

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

دور الهندسة المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال في  
الشركات المسعرة دراسة حالة شركة رونو المندرجة في  
بورصة باريس ضمن مؤشر Cac 40

إعداد مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

عُمر قيرة

إعداد الطلبة :

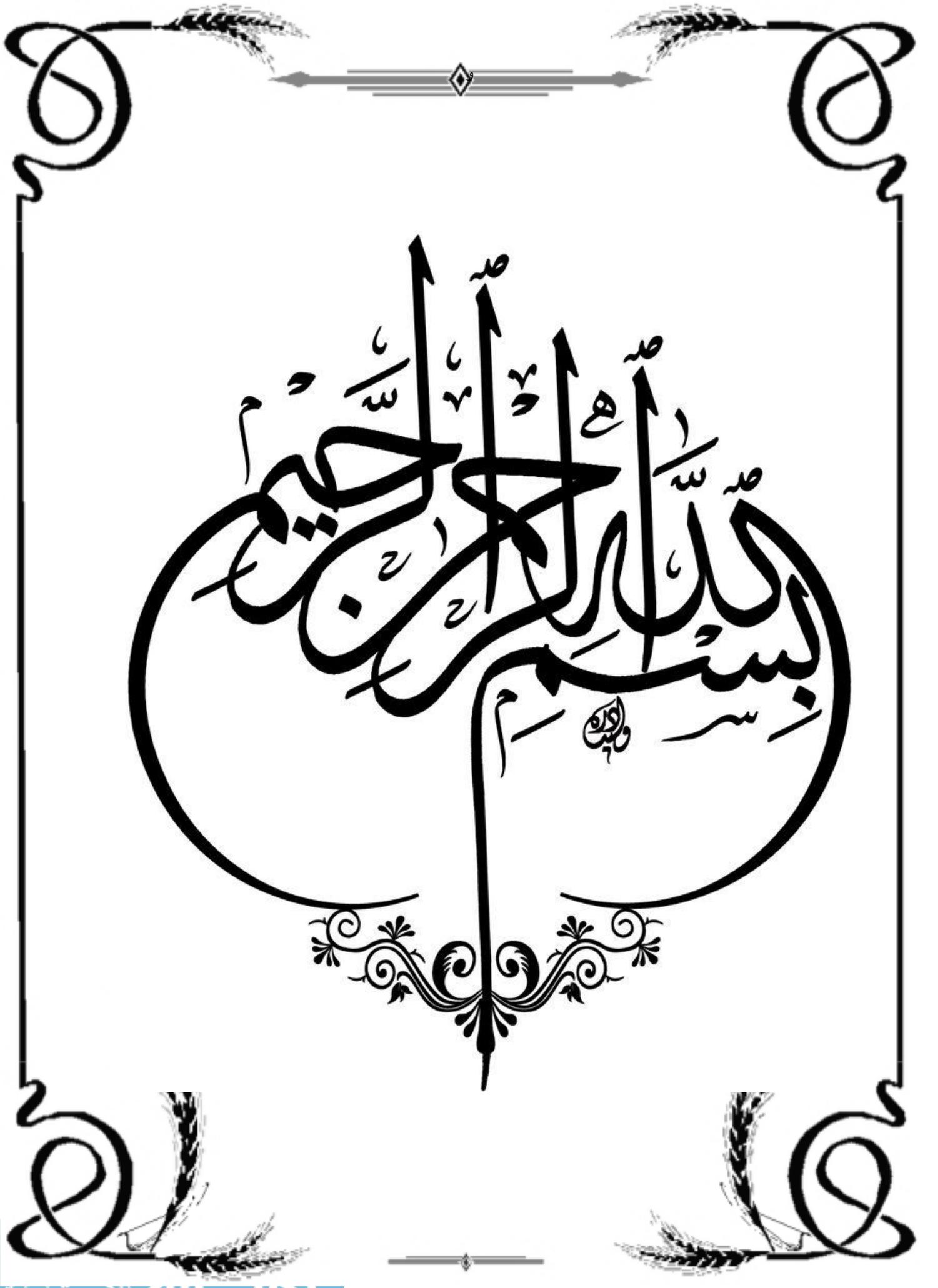
مروان بوتاعة

صالح لهتهت

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذة: لامية بوتوسطة
ممتحنا	جامعة جيجل	الأستاذ: أمين كعواش
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: قيرة عمر

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



# شكر وتقدير

في مقام الشكر والاعتراف بالفضل والجميل، قال الله تعالى في كتابه الحكيم

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي

بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴿١٩﴾ [سورة النمل الآية 19].

فالشكر لله على نعمه وآلائه، وفضله وإحسانه، ومن أفضل نعمه نعمة الإسلام ببرعته لسيد

الأنام عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم، ثم الشكر لمن جعل الله شكرهما من شكره

الوالدين الكريمين على ما بذلاه من جهد في التربية وحرص على التعليم فلهما كل

العرفان.

والشكر موصول إلى أستاذنا المشرف الدكتور "قبرة عمر" على ما أسداه إلينا من نطائج،

وتوجيهات، ووقوف على كل صغيرة وكبيرة، ولم يذخر وقتا ولا جهدا في سبيل إخراج

هذا البحث على صورته اللائقة.

كما نتقدم بالشكر أيضا إلى أعضاء لجنة المناقشة وكل من ساعدنا ومدّ يد العون، قريبا

كان أم بعيدا

إلى هؤلاء جميعا شكر لله سعيكم، وأجزل عطائكم، لكم منا جزيل الشكر ووافر الثناء.

وما توفيقنا إلا بالله عليه توكلنا، والحمد لله وصل الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله

وصحبه أجمعين.

# فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
	الشكر
	الإهداء
	قائمة الجداول
أ	مقدمة
<b>الفصل الأول: المؤسسات الاقتصادية و مصادر التمويل</b>	
6	تمهيد
7	المبحث الأول : الإطار المفاهيمي للمؤسسة الاقتصادية
7	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية وخصائصها
8	المطلب الثاني: أنواع المؤسسات الاقتصادية
13	المطلب الثالث: الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية
17	المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسات الاقتصادية
17	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية
22	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية
28	المطلب الثالث: محددات الاختيار بين مصادر التمويل
31	المبحث الثالث: ماهية رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية
31	المطلب الأول : مفهوم رأس المال
33	المطلب الثاني: عملية رفع رأس المال
38	المطلب الثالث: المخاطر المترتبة على رفع رأس المال
40	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني : الهندسة المالية و دورها في إدارة مخاطر رفع رأس المال</b>	
42	تمهيد
43	المبحث الأول: ماهية الهندسة المالية في المؤسسة
43	المطلب الأول: نشأة الهندسة المالية
45	المطلب الثاني : مفهوم الهندسة المالية

48	المطلب الثالث: أهداف ومجالات الهندسة المالية
50	المطلب الرابع: إستراتيجية وأدوات الهندسة المالية :
53	المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية لإدارة مخاطر الإغراق في المؤسسة الاقتصادية
53	المطلب الأول: الوسائل ذات الطابع التعاقدية
55	المطلب الثاني: الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني
56	المطلب الثالث: التقنيات ذات طابع القانوني الأساسي
59	المطلب الرابع: الاستراتيجيات العائدة للسياسة المالية:
65	خلاصة
<b>الفصل الثالث : واقع إستخدام الهندسة المالية في شركة رونو</b>	
67	تمهيد
68	المبحث الأول : تقديم شركة رونو
68	المطلب الأول : التعريف بشركة رونو
69	المطلب الثاني : نشأة و تطور شركة رونو
70	المطلب الثالث: عمليات رفع رأس المال الذي قامت به شركة رورنو
72	المبحث الثاني: مختلف آليات الهندسة المالية المستخدمة للتخفيض من مخاطر رفع رأس المال في شركة رونو
72	المطلب الأول : الإطار المنهجي للدراسة
73	المطلب الثاني : الجهود بين المساهمين في شركة رونو
74	المطلب الثالث: الصكوك التشاركية لشركة رونو
74	المطلب الرابع: إشراك المستخدمين في شركة رونو
77	خلاصة الفصل
79	الخاتمة
82	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

# قائمة الجداول والأشكال

### أولاً: قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	مساهمو شركة رونو 2014	68
02	جدول التراخيص الخاصة برفع رأس المال	70
03	طبيعة العقد والأطراف المشاركة في العهد ومدته	73
04	تطور إصدارات الشركة من الصكوك التشاركية	74
05	شراء خيارات الأسهم: خطط	75

### ثانيا: قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
18	استخدامات التمويل الذاتي	01
25	مصادر التمويل طويلة الأجل	02

المقدمة

### 1- مقدمة

منذ سبعينيات القرن الماضي تدهورت البيئة التي تعمل فيها المؤسسات الإقتصادية و التي شكلت خطرا كبيرا على هذه الأخيرة ،ومن خلال ذلك وجدت المؤسسات صعوبات في تحقيق أهدافها المسطرة و المتمثلة في الاستمرارية و النمو، مما استدعى التوجه نحو تدبير الموارد المالية الضرورية لتلبية متطلبات و مخططات التوسع و النمو من سوق رأس المال مباشرة عبر القيام بعمليات العرض العام للاذخار و طرح الأسهم العادية الجديدة في السوق وهو ما ساعد على تدبير موارد مالية ضخمة بمخاطر و تكاليف أقل .

وفي هذا الإطار يشكل قرار التمويل إحدى القرارات الاستراتيجية وذلك بصفته واحد من القرارات التي تؤدي إلى خلق أو تدمير الثروة إلى جانب كل من قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح. إذ يمكن أن يؤدي هذا القرار إلى دخول شركاء (مساهمين) جدد في رأسمال المؤسسة و يؤدي ذلك إلى تغيرات جوهرية فيما يخص هيكل الملكية، جغرافية رأس المال (مخاطر تمييع السلطة)، تراجع نصيب المساهمين القدامى في الأرباح (مخاطر تمييع الأرباح).

ولكن توجه المؤسسة الإقتصادية إلى سوق رأس المال لا بد أن يصاحبه تكاليف و مخاطر ، فقد تتعرض المؤسسة لمخاطر التكلفة المرتفعة لسوق رأس المال و الوقوع تحت منطقه، و لمواجهة هذه المخاطر يجب على الوظيفة المالية التطور لمواجهة هذه المخاطر و ذلك بتقديم الحلول الممكنة لمواجهة هذه الأخيرة . و في هذا السياق يعتبر الابتكار المالي من أهم الحلول المعالجة لمشاكل التمويل ويتم ذلك من خلال الهندسة المالية و ما تقدمه من حلول إبداعية ، كمقاربة يمكن أن تسمح للمؤسسات الإقتصادية بالاستفادة من مزايا رفع رأس المال مع تخفيض أو تجنب المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التمويل.

### 2- إشكالية البحث:

مع زيادة ميل المؤسسات الإقتصادية على الاعتماد على نمط التمويل المباشر و مع زوال الوساطة المالية و لاسيما من خلال إصدار أسهم جديدة، وما يترتب عنه من مخاطر التمييع و رغبة المساهمين القدامى في الحفاظ على تحكمهم و سيطرتهم على المؤسسة. ولهذا جاءت الهندسة المالية بمنتجات و تقنيات متعددة من أجل تقديم حلول مبتكرة لهذه الإشكالية. ومن هنا يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

### 3- كيف تستخدم المؤسسات الإقتصادية تقنيات و منتجات الهندسة المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال؟

من خلال هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

✓ ماهية الإدارة المالية؟ وما هي مختلف القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة؟

✓ هل تتعرض المؤسسة لمخاطر التمييع؟

- ✓ ماهية الهندسة المالية ؟ وماهي مختلف التقنيات و المنتجات التي توفرها لإدارة مخاطر التمييع؟
- ✓ كيف تواجه شركة رونو مخاطر التمييع ؟ وكيف تحافظ على وضع المساهمين المرجعيين فيها؟

### 4-فرضيات الدراسة :

- ✓ الإدارة المالية هي مختلف النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة، القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة هي: قرار الاستثمار، التمويل، توزيع الأرباح؛
- ✓ لا تتعرض المؤسسة لمخاطر التمييع عند طرح أسهم جديدة للتداول في سوق رأس المال؛
- ✓ تعتبر الهندسة المالية أحد أقسام العلوم المالية، حيث تحتوي على مجموعة من التقنيات و المنتجات التي تستخدم لمواجهة مخاطر التمييع المصاحبة لقرار رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة؛
- ✓ تستخدم شركة رونو تقنيات و منتجات الهندسة المالية لضمان إستقرار هيكل ملكيتها، والإبقاء على تحكم وسيطرة المساهمين القدامى .

### 5-أهمية الموضوع:

- أهمية تنويع الابتكارات المالية بالنسبة للشركات و التي تتيح عدة خيارات للمفاضلة وذلك للتقليل من المخاطر في حالة الرفع من رأس المال؛
- زيادة الاهتمام بمواضيع هيكل الملكية، الهندسة المالية؛
- أهمية الظاهرة المدروسة في جانب العلوم المالية؛
- أهمية إيجاد سبل كفيلة لتطوير الهندسة المالية في الشركات.

