إلى البنك في نهاية كل فترة هو (5.25% = 1% + 4.25%)

الشكل رقم (3-2): مقدار معدل الفائدة الذي تدفعه المؤسسة للبنك



سبع (7) سنوات قبل تاريخ استحقاق هذا القرض البنكي، تتوقع الإدارة المالية للمؤسسة ارتفاع في معدلات الفائدة. وهي الحالة التي لا تخدم المؤسسات التي تقترض بمعدل متغير، حيث يؤدي ارتفاع معدلات الفائدة إلى ارتفاع خدمات ديونها. فتلجأ المؤسسة إلى البحث عن تحويل طبيعة معدل الفائدة على هذا القرض من متغير إلى ثابت، وذلك عن طريق الدخول في عقد مبادلة معدل الفائدة مع بنك B_2 لمدة سبع سنوات وبمبلغ مساو للمبلغ الأصلي للدين، حيث تدفع المؤسسة للبنك B_2 دفعات ثابتة بمعدل 5.5% وتقبض منه دفعة متغيرة بمعدل متغير (TAM)، وذلك وفق الشكل الموضح أسفله:

الشكل رقم (3-3): يوضح كيفية استخدام المؤسسة لـ SWAP



ومن خلال هذه العملية تصبح تكلفة الاقتراض ثابتة ومعروفة مسبقا وتقدر

كمايلي:

$$(TAM + 1\%) + (5.5\% - TAM) = 6.5\%$$

فمن طريق عقد الـ SWAP حولت المؤسسة طبيعة معدل الفائدة للدين الذي

على عاتقها من معدل متغير (TAM+1%) إلى دين بمعدل ثابت 6.5%.

ويمكن أن نميز ثلاث حالات للتسوية بين طرفي عقد الـ SWAP وذلك بناء

على تطورات (TAM) وهي:

- عند ارتفاع (TAM) تقبض المؤسسة من البنك B2 دفعة من الأموال

تستعملها في تسديد مستحقات البنك B1.

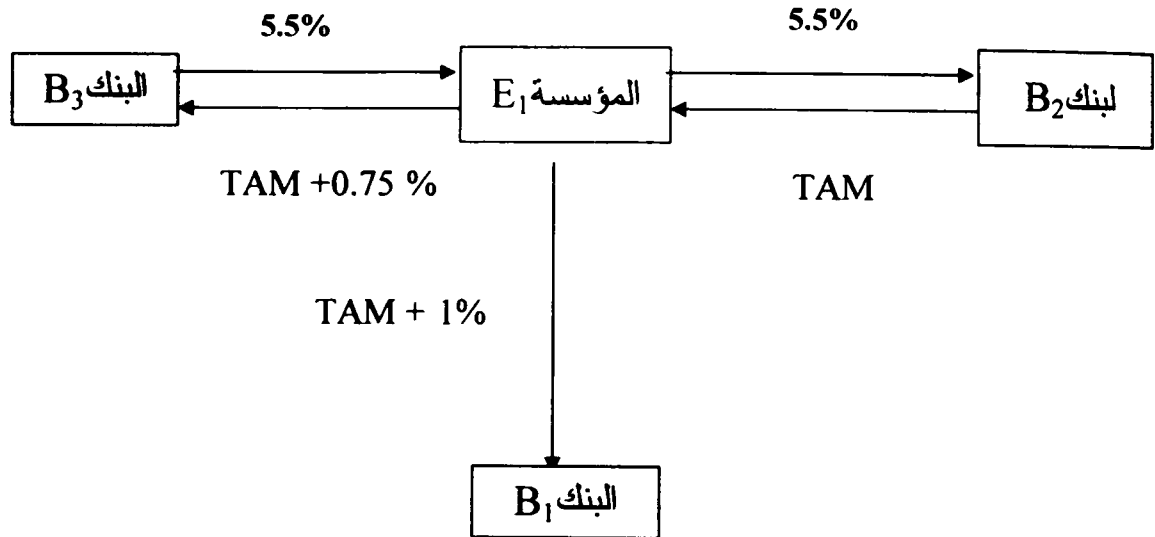
- لما (TAM=5) ليس هناك التزام لأي من الطرفين.

- في حالة انخفاض (TAM) تقدم المؤسسة الفرق إلى البنك B2، وتعوض

ذلك من خلال تسديد فوائد منخفضة نتيجة انخفاض (TAM).

بعد سنتين من دخول المؤسسة في العقد SWAP تغير الظروف، وأصبحت المؤسسة تتوقع انخفاض في معدل الفائدة الذي سوف يسود في السوق، أي أن التغيرات التي من المفروض أن تحدث في المستقبل إذا صدقت توقعات المؤسسة سوف تكون في صالح المؤسسة التي تقترض بمعدل متغير. لكن المؤسسة E_1 لا تستطيع إلغاء عقد الـ SWAP الذي دخلت فيه قبل سنتين، إلا أنه يمكنها إلغاء آثار هذا العقد بالدخول في عقد SWAP ثاني مع بنك ثالث B_3 ، حيث تلتزم المؤسسة في عقد الـ SWAP الثاني بتسديد مبلغ بمعدل متغير ($TAM + 0.75\%$) إلى البنك B_3 وتقويض منه مبلغ ثابت 5.5% ، والشكل الآتي يوضح ذلك:

الشكل رقم (3-4): يوضح كيفية استخدام المؤسسة لعقد الـ SWAP مضاد



وعلى أساس عقد المبادلة الجديد الذي تعاقدت عليه المؤسسة، سوف تدفع في الخمس سنوات المتبقية الفوائد التالية:

$$(TAM + 1\%) + (5.5\% - TAM) + ((TAM + 0.75\%) - 5.5\%)$$

$$= TAM + 1\% + 0.75\%$$

$$= TAM + 1.75\%$$

و يتضح من المثال أعلاه أن المؤسسة تقوم بإبرام عقود الـ SWAP بناء على توقعاتها تجاه معدل الفائدة الذي سوف يسود في المستقبل، حيث أنه:

- إذا كانت المؤسسة تقترض بمعدل متغير وتوقعت ارتفاع معدلات الفائدة المستقبلية في السوق. فإتبا سوف تدخل كطرف في عقد مبادلة أسعار الفائدة من معدل متغير إلى ثابت.

- إذا كانت المؤسسة تقترض بمعدل ثابت وتوقعت انخفاض معدلات الفائدة، وحتى لا تتعرض المؤسسة إلى تكلفة الفرصة الضائعة، فإن المؤسسة سوف تدخل في عقد مبادلة أسعار الفائدة لتحويل ديبتها ذي المعدل الثابت إلى متغير.

ونظرا لما توفره مبادلات أسعار الفائدة هذه من مزايا للمؤسسات للتأقلم مع التغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة في الأسواق المالية، ولذلك فهي تستعمل بكثرة من طرفها في حالة إصدار أوراق الخزانة والقروض السندية.

2- اتفاقيات المعدلات المستقبلية: Les futures rate agreement

تتمثل اتفاقيات المعدلات المستقبلية في عقود على معدلات الفائدة، تسمح بتثبيت معدل الفائدة خاليا لعمليات في المستقبل (عمليات مالية تجرى لاحقا). وهي وسيلة تستخدم من طرف المؤسسات التي تريد الاقتراض أو التوظيف في المستقبل لكنها تطمح إلى معرفة التكاليف أو العوائد الآن.

إذا كانت المؤسسة تريد الاقتراض في المستقبل، لكنها تتوقع لكنها تتوقع ارتفاع معدلات الفائدة عندما يحل ميعاد الاقتراض. ولحماية نفسها من الارتفاع المحتمل في أسعار الفائدة، تقوم هذه المؤسسة بشراء ما يعف بـ FRA من أحد البنوك، أما إذا أرادت توظيف في المستقبل، لكنها تتوقع هبوطا في أسعار الفائدة في المستقبل، فإنه يمكن لها الاحتماء من تلك المخاطر ببيع FRA.

ونحن في هذا المجال سوف نعالج حالة الاقتراض فقط، أي تلك الحالة التي تشتري فيها المؤسسة الـ FRA فعلى افتراض أن:

هو معدل الفائدة المضمون والذي تحسب على أساسه الفائدة الواجبة للتسديد من

T_g

طرف المؤسسة.

T_R : المعدل لسوقي عند تاريخ الحصول على القرض.

وفي تاريخ التسوية وبناء على المقارنة بين T_R و T_g تحدث دفعات بين طرفي عقد FRA وفقا للحالات التالية:

- $T_R > T_g$: يسدد البنك إلى المؤسسة الفرق بين المعدلين، بما يسمح بتعويضها عن الخسائر التي تكبدتها من جراء الاقتراض بمعدل سوقي مرتفع.

- $T_R < T_g$: تسدد المؤسسة إلى البنك الفرق بين المعدلين، ويحسب ذلك الفرق على أساس أصل القرض.

- $T_R = T_g$: وهي حالة تماثل المعدلين ولا يكون هناك مجال للتسديد من الطرفين.

مثال توضيحي: مؤسسة تقترض بمعدل (TAM) تود ضمان (تثبيت) معدل الاقتراض مسبقا لقرض بمبلغ 125 مليون دج، فقامت بشراء عقد FRA حسب الخصائص التالية:

- مبلغ القرض 125 مليون دج.
 - المعدل المضمون ($T_g = 7\%$).
 - مدة العقد 3 أشهر.
 - تاريخ الإمضاء 20 ماي 2005.
 - تاريخ التسوية 20 أوت 2005.
- وبناء على مستوى (TAM) يوم 20 أوت (تاريخ التسوية) يمكن أن نميز ثلاث حالات هي:

- $TAM > T_g = 8.5\%$: وبالتالي فإن البنك سوف يسدد إلى المؤسسة

الفرق بين المعدلين، والمبلغ الواجب دفعه من البنك إلى المؤسسة يحسب كمايلي:

$$125.000.000 \times 0.085 \times (90/360) = 2.656.250$$

$$125.000.000 \times 0.070 \times (90/360) = 2.187.500$$

$$2.656.250 - 2.217.500 = 468.750 \text{ DA}$$

- $TAM < T_g$ = وهي الحالة التي تسدد فيها المؤسسة إلى البنك الفرق بين

المعدلين والمبلغ هو:

$$125.000.000 \times 0.070 \times (90/360) = 2.187.500$$

$$125.000.000 \times 0.055 \times (980/360) = 1.718.750$$

$$2.187.500 - 1.718.750 = 468.750 \text{ DA}$$

- $TAM = T_g = 7\%$: ليس هناك تسديد من الطرفين.

ب- وسائل التغطية: Les instruments de couverture

وهي وسائل ظهرت قديما عند الرومان الذين قاموا بتنظيم عقود تسليم السلع في المستقبل، ولكن الأسواق الآجلة المنظمة لم تظهر إلا في القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة، وكانت تخص بعض المنتجات الزراعية والمواد الأولية، وكان يجب انتظار سنة 1975 أولى أسواق العقود المالية الآجلة.

هذه الوسائل التي تؤثر على مستوى معدل الفائدة وتعرف أيضا بالعقود الآجلة

(Les contrats a terme)، ومنها نجد:

الأجل بالأجل: Le terme contre terme

الأجل بالأجل هو عقد قابل للتغيير، يسمح بتثبيت تكاليف القرض أو إيرادات التوظيف للعمليات المالية التي يمكن أن تحدث في المستقبل، ويتم هذه الآلية بعد التفاوض بين المؤسسة والبنك أو الهيئة المالية.

وتتم آلية الأجل بالأجل من خلال قيام المؤسسة التي تود الاقتراض بشراء عقد أجل بأجل، وتلتزم بالاقتراض لمبلغ محدد وتاريخ محدد، وهذا بمعدل مضمون من طرف البنك، هذا الأخير بدوره يلتزم بالقيام بتقديم القرض حسب الشروط المتفق عليها في عقد الأجل بالأجل.

مثال توضيحي:

تتوقع الإدارة المالية للمؤسسة في تاريخ (1/02/n) احتياجها إلى سيولة قدرها

500 مليون دج بعد 4 أشهر، أي في (1/06/n) وهذا لمدة 7 أشهر.

ولكن المؤسسة تريد من هذا التاريخ الاطمئنان على مركزها المالي من حيث السيولة وشروط القرض، لذلك تلجأ إلى التعاقد مع أحد البنوك بعقد أجل بأجل وتكون صيرورة العملية كمايلي:

- 1- يقوم البنك المتعاقد مع المؤسسة باقتراض المبلغ المتمثل في 500 مليون دج بمعدل فائدة $(T_E = 6.75\%)$ وهذا لمدة 11 شهر.
- 2- يوظف البنك هذا المبلغ لمدة 4 أشهر (من 1 فيفري إلى 31 ماي) وهذا بمعدل $(T_P = 6.95\%)$.
- 3- يمنح البنك القرض للمؤسسة من (من 1 جوان إلى 31 ديسمبر) بمعدل مضمون مسبقا T_g .

T_g : هو نتيجة التوازن في التدفقات كالتالي:

$$[1 + (0.0675 \times 11) / 12] = [1 + (0.0695 \times 4) / 12] [1 + (T_g \times 6) / 12]$$

$$\Rightarrow T_g = 7,56\%$$

ولهذه الوسيلة سلبياتها وإيجابياتها، حيث تسمح بضمان معدل الفائدة وتلبي احتياجات السيولة، وتتمثل سلبياتها في ارتفاع معدل الفائدة نوعا ما مقارنة بالقرض العادي.

ج- الوسائل الاختيارية والشرطية: Les instrument optionnels et conditionnels

قبل الشروع في توضيح كيفية استعمال المؤسسة للوسائل الاختيارية والشرطية، يجب التطرق إلى مفهوم الخيار الذي يشكل أكثر الصور شيوعا ضمن ما يعرف بالمشتقات المالية.

مفهوم عقد الخيار:

* عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد ويسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري الخيار في حوت هذا التعامل، وبطبيعة الحال فإن رغبة مشتري في التعامل سوف تتوافر إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للأصل محل العقد في صالح تنفيذ العقد. وفي الحالات التي يمتلك فيها مالك الخيار الحق في الشراء فإنه

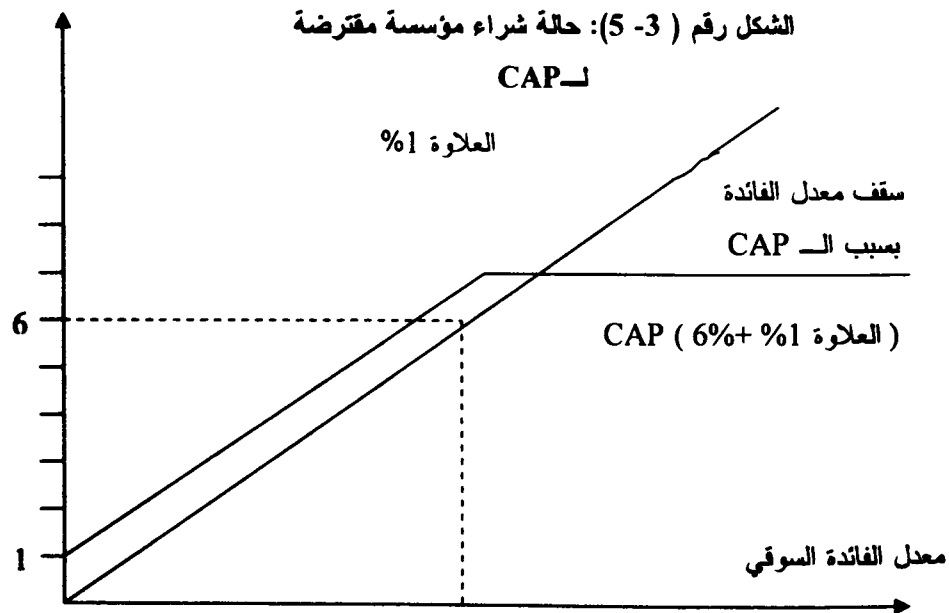
يسمى خيار الشراء (Call option)، أما الحالات التي يمتلك فيها حامل الخيار حق البيع فإنه يسمى خيار البيع (Put option) [حماد، 2003، ص 556].

من الواضح أن حياة عقد الخيار يعطي لصاحبه الإمكانية وليس الإلزام لشراء أو بيع أصل ما بسعر محدد في فترة محددة مسبقاً، وذلك مقابل دفع علاوة هي سعر الخيار. وفيمايلي سوف نقوم بتوضيح آليات استعمال المؤسسة لبعض هذه الوسائل التي من بينها الـ CAP، الـ Floor و الـ Collar

ج-1 الـ CAP "Chappeux" :

هي وسيلة تسمح للمؤسسة التي تقترض بمعدل متغير بضمان سقف معدل الفائدة، وهذا لمبلغ ومدة محددين مقابل دفع علاوة (علاوة تأمين). وإضافة إلى هذا فإن شراء المؤسسة لـ CAP يسمح لها من الاستفادة من التغيرات الإيجابية لمعدل الفائدة، وهذا مثلما يوضحه الشكل أسفله، والخاص بحالة قامت فيها المؤسسة بشراء CAP لضمان سقف لمعدل الفائدة عند 6%، ودفعت المؤسسة مقابل حصولها على تأمين في مواجهة ارتفاع معدلات الفائدة فوق المعدل المضمون 6%، علاوة قدرها 1%.

الـ CAP 6%



المصدر: [Hutin,2005,P565]

في حالة المعدل السوقي أقل من 6%، تكلفة الاقتراض تساوي المعدل السوقي مضافا إليه مبلغ العلاوة المدفوعة للحصول على الـ CAP، ومهما كان المعدل السوقي فإن تكلفة الاقتراض للمؤسسة سوف لن تتجاوز هذا الحد.

ج-2 الـ "Plancher" Floor:

يستعمل الـ Floor من طرف المؤسسات التي توظف أموالها بمعدل متغير وذلك لتأمين نفسها ضد انخفاض معدلات الفائدة في السوق مقابل دفع علاوة

ج-3 الـ "Tunnel" Collar:

وهو عبارة عن توليفة من الـ CAP والـ Floor. ففي حالة توقع المؤسسة ارتفاع في معدلات الفائدة تقوم بشراء CAP وبيع Floor، وفي الحالة العكسية تشتري المؤسسة Floor وتبيع CAP. ومن خلال ذلك تقوم بحماية وتستفيد من انخفاض معدل الفائدة إلى أسفل مستوى Plancher، في نفس الوقت تتجنب ارتفاع معدل الفائدة فوق السقف المحدد في الـ CAP Chapeux.

فيما يخص إدارة خطر معدل الفائدة يجب تحديد نوع التغطية التي تتبعها المؤسسة (تحويل الخطر، التحوط و منتجات اختيارية وشرطية)، بعد ذلك تقوم المؤسسة بتعريف تاريخ ومد التعرض للخطر والدعامات الملائمة.

كذلك يجب معرفة حساسية الأصل المغطى وذلك لمعرفة مدى جدوى عملية التغطية والعوائد التي تجنيها المؤسسة من ورائها والتي يجب أن تكون أكبر من التكاليف التي تتحملها في إطارها.

وعلى العموم مهما كانت التقنيات المستعملة فإن المدير المالي له دور حساس يجب أن يلعبه في إدارة مخاطر معدل الفائدة، وذلك فيما يخص استعمال التغطية من عدمها إضافة الى تحديد مستوى المخاطر الذي يمكن أن تتحمله المؤسسة.

III- مخاطر الإغراق وكيفية إدارتها: Les risque de dilution

بعد أن تناولنا المخاطر المرتبطة بصفته جانب من جوانب قرار التمويل، سوف نتناول في هذا المبحث المخاطر المتعلقة بنوع آخر من قرارات التمويل، ألا وهو قرار رفع رأس المال بواسطة حصص نقدية الذي يترجم في الغالب عن طريق طرح أسهم عادية جديدة في السوق المالي للاكتتاب فيها من طرف المستثمرين.

فقرار رفع رأس المال هذا ليس كما يعتقد البعض قرارا روتينيا عاديا لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، بل هو قرار استراتيجي ذو تأثير كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

ففي حالة إصدار المؤسسة لسندات أو تعاقدها على قروض بنكية حيث، تلتزم فقط بدفع أصول وخدمات هذه الديون دون أن تفقد استقلاليتها إلى في حالة عدم احترامها لالتزاماتها التعاقدية. وهذا على عكس عملية إصدار أسهم عادية جديدة إذ تعتبر هذه العملية عبارة عن قبول للمساهمين القدامى لاقتسام الأرباح، الرقابة والسيطرة على المؤسسة مع المساهمين الجدد. ويؤدي ذلك إلى انخفاض نصيب السهم من الربح المحقق في المؤسسة وانحسار سيطرة الملاك القدامى على المؤسسة وأجهزتها التسييرية.

III-1- مخاطر الإغراق: Les risque de dilution

عند قيم المؤسسة برفع رأسمالها عن طريق حصة نقدية، حيث يتم ذلك من خلال طرح أسهم عادية جديدة، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المكونة لهيكل رأس المال. حيث يشارك المكتتبون الأسهم العادية الجديدة وبصفتهم ملاك كامل الحقوق الواجبات في المؤسسة، في اقتسام الأرباح الموزعة ويمارسون دورهم في الرقابة والسيطرة على القرار في المؤسسة على قدم المساواة مع حملة الأسهم العادية القديمة.

III-1-1 تعريف مخاطر الإغراق

هناك نوعان من الإغراق يمكن أن يتعرض لهما الملاك القدامى في المؤسسة في حالة إتخاذ الإدارة لقرار رفع رأس المال بخصص نقدية.

III- مخاطر الإغراق وكيفية إدارتها: Les risque de dilution

بعد أن تناولنا المخاطر المرتبطة بصفته جانب من جوانب قرار التمويل، سوف نتناول في هذا المبحث المخاطر المتعلقة بنوع آخر من قرارات التمويل، ألا وهو قرار رفع رأس المال بواسطة حصص نقدية الذي يترجم في الغالب عن طريق طرح أسهم عادية جديدة في السوق المالي للاكتتاب فيها من طرف المستثمرين.

فقرار رفع رأس المال هذا ليس كما يعتقد البعض قرارا روتينيا عاديا لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، بل هو قرار استراتيجي ذو تأثير كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

ففي حالة إصدار المؤسسة لسندات أو تعاقدتها على قروض بنكية حيث، تلتزم فقط بدفع أصول وخدمات هذه الديون دون أن تفقد استقلاليتها إلى في حالة عدم احترامها لالتزاماتها التعاقدية. وهذا على عكس عملية إصدار أسهم عادية جديدة إذ تعتبر هذه العملية عبارة عن قبول للمساهمين القدامى لاقتسام الأرباح، الرقابة والسيطرة على المؤسسة مع المساهمين الجدد. ويؤدي ذلك إلى انخفاض نصيب السهم من الربح المحقق في المؤسسة وانحسار سيطرة الملاك القدامى على المؤسسة وأجهزتها التسييرية.

III-1- مخاطر الإغراق: Les risque de dilution

عند قيم المؤسسة برفع رأسمالها عن طريق حصة نقدية، حيث يتم ذلك من خلال طرح أسهم عادية جديدة، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المكونة لهيكل رأس المال. حيث يشارك المكتتبون الأسهم العادية الجديدة وبصفتهم ملاك كامل الحقوق الواجبات في المؤسسة، في اقتسام الأرباح الموزعة ويمارسون دورهم في الرقابة والسيطرة على القرار في المؤسسة على قدم المساواة مع حملة الأسهم العادية القديمة.

III-1-1 تعريف مخاطر الإغراق

هناك نوعان من الإغراق يمكن أن يتعرض لهما الملاك القدامى في المؤسسة في حالة إتخاذ الإدارة لقرار رفع رأس المال بخصص نقدية.

III- مخاطر الإغراق وكيفية إدارتها: Les risque de dilution

بعد أن تناولنا المخاطر المرتبطة بصفته جانب من جوانب قرار التمويل، سوف نتناول في هذا المبحث المخاطر المتعلقة بنوع آخر من قرارات التمويل، ألا وهو قرار رفع رأس المال بواسطة حصص نقدية الذي يترجم في الغالب عن طريق طرح أسهم عادية جديدة في السوق المالي للاكتتاب فيها من طرف المستثمرين.

قرار رفع رأس المال هذا ليس كما يعتقد البعض قرارا روتينيا عاديا لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، بل هو قرار استراتيجي ذو تأثير كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

ففي حالة إصدار المؤسسة لسندات أو تعاقدتها على قروض بنكية حيث، تلتزم فقط بدفع أصول وخدمات هذه الديون دون أن تفقد استقلاليتها إلى في حالة عدم احترامها لالتزاماتها التعاقدية. وهذا على عكس عملية إصدار أسهم عادية جديدة إذ تعتبر هذه العملية عبارة عن قبول للمساهمين القدامى لاقتسام الأرباح، الرقابة والسيطرة على المؤسسة مع المساهمين الجدد. ويؤدي ذلك إلى انخفاض نصيب السهم من الربح المحقق في المؤسسة وانحسار سيطرة الملاك القدامى على المؤسسة وأجهزتها التسييرية.

III-1- مخاطر الإغراق: Les risque de dilution

عند قيم المؤسسة برفع رأسمالها عن طريق حصة نقدية، حيث يتم ذلك من خلال طرح أسهم عادية جديدة، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المكونة لهيكل رأس المال. حيث يشارك المكتتبون الأسهم العادية الجديدة وبصفتهم ملاك كامل الحقوق الواجبات في المؤسسة، في اقتسام الأرباح الموزعة ويمارسون دورهم في الرقابة والسيطرة على القرار في المؤسسة على قدم المساواة مع حملة الأسهم العادية القديمة.

III-1-1 تعريف مخاطر الإغراق

هناك نوعان من الإغراق يمكن أن يتعرض لهما المساهمون في المؤسسة في حالة إتخاذ الإدارة لقرار رفع رأس المال بخصص نقدية.

في حالة المعدل السوقي أقل من 6%، تكلفة الاقتراض تساوي المعدل السوقي مضافا إليه مبلغ العلاوة المدفوعة للحصول على الـ CAP، ومهما كان المعدل السوقي فإن تكلفة الاقتراض للمؤسسة سوف لن تتجاوز هذا الحد.

ج-2 الـ "Plancher" Floor:

يستعمل الـ Floor من طرف المؤسسات التي توظف أموالها بمعدل متغير وذلك لتأمين نفسها ضد انخفاض معدلات الفائدة في السوق مقابل دفع علاوة

ج-3 الـ "Tunnel" Collar:

وهو عبارة عن توليفة من الـ CAP والـ Floor. ففي حالة توقع المؤسسة ارتفاع في معدلات الفائدة تقوم بشراء CAP وبيع Floor، وفي الحالة العكسية تشتري المؤسسة Floor وتبيع CAP. ومن خلال ذلك تقوم بحماية وتستفيد من انخفاض معدل الفائدة إلى أسفل مستوى Plancher، في نفس الوقت تتجنب ارتفاع معدل الفائدة فوق السقف المحدد في الـ CAP Chapeux.

فيما يخص إدارة خطر معدل الفائدة يجب تحديد نوع التغطية التي تتبعها المؤسسة (تحويل الخطر، التحوط و منتجات اختيارية وشرطية)، بعد ذلك تقوم المؤسسة بتعريف تاريخ ومد التعرض للخطر والدعامات الملائمة.

كذلك يجب معرفة حساسية الأصل المغطى وذلك لمعرفة مدى جدوى عملية التغطية والعوائد التي تجنيها المؤسسة من ورائها والتي يجب أن تكون أكبر من التكاليف التي تتحملها في إطارها.

وعلى العموم مهما كانت التقنيات المستعملة فإن المدير المالي له دور حساس يجب أن يلعبه في إدارة مخاطر معدل الفائدة، وذلك فيما يخص استعمال التغطية من عدمها إضافة إلى تحديد مستوى المخاطر الذي يمكن أن تتحمله المؤسسة.

III- مخاطر الإغراق وكيفية إدارتها: Les risque de dilution

بعد أن تناولنا المخاطر المرتبطة بصفته جانب من جوانب قرار التمويل، سوف نتناول في هذا المبحث المخاطر المتعلقة بنوع آخر من قرارات التمويل، ألا وهو قرار رفع رأس المال بواسطة حصص نقدية الذي يترجم في الغالب عن طريق طرح أسهم عادية جديدة في السوق المالي للاكتتاب فيها من طرف المستثمرين.

فقرار رفع رأس المال هذا ليس كما يعتقد البعض قرارا روتينيا عاديا لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، بل هو قرار استراتيجي ذو تأثير كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

ففي حالة إصدار المؤسسة لسندات أو تعاقدتها على قروض بنكية حيث، تلتزم فقط بدفع أصول وخدمات هذه الديون دون أن تفقد استقلاليتها إلى في حالة عدم احترامها لالتزاماتها التعاقدية. وهذا على عكس عملية إصدار أسهم عادية جديدة إذ تعتبر هذه العملية عبارة عن قبول للمساهمين القدامى لاقتسام الأرباح، الرقابة والسيطرة على المؤسسة مع المساهمين الجدد. ويؤدي ذلك إلى انخفاض نصيب السهم من الربح المحقق في المؤسسة وانحسار سيطرة الملاك القدامى على المؤسسة وأجهزتها التسييرية.

III-1- مخاطر الإغراق: Les risque de dilution

عند قيم المؤسسة برفع رأسمالها عن طريق حصة نقدية، حيث يتم ذلك من خلال طرح أسهم عادية جديدة، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المكونة لهيكل رأس المال. حيث يشارك المكتتبون الأسهم العادية الجديدة وبصفتهم ملاك كاملي الحقوق الواجبات في المؤسسة، في اقتسام الأرباح الموزعة ويمارسون دورهم في الرقابة والسيطرة على القرار في المؤسسة على قدم المساواة مع حملة الأسهم العادية القديمة.

III-1-1 تعريف مخاطر الإغراق

هناك نوعان من الإغراق يمكن أن يتعرض لهما الملاك القدامى في المؤسسة في حالة إتخاذ الإدارة لقرار رفع رأس المال بخصص نقدية.

فإذا حدث ولم يحم الملاك القدامى بالاكتتاب في الأسهم العادية الجديدة بنفس نسب الحصص التي يمتلكونها في رأس المال قبل الإصدار الجديد فإنهم سوف يتعرضون إلى فقدان الرقابة على المؤسسة (dilution du contrôle)، وذلك بسبب ارتفاع العدد الإجمالي لحقوق التصويت في الجمعية العمومية، مما يؤدي إلى انخفاض حقوق نسبة حقوق التصويت التي يمتلكونها وبالتالي تراجع تمثيلهم في الجمعية العمومية.

أما بالنسبة لانخفاض نصيب لهم من الإرباح فيسمى بخطر إغراق الأرباح (dilution du bénéfice par action)
III-1-2 أنواع مخاطر الإغراق وقياسها

يمكن التمييز بين 3 أنواع من أثر الإغراق، تقاس بثلاث طرق مختلفة حيث انه هناك [Gillet et autre, 2003, P188] :
أولاً: أثر الإغراق البين dilution apparent

ويقيس تطور ربح السهم نتيجة رفع رأس المال، ويعطي بالعلاقة التالية:

$$DA = \frac{N'}{(N + N')}$$

إذ تمثل N' عدد الأسهم الجديدة المصدرة، N عدد الأسهم القديمة.

ثانياً: أثر الإغراق الحقيقي: dilution réelle

ويهتم بالعلاقة بين ربح السهم وسعره (مقلوب معدل الرسملة لسوق رأس المال) وبحسب بالعلاقة التالية:

$$DR = \frac{N' \times PE}{(N P_0 + N')}$$

حيث هي سعر الإصدار PE ، P_0 سعر السهم قبل الإصدار.

ثالثاً: الإغراق التقني dilution technique

وهو عبارة عن معامل يسمح بالمقارنة بين التغيرات اللاحقة لعملية رفع رأس المال بحصص نقدية، ويقاس هذا المعامل العلاقة بين سعر السهم قبل وبعد الإصدار، ولدى يسمى بمعامل التسوية، ويحسب بتطبيق العلاقة التالية:

$$DT = \frac{P_1}{P_0}$$

وتمثل P_1 و P_0 كل من سعر السهم بعد الإصدار وقبله.

مثال توضيحي:

لتوضيح كيفية قياس أثر الإغراق على نصيب السهم من الربح. لدينا مؤسسة X يبلغ رأسمالها 50 مليون دج، مقسمة على 50 ألف سهم عادي بقيمة اسمية للسهم تبلغ 1000 دج، وهذا السهم يباع حالياً في السوق بت 3000 دج. هذه المؤسسة تود الحصول على أموال قدرها 22 مليون دج عن طريق طرح 10000 سهم عادي بسعر إصدار 2200 دج (علاوة إصدار قدرها 1200 دج).

من خلال معطيات المثال السابق يمكن أن نقيس الأنواع الثلاثة لأثر الإغراق.

$$DA = \frac{N'}{(N + N')} = \frac{10000}{10000 + 50000} = 0.1667$$

$$DR = \frac{N' \times PE}{(N P_0 + N' PE)} = \frac{10000 \times 2200}{50000 \times 3000 + 10000 \times 2200}$$

$$DT = \frac{P_1}{P_0} = \frac{2866.67}{3000} = 0.9555$$

III-1-3 اثر الإغراق و المؤشرات المالية في المؤسسة

يعتبر رفع رأس المال عن طريق حصة نقدية سلاح ذو حدين، حيث يؤدي إلى حدوث إغراق في نصيب السهم من الأرباح وفقدان جزء من الرقابة والسيطرة على القرار في المؤسسة. كما قد يؤدي إلى تثمين نصيب السهم من الأرباح (**relation**). والسؤال الذي يطرح نفسه هنا متى تحدث عملية رفع رأس المال أثر سلبي على ثروة الملاك. وما هي العوامل التي تؤدي إلى حدوث ذلك ومتى تلعب العملية دورا ايجابيا في التأثير على ثروة الملاك.

إذ هناك مؤشرات مالية في المؤسسة تتحكم في تأثير عملية رفع رأس المال بحصة نقدية ومدى خدمته لهدف المؤسسة والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك وحصر وسائل إتخاذ القرار فيلا أيديهم، هذه المؤشرات المالية هي معدل الرسملة السوقية (PER) ومعدل المردودية الاقتصادية للاستثمار الممول عن طريق رفع رأس المال.

* معدل الرسملة السوقية: (Price Earning ratio)

ويمثل تسعير كل دينار من عائد السهم، أو كما يعرق بنسبة سعر السهم إلى ربحيته، وهو بمعنى أدق السعر الذي يبدي المستثمر استعداداه لدفعه مقابل كل دينار من العائد المتوقع أن يحققه السهم في رأس مال المؤسسة ومن ثم يعد بمثابة مضاعف للربحية.

والجدول رقم (3-3) يوضح كيفية تأثير العاملين المذكورين أعلاه على اتجاه أثر عملية رفع رأس المال.

جدول (3-3): علاقة أثر الإغراق بالموشرات المالية للمؤسسة (مليون أورو)

بعد رفع رأس المال				قبل رفع رأس المال					
BPA	عدد الأسهم	الأرباح الصافية	قيمة الأموال الخاصة	BPA	عدد الأسهم	الأرباح الصافية	PER	قيمة الأموال الخاصة	
4,09+ (6%)	8501	34.8	581	3,07	7.651	29,6	17,4	524	A
8,32 (-3%)	8501	70.7	581	8,56	7.651	65,5	8	524	

المصدر: [Vernimmen, 2002, P 812]

من ملاحظة أرقام الجدول يمكن استنتاج مايلي:

أ- يؤدي رفع رأس المال إلى إغراق نصيب السهم من الربح في حالة كون مقلوب معدل الرسملة السوقي اكبر من معدل المردودية الاقتصادية للاستثمار الممول من الأموال المتأتية من الإصدار الجديد.

ب- يلعب رفع رأس المال دورا حياذيا في حالة تساوي مقلوب معدل الرسملة السوقي ومعدل المردودية الاقتصادية للاستثمار الممول من الأموال المتأتية من الإصدار الجديد.

ج- يؤدي رفع رأس المال إلى تهمين نصيب السهم من الربح إذا كان مقلوب معدل الرسملة السوقي أقل من معدل المردودية الاقتصادية للاستثمار الممول من أموال الإصدار الجديد.