### 6-أهداف الدراسة:

- ✓ تعريف نشاط الهندسة المالية وتوضيح دورها في تقديم الحلول الإبداعية للمشاكل المرتبطة بقرار التمويل؛
- ✓ إبراز كيفية استعمال منتجات و تقنيات الهندسة المالية من طرف جهات متخصصة من أجل السيطرة على الشركات بأقل قدر من الموارد المالية؛
- ✓ إبراز كيفية الاختيار بين مختلف مصادر التمويل؛
- ✓ إبراز أهم مجالات الإدارة المالية؛
- ✓ التعرف على كيفية استخدام منتجات و تقنيات الهندسة المالية من طرف شركة رونو للحد من مخاطر رفع رأس المال.

### 7- المنهج المتبع و الأدوات المستخدمة:

للإجابة على الإشكالية و محاولة اختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي فيما يخص الجانب النظري لأنه ملائم لتقرير الحقائق و فهم عناصر الموضوع بينما تم الاعتماد على أداة دراسة حالة فيما يتعلق بالجانب التطبيقي من أجل اسقاط الدراسة على واقع استخدام الهندسة المالية في إدارة مخاطر رفع رأس المال في شركة رونو.

### 8-أسباب اختيار الموضوع:

سبب اختيارنا للموضوع الدوافع التالية:

✓ قلة الدراسات المنجزة باللغة العربية، والتي تتناول طرق وأساليب التحكم والسيطرة على هيكل ملكية الشركات؛

✓ تعاضم الدور الذي تلعبه الهندسة المالية في الأسواق المالية ، حيث تتجه الأبحاث في السنوات الأخيرة للتركيز على مواضيع الهندسة المالية: و هيكل الملكية، وحوكمة الشركات؛

و بالإضافة لهذه الأسباب الموضوعية هناك سبب ذاتي و هو الميول الشخصي لإنجاز مثل هذه المواضيع التي تنتم بالتجدد وعمق التحليل.

### 9-إطار الدراسة :

حدود الدراسة الزمنية تتمثل في استخدام شركة رونو لمنتجات و تقنيات الهندسة المالية للسيطرة على مخاطر الرفع من رأس المال و ذلك لغاية 2014. أما البعد المكاني للدراسة يقتصر على شركة رونو المسعرة في بورصة باريس ضمن مؤشر CAC40.

وفيما يخص الإطار الموضوعي للدراسة سيتحدد من خلال المقاربة المعتمدة في البحث ، حيث تعتبر تقنيات ومنتجات الهندسة المالية من الحلول المبتكرة لمواجهة مخاطر تمييع السلطة في المؤسسات الإقتصادية.

### 10-الدراسات السابقة في الموضوع:

هناك دراسة واحدة و التي تناولت هذا الموضوع وهي:

✓ دراسة الباحث قيرة عمر سنة 2018 لنيل شهادة الدكتوراه تحت عنوان "الهندسة المالية و إدارة مخاطر تمييع رأس المال في المؤسسات الإقتصادية -دراسة حالة شركات مؤشر CAC40" في جامعة فرحات عباس سطيف -1 ، حيث بينت هذه الدراسة الدور الذي لعبته الهندسة المالية منذ مطلع النصف الثاني من القرن العشرين ،كواحدة من أهم أساليب مواجهة المشاكل الناجمة عن العلاقة بين الشركات والأسواق المالية ولاسيما مخاطر التمييع، حيث لم يكتف المهندسون الماليون على مستوى كل من الشركات والأسواق المالية بتطوير مجموعة من التقنيات والمنتجات المبتكرة التي تسمح لمجموعة من المساهمين بالسيطرة على شركة

ما، بل طوروا كذلك مجموعة التقنيات والمنتجات المبتكرة الأخرى لكي تستخدم في الإبقاء على سيطرة تحالف حاكم في شركة ما دون المساس بقدرتها على الحصول على التمويل في إطار عمليات العرض العام للادخار، كما نصب الاهتمام على محاولة معرفة واقع استخدام شركات مؤشر كاك 40 لتقنيات ومنتجات الهندسة المالية في مواجهة مخاطر التمييع. وتم التوصل إلى خلاصات مفادها أن أغلب الشركات الممثلة في المؤشر تستخدم تقنيات ومنتجات الهندسة المالية في مواجهة مخاطر التمييع وضمان استقرار هيكل ملكيتها وجغرافية رأسمالها.

### 11- خطة الدراسة :

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، ومن أجل تحقيق أهدافه، ارتأينا تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول بالإضافة إلى مقدمة عامة وخاتمة عامة، وهي:

تناول الفصل الأول "المؤسسات الإقتصادية و مصادر التمويل " حيث تناولنا فيه ثلاث مباحث ، في المبحث الأول تطرقنا إلى الإطار المفاهيمي للمؤسسات الإقتصادية والذي بين مفهوم المؤسسة الإقتصادية و أنواعها و الإدارة المالية فيها.

أما في المبحث الثاني فتم تناول مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية بما فيها من مصادر تمويل داخلية و خارجية و كيفية الاختيار بين مختلف مصادر التمويل.

وتم التطرق في المبحث الثالث إلى ماهية رفع رأس المال في المؤسسة الإقتصادية وشرحنا فيه مفهوم رأس المال و الطرق التي يتم بها رفع رأس المال و المخاطر المصاحبة لذلك.

كما تناولنا في "الفصل الثاني الهندسة المالية و دورها في إدارة مخاطر رفع رأس المال" وقد تم تقسيمه لمبحثين المبحث الأول إحتوى على نشأة الهندسة المالية و ماهيتها و أهم أهدافها و مجالاتها.

أما المبحث الثاني فقد تطرق إلى منتجات الهندسة المالية لإدارة مخاطر الإغراق في المؤسسة الإقتصادية، والذي تناول السائل ذات الطابع التعاقدية، والمرتبطة بالشكل القانوني، والتقنيات ذات الطابع القانوني الأساسي.

أما الفصل التطبيقي "واقع استخدام الهندسة المالية في شركة رونو" فقدمنا شركة رونو في المبحث الأول، أما المبحث الثاني تناول واقع استخدام مختلف منتجات و تقنيات الهندسة المالية من طرف شركة رونو في إدارة مخاطر رفع رأس المال في الشركة .

### 12- صعوبات الدراسة :

كأي دراسة تتناول موضوع على درجة عالية من الحداثة، واجهتنا مجموعة من الصعوبات المتعلقة بقلة مصادر المعلومات لاسيما باللغة العربية في هذا الموضوع و التي تعتبر نادرة بسبب حداثة الموضوع.

# الفصل الأول: المؤسسة الاقتصادية ومصادر التمويل

## تمهيد

لقد شغلت المؤسسة الاقتصادية حيزا معتبرا في كتابات وأعمال الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم الإيديولوجية، وهذا باعتبارها النواة الأساسية في النشاط الاقتصادي للمجتمع. ووصول المؤسسة لشكلها الحالي كان كنتيجة لعدة تغيرات وتطورات متواصلة ومتوازية مع التطورات التي شهدتها النظم الاقتصادية والاجتماعية والحضارات البشرية منذ أن تمكن الإنسان من الاستقرار ويمكن أن نتابع تطورات المؤسسة الاقتصادية ابتداء من الإنتاج الأسري البسيط (المجتمع البدائي) إلى الظهور الوحدات الإنتاجية ثم الثورة الصناعية.

أما المؤسسة في القرن الواحد والعشرين فهي تعمل في ظل اقتصاد عالمي البقاء فيه للأقوى، وعالم تسيطر عليه التقنية العالية والتكنولوجية المتطورة واتساع دائرة المنافسة وعدم اليقين الاقتصادي حيث أصبحت المؤسسة أكثر حذرا حيث تعتمد المرونة لتواجه الظروف المستقبلية، وكون السوق أصبحت أكثر تنافسية تحاول فيه المؤسسات الاقتصادية تلبية الطلب المتزايد، مع الحفاظ على جودة المنتج والتكلفة المنخفضة مع وقت اقل ما يمكن.

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة الاقتصادية

شملت المؤسسة الاقتصادية مجالاً واسعاً بالإضافة إلى الدور الاقتصادي والاجتماعي تطور دورها إلى الناحية السياسية (الشركات المتعددة الجنسيات) ثم إلى الناحية العسكرية والعلمية (مخابر البحث والتطوير) أيضاً. سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى:

#### مفهوم المؤسسة الاقتصادية

أنواع المؤسسات الاقتصادية و النظريات الاقتصادية للمنظمة

الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية

#### المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية وخصائصها

لقد أفرزت التحولات الاقتصادية الدولية نمطاً جديداً في مجال الأعمال، يتمثل مضمونه في تزايد الأهمية النسبية لقطاع المؤسسات الاقتصادية، هذه الأخيرة التي شهدت تزايداً مستمراً سواء أكان ذلك في الجزائر أو في معظم بلدان العالم، وقد حظيت بمجال خاص للبحث والدراسة، ومع هذا لا نجد تعريفاً موحداً ومضبوطاً لها، كونها تتميز بالتنوع وعدم التجانس.

لقد تعددت تعاريف المؤسسة الاقتصادية وتنوعت بحسب طبيعتها، نشاطها والدور الذي تقوم به في الحياة الاقتصادية، ومن هذا المنطلق يمكن عرض مجموعة من التعاريف للمؤسسة الاقتصادية والمعايير المستخدمة لتمييز بين الأنواع المختلفة لها.

#### 1- تعريف المؤسسة الاقتصادية:

تعرف المؤسسة الاقتصادية كمنظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعاً ما، تُؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية والمالية والمادية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمني، في حين عرفها شومبيتر بأنها مركزاً للإبداع والإنتاج<sup>1</sup>.

أما "فرانسوا بيرو François Perroux" فقد عرف المؤسسة الاقتصادية بأنها المكان الذي يتم فيه عملية المزج بين عناصر الإنتاج المختلفة، بغية الحصول على منتج يصرف في السوق وهي بذلك لا تهدف إلى تلبية حاجات الأفراد مباشرة وإنما تهدف لتلبية حاجيات السوق<sup>2</sup>.

المؤسسة هي وحدة اقتصادية تقوم بمزج عوامل الإنتاج لتحصل في الأخير على السلع والخدمات لتصرفها في السوق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد الرزاق بن حبيب: اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط3، الجزائر، 2006، ص.ص. 27-28

<sup>2</sup> Dominique Roux, Analyse économique et gestion de l'entreprise, Dunod, Paris, 2000. p.7

<sup>3</sup> رابع خوني، رقية حساني: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار اينترناك للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص.13.

كما عرّفت المؤسسة الاقتصادية، بأنها جهاز عمل، وأجهزة العمل تشتمل على تركيبات ونظم وأدوات وتجهيز وتوزيع... الخ<sup>1</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكننا استخلاص أنّ المؤسسة الاقتصادية هي اندماج مجموعة من العوامل المادية والبشرية والمالية والإعلامية الموضوعة تحت تصرفها قصد إنتاج سلع أو تقديم خدمات موجهة للسوق، فهي تخضع لأهداف محددة وتسعى لأداء مجموعة من الوظائف<sup>2</sup>.

## 2- خصائص المؤسسة الاقتصادية:

من خلال سرد التعاريف السابقة للمؤسسة، يمكننا استخلاص الصفات أو الخصائص التالية التي تتصف بها المؤسسة الاقتصادية<sup>3</sup>:

للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها و مسؤولياتها. القدرة على الإنتاج وأداء الوظيفة التي وجدت من أجلها. أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها تمويل كاف و ظروف سياسية مواتية و عمالة كافية، و قادرة على تكيف نفسها مع الظروف المتغيرة.

التحديد الواضح للأهداف و السياسة و البرامج و أساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهداف معينة تسعى إلى تحقيقها، أهداف كمية و نوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم .

ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات، و إما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض، أو الجمع بين هذه العناصر كلها و بعضها حسب الظروف.

لابد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها و تستجيب لهذه البيئة فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في احسن الظروف أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة وتقسد أهدافها.

المؤسسة و حدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، بالإضافة إلى مساهمتها في الناتج و نمو الدخل الوطني، فهي مصدر رزق لكثير من الأفراد.

## المطلب الثاني: أنواع المؤسسات الاقتصادية

تأخذ المؤسسات الاقتصادية أشكالاً مختلفة ومتعددة، وهذه الأشكال يصعب دراستها بصفة إجمالية لذا واختصاراً نأخذ مجموعة من المعايير بحيث من خلالها يمكن تصنيف هذه المؤسسات، وفيما يلي أهم هذه المعايير.

<sup>1</sup> عمر صخري: اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط3، الجزائر، 2003، ص. 25 .

<sup>2</sup> حسين إبراهيم بلوط: المبادئ والاتجاهات الحديثة في إدارة المؤسسات، دار النهضة العربية للنشر، ط1، بيروت، 2005، ص. 20.

<sup>3</sup> عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 1993 ص 25، 26

### 1- حسب الشكل القانوني

حسب هذا المعيار فإنه يمكن تقسيم أو توزيع المؤسسات إلى قسمين: مؤسسات خاصة أي تخضع للقانون الخاص بها، و مؤسسات عامة أو عمومية تابعة للدولة أو للقطاع العام و تخضع للتشريعات أو القوانين الخاصة بها.

#### 1-1- شركات الأشخاص :

هي إتفاق بين شخصين أو أكثر (طبيعيان أو اعتباريان) على تأسيس شركة قائمة على الاعتبار الشخصي ، و يكون كل شريك مساهما بحصة في رأس المال و مسؤول مسؤولية غير محدودة عن إلتزامات الشركة وله تأثير في وجودها <sup>1</sup>.