وعليه يمكن أن تكتب التغير في نصيب السهم من الربح الذي يحدثه رفع رأس المال، بدلالة معدل الرسملة السوقي وفق العلاقة التالية:

$$\text{Variation du BPA} = \frac{PER \times \frac{CI}{Cao} \times (\delta - \frac{1}{PER})}{PER}$$

III-2- إدارة مخاطر الإغراق وجغرافية رأس المال La gestion du risque de dilution et la géographie de capital

هناك وسائل متنوعة لمواجهة مخاطر الإغراق التي تتجم عن عملية رفع رأس المال بخصص نقدية، من هذه الوسائل ما هو ذو طبيعة قانونية تعاقدية ومنها ما هو عبارة عن تقنيات للهندسة المالية التي تقوم بها الإدارة المالية للمؤسسة منه خلال استغلال الفرص التي تتيحها أسواق رأس المال.

III-2-1 الوسائل القانونية والتعاقدية Les mesures d'ordres juridiques et contractuels

وهي مجموع الوسائل التي تتمثل سواء في تعاقدات بين المساهمين فيما بينهم أو مع المتعاملين التجاريين والماليين مع المؤسسة، لحماية مراكزهم في المؤسسة أو تنظيمات معمول بها، ونميز ضمن هذا النوع من الوسائل مايلي:
أولاً: الاتفاقيات بين المساهمين

والتي تنص على أن يمنح المساهم الذي يرغب في التنازل عن أسهمه الأولوية للمساهمين الحاليين لشرائها، ويمكن أن يأخذ ذلك أحد الشكلين التاليين:

أ- حق الموافقة: droit d'agrément

وهو عبارة عن شرط يوضع في النظام الداخلي للمؤسسة يلزم أي شريك فيها بضرورة التماس موافقة المؤسسة قبل أي عملية تنازل عن الأسهم. والإدارة في المؤسسة من حقها أن ترفض هذه العملية وتقوم بشراء هذه الأسهم باسم المساهمين الحاليين، وذلك بسعر متفاوض عليه أو محدد من طرف خبير مستقل.

ب- حق الشفعة: droit de préemption

حق الشفعة وسيلة تعاقدية تشبه إلى حد كبير حق الموافقة المذكور أعلاه، وهي تسمح للمساهمين القدامى في المؤسسة بالتحكم فيها والمحافظة على حصصهم في رأسمالها عن طريق الأولوية التي يمنحها حق الشفعة للاكتتاب في الأسهم الجديدة.

III-2- إدارة مخاطر الإغراق وجغرافية رأس المال La gestion du risque de dilution et la géographie de capital

هناك وسائل متنوعة لمواجهة مخاطر الإغراق التي تنجم عن عملية رفع رأس المال بخصص نقدية، من هذه الوسائل ما هو ذو طبيعة قانونية تعاقدية ومنها ما هو عبارة عن تقنيات للهندسة المالية التي تقوم بها الإدارة المالية للمؤسسة منه خلال استغلال الفرص التي تتيحها أسواق رأس المال.

III-2-1 الوسائل القانونية والتعاقدية Les mesures d'ordres juridiques et contractuels

وهي مجموع الوسائل التي تتمثل سواء في تعاقدات بين المساهمين فيما بينهم أو مع المتعاملين التجاريين والماليين مع المؤسسة، لحماية مراكزهم في المؤسسة أو تنظيمات معمول بها، ونميز ضمن هذا النوع من الوسائل مايلي:

أولاً: الاتفاقيات بين المساهمين

والتي تنص على أن يمنح المساهم الذي يرغب في التنازل عن أسهمه الأولوية للمساهمين الحاليين لشرائها، ويمكن أن يأخذ ذلك أحد الشكلين التاليين:

أ- حق الموافقة: droit d'agrément

وهو عبارة عن شرط يوضع في النظام الداخلي للمؤسسة يلزم أي شريك فيها بضرورة التماس موافقة المؤسسة قبل أي عملية تنازل عن الأسهم. والإدارة في المؤسسة من حقها أن ترفض هذه العملية وتقوم بشراء هذه الأسهم باسم المساهمين الحاليين، وذلك بسعر متفاوض عليه أو محدد من طرف خبير مستقل.

ب- حق الشفعة: droit de préemption

حق الشفعة وسيلة تعاقدية تشبه إلى حد كبير حق الموافقة المذكور أعلاه، وهي تسمح للمساهمين القدامى في المؤسسة بالتحكم فيها والمحافظة على حصصهم في رأسمالها عن طريق الأولوية التي يمنحها حق الشفعة للاكتتاب في الأسهم الجديدة.

ثانيا: الاتفاقيات التي تبرمها المؤسسة مع الغير

يمكن أن تتضمن عقود المؤسسة مع مختلف المتعاملين معها من موردين، دائنين، شروط فيما يخص مثلا:

- التزام موردي المؤسسة بتوقيف التمويل في حالة انتقال التحكم والرقابة على مقدرات المؤسسة إلى غير المساهمين وقت إبرام العقد.
- مطالبة المؤسسات المقرضة للمؤسسة بأموالها حالا في حالة تغير ملحوظ في شكل الملكية في المؤسسة.

ثالثا: تحديد سقف حقوق التصويت في الجمعية العمومية

تسمح بعض القوانين الخاصة بشركات الأموال في بعض الدول مثل فرنسا، للمؤسسات بأن ينص نظامها الداخلي على عدم إمكانية أن يحوز أحد الشركاء على ما يفوق نسبة معينة من حقوق التصويت في الجمعية العمومية. وطبق مجموعة " دانون" (Danone) طبقت هذه الصيغة، إذ ينص قانونها الداخلي أنه لا يمكن لأي من الشركاء أن يتجاوز نصيبه 6% من حقوق التصويت العادية و12% من حقوق التصويت المضاعفة، وتستعمل هذه الوسيلة بكثرة في العديد من الدول مثل: ألمانيا، بلجيكا، هولندا واسبانيا [Vernimmen, 2002, P 816]

رابعا: التنظيمات الخاصة ببعض القطاعات Les réglementations particulières

تخضع التغيرات في شكل الملكية في بعض القطاعات، لا سيما في أوروبا إلى ترتيبات وتنظيمات خاصة تسهر على تطبيقها بعض الأجهزة التي تمتلك حق النقض (Véto)، ونذكر منها مايلي:

- في مجال الصحافة: السيطرة على الجمعية العمومية لمجلة أو جريدة يومية يجب أن يمر عبر موافقة مجلس الإدارة.
- المؤسسات المالية: جميع مشاريع العروض العامة لشراء مؤسسة مالية للرقابة المسبقة للجنة مؤسسات القرض ومؤسسات الاستثمار، ونفس الشيء بالنسبة لمؤسسات التأمين، إذ يجب إعلام لجنة رقابة مؤسسات التأمين.

- النشاطات المرتبطة بالدفاع الوطني: أي تغير في شكل الملكية يمكن أن يتعرض إلى التجميد من طرف الدولة باسم الأمن الوطني.

III-2-2 Les mesures relatives a la forme social

يمكن للمؤسسة أن تأخذ منذ بداية نشاطها أو أثناءه شكلا قانونيا يسمح للملاك الرئيسيين بالتحكم والسيطرة على الجمعية العمومية للمساهمين، وهناك وسيلتين تسمحان بتحقيق هذا الغرض هما:

أولا: شركة التوصية بالأسهم société en commandite par action

تعرف شركة التوصية بالأسهم بأنها الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم قابلة للتداول، ويكون الشريك الموصي فيها خاضعا للنظام القانوني الذي يخضع له المساهم في الشركات المساهمة، ويكون شريك واحد أو أكثر مسئولاً مسؤولية شخصية وتضامنية عن ديون الشركة [البستاني ، 2004 ، ص452].

ولشركة التوصية بالأسهم خصائص تميزها عن غيرها من الشركات لاسيما شركة التوصية البسيطة وهي [Merle, 1996, P 597] :

1- أنها تضم فئتين من الشركاء، فئة الشركاء المفوضون المسئولون مسؤولية شخصية تضامنية عن ديون الشركة (commandites) وفئة الشركاء الموصون (commendataires)

- الشركاء المفوضون: لهم نفس النظام القانوني الذي للشركاء في شركة التوصية البسيطة، وهم الدين يعهد إليهم بإدارة الشركة ولا يجوز لهم التنازل عن حصصهم إلي الغير.

- الشركاء الموصون: إضافة إلى الشركاء المفوضون يوجد في شركة التوصية بالأسهم شركاء موصون لا يجوز لهم التدخل في إدارة الشركة.

2 - حصص الشركاء الموصون قابلة للتداول بحرية في شك أسهم، وذلك على اعتبار أن النظام القانوني لشركة التوصية بالأسهم يعتبرها شركة مساهمة بالنسبة للشركاء الموصون و شركة تضامن بالنسبة إلى الشركاء المتضامنين.

3- تعطي القوانين والأنظمة المعمول بها حرية أكبر لشركة التوصية بالأسهم في إعداد نظامها الداخلي لا سيما فيما يخص تعيين المديرين و كفاءات ضمان التحكم والرقابة على صناعة القرار في المؤسسة.

4- تعتبر وسيلة فعالة جدا لاحتماء المساهمين الحاليين والإدارة من جميع أشكال السيطرة العدوانية (OPA).

ومن خلال هذه الخصائص التي تصب في مجملها في حصر أدوات الرقابة على المؤسسة في أيدي الشركاء المفوضون، وحيث أن المديرين في المؤسسة يختارون من بينهم، وإضافة إلى ذلك يمنح المديرين في شركة التوصية بالأسهم صلاحيات واسعة، إذ لا يمكن عزلهم إلا من خلال الشروط المنصوص عليها في النظام الداخلي، وبذلك يضمن الشركاء المفوضون بقاء القرار في المؤسسة بين أيديهم.

كما تشير في الأخير إلى أن شركات ذات سمعة عالمية تبنت هذا الشكل القانوني، ونذكر على سبيل المثال الشركات الفرنسية (Michelin, Casino).

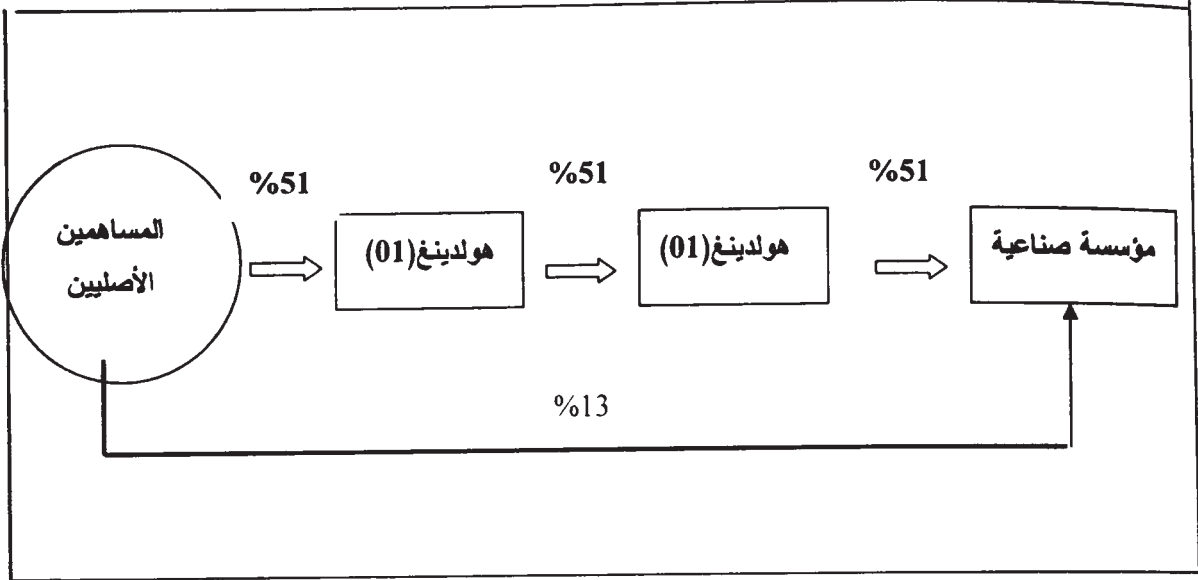
ثانيا: الهولدينغ « الشركة القابضة » holding

تعرف الشركة القابضة بأنها الشركة التي لها سيطرة معينة على شركة أخرى (تسمى بالشركة التابعة) بحيث تستطيع الأولى التحكم في زمام العديد من الأمور والتأثير على القرارات المتخذة في الشركة التابعة [محمد سامي، 1999، ص 563]

تسمح تقنية تشكيل شركة قابضة (holding) في مصعد الشركة المراد التحكم فيها من طرف المساهمين الأصليين (Les actionnaires majoritaires) بإحكام السيطرة عليها دون حيازتهم لأغلبية حقوق التصويت في الجمعية العمومية، وذلك باستعمال أثر المخفف للهولدينغ **l'effet démultiplicateur de holding** [vernimmen , 2002, P907]

مثال توضيحي: بافتراض أن مجموعة من المساهمين يملكون 51% من رأس مال هولدينغ(01)، الهولدينغ(01) يمتلك 51% من رأس مال هولدينغ(02)، هذا الأخير يحوز على 51% من رأس مال مؤسسة صناعية. ومنه فإن مجموعة المساهمين في هولدينغ(01) بإمكانهم إحكام سيطرتهم على المؤسسة الصناعية بتملكهم لـ 13% فقط من رأسمالها، وذلك ما يوضحه الشكل(3-6):

الشكل (3-6): يوضح صيرورة عملية التحكم في المؤسسة عن طريق تقنية الهولدينغ



المصدر: [من إعداد وتصور الباحث]

ويلاحظ أنه على الرغم من تعدد الوسائل القانونية، النظامية والتعاقدية، إلا أنها لا تستعمل إلا في حالات قليلة وذلك لعدم توافقها مع روح المنافسة التي تميز التعامل في ميدان تداول رؤوس الأموال في الأسواق المالية المعاصرة. وهي في الغالب عبارة عن شروط يمكن أن تتضمنها الأنظمة الداخلية والقوانين الأساسية للمؤسسات، تؤدي إلى الحد من تداول الأسهم التي تصدرها هذه الأخيرة، وتقتصر هذا التداول على فئة معينة (المساهمين الأصليين).

وفي الكثير من البلدان تتصدى الهيئات المنظمة للأسواق المالية لمثل هذه الممارسات، حيث تحضر هذه الأخيرة على المؤسسات التي تلجأ إلى هذه التقنيات دخول البورصة وذلك لتنافي هذه الشروط (الحقوق) مع سيولة المعاملات التي تتطلبها الأسواق المالية [Vernimmen , 2002, P 911].

أما الوسائل المتعلقة بالشكل القانوني للشركة فهي ورغم سهولة استخدامها، إذ أن ملاك المؤسسة لهم الحرية الكاملة في اختيار شكلها القانوني منذ بداية النشاط أو أثناءه

[Gillet et autre, 2003, P188]. إلا أنه وفضلا عن كون هذا النوع من الوسائل فقد ميزته التي كان يتمتع بها في بداية الثمانينات.

و أمام هذا القصور الواضح في صيانة مصالح المساهمين الأصليين الذي ظهر على الوسائل القانونية والتعاقدية كان لابد على السياسة المالية أن تلعب دورها في هذا المجال وأن تقدم الحل من خلال تقنيات جديدة ذات طابع مالي بحت. فظهرت منتجات الهندسة المالية إلى الوجود. فما هي هذه المنتجات يا ترى، كيف قدمت الحل لمشاكل عديدة.

III-2-3 إدارة مخاطر رفع رأس المال عن طريق السياسة المالية « منتجات الهندسة المالية »

منذ سنوات بدأت تظهر إلى الوجود منتجات مالية جديدة أتت بها الهندسة المالية تحت اسم أشباه الأموال الخاصة (Les quasi fonds propre)، وكما تسمى بعض الأحيان المنتجات الهجينة لأنها تضم خليط ما بين الأسهم والسندات بحيث تمتلك الميزات الإيجابية المتوفرة في كل منهما دون عيوبهما.

أولاً: تعريف الهندسة المالية

تعرف الهندسة المالية في أبجديات علم التمويل المعاصر، بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وتكوين مجموعة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في الشركات، ومن التعريف السابق، يتبين أن الهندسة المالية تشمل على ثلاثة أنشطة هي:

- 1- تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.
- 2 - تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.
- 3 - تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

والهندسة المالية بذلك تعتبر منهجاً لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة. وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصاً في عالمنا المعاصر اليوم بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً، وهذه المهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود على شكل تنظيمي بين الشرعيين والاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين للخروج بمبتكرات فعالة.

ثانياً: منتجات الهندسة المالية التي تستخدم في إدارة مخاطر الإغراق

أ- تملك العاملين: L' Actionnariat des salariés

تعتبر عملية تملك العمال في المؤسسة من بين الوسائل التي تستخدم لضمان الاستقرار في شكل الملكية فيها، إذ من المعروف أن العامل الذي يمتلك قسط من رأس مال المؤسسة يميل إلى الدفاع عن استقلالية المؤسسة في حالة تعرضها إلى تهديد بتغيير السيطرة على مقدراتها إلى غير الملاك الأصليين.

وفضلاً عن الاستقرار الذي تجنيه المؤسسة من وراء عملية تملك العاملين فإن هذه العملية تحضي بامتيازات ضريبية ودعم في العديد من الدول، فعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة الأمريكية صدر تشريع ضريبي في الثمانينات يسمح للمؤسسات بأن تباع حصة من أسهمها للعاملين بها وذلك ضمن خطة لمشاركتهم في ملكية المؤسسة (Employee Stock Ownership Plan (ESOP] هندي، 2005، ص [37].

ولإنجاح هذه العملية أحاطت الإدارة الضريبية في الولايات المتحدة هذه العملية بمجموعة من الترتيبات هي:

- 1- خصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
- 2- إعفاء المؤسسة التي تمنح قرضاً لسوق العاملين - المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم - من دفع الضريبة على 50% من الأرباح السنوية التي تحققها، ويبدو أن هذا المحفز الأخير على درجة كبيرة من الإغراء بالنسبة إلى سعي المؤسسات إلى تملك عمالها بحثاً عن الاستفادة من هذه المزايا الضريبية. فالمؤسسات التي تحقق

أرباحا كبيرة وتقع في شريحة ضريبية مرتفعة يمكن أن تجني وفورات ضريبية كبيرة من وراء تملك العاملين فيها.