و سنتطرق لمختلف الشركات المصنفة ضمن هذا النوع نذكر منها :

#### 1-1-1- شركة التضامن:

شركات التضامن : وهي من أهم شركات الأشخاص، إذ يقدم فيها الشركاء حصة نقدية عينية أو حصة عمل قد تتساوى قيمتها، وقد تختلف من شريك إلى آخر، وللشركاء بالتضامن صفة التاجر وهم مسؤولين من غير تحديد وبالتضامن عن ديون الشركة، يتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء أو بعضهم <sup>1</sup>.

#### 1-1-2- شركة التوصية البسيطة:

وتشمل فئتين من الشركاء :

أولاً : الشركاء المتضامنين وهم الذين يحق لهم إدارة الشركة، مسؤولون بصفة شخصية وبوجه التضامن عن ديون الشركة مسؤولية غير محدودة.

ثانياً: وهي فئة الشركاء الموصونهم الذين يقدمون جزءاً فقط من رأس المال وتتحدد مسؤوليتهم بقدر الحصة التي ساهموا بها .

#### 1-1-3- شركة المحاصة:

هي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر المساهمة في مشروع اقتصادي معين عن طريق تقديم حصة مالية بهدف اقتسام ما يحققه المشروع سواء كانت أرباحاً أم خسائراً دون أن يتم إشهارها ، أي أن وجودها منحصر بين المتعاقدين وغير معدة لاطلاع الجمهور عليها.

<sup>1</sup> Lazary : Economie de l'entreprise Editions Es-salem chéragea 2001, P11.

### 1-2- شركات الأموال :

تقوم هذه الشركات على الاعتبار المالي، وليس على أساس شخصية الشركاء المكونين لها وتكون مسؤولية الشريك فيها بمقدار ما يملكه في الشركة وهي تصنف إلى عدة أنواع:

#### 1-2-1- الشركة ذات المسؤولية المحدودة:

تتكون هذه الشركة من شركاء يقدم كل منهم حصة من رأس مالها، ومسؤولية كل شريك تتحدد بمساهمته ولا يتحمل الخسائر إلا في حدود ما قدمه من حصص، ولا يمكن أن تتعدى إلى أمواله الخاصة، ينقسم رأس مال الشركة إلى حصص متساوية القيمة وغير قابلة للتداول، تقدر قيمة كل حصة بـ 1000 دج، ولا يمكن أن تقل عن ذلك، أما قيمة مجموعة الحصص المكونة لرأس مال الشركة فلا يجب أن تقل عن 100,000 دج.

#### 1-2-2- شركة المساهمة:

هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر مساهمتهم.

#### 1-2-3- شركة التوصية بالأسهم:

تتكون هذه الشركة من شركاء متضامنين لهم المسؤولية المطلقة وشركاء موصيين كما هو الحال بالنسبة لشركة التوصية البسيطة، وتعين باسم تجاري لا يتضمن اسم أحد الشركاء الموصيين الذين تكون لهم المسؤولية المحدودة بقدر ما ساهموا به من رأس مال الشركة، وتكون هذه المساهمة في شكل أسهم تتميز بقابليتها للتداول .

#### 2- تصنيف المؤسسات بحسب الحجم:

يكون للحجم في هذا النوع من المؤسسات تأثيرا كبيرا على طبيعة التنظيم وعلى نمط العلاقات بين الإدارات، فالمؤسسات ذات نفس الحجم يكون لها سلوك تنظيمي متماثل ويمكن الاعتماد على المعايير التالية<sup>1</sup>: عوامل الإنتاج، حجم النشاط و عامل المردودية.

#### أ- عوامل الإنتاج:

تتمثل في رأس المال الاجتماعي وأصول المؤسسة وعدد العمال .

حجم النشاط: يعبر عنه بحجم الإنتاج ورقم الأعمال.

عامل المردودية: يعبر عنه بالقيمة المضافة وحجم الأرباح المحققة، إضافة إلى الفائض الإجمالي للاستغلال .

ويعتبر معيار عوامل الإنتاج من أهم المعايير إبرازا لحجم المؤسسة عن طريق عدد العمال فيمكن تصنيف

<sup>1</sup>Lazary, op-cit, P9.

المؤسسات حسب هذا العنصر إلى ما يلي<sup>1</sup>:

ب- المؤسسات المصغرة (الصغيرة جدا TPE):

وهو الصنف الأكثر انتشارا في أغلب اقتصاديات الدول، ويتراوح عدد العمال في هذا النوع من المؤسسات بين 1 و 9 عمال.

ج- المؤسسات الصغيرة (PE) و المتوسطة (ME):

المؤسسات الصغيرة هي التي يتولى فرد واحد إدارتها والمالك يكون في أغلب الأحيان هو المدير وتكون في شكل مؤسسات عائلية بسيطة في هيكلها التنظيمي وتستخدم طرق تسيير بسيطة غير معقدة، يتراوح عدد أفرادها بين 10 و 49 عامل، أما المؤسسات المتوسطة هي التي لا يقل هذا الصنف أهمية عن سابقه بالنسبة للنشاط الاقتصادي، ويتراوح عدد أفرادها من 50 إلى 499 عاملا وتتعرض لمشاكل ناتجة في غالب الأحيان عن عدم الدراية الكافية لملاكها بمبادئ علوم التسيير كذلك تجد صعوبة مالية ناشئة عن عدم قدرتها على الحصول على الأموال الكافية لإدارة أنشطتها.

د- المؤسسات الكبيرة:

تستعمل هذه المؤسسات يدا عاملة تتراوح بين 500 إلى 999 عاملا تساهم بقسط كبير فيها يخص رقم الأعمال المحقق ولها دور معتبر في الاقتصاد الرأسمالي<sup>2</sup>، بالخصوص من خلال ما تقدمه سواء على المستوى الوطني أو الدولي ، كالمجمعات الاقتصادية الكبيرة، حيث أن المجمع يمثل مجموعة من الشركات تربطها علاقات مالية واقتصادية تقوم فيها. الشركة الأم أو الشركة القابضة بالرقابة على باقي الشركات الأخرى<sup>3</sup>، والشركات متعددة الجنسيات حيث أن الشركة الواحدة لها عدة فروع في بلدان مختلفة .

هـ- المؤسسات الكبيرة جدا:

يوجد هذا الصنف في البلدان المتطورة، وتضم أكثر من 1000 عامل .

3- تصنيف المؤسسات بحسب النشاط الأساسي الممارس :

يكون تصنيف المؤسسات بحسب النشاط الأساسي الممارس موافقا لطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، ويعرف القطاع على أنه مجموعة المؤسسات التي تمارس نفس النشاط على خلاف الفرع الذي يتطرق لإنتاج

<sup>1</sup>-Ibid, P9.

<sup>2</sup>ناصر دادي عدون: اقتصاد المؤسسة، طبعة 1، دار المحمدية الجزائر، 1998، ص68

<sup>3</sup>-Pierre Lassège : Gestion de l'entreprise et comptabilité, 8ed, Dalloz, 1978, P678.

نفس النوع من المنتجات من طرف مؤسسات الأساسي، معينة وتقسم المؤسسات بحسب هذا المعيار إلى ما يلي<sup>1</sup>:

### 3-1- مؤسسات القطاع الأول (المناجم):

هي المؤسسات المتخصصة في استخراج المعادن والاحتياطات المعدنية، وذلك من أجل استخدامها في الصناعات المتعددة، ويضم قطاع المناجم العديد من الشركات حول العالم ويعمل بإيرادات كبيرة، وتشمل الأنشطة النموذجية في هذا القطاع: إخراج المعادن، والاتجار بها، واستثمارها، كما يزداد استخراج المعادن مع نمو الطلب في السوق، حيث تنتمي الاستخدامات الصناعية مع نمو النشاط الاقتصادي.

### 3-2- مؤسسات القطاع الثاني :

يشمل هذا القطاع كافة المؤسسات الصناعية التي تحول المواد الأولية عن طريق عملية التصنيع إلى منتجات نهائية وكذلك منشآت الأشغال العمومية.

### 3-3- مؤسسات القطاع الثالث :

يشمل هذا القطاع كافة المؤسسات الخدمية التي تقدم خدمات معينة كمؤسسات النقل المؤسسات الجامعية المستشفيات، والمؤسسات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين.

إضافة إلى المؤسسات التجارية التي تقوم بالنشاط التجاري الذي يتمثل في شراء المنتجات النهائية وإعادة بيعها دون تحويلها<sup>2</sup>.

ويشار إلى أنه توجد مؤسسات الاتصالات والإعلام الآلي التي يمكن تصنيفها ضمن قطاع رابع.

### 4- تصنيف المؤسسات حسب الملكية :

تصنف المؤسسات طبقاً لهذا المعيار حسب طبيعة ملكية رأس المال ويقصد بذلك الجهة المالكة له وهي المؤسسات الخاصة، المؤسسات العمومية والمؤسسات المختلطة

### 4-1- المؤسسات الخاصة:

وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها لأشخاص خواص

<sup>1</sup>-Lazary, op-cit, P9.

<sup>2</sup>عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص30-31.

#### 4-2- المؤسسات العمومية:

وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة أو الجماعات المحلية والأشخاص الذين ينوبون عن الحكومة في تسيير وإدارة هذه المؤسسات مسؤولون عن أعمالهم هذه اتجاه الدولة وفقا للقوانين العامة لها ولا يحق لهم إغلاقها أو بيعها إلا إذا وافقت على ذلك

#### 4-3- المؤسسات المختلطة:

وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة والقطاع الخاص معا، الشركات المختلطة هي: "الشركات التي تملك الدولة جزء من رأس مالها (غالبا لا يقل عن 51%) والباقي يملكه المواطنون والخواص".<sup>1</sup>

#### المطلب الثالث: الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية

لقد عرف مجال الإدارة المالية تغيرات كبيرة، خاصة في الآونة الأخيرة، وقد انحصر مجال الإدارة المالية في بداية تطورها بتدبير الأموال اللازمة للمنشأة، و لكن الكتابات الحديثة أعطت الإدارة المالية مجال واسعا، و زيادة عليها التوظيف الأمثل للمصادر المالية، بالإضافة إلى طرق تدبير الأموال.

#### 1- نشأة الادارة المالية:

في مستهل القرن الماضي كانت عملية الإنتاج و إنشاء المؤسسات الجديدة و إجراءات تدبير الأموال اللازمة للمشروعات هي محور اهتمام المفكرين ، وفي العشرينات أصبح اهتمام مركزا تقريبا على طرق و إجراءات تدبير الموارد المالية لتمويل الاستثمارات .

ويطول الكساد العظيم (THE GREAT DEPRESSION) 1929 أصبحت واجبات الإفلاس التجاري وإدارة السيولة وتجنب المشكلات المالية من أهم الموضوعات التي حازت على اهتمام، ولقد صاحب هذه الفترة ازدياد التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي. وصدرت التشريعات التي تقضي بضرورة نشر البيانات المالية، ولقد فتحت تلك التشريعات مجالات جديدة للاهتمام، تمثلت في التحليل المالي وتقديم كفاءة الأداء، غير أن هذه المجالات لم تتبلور إلى قبيل نهاية الخمسينات، وهكذا أدى الكساد العظيم إلى تراجع التوسع والنمو من مقدمة إلى ذيل قائمة الاهتمامات، بينما أصبح استمرار المنشأة في السوق هو المشكلة التي تتصدر هذه القائمة.

وفي الأربعينات و الخمسينات تركز الاهتمام على معالجة آثار الكساد العظيم، حيث أصبحت موضوعات الإفلاس و الاندماج، وإعادة تنظيم المنشآت، وتوفير الأموال اللازمة للتوسع، موضوعات ذات أهمية

<sup>1</sup>صالح خالص: المبادئ الأساسية للمحاسبة العامة والمخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر، 1997، ص15.

خاصة وقبل نهاية الخمسينات حدث تطور جوهري تمثل في البعد عن المسائل الوصفية التي صاحبت الإدارة المالية منذ نشأتها، وبدا التركيز على مسائل الكمية كالتحليل المالي، والتخطيط لاستخدام الموارد المالية بما فيها عملية التخطيط للاستثمارات الرأسمالية (CAPITAL BUDGETING)، و الجدير بالذكر أن هذا التطور حمل في طياته أمرا ذا مغزى ، وهو التحول عن معالجة الإدارة المالية من وجهة النظر الخارجية إلى معالجتها من وجهة نظر إدارة المشروع.

وشهدت الستينيات اهتماما كبيرا بدراسة تكلفة رأس المال نتيجة للأعمال الرائدة لقطبي الإدارة المالية فرانكو مدكلياني و مارتون ميلر. كما شهدت تلك الحقبة أيضا اهتماما بالاستثمار، وذلك بفضل نظرية المحفظة التي وضع أساسها هري ماركونز في بداية الخمسينات، و التي قام على صرحها في منتصف الستينيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (capital asset pricing modal)، والذي كان له الفضل فيه فيشر بلاك، ومايرون شولز.

وفي الثمانينات ازداد الاهتمام بالتضخم وتأثيره على أسعار الفائدة وعلى قرارات الاستثمار بالتبعية، كما حظي بالاهتمام أيضا تأثير كل من الضرائب الشخصية على الدخل وتكلفة الوكالة والإفلاس على هيكل رأس المال. يضاف إلى ذلك الاهتمام بتحول شركات المساهمة إلى شركات يملكها عدد محدود من الأفراد من خلال قيام إدارة المنشأة باستهلاك الأسهم و إحلالها بسندات (TAKEOVER OR) LEVEREGED BUYOUT ، أو من خلال إجراء توزيعات نقدية على المساهمين في مقابل حصول أعضاء مجلس الإدارة (من المساهمين) على نصيبهم من التوزيعات على شكل أسهم (LEVERAGED CASHOUT).<sup>1</sup>

وفي مرحلة ما بعد الثمانينات، وبعد نجاح الجهود في بناء نماذج رياضية كمية، والتي ساعدت في إعطاء حلول صحيحة ودقيقة لكثير من المشاكل المالية المعقدة في ضوء نظرية اتخاذ القرارات، فقد وصلت إلى نظرية كاملة وشاملة رغم حدة التغيرات التي حدثت مثل زيادة حدة التضخم وانعكاسات أثاره بشكل واسع على القرارات عموم الأعمال، ومنها قرارات الإدارة المالية.

الزيادة الضخمة في استعمال الحاسبات الالكترونية في التحليل المالي والنقل الالكتروني للمعلومات كثير من الدول إلى خصخصة مشروعاتها الاقتصادية، بحيث أصبحت الخصخصة منهج اقتصادي وإطار إصلاحي جديد.

بروز عالمية المنشآت وعالمية الأسواق وفقا ما يعرف بالعولمة والتي تنظر إلى العالم من الناحية الاقتصادية ككوكب واحد.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، الطبعة الرابعة، 1999، ص5-6-7.

تقليل حدة التشريعات و القواعد المنظمة للمؤسسات المالية و التوجه نحو المؤسسات المالية الكبيرة ذات الخدمات والأنشطة المتنوعة.<sup>1</sup>

يبدو من هذا المختصر أن التطور الفكري في المجال الادارة المالية قد سار بخطى واسعة تتماشى مع سرعة وطبيعة الأحداث المحيطة بمنشآت الأعمال، ووفقا لهذه الأحداث والتغيرات الجذرية فقد نشطت الادارة المالية كتحقق لتستوعب في نشاطها كل هذه التغيرات.

## 2- تعريف الإدارة المالية :

لقد تعددت التعاريف المتعلقة بالوظيفة المالية ومن بينها نذكر ما يلي :

الإدارة المالية هي عبارة عن الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد الرامية لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد لها.<sup>2</sup> كما تعرف أيضا على أنها: "إحدى وظائف المؤسسة التي تشمل على تنظيم مجرى الأموال فيها وتخطيطه والرقابة عليه، والتحفيز المالي لأفراد المنشأة".<sup>3</sup>

وتعرف كذلك: "بأنها تلك الإدارة التي تقوم بنشاطاتها المالية المتنوعة وذلك من خلال تنفيذها لوظائف فنية متخصصة كالتحليل المالي، تقييم المشروعات، إعداد وتفسير التقارير المالية، الموازنات التقديرية، إعادة التنظيم المالي وغيرها".<sup>4</sup>

وعليه وانطلاقا من التعاريف السابقة، يمكن القول أن الوظيفة المالية هي مختلف النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة واستخدامها بطريقة فعالة، لكي تعود عليها بأكبر الفوائد وأقل التكاليف.

## 3- خصائص الإدارة المالية:

الإدارة المالية جزء لا يتجزء من إدارة المؤسسة ككل ومن أهم خصائصها ما يلي :

- أنها تتغلغل في جميع أوجه نشاطات المؤسسة فأى نشاط لا يكون منعزل عن النواحي المالية.
- إن القرارات المالية قرارات ملزمة للمؤسسة في أغلب الأحيان ولذلك وجب الحذر الشديد في اتخاذ القرارات.
- إن بعض القرارات المالية مصيرية للمؤسسة يتوقف عليها نجاح المؤسسة أو فشلها.

<sup>1</sup> همال سمية، سديرة حربية، دور الادارة المالية في اتخاذ القرارات المالية، مذكرة لنيل شهادة الليسانس، 2006/2005، جامعة الجزائر.

<sup>2</sup> عبد الستار مصطفى الصباح، سعود العامري، مرجع سبق ذكره، ص 14.

<sup>3</sup> خليل الشماع، الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد، 1975، ص 06.

<sup>4</sup> عبد الحليم كراجه و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 14.

إن نجاح القرارات المالية لا تظهر سريعاً ، بل تستغرق زمن قد يطول مما يؤدي إلى صعوبة إصلاح الخطأ إذا كانت القرارات خاطئة<sup>1</sup>.

#### 4- أهمية الإدارة المالية

تتجلى أهمية الإدارة المالية في :

- الإدارة المالية تستخدم أموال المشروع بالشكل الذي ينسجم مع المؤسسة .
- تسعى إلى تحقيق الأهداف المسطرة وذلك من خلال سلامة القرارات المالية .
- تعالج موضوعات مالية مستقبلية ومعرفة الأموال المطلوبة لتمويل مختلف الأنشطة<sup>2</sup>.

#### 5- مجالات الإدارة المالية:

للإدارة المالية مجالات عديدة يمكن تقسيمها إلى<sup>3</sup>:

- مجال المالية العامة:** وهو ذلك الجهد التقني و التنظيمي الذي تقوم عليه النظام المالي العام للدولة من حيث كيفية الحصول على الإيرادات، بهدف تحقيق أهداف الدولة السياسية الاقتصادية و الاجتماعية
- مجال المالية الخاصة:** وهو ذلك الجهد التقني و المالي المتعلق بالقطاع الخاص و المشروعات الفردية و الشركات بأنواعها، من حيث تحقيق التخطيط و التنظيم المالي، و الرقابة المالية و إدارة الأموال و معالجة المشاكل المالية، و ذلك لتحقيق هدف هذه المشاريع و هو الربح.
- مجال المالية الشخصية:** هو موضوع حديث نسبياً يبحث في النواحي المالية للأسرة الأفراد، من حيث مصادر الأموال و كيفية إنفاقها و استثمارها و التخطيط لها، و يعالج في هذا المجال مواضيع الضرائب و التأمين الصحي و تأمين الممتلكات، و التخطيط للتقاعد للأفراد و الأسر و الجماعات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبد الحليم كوجة، علي ربابعة ياسر سكران، موسى مطر، توفيق عبد الرحيم يوسف الإدارة المالية والتحليل المالي، دار الصفاء عمان، طبعة 2000، ص14.

<sup>2</sup> مبارك لسوس التسيير المالي، المطبوعات الجامعية الساحة المركزية الجزائر، طبعة 2004، صفحة 08.

<sup>3</sup> عبد الحليم كراجه و خروا، مرجع سبق ذكره، ص08.

<sup>4</sup> هيثم محمد الزغبى، الإدارة المالية و التحليل المالي، دار الفكر، عمان، الأردن، 2000، ص22-23.

### المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسات الاقتصادية

يعتبر التمويل أحد الركائز الأساسية لنشاط المؤسسة و ضمان استمرارها ، و ذلك بإمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة ، و تظهر الحاجة إلى التمويل إما بسبب السياسة الاقتصادية للمؤسسة التي تحاول استغلال كل إمكانياتها في خلق ثروة جديدة تضمن لها حصتها في السوق أو توسيع نشاطها بسبب ملائمة ظروف اقتصادية مع ما يوافق إمكانيات المؤسسة<sup>1</sup>.

وسنحاول من خلال هذا المبحث إبراز مفهوم التمويل وعلاقته بالمؤسسة من خلال تقسيمه إلى:

#### مصادر التمويل الداخلية

#### مصادر التمويل الخارجية

محددات الاختيار بين مصادر التمويل

#### المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية

من الأهداف الرئيسية للوظيفة المالية هي التخطيط والذي يستدعي وضع البرامج التشغيلية ، ثم تحديد مصادر التمويل الضرورية لتنفيذ البرامج والخطط. إن تحديد مصادر التمويل التي تعتمد عليها الإدارة في ضمن السياسة المالية العامة التي تمثل تلك القرارات تنفيذ البرامج والخطط ،يحدد الهيكل المالي للمؤسسة التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية ، وهذا ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانيات المالية المتوفرة. وفي هذا المطلب البحث في مفهوم التمويل بالإضافة إلى الأهمية التي يعود بها على المؤسسة الاقتصادية.

#### 1- تعريف التمويل

هو مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاقتصادية ، وعلى هذا الأساس فإن تحديد مصادر تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها<sup>2</sup>.

من خلال هذه المفاهيم نستنتج المفهوم الشامل للتمويل على أنه : تلك الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية

<sup>1</sup>حسن سمير عشيح، التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض و التوسع النقدي في البنوك، طبعة أولى، دار المجتمع العربي، عمان 2008، ص:118.

<sup>2</sup>: عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص:118.

اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، مما يساعد على تحقيق أهدافه، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة، والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين<sup>1</sup>.

## 2- مصادر التمويل الداخلية :

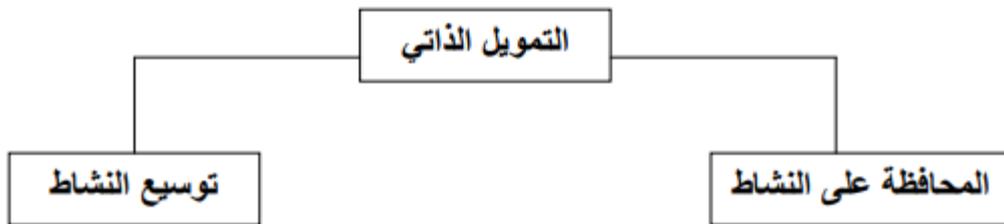
نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة، و تتمثل أساسا في التمويل الذاتي<sup>2</sup>. أنواع التمويل الذاتي وأهم مكوناته:

### 2-1-1-1-2- أنواعه: هناك نوعين من التمويل الذاتي هما:

2-1-1-1-2- تمويل ذاتي خاص بالمحافظة على مستوى النشاط: وهو عبارة عن التمويل الذاتي الذي هدفه المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، حيث أن المؤسسة تخصص أموالها لتحقيق الأهداف المسطرة، لا أكثر ويتكون عموما من الإهلاكات .

2-1-1-2- التمويل الخاص بالتوسع: في بعض الأحيان نجد أن التمويل الذاتي يفوق الانخفاض الذي يحدث في عناصر الأصول، وفي هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى استعمال ذلك الفائض في شراء استثمارات جديدة أو زيادة مخزونها أو حتى زيادة رأس مالها، ومنه فإن هذا النوع من التمويل الذاتي يسمى بالتمويل الذاتي الخاص بالتوسع، والذي يتشكل من الأرباح بعد اقتطاع الضريبة والتوزيع.

### شكل ( 1 ) استخدامات التمويل الذاتي



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات السابقة

<sup>1</sup>الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي والإدارة المالية، طبعة ثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2011، ص: 238.  
<sup>2</sup>قلش عبد الله، بدائل تمويل المؤسسة في ظل العولمة المالية، مجلة علوم الإنسانية، السنة الرابعة، العدد 32، 02 جانفي 2007.

## 2-1-2-2 أهم مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي أساساً من:

### 2-1-2-1-2 الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي الذي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، و تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم يتم تكوينه كاحتياطات لها.

كما أنها عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة و لم يتم توزيعه، فبدلاً من توزيع كل الفائض المتحقق على المساهمين قد تقوم المؤسسة بتكوين احتياطي و ذلك بغرض تحقيق هدف معين، مثل احتياطي إحلال و تجديد الآلات و المعدات و المباني أو احتياطي عام.

وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو و التوسع في أنشطتها<sup>1</sup>، كما تستخدمها لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الحالات التي لا يتم فيها تحقيق أرباح، أو يتم فيها تحقيق خسائر، كما تعمل على دعم و تقوية المركز المالي للمؤسسة، حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية لها. و تتكون الأرباح المحتجزة مما يلي:

**2-1-2-1-2-1 الاحتياطي القانوني :** و هو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه، و يستخدم في تغطية خسائر الشركة و في زيادة رأس المال.

**2-1-2-1-2-2 الاحتياطي النظامي:** يتم تكوينه طبقاً للنظام الأساسي للشركة، حيث يشترط هذا الأخير و جوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة، و هو غير إجباري.

**2-1-2-1-2-3 الاحتياطات الأخرى:** يجوز للجمعية العامة بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية أن تقوم بتكوين احتياطات أخرى، و ذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة.

**2-1-2-1-2-4 الأرباح المرحّلة:** و نقصد بها المبلغ المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية و الذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية، و يستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات مناسبة على حملة الأسهم . و تؤدي الزيادة في الأرباح المحتجزة إلى زيادة القيمة الرأسمالية للمؤسسة و من ثمة القيمة المتوقعة لأسهمها، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية للمؤسسة.

<sup>1</sup>عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 378.

كما أن الاحتفاظ بجزء من الأرباح يحقق مزايا كثيرة منها :  
توفر للإدارة الحرية في استعمال الأموال لمواجهة حاجاتها المالية<sup>1</sup> وتجنبها البحث عن أموال خارجية ذات تكلفة عالية؛

تكلفة هذه الأموال تعد أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى، كما أنها لا ترتب على الشركة أية التزامات اتجاه الآخرين كما هي الحال في حالة إصدار أسهم عادية أو ممتازة أو الحصول على الأموال عن طريق الاقتراض<sup>1</sup>.