هذا وقد أثبتت الوقائع نزعة العمال إلى المحافظة على استقلالية واستقرار المؤسسات، حيث أنه في فرنسا حدث وأن أفضل العمال الذين يمتلكون قسط من رأس مال المؤسسة المصرفية سوسيتي جنرال (*société général*) محاولة مجموعة BNP للسيطرة على مؤسستهم [Vernimmen, 2002, P 911].

ب- بعض صيغ تخفيض رأس المال: *certaines formes de réduction de capital*

هذه الوسيلة التي ينظر إليها على أنها إحدى الاستراتيجيات التي تنفذها المؤسسة لأسباب عدة، وتعرف على أساس كونها « شراء المؤسسة لأسهمها بغرض إلغائها وتوزيع مقابل ذلك سيولة على المساهمين » [Vernimmen, 2002, P 788]. وهي بهذا التعريف تختلف عن عملية شراء المؤسسة لأسهمها من دون إلغائها.

وبالإضافة إلى كون هذه الإستراتيجية تطبق من طرف المؤسسات بدافع التحايل على القيود الحكومية على التوزيعات، نقل الثروة من الدائنين القدامى إلى الملاك وإزالة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة. يمكن أن تستعمل أيضا بهدف تقوية المساهمين الأصليين في المؤسسة، حيث تقوم الإدارة في هذه الأخيرة بعض شراء الأسهم منة حملتها مع رفض المساهمين الأصليين بيع جزء من الأسهم التي يمتلكونها وعدم المشاركة في العملية التي تستهدف في الأصل أقلية المساهمين (*Les actionnaires minoritaires*)، وبالتالي ترتفع نسبة أسهم الملاك الأصليين (*Les actionnaires majoritaires*) في رأس مال المؤسسة وينخفض عدد أسهم المساهمين غير المرغوب فيهم. ونجد أن شركة بوجو (*Peugeot*) الفرنسية تطبق دوريا وبصفة منتظمة هذا النوع من وسائل السياسة المالية لتحسين وضع المساهمين العائليين في أجهزتها الرقابية والتسييرية [Vernimmen, 2002, P 911].

هذا وعلى الرغم من المزايا العديدة التي ترتبط بهذه الإستراتيجية ، فإنها تعاني من بعض العيوب. إذ قد ينتج عن تخفيض رأس المال فقدان المؤسسة لفرص

استثمارية مربحة يتجاوز معدل مردودها الداخلي (TRI) معدل العائد المطلوب من طرف الملاك.

ج- الأسهم بحق التصويت المضاعف: Les actions a droite de vote double

خروجا على المبدأ القانوني الذي ينص على وجوب تناسب عدد الأصوات المرتبطة بالأسهم المملوكة مع الحصة في رأس المال (لكل سهم صوت في الجمعية العمومية للمساهمين)، ظهرت الأسهم بحق التصويت المضاعف والتي تصدرها المؤسسات في إطار نظامي معين، حيث أنه:

- لا يمكن إصدار أسهم بحق التصويت المضاعف إلا إذا نص على ذلك النظام الداخلي للمؤسسة أو بعد مداوات الجمعية العمومية الاستثنائية بحضور ثلثي أعضائها.

- يجب أن تكون الأسهم بحق التصويت المضاعف اسمية ولا تتداول بحرية إلا في حدود ضيقة.

وبذلك يضمن المساهمين الأصليين من خلال اكتتابهم في هذا النوع من الأسهم استمرار سيطرتهم، وتحكمهم في صناعة القرار في المؤسسة دون حاجتهم إلى استثمار أموال إضافية فيها.

د- الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت: (ADPSDV)

إذا كانت الأسهم بحق التصويت المضاعف تمنح للمكاتب فيها حقا مضاعفا للتصويت في الجمعية العمومية، فالأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت مسلوبة من هذا الحق كما يدل على ذلك اسمها. حيث تسمح القوانين في بعض الدول كفرنسا مثلا للشركات بإصدار هذا النوع من الأسهم الذي لا يعطي لحامله الحق في التعبير عن رغبته فيما يخص تسيير المؤسسة وتتم عملية إصدار هذا النوع من الأسهم باحترام الشروط التالية:

- مبلغ الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت المصدرة، يجب أن يكون أقل من 25 % من الرأسمال الاجتماعي للمؤسسة بعد الإصدار المتضمن هذا النوع من الأسهم (أو أقل من 33 % من رأس المال الاجتماعي بعد الإصدار).

- رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدراء العاميين ليس لهم الحق في الاكتتاب في هذا النوع من الأسهم.
- يجب أن تكون المؤسسة المصدر لهذا النوع من الأسهم قد حققت أرباحاً موزعة خلال السنتين السابقتين لهذا الإصدار.
- وهذا الوصف الملخص عن هذا النوع من الأسهم الذي أتى به المهندسون الماليون يسمح في الأخير بإبراز الفوائد الأساسية التي تجنيها المؤسسة من وراء إصداره، وهي:
 - بالنسبة للمؤسسة يسمح إصدار الأسهم التي لها الأولوية في التوزيعات بجمع أموال خاصة وفي نفس الوقت المحافظة على توازن السلطات داخل مجلس إدارة المؤسسة.
 - يعتبر هذا النوع من الأسهم مكلف خاصة كون الأرباح الموزعة ليست من المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل الضريبة.
 - يتصف إصدار هذا النوع من الأسهم بتقل الإجراءات القانونية والمحددات التنظيمية المتعلقة به.
 - في حالة وقوع المؤسسة في أزمة مالية والتي قد ينتج عنها عجزها عن دفع الأرباح لمستحقيها وبالتالي يصبح من حقهم التمتع بحق التصويت، وإذا حدث ذلك فإنه يمكن أن يؤثر على ميزان القوى داخل الجمعية العمومية ومجلس الإدارة.
- لذلك يجب على الإدارة المالية في المؤسسة لأن تكون حذرة ومتحفظة في إصدار هذا النوع من الأسهم. حيث متن المفروض أن تقوم المؤسسة بالإصدارات من هذا النوع في ظل العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر المترتبة عنها، وكذلك بناء على رغبات ملاك المؤسسة وتفضيلاً لهم فيما يخص الرقابة على المؤسسة والتدفقات النقدية.

هـ - الصكوك الملحقة لمدة غير محدودة: Les titres subordonnés à durée indéterminée

هو عبارة عن منتج مالي ظهر في النصف الثاني مكن عقد الثمانينات، يكتسي في بعض جوانبه صفة صكوك الملكية، وفي بعض الجوانب الأخرى يقترب من صكوك المديونية، إلا أنه في الواقع يصنف من ديون الدرجة ما قبل الأخيرة [Gellet & autre, 2003, P 183]

ويمتاز هذا المنتج بالخصائص التالية:

- هذه الصكوك ذات مدة غير محدودة، مما يعني أن المؤسسة غير ملزمة بإرجاع قيمة هذه الصكوك إلى حامليها في تاريخ استحقاق معين، لكن المؤسسة تمتلك خيار التعويض المسبق لحملة هذه الصكوك وذلك للتخلص من الالتزامات المتعلقة بها، وعلى العكس من ذلك لا يمكن لحامليها المطالبة بهذا التعويض المسبق.

- حملة هذه الصكوك ليس لهم حق التصويت ولا يمكن لهم أن يحوزوا عليه تحت أي ظرف. وهذه الخاصية هي التي جعلت المؤسسات تفضل هذه الصكوك على الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت، حيث نجد المهندسين الماليين قاموا بتقديم الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت في بداية الثمانينات، ثم جاءت هذه الصكوك للتغلب على المشاكل المرتبطة بإصدار الأسهم ذات الأولوية في التوزيعات لا سيما ما يتعلق بتكلفتها وحصولها على حق التصويت في حالة غياب الأرباح الموزعة.

- تكلفة هذه الصكوك منخفضة جدا نظرا لكون المصاريف المرتبطة بها تخضع من الإيرادات قبل الضريبة.

ويبدووا جليا أن هذا المنتج يحمل في طياته الكثير من الميزات الإيجابية بالنسبة إلى المؤسسة المصدرة والتي تقيها بعض المخاطر.

و- الحقوق التفضيلية للاكتتاب: Les droits préférentiel de souscription (DPS)

تعطي كثير من قوانين الشركات وعقود تأسيس الشركات المساهمة لحملة لأسهم لعادية القدامى حق الأولوية في شراء الأسهم الإضافية الجديدة التي تصدرها المؤسسة. حيث يمكن للإدارة المالية أن تقرر إصدار الأسهم العادية الجديدة بحقوق تفضيلية للاكتتاب (DPS).

والحقوق التفضيلية للاكتتاب هذه هي عبارة عن امتيازات مرتبطة بالأسهم القديمة، والتي تسمح لحامل هذه الأخيرة بأخذ الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية، وذلك في حدود النسبة التي يمتلكونها في رأس مال المؤسسة قبل الإصدار.

والغاية من إعطاء هذا الحق إلى حملة الأسهم العادية القديمة هي تحقيق الهدفين التاليين [وستون وبراجام، 1993، ص 592].

- 1- حماية الملاك الأصليين من احتمال فقدان الرقابة على المؤسسة.
- 2- منع أي انتقال للثروة من المساهمين الحاليين إلى الجدد بمناسبة الإصدار الجديد، حيث أنه في حالة عدم إصدار هذه الحقوق التفضيلية يعتبر قيام الإدارة بإصدار أسهم عادي جديدة أضرار بمصالح الملاك القدامى الذين من المفروض أن تسعى الإدارة جاهدة إلى خدمة مصالحهم بصفقتها وكيلة عنهم. فمن المعروف في مجال الأسواق المالية أن سعر إصدار الأسهم العادية الجديدة يجب أن يقل عن سعرها السوقي وذلك لجذب المستثمرين وإنجاح الإصدار، ولذلك فاستفادة المساهمين القدامى من حقوق تفضيلية للاكتتاب تحميهم من تحمل أعباء هذا الإصدار والمتمثلة في انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بعد إتمام عملية الإصدار.

وتشبه الحقوق التفضيلية للاكتتاب خيارات شراء الأسهم في العديد من النواحي الجوهرية. أهمها أنها تعطي الحق لحاملها (وليس الإلزام) في شراء أسهم المؤسسة بسعر محدد وفي تاريخ محدد ولها قيمة زمنية وسوقية مثلها، إلا أنها تختلف معها في بعض الجوانب الأخرى لا سيما ما يتعلق منها بأن خيارات الشراء قد تصدرها المؤسسة أو أي طرف آخر على العكس من الحقوق التفضيلية التي ينحصر إصدارها

في المؤسسة فقط، وعدد الأسهم التي يمكن أن يشتريها كل منهما، فإدكان خيار شراء الأسهم يمكن حامله من شراء سهم أو أكثر (قد يصل عدد الأسهم التي يمكن شراءها بخيار شراء واحد 100 سهم) [حنفي، 2004، ص 560] فإنه لابد من مجموعة من الحقوق التفضيلية لشراء سهم واحد. ولتوضيح كيفية استخدام هذه التقنية من طرف المؤسسة نقترح المثال التالي:

مثال توضيحي:

لدينا مؤسسة يتكون رأسمالها من 1.000.000 سهم عادي تتداول في السوق بمبلغ 50€ للسهم. تود هذه المؤسسة القيام برفع رأسمالها عن طريق طرح 100.000 سهم عادي جديد للاكتتاب في سوق رأس المال (أي سهم واحد جديد مقابل 10 أسهم قديمة).

ومنه وللمحافظة على وضعية المساهمين القدامى وعدم السماح بانتقال الثروة منهم إلى المساهمين المحتملين الجدد قامت المؤسسة بإصدار حقوق تفضيلية للاكتتاب في أسهمها المصدرة حديثاً، وذلك على أساس أنه لكل سهم قديم حق تفضيلي. في مثالنا هذا سوف نحاول إيجاد القيمة النظرية لهذه الحقوق والتطرق إلى كيفية استعمال لهذه الحقوق التفضيلية لحماية مصلحة المساهمين القدامى.

المحافظة على وضعية المساهمين القدامى تعني أن وضعيتهم بعد عملية الإصدار يجب أن تساوي وضعية المساهمين الجدد، ومنه لدينا العلاقات التالية:

$$P_1 = P_0 - 1 \text{ DPS}$$

$$P_1 = P_S + 10 \text{ DPS}$$

$$50 - \text{DPS} = 40 + 10 \text{ DPS} \Rightarrow \text{DPS} = 0.91 \text{ €}$$

وسعر السهم بعد العملية هو:

$$P_1 = 50 - 0.91 = 40 + 10 (0.91) = 49.09 \text{ €}$$

أما فيما يخص ممارسة حقوق الاكتتاب هذه فلقد أثبتت التجارب والدراسات العلمية أن حقوق الاكتتاب التي يهمل المساهمين ممارستها أو بيعها قليلة جداً ولا تتجاوز المعدل الوسطي 1.5% من مجمل الحقوق التي ترسلها المؤسسات إلى

مساهميها. فمثلا قامت شركة صناعة السيارات الأمريكية **General Motors** ببيع أسهم عادية جديدة عن طريق حقوق الاكتتاب، وبعد أن تم بيع الإصدار، وجدت الشركة أن المساهمين الذين يمتلكون 1.5% من أسهمها العادية لم يمارسوا (ولم يبيعوا) الحقوق التفضيلية للاكتتاب التي كانت بحوزتهم وكان مجمل خسارة هؤلاء المساهمين نحو 1.5 مليون دولار [وستون وبراجام، 1993، ص 592].

ولقد قدمت الهندسة المالية الكثير من المنتجات خدمة لأغراض السياسة المالية في المؤسسة، إذ يقدم المهندسون الماليون في كل مرة منتجات مالية جديدة تتغلب على الصعاب التي تواجهها المؤسسة في مجال تحصيل التمويلات اللازمة دون الإضرار بتوازنها المالي أو السلطوي. حيث أقتضى الأمر منهم عن بعض المبادئ الراسخة في مجال الإدارة المالية و القانون.

و أصبحت هناك بعض الأسهم التي تخصم توزيعاتها من الإيرادات قبل الضريبة شأنها في ذلك شأن فوائد القروض وكوبونات السندات، وذلك خلافا لمبدأ معروف في ميدان الإدارة المالية، المحاسبة والضرائب ألا وهو أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم تخصم من النتيجة بعد احتساب مبلغ الضريبة على أرباح الشركات.

كما تم الخروج أيضا عن مبدأ التناسب بين حقوق التصويت و حصة رأس المال المملوكة لأحد الشركاء وأصبحت المؤسسات لا تحترم قاعدة (لكل سهم أو حصة من رأس المال حق تصويت مرتبط به). إذ قدمت الهندسة المالية في المؤسسات أسهم بحق تصويت مضاعف، وعلى العكس من ذلك ظهرت أسهم من دون حق تصويت ولكن لها الأولوية في الأرباح الموزعة. وذلك من خلال ما يعرف

(Instrumentalisation de droite de vote) باستعمال حق التصويت

كوسيلة في يد إدارة المؤسسة لضمان بقاء السلطة والرقابة على مقدرات المؤسسة في حوزة الملاك القدامى.

خلاصة الفصل الثالث:

تتعدد أشكال المخاطر المالية وتتنوع الوسائل، الكيفيات والأساليب التي تلجا إليها الإدارة المالية في المؤسسة للتحكم فيها.

فهناك مخاطر الرفع المالي و المتعلقة بوجود وحجم التكاليف المالية الثابتة والتي تتحملها المؤسسة نتيجة اعتمادها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت. حيث يؤدي ظهور التكاليف المالية الثابتة في جدول الحسابات والنتائج (قائمة الدخل) إلى تقلب كبير في العائد المتاح للملاك (نصيب السهم من الأرباح)، هذا التقلب في العائد يمكن أن يحدث في الاتجاهين، إذ يمكن أن يؤدي إلى تدمير للقيمة في المؤسسة إذا كانت مردوديتها الاقتصادية ولا تغطي وتزيد عن معدل خدمات الديون، كما قد يكون هذا التقلب في صالح المؤسسة في حالة كون مردوديتها جيدة والأحوال الاقتصادية تتسم بالرواج. لذلك فإدارة المؤسسة مدعوة إلى حسن التحكم في أثر الرفع المالي عن طريق زيادة الرافعة المالية في حالات الرواج والتقليل منها في فترات الكساد والركود. كما تواجه المؤسسة أيضا تضخم في تكاليفها المالية نتيجة الضر وف السائدة في الأسواق النقدية والمالية والتي تؤثر على التكاليف المالية النابتة من خلال تأثيرها على معدلات الفائدة السائدة في السوق. حيث أصبح معدل الفائدة يشكل إحدى التحديات الرئيسية للإدارة المالية، ومن ثم أضحت إدارة مخاطر سعر الفائدة جانبا مهما من جوانب التحليل والإدارة الماليين، إذ تقوم المؤسسة بمحولة التحكم في أثار أسعار الفائدة من خلال استعمال تقنيات التحوط، التحويل والتأمين، المتاحة في الأسواق المالية.

هذا وقد تقع المؤسسة تحت منطوق سوق رأس المال في حالة لجوئها إلى التمويل عن طريق الأموال الخاصة ذات الطابع الخارجي بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب، الشيء الذي في اغلب الأحيان إلى انخفاض نصيب السهم العادي مكن الأرباح وبالتالي تدهور قيمته السوقية إضافة إلى فقدان الملاك الأصليين للسيطرة على القرار في المؤسسة. لكن الإدارة المالية ومن خلالها استغلاله للفرص التي أتاحتها الأسواق المالية والهندسة المالية استطاعت أن تقدم الحلول لأغلب هذه المشاكل التي واجهت المؤسسات حتى ولو كان ذلك على حساب بعض المبادئ الأصلية في الإدارة المالية والمحاسبة.

الفصل الرابع: واقع المخاطر المالية في مؤسسة Michelin

تمهيد

- I- مقدمة حول مؤسسة الدراسة.
 - II- جداول المؤشرات المالية والإحصائية لمؤسسة الدراسة.
 - III- تحليل الجداول واستخراج النتائج.
- خلاصة الفصل الرابع.