## 2-1-2- الإهلاك :

تعتبر الإهلاكات أهم عنصر من عناصر التمويل الذاتي<sup>2</sup>، و يعرف الإهلاك على أنه عبارة على النقص الحاصل في قيمة الأصول الثابتة سواء كان ذلك ناتجا عن الاستعمال أو مرور الزمن أو التقادم .  
كما يعرف على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها في الميزانية بقيمتها الصافية .

ويلعب الإهلاك دورا ماليا يتمثل في عملية إعادة تكوين الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة بهدف إعادة تقييمها في نهاية حياتها الإنتاجية، حيث يتم حجز المبالغ السنوية، لذلك تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي إلى يوم صرفها  
وظائف مخصصات الإهلاك<sup>3</sup>:

استرجاع الأموال التي تم استثمارها قصد تجديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة، أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستثمر؛

إن إعادة استثمار مخصصات الإهلاك يساهم مساهمة فعالة في زيادة قدرة المؤسسة الإنتاجية.

و يعتبر الإهلاك كمصدر من مصادر التمويل الذاتي باعتباره<sup>4</sup>:

يمثل مصروف مالي و إن كان غير نقدي؛

يؤثر عند حسابه بالنقصان على ضرائب الدخل و صافي الأرباح؛

لا يمثل قيمة نقدية حاضرة، إلا أنه يتم استثماره في عمليات المشروع الجارية .

<sup>1</sup> رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 1997، ص217

<sup>2</sup>GASTON DEFOSSE, la gestion financière des entreprises, Presses universitaires de France, Paris, 1974, P145

<sup>3</sup>رضوان وليد عمار، مرجع سبق ذكره، ص 218

<sup>4</sup>عبيد علي أحمد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص64

### 2-1-2-3-المؤونات:

تعرف المؤونة على أنها انخفاض من نتيجة الدورة المالية و مخصصة لمواجهة الأعباء و الخسائر المحتملة الوقوع أو الأكيدة الحصول .

و تطبيقا لمبدأ الحيطة و الحذر، يجبر القانون التجاري الجزائري في مادته 718 المؤسسات على أخذ هذه الأمور بعين الاعتبار أي تسجيلها في دفتر المحاسبة، و ذلك بتكوين مؤونات تدهور قيم المخزون و الحقوق و مؤونات الأعباء و الخسائر، سواء كانت النتيجة إيجابية أم سلبية حفاظا على صدق الميزانية، و تكوين هذه المؤونات يتقيد بعدة شروط منها:

أن تكون أسباب انخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس السنة؛

أن يكون وقوع النقص محتمل؛

أن يكون تقدير هذا النقص موضوعي.

لكن كيف و متى يمكن أن تدخل هذه المؤونات في حساب التمويل الذاتي؟

من خلال ما سبق فإن هذه المؤونات خاصة بالأعباء و الخسائر المحتملة، فقد تقع هذه الخسائر بالفعل خلال دورة الاستغلال، و من هنا تواجه المؤسسة هذه الخسائر. و من جهة أخرى قد لا تقع و عليه تبقى هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة، و بالتالي في نهاية الدورة المالية تنتقل إلى الاحتياجات و هذا بعد طرح نسبة الضريبة منها و تبقى لدى المؤسسة حيث تدخل ضمن التمويل الذاتي لها .

### 2-1-3- قدرة التمويل الذاتي و تكلفته:

#### 2-1-3-1-2- قدرة التمويل الذاتي:

طاقة التمويل الذاتي هو ذلك المورد الداخلي المحصل عليه من نشاط المؤسسة خلال دورة معينة<sup>1</sup>، و التي تبقى في متناولها إلى غاية حصولها على كل إيراداتها، و دفع كل أعبائها و يمثل التمويل الذاتي طاقة للمؤسسة لإنشاء فائض نقدي، حيث يمكنها من تجديد طاقتها الإنتاجية و يضمن قدرتها على سداد القروض . كما أن طاقة التمويل الذاتي تعني قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها عند نهاية كل دورة و تعتبر من بين أهم المؤشرات التي تركز عليها البنوك في دراسة مرد ودية المشاريع الاستثمارية، نظرا لكونها الضمان الأساسي لقدرة المشروع على تغطية تكاليفه. و يتم حسابها وفق العلاقة التالية:

<sup>1</sup> صلحة بن طلحة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر في إطار التحولات الاقتصادية أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير جامعة الجزائر، الجزائر 2008 ص 84.

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الاهتلاكات + المؤونات

وعلى العموم فان لطاقة التمويل الذاتي عدة ادوار تتمثل فيما يلي :

تمويل انتعاش وتطوير المؤسسة الاقتصادية؛

تأمين البقاء للقدرات الإنتاجية للمؤسسة، ورغم وجود الإهلاك الظاهر في ميزانية المؤسسة فهو لا يساوي في مجموعها سعر التجديد ، وتظهر الاستثمارات بقيمة الحصول عليها كما تخضع مدة الإهلاك إلى معايير ضريبية، لاتعتمد على المدة الحقيقية للاستثمار؛

مواجهة الأخطار المحتملة للمؤسسة والذي يتمثل في دور المؤونات.

### 2-1-3-2- تكلفة التمويل الذاتي:

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل عندما ترغب في توسيع الاستثمار كسراء آلات جديدة أو إقامة وحدات جديدة تابعة لها وبالتالي يرتفع إنفاقها . وإن كان هناك اختلاف كبير في تقييم

تكلفة هذا المصدر من التمويل ، إلا أن الإتجاه العام كان يربط سياسة التوزيع بالقيمة السوقية للمؤسسة، ويتوقف تحديد تكلفة التمويل الذاتي على تحديد تكلفة كل من الأرباح المحتجزة وأقساط الاهتلاك.

وعليه فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي :

تكلفة التمويل من الأرباح المحتجزة

=

(التوزيع المتوقع للسهم/القيمة السوقية الحالية للسهم)+النمو المتوقع للتوزيعات

### المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية

يتضمن كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية، فالإدارة تحصل على هذه الأموال بشروط وإجراءات لا بد من، معرفتها وفقا للأوضاع والشروط التي يحددها السوق المالي وعائد الفرصة البديلة<sup>1</sup>.

يتوقف حجم التمويل الخارجي على حجم التمويل الداخلي و احتياجات المؤسسة المالية أي أنه يكمله لتغطية المتطلبات المالية الجارية أو الاستثمارية، وبصفة عامة لا يكفي التمويل الداخلي لتغطية الاحتياجات المالية

<sup>1</sup> د حمزة الزبيدي، مرجع سابق ذكره، ص ص: 941، 942.

للمؤسسة ،مما يجعلها تلجأ إلى مصادر خارجية بزيادة رأس مال الأسهم أو من الاقتراض أو هما معا. و ينقسم المصادر الخارجية للتمويل كما يلي<sup>1</sup>:

### 1-مصادر التمويل قصيرة الأجل:

و تتمثل في القروض القصيرة الأجل التي لا تفوق مدة استحقاقها عن السنة وهي قروض مختصة بتمويل احتياجات دورة الاستغلال للمؤسسة وهو الأمر الذي يستمد منه هذا النوع من القروض أهميته في الحياة الاقتصادية ، حيث أنّ جميع المؤسسات بغض النظر عن حجمها هي بحاجة إلى مثل هذه القروض و حتى تتمكن المؤسسة من تغطية احتياجاتها التمويلية المتعلقة بدورة الاستغلال فإنها تلجأ إلى مصادر التمويل القصيرة الأجل التالية<sup>2</sup> :

القروض التجارية أو الائتمان التجاري؛

القروض المصرفية أو الائتمان المصرفي.

#### 1-1- الإئتمان التجاري:

هو ذلك الائتمان الذي ينشأ على أساس العلاقة المباشرة التي تربط عادة المؤسسة مع موردها، و ذلك من خلال ما تحصل عليه هذه المؤسسة من تسهيلات ائتمانية على ما تقوم به من مشتريات مع بضائع أو مواد أولية أو خدمات مؤداة لفائدتها.

#### 1-2- الائتمان المصرفي :

يتمثل الإئتمان المصرفي في القروض المختلفة التي يقدمها البنك لعملائه من المؤسسات التجارية و الصناعية أي إن البنوك تقوم بتزويد المنشآت بما تحتاج إليه من أموال لتمويل عملياتها الجارية، ويعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي توجب على المنشأة التفكير في استخدام الائتمان المصرفي<sup>3</sup>.

#### 2-مصادر التمويل متوسطة الأجل :

التمويل المتوسط الأجل يستخدم لتمويل حاجة دائمة للمشروع المقترض، ويكون لتغطية أصول ثابتة، أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ و التي تستغرق عددا من السنين لذا فان المتفق عليه هو اعتماد فترة التمويل من سنة إلى 5 سنوات في هذا النوع من التمويل حيث يتم سداد قيمة القرض من خلال التدفقات النقدية التي تتولد خلال هذا العدد من السنين<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> فيصل جميل السعيدة، انضال عبد الله فريد، الملخص الوجيز في الإدارة و التحليل المالي، طبعة أولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان، 2004، ص ص60، 61.

<sup>2</sup> حسن احمد توفيق، الادارة المالية في المشروعات التجارية، دار المعلم للتجارة، 1983، ص 290.

<sup>3</sup> فيصل جميل السعيدة، انضال عبد الله فريد، مرجع سابق، ص63.

<sup>4</sup> حمزة الزبيدي، مرجع سابق، ص:960.

و يتمثل التمويل المتوسط الأجل في:

- القروض المصرفية متوسطة الأجل؛
- القروض المصرفية متوسطة الأجل.

تلعب البنوك التجارية دورا كبيرا في التمويل المتوسط الأجل فبعد أن كانت فلسفة معظم هذه البنوك هو اقتصرها على التمويل قصير الأجل لاعتبارات السيولة التقليدية للبنوك التجارية ظهرت دعوى جديدة لضرورة اشتراك البنوك التجارية في تمويل متوسط الأجل ومن أهم ما يميز القرض المصرفي متوسط الأجل، هو انه يستحق بعد أكثر من سنة ، وعادة ما يتم سداد هذه القروض على مدار عدد من السنوات بصورة منتظمة و يطلق عليها أقساط السداد بالإضافة لذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، وتكون هذه القروض موجهة أساسا لتمويل الاستثمار في تجهيزات ومعدات الإنتاج ويصاحب تقديم هذا النوع من القروض إلزام المؤسسة المقترضة لمجموعة من الشروط نذكر منها :

شروط استخدام القروض بالكيفية المتفق عليها وفي الأغراض المحددة كضمان لاسترجاع الأموال؛

شروط تحديد سقف المديونية حفاظا على ملائمة وقدرة المؤسسة على التسديد مستقبلا؛

شروط على توزيع الأرباح على المساهمين لا تتعدى نسبة معينة للحفاظ على نسبة معينة بين الأموال المملوكة والقروض ضمن الهيكل المالي للمؤسسة.

### 3- مصادر التمويل طويلة الأجل:

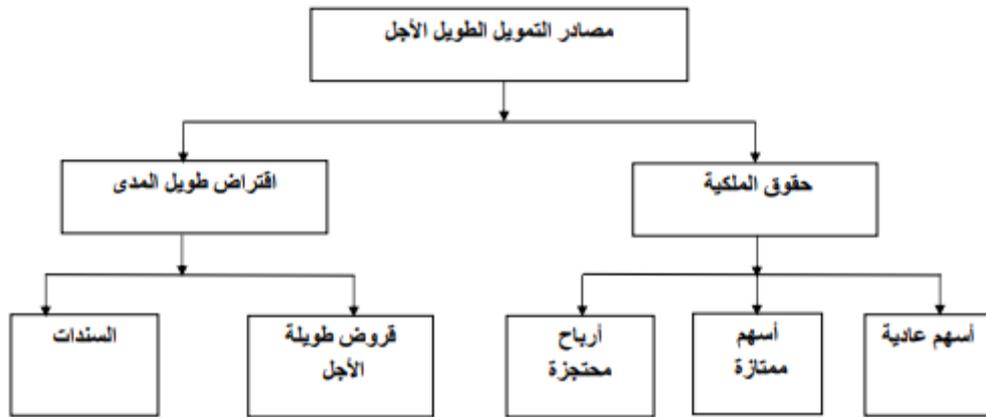
تلجأ المنشأة الاقتصادية إلى التمويل طويل الأجل نتيجة التوسعات والتحسينات التي تنوي المنشأة القيام بها، ويمتاز هذا النوع من التمويل بكونه يستحق الدفع بعد مدة تزيد عن العام الواحد، وبالتالي فمن المستحسن إنفاقه على الموجودات الثابتة، ومن هنا تظهر لنا الأهمية الكبيرة للتمويل الطويل الأجل والذي كثيرا ما يحدد اتجاه وسرعة نمو المنشآت، كما أن مهمة الحصول على التمويل الطويل الأجل تعتبر من المهام الأساسية للمدير المالي وذلك لتلبية احتياجات المنشأة من الأموال اللازمة سواء لعمليات الحالية أو لأغراض التوسع<sup>1</sup>.

3-1- مصادر التمويل طويلة الأجل: وتنقسم إلى قسمين أساسيين تبعا لمصادر الحصول عليها كما يوضحه الشكل الموالي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> فيصل جميل السعيدة، نضال عبد الله فريد، مرجع سابق، ص: 68

<sup>2</sup> عيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار و التمويل و التحليل المالي، طبعة أولى، دار حامد للنشر و التوزيع، مصر 2: 224، 2008،

شكل (2): مصادر التمويل طويلة الأجل



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على المعلومات السابقة

وتتكون مصادر التمويل طويلة الأجل من نوعين أساسيان هما ، أموال الملكية و أموال الاقتراض وسوف نعرض كل واحدة على حدى.