تمهيد:

في إطار هذا الفصل الرابع المخصص للدراسة التطبيقية التي تتناول واقع إدارة المخاطر المالية في الشركة الفرنسية Michelin لصناعة العجلات المطاطية، حيث أنه وبعد الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة من موقعها على الأنترنت سوف نحاول استخراج أهم مؤشرات المالية والإحصائية المعروفة في مجال قياس المخاطر بعد تقديم لمحة موجزة عن الشركة، طبيعة نشاطها، مهامها، شكلها القانوني و موقعها في السوق العالمي.

I- مقدمة حول مؤسسة الدراسة:

I-1- التعريف بمؤسسة الدراسة:

المؤسسة محل الدراسة، والتي تسمى (La Compagnie des Générale Des Etablissements Michelin)

هي عبارة عن شركة فرنسية الأصل تنشط في مجال صناعة عجلات المركبات
بشتى أنواعها (نفعية، سياحية... إلخ).

أما من الناحية القانونية فهي عبارة عن شركة توصية بالأسهم (société en commandite par action)

I-2-النشأة والتطور:

في الحقيقة يعود أصل هذه الشركة إلى شركة التوصية بالأسهم (Barbier, Daubrée et Cie) التي أنشئت في 15 جويلية 1863 في مدينة Clémont (Ferrand) الفرنسية، والتي كان موضوعها صناعة العجلات. حيث تمكنت من تسجيل أول براءة اختراع في هذا المجال باسمها في سنة 1889.

وفي سنة 1940 قامت هذه الشركة بتغيير اسمها وأخذت اسم (Manufacture de Caoutchouc Michelin) وأصبحت تمارس نشاطها بصفة مباشرة في فرنسا،
وغير مباشرة عن طريق وسطاء وفروع صناعية وتجارية في الخارج.

إلا أن هذه الشركة لم تلبث وقامت مرة أخرى بتغيير اسمها وأصبحت

تسمى (La Compagnie des Générale Des Etablissements Michelin)

هذه الأخيرة والتي كانت تمتلك بصفة شبه كلية رأسمال الشركة القابضة "

هولدينغ" التي أسستها مجموعة Michelin سنة 1960 تحت اسم (La Compagnie Financière Michelin) و الكائن مقرها بفريبورغ السويسرية.

وبحلول سنة 1987 ثم رفع رأس مال المؤسسة من خلال طرح أسهم عادية جديدة للجمهور في بورصة زيورخ " Zurich ". ثم في سنة 2002 وبهدف تبسيط هيكلها القانوني وجعله يتلاءم مع شروط الدخول إلى الأسواق المالية، قامت مجموعة Michelin بعرض عام للتبادل (offre publique d'achat)، حيث ترجمت هذه العملية بإصدار ما مجموعه 5.79 مليون سهم جديد، أي 4.20% من رأسمال المؤسسة.

وفي الأخير يمكن القول أن نشأة وتطور شركة Michelin أرتبطت بصفة كلية بالتطورات التي طرأت على صناعة العجلات، والتي تمثل أكثر من 99 % من نشاطها.

I-3 موقع الشركة في السوق:

تمتلك شركة الدراسة Michelin العديد من المصانع ونقاط البيع في الوطن الأم وخارجه وتمارس أنشطتها الصناعية والتجارية في القارات الخمس للمعمورة. أما فيما يخص ترتيب لشركة عالميا إلى جانب الشركات الأخرى في قطاع صناعة العجلات المطاطية (le secteur de pneumatique)، فنجد أنها كانت تحتل المرتبة العاشرة عالميا في سنة 1960، ثم تقدمت إلى المرتبة السادسة في سنة 1970، وفي سنة 1980 أصبحت تحتل المرتبة الثانية خلف الشركة الأمريكية (Goodyear) وفيما يتعلق بالحصة السوقية، فشركة Michelin تسيطر على 19% من إجمالي لسوق العالمي لقطاع صناعة لعجلات لمطاطية وهي بذلك تستحوذ على حصة سوقية كبيرة إلى جانب الشركات لرائدة الأخرى في هذا المجال. إذ تعتبر شركة Mhchelin إحدى ثلاث شركات رائدة في ميدان صناعة العجلات المطاطية.

I-4 تطور رقم أعمال الشركة:

باعتبار رقم الأعمال احدي المؤشرات الاقتصادية ذات الدلالة القوية في التعبير عن وضعية المؤسسة وحال أدائها الاقتصادي والمالي، ومن خلال التدقيق في التقارير المالية السنوية للفترة (1999 – 2006)، يمكن إعداد لجدول التالي:

الجدول رقم(4-1): تطور رقم الأعمال خلال فترة الدراسة.

الوحدة: مليون أورو

البيان	السنوات						
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
رقم الأعمال	16.384	15.590	15.688	15.369	15.645	15.774	15.395

المصدر: من إعداد الباحث.

ومن أبرز ما يلاحظ على أرقام الجدول حدوث بعض التقلبات البسيطة في رقم الأعمال الصافي للشركة عبر السنوات مما يؤثر على نتيجة الاستغلال للشركة.

الجدول رقم: (4-1): يوضح تطور الأموال الخاصة لمؤسسة Michelin

الوحدة: ألف أورو

الحالة الواقعية		الحالة الافتراضية		البيان
عدد الأسهم	الأموال الخاصة	عدد الأسهم	الأموال الخاصة	
141.792.330	4.502.267	300.111.143	9.529.265	2002
143.387.025	4.409.063	312.935.710	9.622.581	2003
143.387.025	4.676.595	292.971.407	9.555.318	2004

الجدول رقم (4-2) : يوضح معدل خدمة الديون المالية لمؤسسة Michelin

الوحدة: ألف أورو

معدل تكلفة الديون الفعلي	المصاريف المالية الفعوية	الوفر الضريبي	معدل الضريبة	تكلفة الديون (%)	المصاريف المالية	الديون المالية	البيان
3,33%	166.565	93.692	%36	5,177	260.257	5.026.998	2002
2,67%	143.928	81.959	%36	4,181	224.887	5.378.723	2003
2,61%	136.458	76.758	%36	4,089	213.217	5.213.518	2004

الجدول رقم (3-4): المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2002 (في غياب الضريبة)

الوحدة: ألف أورو

نصيب السهم من الربح BPA	المردودية المالية (%)	المردودية الاقتصادية (%)	النتيجة قبل الضريبة	المصاريف المالية	عدد الأسهم	الأموال الخاصة	الأصول الاقتصادية	نتيجة الاستغلال	البيان
4,08	12,85	12,85	1.225.199	-	300.111.143	9.525.265	9.525.265	1.225.199	الحالة الأفترضية (1)
6,80	21,43	12,85	964.942	260.257	141.792.730	4.502.267	9.525.265	1.225.199	الحالة الواقعية (2)

الجدول رقم (4-4): المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2003 (في غياب الضريبة)

الوحدة: ألف أورو

نصيب السهم من الربح BPA	المردودية المالية (%)	المردودية الاقتصادية (%)	النتيجة الصافية	المصاريف المالية	عدد الأسهم	الأموال الخاصة	الأصول الاقتصادية	نتيجة الاستغلال	البيان
3,65	11,87	11,87	1.143.072	-	312.935.710	9.622.581	9.622.581	1.143.072	الحالة الافتراضية (1)
6,40	20,82	11,87	918.185	224.887	143.387.025	4.409.063.	9.622.581	1.143.072	الحالة الواقعية (2)

الجدول رقم (4-5): المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2004 (في عياب الضريبة)

الوحدة: ألف أورو

نصيب السهم من الربح BPA	المردودية المالية (%)	المردودية الاقتصادية (%)	النتيجة الصافية	المصاريف المالية	عدد الأسهم	الأموال الخاصة	الأصول الاقتصادية	نتيجة الاستغلال	البيان
4,43	13,59	13,59	1.299.127	-	292.971.407	9.555.318	9.555.318	1.299.127	الحالة الأفترضية (1)
7,57	23,22	13,59	1.085.910	213.217	143.387.025	4.676.595	9.555.318	1.299.127	الحالة الواقعية (2)

الجدول رقم (4-6): المؤشرات المالية لشركة Michelin (الحالات الافتراضية "في غياب الديون المالية و الضريبة")

الوحدة: ألف أورو

نصيب السهم من الربح BPA	المردودية المالية (%)	النتيجة الصافية	الأموال الخاصة	الأصول الاقتصادية	نتيجة الاستغلال	البيان
4,08	12,85	1.225.119	4.502.267	9.529.265	1.285.119	2002 (0.4)
3,65	11,87	1.143.072	4.409.063	9.622.581	1.143.072	2003 (0.3)
4,43	13,59	1.299.127	4.676.595	9.555.318	1.299.127	2004 (0.3)

الجدول رقم (4-7): المؤشرات المالية لشركة Michelin بوجود الديون المالية وغياب الضريبة

الوحدة: ألف أورو

نصيب السهم من الربح BPA	المردودية المالية (%)	المردودية الاقتصادية (%)	النتيجة الصافية	المصاريف المالية	القروض (الديون الحالية)	الأموال الخاصة	الأصول الاقتصادية	نتيجة الاستغلال	البيان
6,80	21,43	12,85	964.942	260.257	5.026.998	4.502.267	9.529.265	1.225.119	2002 (0,4)
6,40	20,82	11,87	918.185	224.887	5.213.518	4.409.063	9.622.581	1.143.072	2003 (0,3)
7,57	23,22	13,59	1.085.910	213.217	4.878.723	4.676.595	9.555.318	1.299.127	2004 (0,3)

جدول رقم (4-8) : المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2002 (في وجود الضريبة)
الوحدة: ألف أورو

البيان	نتيجة الإستغلال	الاصول الإقتصادية	الأموال الخاصة	عدد الأسهم	المصاريف المالية	النتيجة قبل الضريبة	الضريبة على الأرباح	الضريبة على الأرباح	المردودية المالية (%)	نسب السهم من لربح	البيان
الحالة الافتراضية (01)	1.225.199	9.529.265	9.529.265	300.111.143	-	1.225.199	490.079	735.120	7,71	2,45	الحالة الواقعية (02)
الحالة الواقعية (02)	1.225.199	9.529.265	4.502.267	141.792.730	260.257	964.942	385976	578.965	12.85	4,08	

الجدول رقم (4-09): المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2003 (في وجود الضريبة)

الوحدة: ألف أورو

البيان	نتيجة الاستغلال	الأصول الاقتصادية	الأموال الخاصة	عدد الأسهم	المصاريف المالية	النتيجة قبل الضريبة	الضريبة على الأرباح	النتيجة الصافية	المربودية المالية (%)	نصيب السهم من الربح	البيان
الحالة الافتراضية (01)	1.143.072	9.622.581	9.622.581	312.935.710	-	1.143.072	457.228	685.843	7,12	2,19	الحالة الواقعية (02)
الحالة الواقعية (02)	1.143.072	9.622.581	4.409.063	143.387.025	224.887	918.185	367.274	550.911	12,49	3,64	

الجدول رقم (4-10): المؤشرات المالية لشركة Michelin لسنة 2004 (في وجود الضريبة)

الوحدة: ألف أورو

البيان	نتيجة الاستغلال	الأصول الاقتصادية	الأموال الخاصة	عدد الأسهم	المصاريف المالية	النتيجة قبل الضريبة	الضريبة على الأرباح	النتيجة الصافية	المردودية المالية (%)	نصيب الربح من	البيان	نتيجة الاستغلال	الأصول الاقتصادية	الأموال الخاصة	عدد الأسهم	المصاريف المالية	النتيجة قبل الضريبة	الضريبة على الأرباح	النتيجة الصافية	المردودية المالية (%)	نصيب الربح من
الحالة الافتراضية (01)	1.299.127	9.555.318	9.555.318	292.971.140	-	1.299.127	519.650	779.477	8.15	2.66	الحالة الواقعية (01)	1.299.127	9.555.318	4.676.595	143.387.025	213.217	1.085.910	434.364	651.546	13.93	4,54

الجدول رقم (4-11): المؤشرات المالية لشركة Michelin في وجود الضريبة و غياب الديون المالية

الوحدة: ألف أورو

نصيب السهم من لربح	المالية المردودية (%)	نتيجة الصافية	الضريبة على الأرباح	النتيجة قبل الضريبة	المصاريف المالية	عدد الأسهم	الأموال الخاصة	الأصول الاقتصادية	نتيجة الاستغلال	البيان
2,45	7,71	735.120	490.079	1.225.199	-	300.111.143	9.529.265	9.529.265	1.225.199	2002 (0,4)
2,19	7,12	685.843	457.228	1.143.072	-	312.935.710	9.622.581	9.622.581	1.143.072	2003 (0,3)
2,66	8,15	779.477	519.650	1.299.127	-	292.971.140	9.555.318	9.555.318	1.299.127	2004 (0,3)

الجدول رقم (4-12): المؤشرات المالية لشركة Michelin في وجود الضريبة والديون المالية

الوحدة: ألف أورو

نصيب السهم من لربح	المالية المردودية (%)	نتيجة الصفافية	الضريبة على الأرباح	النتيجة قبل الضريبة	المصاريف المالية	عدد الأسهم	الأموال الخاصة	الأصول الاقتصادية	نتيجة الاستغلال	البيان
4,08	12,85	578.965	385976	964.942	260.257	141.792.730	4.502.267	9.529.265	1.225.199	2002
3,84	12,49	550.911	367.274	918.185	224.887	143.387.025	4.409.063	9.622.581	1.143.072	2003 (0,3)
4,54	13,93	651.546	434.364	1.085.910	213.217	143.387.025	4.676.595	9.555.318	1.299.127	2004 (0,3)

III- تحليل الجداول واستخراج النتائج

ترتكز منهجية تحليل الجداول على مرحلتين، مرحلة أولى نقوم فيها بحساب التوقع الرياضي والانحراف المعياري لكل من نصيب السهم من الربح والمردودية المالية بصفتها يعبران بصفة صادقة على حجم العائد المتوقع والمخاطر التي ينطوي عليها هذا العائد على الترتيب.

III-1- التحليل عن طريق التوقع الرياضي والانحراف المعياري

III-1-1- حالة غياب الضريبة على أرباح الشركات

* نصيب السهم من الربح

من خلال المعطيات الواردة في الجدول (4-6)، يمكن حساب المؤشران الإحصائيين $E(BPA)$ ، δ_{BPA} كالآتي:

$$E(BPA) = P_i \times BPA_i = 0.4 \times 4.08 + 0.3 \times 3.65 + 0.3 + 0.3 \times 4.43$$

$$E(BPA) = 4,06 \text{ €}$$

$$V(BPA) = \sum_{i=1}^n P_i (BPA_i - E(BPA))^2 = 0.4 \times (4,08 - 4,06)^2 + 0.3 \times (3.65 - 4.06)^2 + (4,43 - 4,06)^2 =$$

$$\delta_{BPA} = \sqrt{V(BPA)} = 0,30 \text{ €}$$

إذ يمثل $E(BPA)$ الذي يشير إلى العائد المتوقع (القيمة المتوقعة لنصيب السهم من الربح الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية لشركة Michelin، وذلك في ظل افتراض توزيع كامل الأرباح. ويعبر الانحراف المعياري δ_{BPA} عن حجم المخاطر المرتبطة بهذا العائد، أي مدى تقلبه.

ونظرا لأن قيمتي $E(BPA)$ ، δ_{BPA} المحسوبين أعلاه هي 4.06، 0.30 على الترتيب، إذ يمكن القول أن القيمة المتوقعة للعائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية هي 4.06€ بانحراف معياري قدرة 0.30€، أي أن قيمة العائد يمكن أن تتحرف عن هذه القيمة المتوقعة بـ 0.30€ بالزيادة أو بالنقصان.

* المردودية المالية

ويمكن حساب أيضا القيمة المتوقعة للمردودية المالية $E(K_N)$ و δ_{KN} من خلال البيانات الواردة في الجدول كالتالي:

$$E(K_N) = 0,4 \times 12,85 + 0,3 \times 11,87 + 0,3 \times 13,59$$

$$E(K_N) = 12,778 = 12,78 \%$$

$$\delta^2_{KN} = 0,4 (12,85 - 12,78)^2 + 0,3 (11,87 - 12,78)^2 +$$

$$0,3(13,59 - 12,78)^2$$

$$= 0,44 \%$$

$$\delta_{KN} = 0,66 \%$$

وحيث أن $E(K_N)$ ، δ_{KN} هما التوقع الرياضي للمردودية المالية والمخاطر التي تنطوي عليها هذه المردودية في ظل سيادة ثلاث احتمالات.

وباعتبار أن قيمة $E(K_N)$ و δ_{KN} هما على الترتيب 12.78% و 0.66% . فإنه يمكن القول أن:

- القيمة المتوقعة للمردودية المالية لشركة Michelin، بافتراض أن أصولها الاقتصادية ممولة بالكامل منه الأموال الخاصة (غياب القروض) هي 12.78%.
- المخاطر المالية التي تنطوي عليها هذه المردودية، والتي تعكس التدبب فيها هي 0.66%، أي أنه يمكن أن يحدث تقلب في المردودية المالية للشركة قدره 0.66% نتيجة تغير في نتيجة الاستغلال.

وكذلك بناء على معطيات الجدول رقم (4-7) يمكن احتساب بعض المؤشرات الإحصائية فيما يخص نصيب السهم من الربح والمردودية المالية في وجود الديون المالية.

* نصيب السهم من الربح:

لتوضيح أثر التغير في نتيجة الاستغلال على نصيب السهم من الربح عبر فترة الدراسة نقوم بحساب كل من:

$$E(BPA) = P_i \times BPA_i = 0,4 \times 6,80 + 0,3 \times 6,40 + 0,3 \times 7,57$$

$$E(BPA) = 6,91\text{€}$$

$$V(BPA) = \sum_{i=1}^n P_i (BPA_i - E(BPA))^2 = 0,4 \times (6,80 - 6,91)^2 + 0,3 \times (6,40 - 6,91)^2 + 0,3 \times (7,57 - 6,91)^2 = 0,21\text{€}$$

$$\delta_{BPA} = \sqrt{V(BPA)} = 0,46\text{€}$$

وبالتالي فإن القيمة المتوقعة لنصيب السهم من الربح $E(BPA)$ هي 6.91€ وانحرافها

المعياري δ_{BPA} هو 0,46€ .