**3-1-1-1-أموال الملكية:** تعرف أموال الملكية بأنها حقوق المساهمين في المؤسسة، وتتكون من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة<sup>1</sup>.

**3-1-1-1-1. الأسهم العادية:** قبل التعرف على الأسهم العادية لابد تعرف على السهم بصفة عامة فالسهم هو سند ملكية لحامله و يتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العامة، وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة و المشاركة في الأرباح و الخسائر و حق البيع و التداول و تكون مسؤوليته محدودة حسب حصته من رأس المال.

**3-1-1-1-1-3- تعريف الأسهم العادية:** هي الأسهم التي لا تحقق لصاحبها أي حقوق متميزة سواء في مقدار الأرباح الموزعة أو نصيب السهم من أصول الشركة عند التصفية و يسمى حائزي هذه الأسهم بحملة الأسهم و يضع السهم على ورق مميز يكتب عليه القيمة الاسمية للسهم<sup>2</sup>.

**3-1-1-1-2- حقوق حملة الأسهم العادية:** المساهم العادي الحقوق التالية :

- حق الحصول على شهادة تثبت مساهمته في ملكية الشركة بعدد محدد من الأسهم؛
- حق تحويل الأسهم لمن يشاء؛
- حق التصويت لانتخاب في مجلس الإدارة؛
- حق التصويت في الموضوعات الأخرى التي لها علاقة بملكية الشركة؛

<sup>1</sup>:د:عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص:475

<sup>2</sup>مبروك باصور، مرجع سابق، ص:95

- حق منع الشركة من القيام بأعمال تضر بكيانها؛
- حق فحص الدفاتر؛

### 3-1-1-1-3- القيمة المختلفة للأسهم العادية :

القيمة الاسمية: وهي القيمة المكتوبة على وجه السهم و تستعمل لحساب رأس مال الشركة .

$$\text{رأس مال الشركة} = \text{عدد الأسهم العادية} \times \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

القيمة الدفترية: و هي عبارة عن نصيب حامل السهم وحقوق المساهمين بمبلغ واحد.

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق المساهمين} / \text{عدد الأسهم العادية.}$$

القيمة السوقية: هي عبارة عن ثمن السهم في السوق وتخضع للعرض والطلب وتكون اكبر أو اقل حسب توقعات المستثمرين.

### 3-1-1-2- الأسهم الممتازة :

3-1-1-2-1- تعريفها: تعد الأسهم الممتازة ضمن بنود حقوق الملكية إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية. على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط. وهناك عدد من الأسباب تدفع إدارة الشركة لإصدار الأسهم الممتازة، واهم هذه الأسباب زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة، والمتاجرة بالملكية واستعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة 1.

### 3-1-1-2-2- أنواعها: يمكن التمييز بين الأنواع التالية :

أسهم ممتازة مشتركة في الأرباح: أي تشترك بعد استيفاء نسبتها المحددة مع الأسهم العادية بأرباح الشركة واسهم ممتازة غير مشتركة مع الأسهم العادية<sup>2</sup>.

أسهم ممتازة مجمعة للأرباح واسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح: الأولى هي الأسهم التي لها الحق في الحصول على كامل أرباحها في السنين التالية إن لم تكن الأرباح في سنة من السنين كافية لدفع النسبة المحددة لها . أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: وذلك حتى تعطي للشركة المرونة في التمويل وفي الأعباء .

<sup>1</sup>عباسي نصيرة، تأثير التضخم في التحليل المالي للمؤسسة، مذكرة لنيل درجة الماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004/2005، ص: 70  
<sup>2</sup>د، ياسين العايب، تقييم سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص: 65

### 3-1-2- السندات كمصدر للتمويل:

#### 3-1-2-1- تعريفها

السند هو عبارة عن صك تصدره المؤسسة، وهو يمثل بذلك عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الثاني سلفا معيناً للطرف الأول الذي يتعهد برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة فهو بذلك عبارة وثيقة تثبت الاقتراض لقاء فوائد تدفع سنوياً<sup>1</sup>.

هو عبارة عن مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول par value في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضاً الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية . السند هو ورقة مالية تمثل دين طويل الأجل على المؤسسة المصدرة له وجزء من الدين الكلي، وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية، بمعنى أن هناك احتمال تحقيق ربح أو خسارة لحامل السند. يصدر السند من طرف: الشركات، الحكومة، الجماعات المحلية، المؤسسات المالية المختصة. وبما أن السندات طويلة الأجل هي مصدر من المصادر المالية طويلة الأجل التي تحصل عليها منظمات الأعمال، فهي تتميز بمجموعة من الخصائص تمثل فيما يلي :

حامل السند يعتبر دائناً من دائني الشركة. حامل السند يتحصل على فائدة ثابتة، وهذا في مقابل استخدام الشركة لأمواله، وهذا بغض النظر عن حالتها المالية<sup>2</sup>؛ للسندات أجل محدد تلتزم الشركة بسداد قيمته في نهاية المدة المتفق عليها؛ حاملو السندات ليس لهم الحق في التصويت أو المساهمة في إدارة الشركة؛ السندات تكون مضمونة ببعض أصول الشركة.

#### 3-1-2-2- أنواع السندات :

هناك أنواع كثيرة من السندات تتمثل فيما يلي :

**سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية:** هذا النوع من السندات يتم إصداره بقرار من الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، كما أنه يعطي الحق لحامله بتحويله إلى عدد معين من الأسهم خلال فترات زمنية معينة. **سندات قابلة للاستدعاء:** وهي تلك السندات التي للمؤسسة المصدرة لها الحق في رد القيمة الاسمية للسند وهو ما يعرف بتعويض الاستدعاء .

<sup>1</sup>عباسي نصيرة، مرجع سابق، ص:71  
<sup>2</sup>أ، د: حمزة الزبيدي، مرجع سابق، ص:967

**السندات المضمونة:** وهي عبارة عن تلك السندات التي تصدرها المؤسسة المساهمة، ولكن بضمان يقرر برهن على أموال المؤسسة، وقد يكون هذا الضمان المقدم من طرف أحد البنوك أو الحكومة أو هيئة أو بضمان عيني يقرر لحملة السندات رهن رسمي على عقارات أو موجودات الشركة .

**السندات العادية أو ذات الاستحقاق الثابت:** وهي السندات التي يدفع المکتب فيها قيمتها الاسمية بالكامل على أن يحصل خلال مدة القرض على فوائد ثابتة، بالإضافة إلى استرداد قيمة السند عند نهاية مدة القرض .

**سندات عادية ذات عائد متغير:** وهي تلك السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المکتب بالكامل ويحصل على فوائد متغيرة طوال فترة القرض، وهذا يكون على أساس ما تحققه المؤسسة من أرباح، كما أن صاحب السند يسترد قيمته الاسمية عند نهاية مدة القرض .

**السندات ذات النصيب:** هذا النوع من السندات يصدر بقيمة اسمية معينة ويتم الاكتتاب فيها بنفس القيمة، ولكن هناك عملية سحب تتم بالقرعة السنوية، وتقدم جائزة أو مكافأة مالية محددة مسبقا من طرف المؤسسة للسندات الفائزة، ويمكن لصالح السند الفائز أن يحرم من الفوائد السنوية، وذلك بحسب ما تنص عليه قرارات المؤسسة .

السندات تكون مضمونة ببعض أصول الشركة.

**السندات ذات علاوات الإصدار:** ويتم إصدار هذا النوع بقيمة اسمية معينة، وهنا يدفع المکتب فيها أقل من قيمتها الاسمية، ويكون الفرق بين القيمة الاسمية، وما تم دفعه من قيمة السند يتمثل في علاوة الإصدار مع التزام المؤسسة بإرجاع القيمة الاسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: محددات الاختيار بين مصادر التمويل

إن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم، في نبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة وباختيار الأنسب منها، مما يحقق التوازن بين العائد و المخاطر، ولن يتأتى ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة و خصائص كل منها، وكذا المعايير المعتمدة في اتخاذ قرار التمويل.

#### 1-الملائمة:

والمقصود بها الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة ومجمل الأصول التي يتم تمويلها باستعمال تلك الأموال، فعلى سبيل المثال إن كانت مويل رأس المال العامل مثلا هو الهدف من قرار التمويل ليس من الحكمة في هذه الحالة أن يكون تمويله بقرض طويل الأجل بل يفترض تمويله بقرض قصير الأجل وهذا بهدف تخفيض التكلفة المرجحة للأموال إلى حدها الأدنى، أما إذا كان الهدف من قرار التمويل هو التوسع أو شراء أصل رأسمالي، فيكون في هذه الحالة تمويله إما عن طريق الملاك أو بقرض طويل الأجل<sup>1</sup>

<sup>1</sup> د طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001، ص:75

## 2- المرونة:

ويقصد بالمرونة قدرة المؤسسة على تعديل مصادر التمويل تبع للمتغيرات الرئيسية لإحاجتها للأموال، أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة و بين مصادر الأموال حيث أنه هنا كبعض مصادر لتمويل أكثر مرونة من غيرها<sup>1</sup>، ويقصد بالمرونة كذلك تعدد مصادر التمويل المتاحة لإمكانية الاختيار من بين أكبر عدد ممكن من البدائل لتحديد مصدر التمويل المناسب والتي تتيح للمؤسسة إمكانية إحداث تغيير تراه مناسب على مصدر التمويل في المستقبل<sup>2</sup>.

## 3- التوقيت

إن هذا العامل يرتبط بالمرونة، وهو يعني أن المؤسسة تختار الوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة وعن طريق الاقتراض أو عن طريق أموال الملكية، وتحقق المؤسسة وفرة كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل<sup>3</sup>.

## 4- الدخل:

و هو حجم العائد على الاستثمار المتوقع الحصول عليه من تلك الأموال المقترضة، فعندما تقوم المؤسسة بالاقتراض لتمويل عملية معينة فإنها تقارن بين معدل الفائدة التي ستدفعه للممول ومعدل الفائدة المتوقع الذي ستحصل عليه، فإذا كان الفرق إيجابياً يتم الاعتماد على القرض كوسيلة للتمويل. كذلك حجم الضمانات و القيود على المشروع التي تطلبها مصادر التمويل أو الاقتراض<sup>4</sup>.

## 5- الخطر:

إن قرارات اختيار مصادر التمويل المناسبة تحتاج إلى دراسة مقدار الخطر الذي يلحقه كل مصدر تمويلي. و المقصود بالخطر التمويلي مدى تعرض الملاك لمخاطراً لإفلاس نتيجة زيادة العبء المالي للمؤسسة، و تعدد الجهات التي لها الحق والأولوية على حقوق الملاك وهذه الأولويات تكون على النحو التالي:

إن توزيع الأرباح يعطي الدائنون أموالهم أولاً ثم الملاك الممتازون ثم العاديون؛

عند تصفية أصول الشركة يعطي الدائنون أموالهم أولاً ثم الملاك الممتازون ثم العاديون.

و بالتالي يزداد الخطر على أموال الملاك كلما ازداد ديون المؤسسة وكلما اعتمدت على القروض فديون المؤسسة تسدد من أصولها وكلما ازدادت هذه الديون كلما هددت بالقضاء على كل الأصول. و من ناحية أخرى

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 413 .:

<sup>2</sup> هيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، 2000، ص : 122 .

<sup>3</sup> عبدالحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص : 104.

<sup>4</sup> هيثم محمد زغبي، مرجع سابق، ص : 118.

لا يكون هنا كخطر إذا كانت المؤسسة تعتمد على أصولها وتمويل عملياتها إذا تبقى أصول المؤسسة لملاكها  
بحالة تعطل أعمال المؤسسة أو حتى تصفية المؤسسة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> هيثم محمد زغبي، مرجع سابق، ص : 121.

## المبحث الثالث: ماهية رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

### المطلب الأول : مفهوم رأس المال

#### 1- تعريف رأس المال

رأس المال (Capital) هو الثروة التي تُشكّل نوعاً من أنواع الأصول، ويُستخدم للإشارة إلى القوة المالية الخاصة بالمؤسسات أو الأفراد<sup>1</sup>، ويُعرّف رأس المال بأنه عبارة عن الأموال المُستخدمة في صناعة المزيد من الثروة، أو البدء بمشروع جديد.<sup>2</sup> من التعريفات الأخرى لرأس المال هو النقود أو غيرها من الممتلكات التي يملكها الأفراد المؤسسات، ويُستخدم رأس المال بهدف تأسيس مؤسسة أو شركة، أو لاستثماره في مجالاتٍ مُتنوّعة<sup>3</sup>.