* المردودية المالية:

بهدف تبيان أثر تقلب نتيجة الاستغلال على المردودية المالية عبر فترة الدراسة

نقوم بحساب مايلي:

$$E(K_E) = 0,4 \times 21,43 + 0,3 \times 20,82 + 0,3 \times 23,22 = 21,78$$

$$E(K_E) = 21,78\%$$

$$\delta^2_{KE} = 0,4 \times (21,43 - 21,78)^2 + 0,3 \times (20,82 - 21,78)^2 +$$

$$0,3 \times (23,22 - 21,78)^2$$

$$= 0,94\%$$

$$\delta_{KE} = 0,97\%$$

المحل الرابع: ————— واقع المخاطر المالية في شركة Michelin

ومنه فإن القيمة المتوقعة للمردودية المالية $E(K_E)$ هي 21.78 % بانحراف معياري (مخاطر) δ_{KE} تقدر ب 0.97 %.

ويستخلص من هذه النتائج مايلي:

- أن الاقتراض يؤدي إلى زيادة العائد (ارتفاع نصيب السهم من الأرباح)، حيث ارتفعت القيمة المتوقعة لنصيب السهم من الأرباح من € 4,06 إلى € 6,91.

- يؤدي الاقتراض إلى زيادة المخاطر المرتبطة بالعائد، أي زيادة مدي تدبب العائد المتوقع، وذلك بدليل ارتفاع الانحراف المعياري للقيمة المتوقعة لنصيب السهم من الأرباح من € 0,30 في حالة غياب الديون المالية إلى € 0,46 في حالة وجودها.

- يساهم الاقتراض في رفع المردودية المالية لشركة Michelin، حيث ارتفعت بسببه من % 12,78 إلى % 21,78.

III-2- حالة وجود الضريبة على أرباح الشركات:

في الحالات السابقة افترضنا غياب الضريبة على أرباح الشركات وتوصلنا إلى بعض النتائج، و الآن ندخل هذا المتغير ونحاول تفسير النتائج المتوصل إليها ومقارنتها بالنتائج التي تم التوصل إليها في الصفحات السابقة والتي تقترض أن شركة Michelin تعمل في عالم لا تفرض فيه ضرائب.

التعليق على الجدول (4-12):

من خلال المعطيات الواردة في الجدول يمكن استخراج المؤشرات الإحصائية المتعلقة بالعائد (نصيب السهم من الأرباح الموزعة، المردودية المالية)، المخاطر (نقلب العائد)

***نصيب السهم من الربح:**

لإبراز التغير في نتيجة الاستغلال على نصيب السهم من الأرباح خلال فترة الدراسة نقوم بحساب كل من:

$$E(BPA) = P_i \times BPA_i = 0,4 \times 2,45 + 0,3 \times 2,19 + 0,3 \times 2,66$$

$$E(BPA) = 2,44 \text{ €}$$

$$\begin{aligned} V(BPA) &= \sum_{i=1}^n P_i (BPA_i - E(BPA))^2 \\ &= 0,4 \times (2,45 - 2,44)^2 + 0,3(2,19 - 2,44)^2 + (2,66 - 2,44)^2 \\ &= 0,0333 \text{ €} \end{aligned}$$

$$\delta_{BPA} = \sqrt{V(BPA)} = 0,1825 \text{ €}$$

وحيث أن $E(BPA)$ و δ_{BPA} تأخذان القيمتين العدديتين 2.44 € و 0.1825 € فإنه يمكن القول أن القيمة المتوقعة لنصيب السهم من الربح هي 2.44 € ، والمخاطر المرتبطة بهذا العائد هي 0.1825 €.

*المردودية المالية:

من أرقام الجدول رقم (4-12) يمكن حساب مؤشرات المردودية المالية والمتمثلة في:

$$E(K_N) = 0,4 \times 7,71 + 0,3 \times 7,12 + 0,3 \times 8,15$$

$$E(K_N) = 7,67 \%$$

$$\delta^2_{KN} = 0,4 \times (7,71 - 7,67)^2 + 0,3 \times (7,12 - 7,67)^2 + 0,3 \times (8,15 - 7,67)^2$$

$$\delta^2_{KN} = 0,1605 \%$$

$$\delta_{KN} = 0,4 \%$$

توضح المعطيات فيما يخص المردودية المالية فيما يخص المردودية المالية أن هذه الأخيرة تتميز بتوقع رياضي $E(K_N)$ و انحراف معياري δ_{KN} يقدران بـ 7,67% و 0,4% على الترتيب، ويعني هذا أن القيمة المتوقعة للمردودية المالية هي 7,67% والمخاطر التي تنطوي عليها هي 0,4% من قيمتها.

التطبيق على الجدول (4-12):

يعبر الجدول رقم (4-12) بصفة شبه واقعية عن المؤشرات المالية لمؤسسة الدراسة، شركة Michelin ، حيث يمكن أن نحسب منه بعض المعايير الإحصائية، والمتمثلة في التوقع الرياضي والانحراف المعياري لكل من نصيب السهم من الربح والمردودية المالية.

* نصيب السهم من الربح:

بالنسبة لنصيب السهم من الربح فمؤشراته الإحصائية هي:

$$E(BPA) = P_i \times BPA_i = 0,4 \times 4,08 + 0,3 \times 3,84 + 0,3 \times 4,54$$

$$E(BPA) = 4,15 \text{ €}$$

$$V(BPA) = \sum_{i=1}^n P_i (BPA_i - E(BPA))^2 = 0,4(4,08 - 4,15)^2 + 0,3(3,84 - 4,15)^2 + 0,3(4,54 - 4,15)^2 = 0,076 \text{ €}$$

$$\delta_{BPA} = \sqrt{V(BPA)} = 0,27 \text{ €}$$

ومنه فالقيمة المتوقعة لنصيب السهم من الربح هي 4,15 € بانحراف معياري (

مخاطر) يقدر بـ 0,27 €

المردودية المالية:

فيما يخص المردودية المالية وبناء على أرقام الجدول (4-12)، فإنه يمكن

حساب قيمتها المتوقعة وانحرافها المعياري كالتالي:

$$E(K_E) = 0,4 \times 12,85 + 0,3 \times 12,49 + 0,3 \times 13,93 = 13,07$$

$$E(K_E) = 13,07 \%$$

$$\delta^2_{KN} = 0,4(12,85 - 13,07)^2 + 0,3(12,49 - 13,07)^2 + 0,3(13,93 - 13,07)^2$$

$$\delta^2_{KN} = 0,34$$

III-2 التحليل باستعمال معامل الاختلاف:

III-2-1 حالة غياب الضريبة على أرباح الشركات:

تبين أرقام الجدول السابق العديد من النتائج فيما يخص العائد والمخاطر، وتتمثل هذه لنتائج في:

- يؤدي استعمال شركة Michelin للديون المالية في غياب الضريبة على أرباح الشركات، إلى زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، حيث ترتفع القيمة المتوقعة لنصيب السهم من الربح من € 4,06 إلى € 6,91.

- يساهم استعمال شركة Michelin للديون المالية في رفع مردودية الأموال الخاصة التي انتقلت من 12,78% إلى 21,78%.

- ترتفع المخاطر المالية التي تتعرض لها شركة Michelin كلما زاد استعمالها للديون المالية، حيث قفز الانحراف المعياري من 0,30 إلى 0,46 بالنسبة إلى نصيب السهم من الربح، ومن 0,4 إلى 0,58 فيما يخص المردودية المالية.

ونظرا لأن لنتائج المتوصل إليها من خلال مقارنة التوقع الرياضي و الانحراف المعياري في الحالتين، وبسبب تباين التوقع الرياضي فالانحراف المعياري لا يصلح في هذه الوضعية كمقياس للحكم على حجم المخاطر المرتبطة بقرار تمويلي ما. وعليه يتم حساب معامل الاختلاف والذي يعتبر مقياس جيد للتعبير عن المخاطر النسبية (مخاطر وحدة من العائد المتولد).

الجدول رقم (4-13): المؤشرات الإحصائية لنصيب السهم من الربح و المردودية المالية.

حالة وجود الديون المالية			حالة غياب الديون المالية			البيان
معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	التوقع الرياضي	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	التوقع الرياضي	
0,0665	0,46	4,15	0,0738	0,30	4,06	نصيب السهم من الربح
0,445	0,97	21,78	0,0516	%0,66	%12,78	المردودية المالية

حيث وحسب الجدول الموضح أعلاه يتضح أن معامل الاختلاف لكل من نصيب السهم من الربح والمردودية المالية في ظل عدم وجود ديون مالية يقدر بـ 0,0747 و 0,0521 على الترتيب، وهما رقمان أكبر من النتيجة المحصل عليها لمعامل الاختلاف في حالة وجود ديون مالية، والمقدرة بـ 0,0665 و 0,445. ومنه يمكن القول أنه وعلى الرغم من زيادة المخاطر المالية بصفة مطلقة بسبب وجود الديون المالية في هيكل رأس مال المؤسسة، إلا أنه يترتب أيضا عن ذلك زيادة في العائد أكبر من الزيادة في المخاطر.

III-2-2 حالة وجود الضريبة على أرباح الشركات

من خلال فحص أرقام الجدول (4-14) يمكن استخراج العديد من الاستنتاجات،

وهي:

- يؤدي استعمال شركة Michelin للديون المالية في ظل وجود الضريبة إلى زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، حيث ارتفع نصيب السهم من الربح من 2,44€ إلى 4,15€.

- يساهم استعمال شركة Michelin للديون المالية في رفع مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) التي ازدادت % 7,67 إلى % 13,07

- يرفع لجوء المؤسسة إلى الديون المالية من حجمك المخاطر التي تتعرض لها، إذ تزايد الانحراف المعياري من 0,182€ إلى 0,27€ بالنسبة لنصيب السهم من الربح ومن 0,4 إلى 0,58 فيما يخص المردودية المالية.

جدول رقم(4-14): المؤشرات الإحصائية لنصيب السهم من الربح والمردودية المالية

البيان	حالة غياب الديون المالية			حالة وجود الديون المالية		
	التوقع الرياضي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	التوقع الرياضي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
نصيب السهم من الربح	2,44	0,182	0,07	4,15	0,27	0,06
المردودية المالية	% 7,67	% 0,400	0,05	% 13,07	% 0,58	0,0443

ونظرا لأن الانحراف المعياري يعتبر مقياس مطلق للمخاطر ولا تصلح نتائجه لتكون قاعدة لقرار مالي صحيح إلا في حالة واحدة وهي حالة تساوي العائد المتوقع، ولذلك يستعمل معامل الاختلاف كمقياس نسبي للمخاطر، والذي يقيس المخاطر النسبية، أي في دراستنا هذه يقيس معامل الاختلاف المخاطر التي ترتبط بكل وحدة من العائد.

الفصل الرابع: ————— واقع المخاطر المالية في شركة Michelin

وبما أن معامل الاختلاف لكل من نصيب السهم من الربح والمردودية المالية في ظل عدم وجود ديون مالية يقدر بـ 0,0747 و 0,0521 على الترتيب، وهما رقمان أكبر من النتيجة المحصل عليها لمعامل الاختلاف في حالة وجود ديون مالية والمقدرة بـ 0,0650 و 0,0443.

خلاصة الفصل الرابع:

من خلال الدراسة التحليلية التي قمنا بها على الوثائق المتوفرة، والتي تعكس واقع إدارة المخاطر المالية في شركة الدراسة Michelin يتبين أن هذه الشركة لا تعاني من مخاطر مالية كبيرة خاصة كونها شركة رائدة في مجال صناعتها. وبناء على النتائج المتوصل إليها تبين اتساق هذا الواقع مع ما أتت به الدراسات النظرية فيما يخص المخاطر المالية، حيث أثبتت النتائج وبالأرقام التأثير الايجابي الذي يمس العائد (نصيب السهم من الربح، المردودية المالية) من جراء استعمال الشركة للديون المالية، وكذلك التأثير السلبي ممثلا في زيادة مخاطر تدبب هذا العائد. كما أمكن أيضا ملاحظة أن التأثير الايجابي على العائد أكبر بكثير من الأثر السلبي، وهذا يعكس مدى جدية إدارة هذه الشركة في التعامل مع المخاطر المالية.

الخاتمة

الخاتمة:

تلعب الإدارة المالية دورا مهما في مؤسسات الاعمال المعاصرة خاصة في ظل الظروف البيئية المحيطة بها والمتسمة بالديناميكية والتقلب الشديدين، ونظرا لكون نشاطها يرتبط بصفة وثيقة بمدى امكانية تحقيق المؤسسة لأهدافها، وحيث أن المخاطر المالية هي احدى المتغيرات التي تقف في طريق تحقيق المؤسسة لهذه الأهداف، فإنه لا بد أن تسعى الادارة المالية إلى مواجهة هذه المخاطر ومحاولة التحكم فيها.

وقد هدفت هذه الدراسة الى ابراز أثر المخاطر المالية على نشاط ودمية المؤسسة، حيث أن لها أثرا بليغ على العديد من المتغيرات الحيوية فيها لاسيما قيمتها، ربحيتها وتوازنها المالي.

إذ تناولت هذه الدراسة مفهوم المخاطر المالية من حيث أنه التدبب الذي يصيب الربح المتاح للملاك الناتج من التغير في نتيجة الاستغلال، وذلك بسبب وجود التكاليف المالية الثابتة كقوائد القروض وكوبونات السندات. ونظرا لكون المخاطر المالية على علاقة وطيدة بمصادر التمويل في المؤسسة، قمنا بدراسة هذه المصادر وتقييمها بناء على التناثية "عائد - مخاطر" مسترشديمن في ذلك ببعض الأطر النظرية التقليدية ، الحديثة و العملية منها، ففي ظل الفكر التقليدي الذي لم يهمل المخاطر المالية سادت بعض الافكار فيما يخص علاقة المخاطر المالية وقيمة المؤسسة وتكلفة التمويل، ليأتي بعد ذلك الفكر الحديث ويثري موضوع المخاطر المالية بتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة ، ثم جاء بعد ذلك تحليل رائد الادارة المالية ميرثون ميلر الذي أدخل الضريبة الشخصية على دخل المستثمر. وهناك بعض النظريات المستلهمة من الواقع العملي كنظرية العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل و نظرية عدم تمثل المعلومات والاشارات المالية.

ونظرا لتعدد أشكال المخاطر المالية في المؤسسة، فأثر الرفع المالي المرتبط بوجود التكاليف المالية الثابتة في جدول الحسابات والنتائج للمؤسسة والتي تؤثر بصفة كبيرة على تصنيفها ضمن فئة المخاطر. كذلك هناك معدل سعر الفائدة والتقلبات التي تطرأ عليه في الاسواق المالية، حيث أنتقل سعر الفائدة يؤدي الى التأثير في مستوى التكاليف المالية الثابتة التي تتحملها المؤسسة مما يزيد من تدبب أرباحها وبالتالي زيادة مخاطرها، وهناك ايضا مخاطر إغراق أرباح، سلطة ورقابة حملة الأسهم العادية على المؤسسة نتيجة رفع رأس المال من خلال طرح أسهم جديدة للإكتتاب في سوق رأس المال.

ولكن الادارة المالية في المؤسسة التي تسعى دائما الى التقليل من حجم المخاطر لها بعض الوسائل التي تمكنها من ذلك، لاسيما تلك التقنيات التي أصبحت الأسواق المالية توفرها إلى جانب وسائل السياسة المالية.

أما الدراسة التطبيقية والتي قمنا فيها بالتعرف على واقع المخاطر المالية في مؤسسة Michelin الفرنسية لصناعة العجلات المطاطية، حيث قمنا باستخراج وتحليل المؤشرات المالية والاحصائية المرتبطة بالعائد والمخاطر لهذه الشركة.

وبناء على كل من الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية وفي ظل الاشكالية المطروحة والفرضيات الموضوعية يمكن استخلاص النتائج التالية:

- قوة الدور الذي مافتئت تلغبه الادارة المالية في المؤسسة عبر السنين وزيادته مع مرور الوقت.

- الحركية الشديدة التي تطبع البيئة المالية للمؤسسة.

- إن إدارة المخاطر في المؤسسة هي احدى المرتكزات الرئيسية للادارة المالية الى جانب تقييم الأصول المالية وقيمة النقود عبر الزمن.

- الحجم الهائل من الفرص والتهديدات التي تولدها هذه البيئة.

- تعدد أشكال المخاطر المالية التي منها مايرتبط بوجود التكاليف المالية الثابتة

ومنها ما يرتبط بحجمها.

- تنوع الكيفيات التي تسير بها المؤسسة المخاطر المالية مسترشدة في ذلك بمبدأ الموازنة بين العائد والمخاطر.
- تعدد سبل، أدوات وتقنيات ادارة المخاطر المالية في المؤسسة.
- ضعف المخاطر المالية لشركة الدراسة، حيث يرجع ذلك الى استقرار كل من رقم الاعمال ونتيجة الاستغلال لها، وسبب ذلك كون هذه الشركة هي احدى أقوى ثلاث شركات في صناعة العجلات المطاطية في العالم.
- ومن خلال النتائج السابقة التي توصلت اليها الدراسة يمكن للباحث أن يقدم العديد من الاقتراحات للمدراء للقائمين على الادارة المالية في المؤسسة الجزائرية، وهي:
- ضرورة قيام المؤسسة الجزائرية بتغيير نضرتها الى الادارة المالية من مجرد وظيفة اجرائية لتدبير الموارد المالية اللازمة للنشاط إلى ادارة وظيفية أساسية بصفتها أحد مراكز صناعة الثروة في المؤسسة.
- السعي الى ضمان استقرار رقم الأعمال ونتيجة الاستغلال ومحاولة تجنب الهزات الكبيرة على مستوى هدين المؤشرين الماليين.
- عدم الافراط في الاقتراض.
- عدم تجاوز حد معين من المصاريف المالية الثابتة.
- وفي الأخير نشير أن هذه الدراسة خطوة متواضعة على درب دراسة المخاطر المالية ونتمنى أن تفتح هذه الدراسة آفاقا جديدة للبحث في هذا المجال.

قائمة المراجع

المراجع:

أولاً: باللغة العربية

أ- الموسوعات والمعاجم:

1- جبران مسعود، الرائد: معجم ألفبائي في اللغة والإعلام، الطبعة الأولى، دار العلم للملايين، بيروت، لبنان - 2003.

2- حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الرابعة، دار الفكر العربي القاهرة- 1992.

ب- الكتب:

3- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002- 2003.

4- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون - الجزائر 2001.

5- إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، التسيير المالي: دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دائل وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.