#### 2- خصائص رأس المال

يتميّز رأس المال بمجموعةٍ من الخصائص، وفيما يأتي معلومات عن أهمّها:<sup>4</sup>  
يُعدُّ رأس المال من المُنتجات الخاصة بالعمل البشريّ؛ فهو نوع من أنواع رؤوس الأموال، مثل المباني، والآلات، وغيرها من إنتاج الإنسان؛

يُشكّل رأس المال أحد العوامل السلبية للإنتاج؛ إذ لا يُمكن أن يُقدّم رأس المال أيّ إنتاجٍ إلّا مع وجود نشاطات مُساعدة له، فمثلاً لإنشاء مبنى يجب وجود عمال قادرين على البناء، لذلك لا يستطيع رأس المال أن يُنتج أيّ شيء من تلقاء نفسه؛

يُعدُّ رأس المال من الوسائل المتغيرة أي لا يُمكن تغيير قيمة إجماليّ المعروض من الأجهزة، ولكن من الممكن تغيير قيمة المعروض من رأس المال من حيث الزيادة أو النقصان؛

يتأثّر رأس المال بالانخفاض إذ يؤدي استمرار استهلاكه إلى انخفاض قيمته؛  
يُعدُّ رأس المال جزءاً من مخزون العمل حيث تُستخدم رؤوس الأموال من قبل أصحابها لكسب الثروة ويتراكم رأس المال نتيجةً للدّخار، ومن ثمّ يتمّ إنفاق جزءٍ منه على المُنتجات الاستهلاكيّة، أمّا الجزء المتبقّي فنتمّ المحافظة عليه؛

يقبل رأس المال التدمير حيث من الممكن تدمير كافة المُنتجات الرأسماليّة بسبب الاستخدام الدائم لها، مثل انتهاء العمر الافتراضيّ للآلات والمركبات المُستخدمة في الشركة.

<sup>1</sup>capital”, *Business Dictionary*, Retrieved 17-5-2017. Edited .

<sup>2</sup>capital noun (MONEY)”, *Cambridge Dictionary*, “ ↑.Retrieved 17-5-2017. Edited

<sup>3</sup>capital”, *Oxford Dictionaries*, Retrieved 17-5-2017. Edited.

<sup>4</sup>Smriti Chand, "Capital: Meaning and Characteristics of Capital Accounting" ,Your Article Library, Retrieved 17-5-2017. Edited.

### 3- أهمية رأس المال

يُعدُّ رأس المال من المُكوّنات المهمة للمنشآت؛ بسبب دوره الحيويّ في نظام الإنتاج الذي يُعزّز من أهميّته التي تُلخّص وفقاً للنقاط الآتية:

المساهمة في توفير أساسات الإنتاج: هي من ضرورات وجود رأس مال لدعم الإنتاج؛ حيثُ من الصّعب بالنسبة لأيّ منشأة تطبيق الإنتاج دون رأس مال؛ إذ لا يُمكن توفير المواد والمنتجات إلّا من خلال استخدام الآلات والأدوات.

دعم زيادة الإنتاجية: إذ مع زيادة التطوّر التكنولوجيّ أصبح رأس المال وسيلةً لإنتاج العديد من السلع؛ حيث ارتبط ارتفاع معدّل الإنتاجية مع الاستخدام المستمر لرأس المال.

المشاركة بالتنمية الاقتصادية: هي الأهمية المرتبطة بالدور الاستراتيجيّ لرأس المال؛ حيث يمتلك موقعاً مركزياً ضمن التنمية الاقتصادية؛ إذ يعدُّ تراكم رأس المال الجوهر الخاص بتنمية قطاع الاقتصاد، والذي يحتوي على العديد من رؤوس الأموال، مثل السدود، والمصانع، والجسور، والموانئ، وأعمال الريّ، وغيرها.

### 4- أنواع رأس المال

يُقسم رأس المال إلى مجموعة من الأنواع، وهي:<sup>1</sup>

**رأس المال المدين Debt Capital**: هو رأس المال الذي تحصل عليه الأعمال التجارية؛ عن طريق الاعتماد على الديون سواءً من مصادر خاصة مثل شركات التأمين والمؤسسات المالية، أو مصادر عامة مثل القروض. رأس مال الأسهم (بالإنجليزية: Equity Capital) هو رأس المال الذي يعتمد على الاستثمارات المالية التي لا تحتاج إلى سداد، وتشمل هذه الاستثمارات ما يُقدّمه أصحاب العمل، والمساهمات الخاصة ببيع محتويات المخزون.

**رأس المال العامل Working Capital**: هو الفرق بين الأصول الحالية التابعة للمؤسسة والالتزامات المتداولة، ويُستخدم رأس المال هذا بصفته مقياساً لسيولة الشركات ذات الأجل القصير؛ أي الشركات التي تساهم بتغطية ديونها، وغيرها من الالتزامات الأخرى والمستحقة خلال السنة.

**رأس المال التجاري Trading Capital**: هو رأس المال الذي يُستخدم للإشارة إلى مبلغ ماليّ تمّ تخصيصه لعمليات البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية المتنوعة، ويختلف عن رأس المال الاستثماريّ لأنّه يُحجز للمشروعات الأكثر توقّعا، ويُطلق أحيانا على رأس المال التجاريّ مسمى التمويل.

<sup>1</sup>"capital", Investopedia, Retrieved 17-5-2017. Edited.

رأس المال الإضافي المدفوع Additional Paid-In Capital: هو عبارة عن حساب يوجد في قسم حقوق الملكية ضمن قائمة الميزانية العمومية التابعة للمنشأة، ويمثل المبلغ المالي الإضافي المدفوع للأسهم الخاصة بالشركة وفقاً لقيمتها الاسمية، ولا يظهر هذا النوع من رأس المال إلا عندما يشتري فرد أسهماً بشكل مباشر من المنشأة.

#### 4- وظائف رأس المال

يساهم رأس المال بتقديم العديد من الوظائف المفيدة للمنشآت المتنوعة، ومن أهم هذه الوظائف<sup>1</sup>:  
توريد المواد الخام: هو دور رأس المال بتوفير اللوازم الخاصة بالمواد الخام؛ إذ يجب أن يحصل كل قطاع أعمال على كمية كافية من المواد الخام، التي تتميز بأنها تمتلك نوعية جيدة.  
توريد الأجهزة والآلات: يساهم رأس المال بتوفير الأجهزة والأدوات المناسبة للعملية الإنتاجية.  
توفير وسائل النقل: وذلك ليستفيد العملاء منها؛ مثل الشاحنات، والسكك الحديدية.  
استقطاب العمال والموظفين: يساهم رأس المال بتوفير فرص العمل للموظفين والعمال، وتعدّ هذه الوظيفة الخاصة برأس المال من الوظائف المهمة ضمن أغلب قطاعات الاقتصاد؛ سواءً النامية منها أو المتطورة، كما قد تكون من المحددات المؤثرة على نسبة العمالة في دولة معينة.

#### المطلب الثاني: عملية رفع رأس المال

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

**1- مفهوم زيادة رأس المال:** إن عملية زيادة رأس مال شركة ما هو إلا تصرف قانوني يتم بموجب و تعديل عقد الشركة بزيادة رأس مالها أثناء حياتها وذلك وفقاً للأساليب والإجراءات التي يحددها القانون. وتتمثل الزيادة في رأس المال استثماراً إضافياً في الشركة ذاتها من أجل تكييف قدراتها المالية مع ما تعيشه من أوضاع جديدة سواء تعلق الأمر بأوضاع داخلية تخص الشركة أو أوضاع خارجية ترتبط بالمنظومة الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع، وهي أوضاع تجعل الشركة أمام خيار رفع رأس مالها.

<sup>1</sup> Tushar Seth, "Capital: Meaning, Characteristics, Function and Importance of Capital", 'Economics Discussion, Retrieved 18-5-2017. Edited.

2- طرق زيادة رأس المال وكيفية الوفاء بها: إن زيادة رأس مال أي شركة يتم عن طريق إنشاء أسهم جديدة يتم شراؤها من قبل المساهمين القدامى أو الجدد، من خلال اللجوء إلى الأوراق المالية إذا كانت الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية أو عن طريق دمج جزء من الأرباح والتي لم يتم توزيعها وغيرها. ولقد نص المشرع الجزائري على طرف زيادة رأس مال شركة المساهمة وكيفية الوفاء بها في المادتين 687 و 688 من ق ت ج، فزيادة رأس مال الشركة يكون إما بإصدار أسهم جديدة أو بإضافة قيمة إسمية للأسهم الموجودة<sup>1</sup>.

أما بالنسبة لكيفية الوفاء بهذه الزيادة فتكون إما نقداً أو بالمقاصة أو بضم الاحتياطات أو الأرباح أو علاوة الإصدار أو بحصص عينية أو عن طريق تحويل السندات.

حيث تتم الزيادة بطريقتين هما:

الزيادة عن طريق إصدار أسهم جديدة: تتحصر هذه الطريقة في إطار أسهم جديدة بقدر الزيادة التي تقرها الشركة في رأس المال، هذه هي الطريقة المتبعة في العادة ويسري على الإكتتاب في الأسهم الجديدة جميع القواعد الخاصة بالإكتتاب في الأسهم الأصلية التي تصدرها الشركة لأن الأمر يتعلق في الواقع بتأسيس جزئي للشركة<sup>2</sup>.

وزيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة تطرح للاكتتاب العام من شأنها أن تؤدي إلى دخول طائفة جديدة من المساهمين تزاخم المساهمين القدامى في ناتج الشركة ومن ثم إفادة المساهمين الجدد والإضرار بالمساهمين القدامى<sup>3</sup>.

لهذا منح المشرع الجزائري المساهمين القدامى حق الأفضلية بالاكتتاب في الزيادة بموجب المادة 694 من ق ت ج إلا أن هذا الحق ترد عليه مجموعة من الأحكام تتمثل في:

- لا يثبت هذا الحق للمساهمين في جميع حالات الزيادة بل هو مقرر فقط عندما تتم الزيادة عن طريق جلب أموال جديدة للشركة يتم الحصول عليها عموماً بواسطة أسهم نقدية تطرح للاكتتاب العام.  
- مراعاة مبدأ المساواة بين المساهمين لأن حق الاكتتاب بالأفضلية مقرر قانوناً لمساهمين القدامى، فالأصل عدم جواز قصره على بعض المساهمين دون البعض الآخر، عملاً بمبدأ المساواة بين المساهمين.  
كما أن ممارسة حق الاكتتاب بالأفضلية متروك لمشئته المساهم فله أن يستعمله ويكتتب في أسهم الزيادة، وله أن يتخلى عنه ولا يكتتب في هذه الأسهم و من ثم يعتبر باطلاً وكأن لم يكن القرار الذي

<sup>1</sup> نادية فاضلي، أحكام الشركات طبقاً للقانون التجاري (شركة الأشخاص)، دار هومة، الجزائر، 2004، ص 306.

<sup>2</sup> مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 23.

<sup>3</sup> نادية فضيل، مرجع سبق ذكره، 306.

يصدر عن الجمعيات العامة للشركة والذي يجبر المساهمين على القيام بهذا الحق والاكتتاب في أسهم الزيادة<sup>1</sup>. وبما أن حق الاكتتاب بالأفضلية ذو طبيعة مالية فيجوز تداوله خلال فترة الاكتتاب في الزيادة وهذا ما نصت عليه المادة 694 ق ت ج في فقرتها الثانية و الرابعة، كما يمكن للمساهمين التنازل عن حق الأفضلية بصفة فردية وتأتي المادة 715 مكرر 51 ق ت ج في فقرتها الثانية لتؤكد على ذلك:

وفي حالة الزيادة في رأس المال تكون الأسهم للتداول ابتداء من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة إذن حق الاكتتاب بالأفضلية يمكن التنازل عنه منفصلا أو بالتبعية مع السهم، وكثيرا ما يكون هذا الحق على صفقات في بورصة الأوراق المالية خاصة إذا كان مركز الشركة قويا<sup>2</sup>.

**1-2- الزيادة عن طريق إضافة قيمة اسمية للأسهم الموجودة:** يمكن زيادة رأس مال الشركة عن طريق إضافة قيمة اسمية للأسهم الموجودة ففي هذه الحالة يلتزم الشركاء بإضافة نسبة معينة من قيمة الأسهم دون الحاجة إدخال شركاء جدد إلى الشركة فعدد الأسهم يبقى نفسه قبل الزيادة إلا أن القيمة الاسمية للسهم ترتفع وهذه الطريقة لا يمكن القيام بها إلا بموافقة جميع الشركاء، لأنه لا يجوز الزيادة من التزامات المساهمين دون موافقتهم.

وما قيل سابقا عن طريق الزيادة ينطبق على كل من شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم، لكن المشرع في المادة 715 الفقرة 03 من ق ت ج قد أحالنا إلى تطبيق أحكام كل من شركة التوصية البسيطة وشركة المساهمة على شركة التوصية بالأسهم، وبما أن رأس مال هذه الأخيرة يكون مقسم إلى أسهم متساوية القيمة فإننا نقوم بتطبيق أحكام شركة المساهمة الخاصة بطرق زيادة رأس مال الشركة مادامت لا تتعارض مع الأحكام الخاصة بشركة التوصية بالأسهم المنصوص عليها في القانون التجاري. أما بالنسبة لطرق زيادة رأس مال كل من شركة التضامن وشركة التوصية البسيطة وشركة ذات المسؤولية المحدودة، فمن غير المعقول أن تتم بالطريقتين السابقتين التي ذكرناهما لأن رأس مالي هذه الشركات لا يكون مقسم إلى أسهم بل يكون مقسم إلى حصص ذات قيمة اسمية متساوية، وبالتالي فإن زيادة رأس مال هذه الشركات تكون إما بإضافة مبلغ أو قيمة لحصص الشركاء أو عن طريق زيادة عدد الحصص المكونة لرأس المال.

<sup>1</sup> محمد فريد الفريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000، ص ص 358-359.

<sup>2</sup> -نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة، 2007 ص 306.