6- توماس ماير، جيمس إيس دوسنبيري، روبرت زاد أليبر، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، أحمد بديع بليح، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية 1996.

7- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2004.

8- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت لبنان - 2003.

9- سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال للشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان 2004.

10- شربل طانيوس صابر، عقد الوكالة في التشريع والفقہ والاجتهاد، [د.س.ط.]، [د.م.ط.]

- 11- طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى - جدة المملكة العربية السعودية 2003.
- 12- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر - 2003
- 13- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: المفاهيم، المبادئ والتجارب، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر - 2005.
- 14- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة: عرض القوائم المالية، الجزء الثاني، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر 2003.
- 15- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 16- عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية: المدخل الكمي، دار زهوان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 1997.
- 17- علي بلعزوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004.
- 18- فرد وستون، يوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، تعريب: عدنان داغستاني، عبد الفتاح سيد النعماني، دار المريخ، الرياض المملكة العربية السعودية 1993.
- 19- فرد وستون، يوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، تعريب: عدنان داغستاني، عبد الفتاح سيد النعماني، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية 1993.
- 20- فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة: دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1999.
- 21- محمد عباس محرز، اقتصاديات الضرائب والحياة، دار هومه - الجزائر - 2004ص31.

- 22- محمد مطر، ادارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
- 23- منير ابراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1996.
- 24- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 25- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 26- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف- الإسكندرية، مصر - 2005.
- 27- ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة للطلبة الجامعيين، دار المحمدية، الجزائر، 1998.
- 28- نور الدين خبايا، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1997.
- 29- وجدي محمد شهاب، اقتصاديات النقود والمال: النظرية والمؤسسات النقدية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية - مصر 2002.
- 30- عبد الحميد الشواربي، الإفلاس، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر - 1988
- ج- المقالات والبحوث:**
- 31- عبد الغني دادان، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، دار الهدى- عين مليلة - 2003.
- 32- مليكة زغيب، استراتيجية المزيج التمويلي الأمثل: دراسة حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة أبحاث روسيكادا، منشورات جامعة سكيكدة، دار الهدى للنشر - عدد رقم 01-2003.

د- الرسائل الجامعية:

- 33- سهيلة بلموفق، أثر تقلبات معدل الفائدة على أداء المؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة - 2006.
- ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية:

A:Les ouvrages

- 34- Alain CHAUVEAU, Jean Jaques ROSE, l'entreprise responsable, édition d'organisation - paris - 2003.
- 35- ANDERSON, SWEENY, WILLIAMS : statistiques pour l'économie et la gestion,
- 36- Aswath DAMODARAN, Finance d'entreprise, de boeck, 1^{er} édition, Bruxelles - 2004.
- 37- Bancel, F. la gouvernance des entreprises, Economica - Paris-2004.
- 38- Eric STEPHANY, la relation capital risque / PME - de boeck- Bruxelles- 2003.
- 39- Felix Bôgliolo, la création de la valeur, édition d'organisation- Paris-2001.
- 40 - G,DEPALLENS, J-P- JOBARD,gestion financière d' entreprise, 11eme éditions, éditions DALLOZ- paris- 1997.
- 41- Gérard GARIBALDI, l'analyse stratégique, 3eme édition- édition d'organisation - Paris-2003.
- 42- Gérard Pavy, dirigeants salaries, les liaisons mensongères, édition d'organisation - paris-2004.
- 43- Gérard RAYER, Alain CHONEL la banque et l'entreprise, 3eme édition , revue Banque éditeur - Paris-2003.
- 44- Hervé HUTIN, toute la Finance, 3eme édition, édition d'organisation, Pris- 2005.
- 45- Hervé HUTIN, toute la Finance en pratique, 1^{er} édition, édition édition d'organisation, Pris-2002.
- 46- J,P,Jobard, P, NAVETTE?, phRAIMBOURG,Finance, DALLOZ - 1998.

- 47- James C. VAN HORNE, gestion et politique financière, tome 02 –Dunod- paris-1985.
- 48– Pierre VERNIMMEN, Finance d'entreprise, 5eme édition- DALLOZ- Paris-2002.
- 49- Jean Jaques Daigre, Hubert de vauplane, droit bancaire et financière: mélanges:AEDBF- FranceII , revue Banque éditeur – paris 2003.
- 50- Jean Pierre Mattout , Hubert de vauplane, droit bancaire et financière: mélanges AEDBF- France 1997, "revue Banque éditeur – paris 2001. -
- 51- Jean Pierre Mattout, Hubert de vauplane, droit bancaire et financière: mélanges AEDBF- FranceIII , revue Banque éditeur – paris 2005.
- 52- Mendher BELLALAH, gestion de portefeuille, Pearson éducation- paris - 2004.
- 53- Octave JOKUNG NGUENA, mathématiques et gestion financière: applications avec exercices corrigés, 1^{er} édition – de beock – Bruxelles -2004.
- 54- patrice VIZZAVONA, gestion financière, 9eme éditions- ATOL éditions _ Neully – Sur-Seine.
- 55- patrice VIZZAVONA, gestion financière; analyse financière, analyse prévisionnelle 8eme Édition, BERTI éditions- paris 1992.
- 56- Philippe MERLE, droit commercial: société commercial, 8eme édition- DALLOZ-Paris -2001.
- 57- Ronald GILLET, Jean Pierre JOBARD, Patrick NAVETTE, Philippe RAIMBOURG, Finance- 2eme édition- DALLOZ – Paris-2003.
- 58- Ross M; Skinner, Alex Milburn, normes comptables: analyse et concepts, ERPI – canada- 2003.
- 59- Sandra CHARREIRE,Isablle Huault, les auteurs de management, édition EMS- Paris - 2002.
- 60- ZVI Bodie ROBERT Merton, finance d'entreprise, Pearson éducation – de boeck , Bruxelles 2001.

B : Les articles

61-Gerd Hausler, la mondialisation financière, finance et développement, FMI- Washington – 2001.

C : Les rapports

62 - rapport financière d'exercice annuel 2002

63 - rapport financière d'exercice annuel 2003

64 - rapport financière d'exercice annuel 2004

65 - rapport des autre informations juridiques et financières

قائمة الملاحق

Informations de caractère général concernant la Compagnie Générale des Établissements Michelin

Histoire et évolution de la Société

Le siège de la Compagnie Générale des Établissements Michelin remonte à la société en commandite par actions de Caoutchouc et C^{ie} constituée le 15 juillet 1863 à Courmayeur (Fribourg-du-Saut) dans la région suisse romande. La raison sociale Michelin a été créée le 15 octobre 1889. L'année même où fut déposée la demande de brevet pour le pneumatique.

En 1951, cette société, qui avait en 1940 pris le nom de Manufacture de Caoutchouc Michelin, a exercé directement et indirectement, par l'intermédiaire de sociétés diverses, une activité industrielle et commerciale à l'étranger.

Elle apporta ses actifs industriels français à une société, la Manufacture Française des Pneumatiques Michelin, créée le 15 octobre 1951. La Manufacture de Caoutchouc Michelin prit alors le nom de Compagnie Générale des Établissements Michelin.

Les actifs situés à l'étranger ont eux-mêmes été regroupés au sein d'une société holding, la Compagnie Générale Michelin, dont le siège social est à Granges-Fribourg (canton de Fribourg/Suisse).

La Compagnie Générale des Établissements Michelin, à l'échelle du Groupe depuis 1951, n'a pas d'activité industrielle propre.

Jusqu'en 1987, la quasi-totalité du capital de la Compagnie Générale Michelin était détenue par la Compagnie Générale des Établissements Michelin. En 1987, une augmentation de son capital fut en partie réservée au public, qui possédait alors environ 6 % du capital de la Compagnie Générale Michelin, dont les actions au porteur étaient cotées à la Bourse de Zurich. La même année, la Compagnie Générale Michelin a pris une participation d'environ 20 % dans le capital de la Manufacture Française des Pneumatiques Michelin. Cette participation a été portée à 60 % en 1993.

La Compagnie Financière devient ainsi la société mère de la très grande majorité des sociétés industrielles importantes du Groupe, constituant alors un ensemble cohérent. Par ailleurs, la Manufacture Française peut recourir à des financements d'origines plus diversifiées.

La Compagnie Générale des Établissements Michelin, detentrice d'un important patrimoine technologique, perçoit de ce fait des redevances.

En 2002, afin de simplifier les structures juridiques du Groupe et de tirer parti de meilleures conditions d'accès aux marchés financiers, la Société a réalisé une offre publique d'échange sur les titres au porteur de la Compagnie Financière Michelin et engagé une procédure de "squeeze-out" des actions non apportées à l'offre.

Cette opération s'est traduite par la création d'un total de 5,97 millions d'actions nouvelles, soit 4,20 % du capital, dont 5,78 millions ont été émises le 20 novembre 2002, en rémunération des titres au porteur de la Compagnie Financière Michelin apportés à l'échange, le solde ayant été émis le 30 juin 2003, en conséquence du squeeze-out des actions qui n'avaient pas été apportées à l'offre publique d'échange.

L'histoire de Michelin est étroitement liée à celle du pneumatique. Depuis le dépôt de son premier brevet concernant ce produit, Michelin a innové en permanence dans ce domaine, qui représente l'essentiel de son activité, soit pour l'exercice 2003 (dernière année pour laquelle cette information est disponible), en % du chiffre d'affaires consolidé :

- Pneumatiques et roues 99,4 %
- Caoutchouc manufacturé et plastiques, cartes, guides et divers 0,6 %

L'invention par Michelin en 1946 du pneumatique à carcasse radiale constitue toujours une révolution technologique majeure dans l'industrie des transports. L'introduction du pneumatique radial a apporté des améliorations considérables dans de nombreux domaines : adhérence, sécurité, longévité, confort, économie de carburant... Sa diffusion, sous l'impulsion

de Michelin, s'est dans un premier temps opérée largement en Europe, avant de s'étendre rapidement à partir de 1970 aux autres principaux pays producteurs que sont les États-Unis et le Japon. Sur ces marchés, la part du radial très faible alors, atteint aujourd'hui plus de 90 % des ventes.

Depuis plusieurs années, d'importants travaux de recherche ont été poursuivis sur le pneumatique vert commercialisé sous l'appellation "Energy". Cette innovation technologique permet de répondre au souci de protection de l'environnement, en réduisant la consommation de carburant de façon significative tout en préservant les qualités des pneumatiques Michelin que sont en particulier l'adhérence sur sol mouillé et la résistance à l'usure.

Structure du Groupe

La Compagnie Générale des Établissements Michelin (CGEM) est la maison mère du Groupe à laquelle sont rattachées, directement ou indirectement, toutes les sociétés liées à Michelin. Ses deux participations principales sont :

- La Manufacture Française des Pneumatiques Michelin (MFPM) dont la CGEM détient 40 % du capital. La MFPM coordonne l'ensemble des opérations industrielles, commerciales et de recherche en France ; à partir d'une méthode de répartition proportionnelle, elle facture les services correspondants et est dédommée de ses frais de recherche.

- La Compagnie Financière Michelin (CFM), dont la CGEM détient 100 % du capital.

La CFM coordonne en tant qu'actionnaire l'activité de la plupart des sociétés industrielles, commerciales et de recherche du Groupe. La Société mère et sa filiale, la Compagnie Financière Michelin, ont conclu avec les sociétés opérationnelles du

Groupe des accords relatifs aux prestations de services à ces sociétés

Ces deux Sociétés ont confié à la Manufacture Française des Pneumatiques Michelin la mission de rendre ces services, la Manufacture étant rémunérée par les sociétés opérationnelles selon la méthode du prix de revient majoré

Les transactions entre les sociétés du Groupe existent dans de multiples domaines (biens incorporels, prestations de services de natures variées, équipements, matières premières, produits semi-finis et fins) et atteignent des volumes considérables

Les rémunérations ou prix correspondants sont fixés au moyen de méthodes qui varient selon le domaine concerné

Ces méthodes ont comme point commun d'être fondées sur le principe de pleine concurrence adopté par les pays membres de l'OCDE et qui fait l'objet des "Principes applicables en matière de prix de transfert à l'intention des entreprises multinationales et des administrations fiscales"

Développement du groupe Michelin

Michelin avait commencé à implanter des usines très tôt hors de France en 1906 en Italie, en 1927 en Angleterre, en 1931 en Allemagne et en 1934 en Espagne

Le développement de Michelin s'est fortement accéléré à partir des années 1960 par la construction de nombreuses usines, d'abord en France, puis à l'étranger, et notamment sur le continent américain à partir des années 1970

Depuis 1985, Michelin a constitué des joint-ventures pour s'installer industriellement en Asie

Michelin s'est aussi développé depuis 1995 en Europe de l'Est

Au total, le développement de Michelin depuis 1960 l'a fait progresser dans le classement mondial des pneumaticiens le plus généralement accepté, de la dixième place en 1960, à la sixième en 1970 et à la deuxième en 1980, derrière Goodyear

A la fin des années 80, Bridgestone a acquis le manufacturier américain Firestone et Michelin, de son côté, Unroyal Goodrich

Du fait de ces développements, les chiffres d'affaires des pneumaticiens les plus importants se sont rapprochés, leur classement variant, selon les années, en fonction des fluctuations de taux de change et des modes de calcul

De fait aujourd'hui trois pneumaticiens, Bridgestone, Goodyear et Michelin représentent au total près de 55 %

du marché mondial du pneumatique, chacun occupant la première place sur son propre continent d'origine

Acte constitutif et statuts

Dénomination sociale

COMPAGNIE GÉNÉRALE DES ÉTABLISSEMENTS MICHELIN

Nom commercial

M ROLLIER & Cie

Registre du Commerce et des Sociétés

855 200 887 RCS CLERMONT-FERRAND

Date de constitution et d'expiration

Constituée le 15 juillet 1863 et venant à expiration le 31 décembre 2050, sauf dissolution anticipée ou prorogation prévues par les statuts

Siège social

12, cours Sablon - CLERMONT-FERRAND (Puy-de-Dôme)
Tel 04 73 98 59 00

Forme juridique / Législation applicable

Société en commandite par actions régie par les articles L 226-1 à L 226-14 du Code de Commerce

Associés commandités (article 1^{er} des statuts)

- M. Michel Rollier, Gérant
- La Société Auxiliaire de Gestion "SAGES", société par actions simplifiée ayant son siège social à Clermont-Ferrand (Puy-de-Dôme), dont l'objet est d'assurer l'intérim de la gérance en cas de vacance de cette dernière, et de convoquer une Assemblée Générale extraordinaire des Actionnaires appelée à nommer un nouveau Gérant

Objet social (article 2 des statuts)

- Toutes opérations et entreprises se rattachant directement ou indirectement à la production, la fabrication et la vente de caoutchouc, à tous les degrés de fabrication, sous toutes les formes et pour tous usages
- Toutes opérations industrielles, commerciales et financières concernant notamment
 - le pneumatique, ses composants et ses accessoires, et le caoutchouc manufacturé en général,
 - la construction mécanique dans toutes ses applications et en particulier les véhicules automobiles et industriels, composants, pièces détachées et accessoires,
 - la fabrication, la vente et l'utilisation de produits chimiques naturels ou synthétiques et de leurs dérivés, en particulier les différentes variétés d'élastomères, plastiques, fibres et résines, et généralement toutes activités et tous produits de l'industrie chimique se rapportant notamment aux produits et opérations ci-dessus visés,
 - le dépôt, l'acquisition, l'exploitation, la cession ou la vente de tous droits de propriété incorporels, et notamment de brevets et accessoires, marques, procédés de fabrication se rapportant à l'objet social
- Le tout directement, ainsi que par voie de participation, de création de sociétés nouvelles, de sociétés en participation, de groupements d'intérêt économique, d'apports, commandites, souscription, achat ou échange de titres ou de droits sociaux, dans toute entreprise ayant des activités pouvant se rattacher aux objets précités, ou encore par voie de fusion ou autrement
- Et généralement, toutes opérations commerciales, industrielles, immobilières, mobilières et financières se rattachant directement ou indirectement, en totalité ou en partie, à l'un quelconque des objets ci-dessus spécifiés, ou à tous objets similaires ou connexes.

Exercice social

Du 1^{er} janvier au 31 décembre

Répartition statutaire des bénéfices (article 30 des statuts)

Attribution d'une somme égale à 12 % des bénéfices nets de l'exercice aux associés commandités, cette somme ne pouvant excéder 1 % du résultat net consolidé de l'exercice, la différence éventuelle étant rapportée au bénéfice à affecter. Le solde des bénéfices nets augmente, le cas échéant, du montant que le bénéficiaire constitue la part revenant aux actions commanditaires. Cette part, sera prélevée une somme facultative destinée, sur la proposition du (des) Gérant(s), à créer ou augmenter le (s) fonds de réserve ou de prévoyance, sur lequel les associés commandités n'auront plus aucun droit. Le bénéfice revenant aux actions, après le prélèvement effectué, sera distribué aux actions.

Assemblées Générales

Modes de convocation :

Les convocations aux Assemblées Générales d'actionnaires se font dans les formes et dans les délais légaux.

Conditions d'admission :

Les membres Générales se composent de tous les titulaires quel que soit le nombre de leurs actions, à condition que ces actions aient été libérées des versements exigés.

Leur mandat prend part à une Assemblée que les actionnaires sont inscrits comme tels sur les registres de la Société trois jours avant la date de cette Assemblée.

Conditions d'exercice du droit de vote

(article 22 des statuts) :

Sauf dans les cas prévus par la loi, chaque membre de l'Assemblée a autant de voix qu'il possède ou représente d'actions, sans limitation.

Droit de vote double :

Disposent toutefois de deux voix par action, sans limitation, les propriétaires ou leurs mandataires de toutes les actions entièrement libérées, inscrites depuis quatre ans au moins au nom du même titulaire.

En cas d'augmentation de capital, par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré des leur émission aux actions nominatives attribuées à un actionnaire à raison des actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus ci-dessus.

Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action qui fera l'objet d'un transfert pour toute autre cause.

Existence de seuils statutaires :

Les statuts ne prévoient pas de déclaration à la Société de franchissements de seuils.

Documents accessibles au public

Les documents ci-dessous peuvent être consultés au siège social et, le cas échéant, également sur le site Internet : www.michelin.com/corporate (rubrique "Finance")

- Les statuts de la Société,
- Les informations financières historiques, les communiqués de presse, les lettres aux actionnaires, les documents d'Assemblée (avis de convocation, compte-rendu de l'Assemblée), l'ensemble des rapports annuels, rapports semestriels d'activité, documents de référence ainsi que l'ensemble de "l'information réglementée" au sens des recommandations de l'Autorité des Marchés Financiers.

Bilan consolidé



Actif

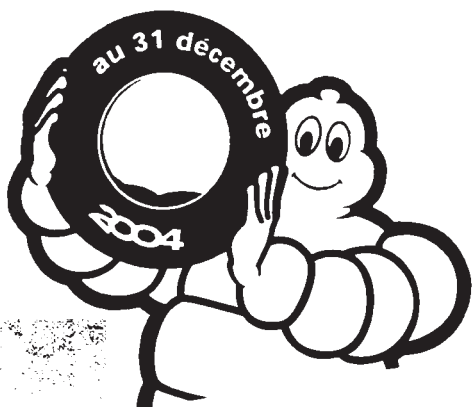
(En milliers d'euros)

	2004 Normes françaises	2003
Capital souscrit non-appelé	0	0
Actif immobilisé		
Écarts d'acquisition	272 037	303 595
Immobilisations incorporelles	155 410	163 184
Immobilisations corporelles	5 769 872	5 663 491
Immobilisations financières	514 497	412 348
Titres mis en équivalence	68 176	58 805
	6 779 992	6 601 423
Actif circulant		
Stocks et en-cours	2 858 549	2 769 136
Clients et comptes rattachés	2 920 236	2 984 501
Autres créances et comptes de régularisation	1 956 374	2 038 187
Valeurs mobilières de placement	235 258	539 488
Disponibilités	1 420 140	1 234 168
	9 390 557	9 565 480
Total de l'actif	16 170 549	16 166 903

Passif

(En milliers d'euros)

	2004 <i>Normes françaises</i>	2003
Capitaux propres		
Capital ⁽¹⁾	286 774	286 774
Primes ⁽¹⁾	1 839 640	1 839 640
Réserves et résultat consolidés ⁽²⁾	2 475 491	2 200 946
	4 601 905	4 327 360
Intérêts minoritaires	74 690	81 703
Capitaux propres et intérêts minoritaires	4 676 595	4 409 063
Provisions pour risques et charges	2 988 721	3 006 360
Dettes		
Dette subordonnée	500 000	500 000
Emprunts et dettes financières	4 378 723	4 713 518
Fournisseurs et comptes rattachés	1 598 724	1 552 745
Autres dettes et comptes de régularisation	2 027 786	1 985 217
	8 505 233	8 751 480
Total du passif	16 170 549	16 166 903
1) de l'entreprise mère consolidante		
2) dont résultat net de l'exercice	515 138	317 532



Compte de résultat consolidé

de l'exercice 2004

(En milliers d'euros)

2004
Normes françaises

2003

Produits d'exploitation		
Chiffre d'affaires net	15 688 781	15 369 820
Reprises sur provisions	96 872	28 208
Autres produits d'exploitation	510 613	576 621
	16 296 266	15 974 649
Charges d'exploitation		
Achats consommés	5 561 206	5 372 669
Charges de personnel	4 871 909	4 996 925
Autres charges d'exploitation	3 445 627	3 360 310
Impôts et taxes	237 865	244 355
Dotations aux amortissements	797 586	818 526
Dotations aux provisions	82 946	38 792
	- 14 997 139	- 14 831 577
Résultat d'exploitation	1 299 127	1 143 072
Charges et produits financiers	- 213 217	- 224 887
Résultat courant des sociétés intégrées	1 085 910	918 185
Charges et produits exceptionnels	- 206 055	18 679
Impôts sur les résultats	- 315 798	- 261 435
Résultat net des sociétés intégrées	564 057	675 429
Quote-part dans les résultats des sociétés mises en équivalence	- 1 310	- 8 750
Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	- 35 584	- 337 817
Résultat net	527 163	328 862
dont part du Groupe	515 138	317 532
part des intérêts minoritaires	12 025	11 330
Résultat par action	3,59	2,23
Résultat dilué par action	3,59	2,23

Flux de trésorerie

(En milliers d'euros)

	2004 Normes françaises	2003
Opérations d'activité		
Résultat net des sociétés intégrées	527 163	328 862
Élimination des charges et produits sans incidence sur la trésorerie		
Amortissements	839 851	1 162 520
Provisions et impôts différés	- 38 321	- 87 145
Plus-values sur cessions	39 454	8 371
Autres	- 15 228	- 5 240
Capacité d'autofinancement de la période	1 352 919	1 407 368
Variation des stocks et en-cours	- 175 035	- 43 059
Variation des clients	- 9 484	14 081
Variation des fournisseurs	59 679	44 420
Autres variations	108 862	119 342
Variation du besoin en fonds de roulement	- 15 978	134 784
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1 336 941	1 542 152
Opérations d'investissement		
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	- 1 116 781	- 1 117 798
Acquisitions et augmentations d'immobilisations financières	- 170 807	- 305 199
Total	- 1 287 588	- 1 422 997
Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	91 958	100 586
Cessions et diminutions d'immobilisations financières	64 947	76 333
Total	156 905	176 919
Investissements nets de la période	- 1 130 683	- 1 246 078
Incidence des variations du périmètre de consolidation	- 11 839	14 884
Variation du besoin en fonds de roulement et divers	31 916	- 11 469
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	- 1 110 606	- 1 242 663
Opérations de financement		
Plan d'actionnariat salarié	0	20 739
Frais liés à l'offre publique d'échange d'actions	0	- 645
Dividendes attribués aux actionnaires de la société mère	- 133 312	- 130 692
Autres distributions	- 51 994	- 49 669
Total	- 185 306	- 160 267
Variation des emprunts et dettes financières	- 187 629	513 936
Variation du besoin en fonds de roulement et divers	33 252	- 46 811
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	- 339 683	306 858
Incidence de la variation des taux de change	- 4 910	- 41 759
Variation de la trésorerie	- 118 258	564 588
Trésorerie à l'ouverture	1 773 656	1 209 068
Trésorerie à la clôture	1 655 398	1 773 656
dont - Disponibilités	1 420 140	1 234 168
- Valeurs mobilières de placement	235 258	539 488

10. Tableau de variation des capitaux propres et intérêts minoritaires

(en milliers d'euros)

	Capital	Primes liées au capital	Réserves consolidées	Ecarts de conversion	Résultat net part du Groupe	Sous-total capitaux propres part du Groupe	Intérêts minoritaires	Total
Situation au 31.12.2002	283 585	1 806 789	2 538 160	- 880 501	580 803	4 328 836	173 431	4 502 267
Augmentation du capital	380	4 598	-	-	-	4 978	-	4 978
Plan d'actionnariat salarié	2 809	28 253	- 10 323	-	-	20 739	-	20 739
Distributions	-	-	-	-	- 169 834	- 169 834	- 10 527	- 180 361
Affectation des résultats non distribués	-	-	398 816	12 153	- 410 969	-	-	-
Résultat de l'exercice 2003	-	-	-	-	317 532	317 532	11 330	328 862
Conversions et variations diverses	-	-	- 11 590	- 163 301	-	- 174 891	- 92 531	- 267 422
Situation au 31.12.2003	286 774	1 839 640	2 915 063	- 1 031 649	317 532	4 327 360	81 703	4 409 063
Distributions	-	-	-	-	- 176 501	- 176 501	- 8 805	- 185 306
Affectation des résultats non distribués	-	-	107 439	33 592	- 141 031	-	-	-
Résultat de l'exercice 2004	-	-	-	-	515 138	515 138	12 025	527 163
Conversions et variations diverses	-	-	- 68	- 64 024	-	- 64 092	- 10 233	- 74 325
Situation au 31.12.2004	286 774	1 839 640	3 022 434	- 1 062 081	515 138	4 601 905	71 478	4 673 383



Bilan consolidé

au 31 décembre 2002

Actif

En milliers d'euros

	2002	2001
Capital souscrit non appelé	-	-
Actif immobilisé		
Ecarts d'acquisition	307 360	319 408
Immobilisations incorporelles	135 395	114 739
Immobilisations corporelles	5 772 157	6 409 851
Immobilisations financières	456 907	415 561
Titres mis en équivalence	58 340	77 576
	6 730 159	7 337 135
Actif circulant		
Stocks et en-cours	2 860 284	3 302 052
Clients et comptes rattachés	3 145 496	3 389 533
Autres créances et comptes de régularisation	2 366 111	2 414 141
Valeurs mobilières de placement	418 563	176 389
Disponibilités	790 505	762 625
	9 580 959	10 044 740
Total de l'actif	16 311 118	17 381 875

Passif

En milliers d'euros

	2002	2001
Capitaux propres		
Capital ⁽¹⁾	283 585	269 432
Primes ⁽²⁾	1 806 789	1 609 476
Reserves et resultat consolides ⁽²⁾	2 238 462	2 117 475
	4 328 836	3 996 383
Interets minoritaires	173 431	329 540
Capitaux propres et interets minoritaires	4 502 267	4 325 923
Provisions pour risques et charges	3 443 844	3 958 649
Dettes		
Dette subordonnee	-	1 026 598
Emprunts et dettes financieres	5 026 998	4 793 869
Fournisseurs et comptes rattaches	1 424 855	1 451 246
Autres dettes et comptes de regularisation	1 913 154	1 825 590
	8 365 007	9 097 303
Total du passif	16 311 118	17 381 875

(1) de l'entreprise mere consolidante

(2) dont resultat net de l'exercice

580 803

295 967



Compte de résultat consolidé de l'exercice 2002

	En milliers d'euros	
	2002	2001
Produits d'exploitation		
Chiffre d'affaires net	15 645 074	15 774 608
Reprises sur provisions	10 982	21 216
Autres produits d'exploitation	455 099	491 670
	16 111 155	16 287 494
Charges d'exploitation		
Achats consommés	5 290 864	5 585 622
Charges de personnel	5 152 143	5 241 525
Autres charges d'exploitation	3 255 493	3 232 384
Impôts et taxes	231 713	232 054
Dotations aux amortissements	891 383	937 967
Dotations aux provisions	64 360	17 777
	- 14 885 956	- 15 247 323
Résultat d'exploitation	1 225 199	1 040 171
Charges et produits financiers	- 260 257	- 320 779
Résultat courant des sociétés intégrées	964 942	719 392
Charges et produits exceptionnels	75 209	- 28 906
Impôt sur les bénéfices	- 382 455	- 329 712
Résultat net des sociétés intégrées	657 696	360 774
Quote-part dans les résultats des sociétés associées et dépendantes	- 11 570	- 12 854
Dotations aux amortissements et provisions de quote-part	- 31 641	- 33 996
Résultat net	614 485	313 944
dont part du Groupe	580 803	295 967
part des intérêts minoritaires	33 682	17 977
Résultat par action	4,28	2,20
Résultat dilué par action	4,28	2,20

Flux de trésorerie



En milliers d'euros

	2002	2001
Opérations d'activité		
Resultat net des sociétés intégrées	614 485	313 944
Elimination des charges et produits sans incidence sur la trésorerie		
Amortissements	943 113	976 877
Provisions et impôts différés	- 256 956	326 398
Plus-values sur cessions	- 69 130	- 290 702
Autres	- 6 109	- 3 911
Capacité d'autofinancement de la période	1 225 403	1 322 606
Variation des stocks et en-cours	142 632	281 063
Variation des clients	- 39 302	- 3 795
Variation des fournisseurs	65 295	- 218 294
Autres variations	140 346	- 119 060
Variation du besoin en fonds de roulement	308 971	- 60 086
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1 534 374	1 262 520
Opérations d'investissement		
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	- 966 959	- 1 316 714
Acquisitions et augmentations d'immobilisations financières	- 219 697	- 240 270
Total	- 1 186 656	- 1 556 984
Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	157 470	60 734
Cessions et diminutions d'immobilisations financières	158 005	424 499
Total	315 475	485 233
Investissements nets de la période	- 871 181	- 1 071 751
Incidence des variations du périmètre de consolidation	140	- 4 268
Variation du besoin en fonds de roulement et divers	- 26 140	121 931
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	- 897 181	- 954 088
Opérations de financement		
Plan d'actionariat salarié	27 389	-
Frais liés à l'Offre Publique d'Echange d'actions	- 1 494	-
Dividendes attribués aux actionnaires de la société mère	- 113 435	- 104 662
Autres distributions	- 54 216	- 78 087
Total	- 141 756	- 182 749
Variation des emprunts et dettes financières	- 201 533	- 162 619
Variation du besoin en fonds de roulement et divers	- 5 845	39 743
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	- 349 134	- 305 625
Incidence de la variation des taux de change	- 18 005	5 730
Variation de la trésorerie	270 054	8 537
Trésorerie à l'ouverture	939 014	930 477
Trésorerie à la clôture	1 209 068	939 014
dont : Disponibilités	790 505	762 625
à recevoir des clients et fournisseurs	418 563	176 389

10. Tableau de variation des capitaux propres et intérêts minoritaires

En milliers d'euros

	Capital	Primes liées au capital	Réserves consolidées	Ecart de conversion	Résultat net part du Groupe	Sous-total capitaux propres part du Groupe	Intérêts minoritaires	Total
Situation au 31.12.2000	269 432	1 609 476	2 159 857	- 594 200	399 045	3 843 610	310 919	4 154 529
Distributions					- 157 674	- 157 674	- 25 075	- 182 749
Affectation des résultats non distribués			251 581	- 10 210	- 241 371	-	-	-
Résultat de l'exercice 2001					295 967	295 967	17 977	313 944
Conversions et variations diverses			4 389	10 091		14 480	25 719	40 199
Situation au 31.12.2001	269 432	1 609 476	2 415 827	- 594 319	295 967	3 996 383	329 540	4 325 923
Augmentation du capital	11 569	158 107				169 676	-	169 676
Plan d'actionnariat salarié	2 584	39 206	- 14 401			27 389	-	27 389
Distributions					- 138 708	- 138 708	- 28 943	- 167 651
Affectation des résultats non distribués			157 434	- 175	- 157 259	-	-	-
Résultat de l'exercice 2002					580 803	580 803	33 682	614 485
Conversions et variations diverses			- 20 700	- 286 007		- 306 707	- 160 848	- 467 555
Situation au 31.12.2002	283 585	1 806 789	2 538 160	- 880 501	580 803	4 328 836	173 431	4 502 287

Plan d'options de souscription d'actions

En mai 2002, il a été procédé à l'attribution à des membres de la Direction et de l'encadrement des sociétés françaises et étrangères de 716 000 options donnant droit à la souscription d'une action de la Compagnie Générale des Etablissements Michelin au prix d'exercice de 44 euros. L'exercice des options est possible à l'expiration d'un délai de 4 ans à compter de leur attribution ; leur durée de validité est de 9 ans.

ملخص

تعتبر إدارة المخاطر إحدى المرتكزات الأساسية للإدارة المالية المتقدمة، لا سيما إدارة المخاطر المالية التي تتسم بعمق تأثيرها على نشاط، ذمة وأداء المؤسسة. لذلك جاءت هذه الدراسة التي تناولت في جانبها النظري في فصل أول مفاهيم أولية عن المخاطر في مؤسسات الأعمال، ثم انتقلنا في الفصل الثاني إلى استعراض الفكر النظري الذي تناول المخاطر المالية بالتحليل والدراسة، وبعد ذلك جاء الفصل الثالث الذي تضمن أشكال المخاطر المالية وكيفية إدارتها حيث تناول:

* خطر الرفع المالي والمحددات الرئيسية له والطرق التي تتبعها المؤسسة للتقليل من تأثيره.

* خطر سعر الفائدة الناتج من تقلبات سعر الفائدة في الأسواق النقدية والتقنيات التي تتبعها المؤسسات لحماية نفسها من أثاره السلبية.

* خطر إغراق ملاك المؤسسة من حيث نصيب السهم من الربح وكذلك فقدانهم للرقابة والسيطرة على المؤسسة.

وتطرق الجانب التطبيقي، إلى واقع المخاطر المالية للمؤسسة الفرنسية لصناعة العجلات المطاطية Michelin، وذلك من خلال الإطلاع على التقارير المالية والتسييرية لهذه المؤسسة ومعالجة معلوماتها المالية إحصائياً واستخلاص النتائج.

Résumé

La gestion des risques est considérée aujourd'hui comme l'un des piliers fondamentaux de la finance d'entreprise moderne, notamment la gestion des risques financiers, qui caractérisé par leur profond effet sur l'activité, patrimoine et la performance de l'entreprise.

C'est pour ça cette étude est effectué et abordé dans sa parti théorique dans un premier chapitre des notion préliminaires concerne les risques au sein des entreprises des affaires.

Puis on a exploré l'historique de pensé en matière de l'analyse est l'étude des risques financières. Et après en arrivé à la distinction entre les multiforme des risques financières et leurs modalités de gestion par l'entreprise :

- risque de l'effet de levier et ses déterminants principaux et les méthodes suivi par l'entreprise pour le confronter.
- Le risque de taux, qui résulte par les fluctuations de niveau de taux d'nterét dans les marches monétaire, et les techniques pour diminuer ses effets négatifs.
- Le risque de dilution en matière de bénéfices par action et au niveau de maintien de pourvoir entre les mains des actionnaires majoritaires.

Sur le plan pratique nous avons découvert la réalité de gestion des risques financières dans l'entreprise française fabricant de pneumatique (Michelin) d'après la vérification de ces rapports financières.

Abstract

The management of risks can be considered as one of the basic pillars of advanced financial management, particularly the management of financial risks which is characterized by its profound effect on the enterprise activity, and its performance.

This is purpose of current study. In theoretical section (first chapter), the study give some on risks in business enterprises. The second chapter reviews the theoretical thought related to financial risks by way of analysis and study. The third chapter phows forms of financial risks and way of managing these. Its include:

- risk of financial leverage, its man determinants and methods used by enterprise to lessen its effect.
- Risks of fluctuatiory in the rate of interest in financial markets and techniques employed by enterprises to secure themselves four its negative effects.
- Risks of sinking owners of enterprise due to share profit value and loss of control and authority on the enterprise.

The practical section study the case of financial risks of French enterprise for manufacturing wheels (Michelin). This is olone through a look at financial and managerial reports of it and the statistical analysis of its financial information. The section ends with results withdrawn.