**3-3-1- كفية الوفاء بالزيادة:** ذهب المادة 688 من ق ت ج على كفية الوفاء بالزيادة، حيث يتم الوفاء بقيمة الزيادة إما نقدا أو المقاصة إذ يضم الاحتياطات أو الأرباح أو علاوات الإصدار أو عن طريق الحصص العينية أو بتحويل السندات.

**3-3-1- الوفاء نقدا:** تسعى الشركة بهذه الطريقة إلى جلب أموال جديدة تضاف إلى رأسمالها وهذا عن طريق إصدار أسهم نقدية لها نفس القيمة التي للأسهم الأصلية بمقدار الزيادة المطلوب إضافتها إلى رأس المال الأصل، وقد يتم طرح هذه الأسهم للاكتتاب العام الذي يشترط فيه الجمهور والمساهمين القدامى، وفي هذه الحالة تعتبر الزيادة بمثابة تأسيس جزئي للشركة، لذا يجب إتباع الإجراءات القانونية المتعلقة بإصدار الأسهم الأصلية، أي تلك التي طرحت للاكتتاب عند تأسيس الشركة سواء من حيث الاكتتاب أو إجراءاته أو من حيث الوفاء بقيمته الاسمية<sup>1</sup>.

**3-3-2- الوفاء بالمقاصة:** يمكن الوفاء بالزيادة عن طريق المقاصة، فالمقاصة تعتبر طريقة من طرق الوفاء بالالتزام، فإذا اجتمعت صفة الدائن والمدين في نفس الشخص أي أن يعتبر الشخص دائن بما له على المدين وفي نفس الوقت، يعتبر مدين بما عليه للدائن، والمقاصة تلعب دورا كبيرا في المعاملات التجارية في الوقت المعاصر والتي تتطلب السرعة في التعامل وفي اتخاذ الإجراءات<sup>2</sup>. لهذا يجوز أن تتم المقاصة على دين في ذمة الشركة إلا أنه لا يجوز أن تتم المقاصة على دين في ذمة أحد الشركاء، ويعتبر المقاصة طريقة من طرق الوفاء بالزيادة، وهذا حسب المادة 688 من ق ت ج.

### 3-3-3- الوفاء بدمج الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الإصدار:

**3-3-3-1- الوفاء بدمج الاحتياط:** يعتبر المال الاحتياطي على حد تعبير بعض الفقهاء وسيلة للتمويل الذاتي، فهو يمنع الشركة عن الاقتراض، وهكذا يشكل المال الاحتياطي بالإضافة إلى رأس المال ضمانا للدائنين وزيادة للائتمان وتعزيزا في ثقة بالشركاء<sup>3</sup>. والاحتياطي الذي يمكن دمج في رأس المال يتمثل في الاحتياطي النظامي والاحتياطي الحر أو الاختياريين كما يمكن دمج الاحتياطي المستتر، فالاحتياطي النظامي عبارة عن أموال

<sup>1</sup> -نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص ص 304، 305.

<sup>2</sup> خميل أحمد حسن قدارة، الوجيز في شرح القانون المدني الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط، 1992، ص 315.

<sup>3</sup> عمي البارودي، القانون التجاري، الأعمال التجارية، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية الإسكندرية، ص 441، 1999.

احتياطية يتفق عليها الشركاء في العقد التأسيسي، أما الاحتياطي المستتر فيكون خفي غير ظاهر وينشأ من طرف إدارة الشركة عن تقسيم أصولها وخصومها<sup>1</sup>.

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

-الأولى زيادة القيمة الاسمية للأسمية بنسبة الزيادة الطارئة على رأس المال دون أن تتقاضى الشركة هذه الزيادة من المساهمين بل تقوم بدفعها من الاحتياطي.

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

**3-3-2- الوفاء بدمج الأرباح:** تهدف الشركة إلى تحقيق ربح مادي من المشروع الاقتصادي الذي تستغله حيث يشترك كل شريك في الحصول على نسبة من أرباح الشركة ولا يجوز أي شريك أو حرمانه من الحصول على نسبة من الأرباح، وعلى ذلك لا يجوز الاتفاق بين الشركاء على أن يحصل احدهم أو بعضهم على جميع الأرباح.

والأرباح التي يتم توزيعها على الشركاء هي الأرباح الصافية أي بعد خصم كافة المصروفات العامة اللازمة لإدارة الشركة وكافة الاستهلاكات المختلفة التي يتأثر بها رأس مال الشركة وخصم المال الاحتياطي لمشاركة، فغاية الشركاء من خلال إبرام عقد الشركة هو نجاح المشروع التجاري الذي يحقق لهم الأرباح ليتقاسموها فيما بينهم، ونظرا لأهمية الموضوع وما قد ينجر عنه من المساس بالائتمان والاقتصاد الوطني فقد قام المشرع الجزائري بتنظيم كيفية توزيع أموال الشركة ابتداء من تحديد نسبة رأسمالها إلى غاية توزيع الأرباح في حالة نجاح المشروع<sup>2</sup>.

**3-3-3- الوفاء عن طريق تحويل السندات:** قد تزدهر أعمال الشركة ولم يكفي رأسمالها للقيام بأغراضها، فلا يكون أمام الشركة من سبيل سوى اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، فإذا سلكت هذا الطريق زاد عدد المساهمين وقل نصيب كل الشركاء القدامى من الأرباح، ليذا يفضل هؤلاء إصدار سندات طويلة الأجل بقيمة المبلغ اللازم.

فالسندات هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل فرضا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام، ويعطي لصاحبه الحق في استيفاء الفوائد السنوية واسترداد قيمتها عند حلول الأجل. وقد تعرض الشركة على أصحاب السندات تحويل سنداتهم إلى أسهم للتخلص من ديونها وينقلب أصحاب

<sup>1</sup> -نادية فضيل، مرجع سابق، ص ص 443، 444.

<sup>2</sup> -نادية فضيل، مرجع سابق، ص 74.

السندات من دائنين إلى شركاء فيها ويبدأ تحمل مخاطر مشروع الشركة بعدما كان في منأى عنها.

**3-4- الوفاء بتقديم حصص عينية:** قد تكون الحصة المقدمة من الشريك عينية وهي الحصة التي يكون محلها مالا غير النقود، وهذا المال قد يكون عقارا مثل الأراضي والأبنية، وقد يكون منقولاً سواء كان منقولاً مادياً مثل الآلات والسيارات والأدوات والبضائع أو كان منقولاً معنوياً مثل العلامة التجارية، وبراءة الاختراع أو الرسوم والنماذج الصناعية أو المحل التجاري.

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

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

### المطلب الثالث: المخاطر المترتبة على رفع رأس المال

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

#### 1- مخاطر تمييع السلطة: - **Risque de dilution du pouvoir:**

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

الإدارة والتي يمارسها لمصلحة المساهمين كما ورد بأن السلطة هي الأهلية والقدرة على التدخل والتأثير في إطار عملية التقرير في الشركة<sup>1</sup>.

إذا فالسلطة بهذا المعنى تستند مبدئياً على حق الملكية التي ترد إلى الأسهم، فالمساهم يحمل على عاتق التزام اقتصادي بضرورة التعرف والمشاركة بإيجابية لمصلحة الشركة من باب افتراض تقاطع مصالحه مع مصالح الشركة، هذا الواجب اتجاه الشركة يجمعه في مرتبة متقدمة بالمقارنة بباقي الأطراف في محيط الشركة<sup>2</sup>.

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

## 2- مخاطر تمييع ربحية السهم – Risque de dilution de BPA

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

<sup>1</sup> –Madeline cantin « le pouvoir Juridique », R D Mc Gill. 2007, p 225.

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

## خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا المبحث إلى مفهوم المؤسسة الاقتصادية و خصائصها و أهم مراحل تطورها ، كما تناولنا مختلف مصادر التمويل و أشكال رفع رأس المال في المؤسسة الاقتصادية و تم التوصل إلى النتائج التالية :

المؤسسة الاقتصادية هي المكان الذي يتم فيه المزج بين عناصر الإنتاج المختلفة بغية الحصول على منتج يصرف في السوق؛

تختلف أنواع المؤسسة الاقتصادية حسب الشكل القانوني، الحجم، النشاط الأساسي الممارس، حسب الملكية؛

تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر داخلية و خارجية؛

تعتبر عملية رفع رأس المال من أهم العمليات التي تقوم بها المؤسسات الاقتصادية ، وهناك عدة طرق للرفع من رأس المال ( إصدار أسهم جديدة ، زيادة سعر السهم).

## الفصل الثاني : الهندسة المالية و دورها في إدارة

### مخاطر رفع رأس المال

### تمهيد

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينيات من القرن الماضي ثورة في مجالات الإبتكارات المالية والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي ستهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للمؤسسات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها .

## المبحث الأول: ماهية الهندسة المالية في المؤسسة

### المطلب الأول: نشأة وأسباب ظهور الهندسة المالية

#### 1- نشأة الهندسة المالية

يرى الكثير من المحللين أن الإبتكار المالي والهندسة المالية هما القوة الدافعة للنظام المالي العالمي لرفع مستوى الكفاءة الإقتصادية ، فقد وجدت أدلة على استخدام صكوك متطورة للائتمان والدفع، يرجع تاريخها إلى زمن الحملة الصليبية الأولى (1096-1099م) ووثق ذلك في رسائل التجار اليهود في القاهرة، وبالفعل استوعب مفهوم تنويع المخاطر والقياس الكمي لمخاطر التأمين، على الأقل من الناحية العملية، في القرن الرابع عشر، وتضمنت رسائل التاجر والمصرفي الايطالي فرانثيسكو داتيني Francesco Datini تعليمات مفصلة إلى وكلائه في كيفية تنويع المخاطر والتأمين على البضائع، أما ما يميز الهندسة المالية فهو الإدارة الكمية، فكل من تسعير العقود وتعظيم الاستفادة من الاستثمارات تتطلب بعض القدرات الأساسية من النمذجة الإحصائية لحالات الطوارئ المالية، فالحجم والتنوع وكفاءة الأسواق التنافسية الحديثة تجعل من الضروري استخدام النمذجة<sup>1</sup>.

بدأت بورصة وول ستريت في مطلع الثمانينيات بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة مثل فيشر بلاك \*وريتشارد رول Recharad Roll & Fisher Black\* لتطوير منتجات أسواق المال وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا زادت الاستعانة بالأكاديميين، إذ أن كثيرا من هؤلاء كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم، وفي منتصف الثمانينيات أخذت هذه العملية الوليدة اسما أكثر قبولا وانتشارا وهو "الهندسة المالية"<sup>2</sup>.

#### 2- أسباب ظهور الهندسة المالية

هناك العديد من العوامل التي ساهمت في وجود الهندسة المالية التقليدية، لكنها في مجملها تصب في قالب واحد وهو أن الحاجة أم الاختراع، فالحاجة لتجاوز القيود والعراقيل التي تواجه أهداف اقتصادية معينة تدفع بالمعاملين للبحث عن حلول مبتكرة ومبدعة لهذه المشاكل، ومن أهم العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية ، ما يلي<sup>3</sup> :

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

<sup>1</sup>بوعكاز نوال، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية"، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، الجزائر، 2010-2011، ص 25.

<sup>2</sup>رضوان سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 92.

<sup>3</sup> رضوان سمير عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص :، 92 ص ص: 78، 77.

- إيجاد أدوات إدارة المخاطرة، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية على وفق تفضيلات المستثمرين للمخاطر.

- تطوير أدوات رائجة في الأسواق الأمر الذي مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق المالية.

تعدد استراتيجيات الاستثمار وتنوعها وتنوع أدوات الاستثمار

-انهيار اتفاق برنتون وودز BrettonWoods وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، فكانت مدعاة لتطوير عقود الصرف الآجلة والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

-زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

-انهيارات أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية، دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.

-المنافسة المالية فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية، دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل.

-خفض تكلفة المعاملات: أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية، فضلا عن أن استخدام النظام الإلكتروني للتداول يخفض تكلفة المعاملات إن كان على مستوى تكاليف البحث عن المعلومة أو تكاليف البحث عن المتعاملين.

يمكن كذلك إضافة أسباب أخرى ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية التقليدية واتساع انتشارها، ومن بين هذه العوامل نجد<sup>1</sup>:

- ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموما، لذلك ظهرت الحاجة لابتكار وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

\_ ظهور شبكات الاتصال ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق أوراق مالية كبيرة تتعدم فيها الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداها إلى مدى وصول المعلومة المرسلة، ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابطة بواسطة هذه الشبكات، أصبح من السهل تصميم

<sup>1</sup> الجلي أبو ذر محمد أحمد، "الهندسة المالية، الأسس العامة والأبعاد التمويل الإسلامي"، مجلة المقصد، العدد السابع عشر، سبتمبر، 1996، ص 11.

الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذه السوق العالمية الكبيرة، مما سهل على المهندسين الماليين تصميم أوراق وأدوات مالية تلبي رغبات واحتياجات المتعاملين في هذه السوق<sup>1</sup>.  
المطلب الثاني: مفهوم الهندسة المالية وأبعادها:

أصبحت التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار السلع، أسعار الفائدة، أسعار العملات، أسعار الأسهم والسندات، احد الظواهر اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد نتجت هذه التقلبات عن تغيرات هيكلية شهدتها هذه الاقتصاديات في منتصف السبعينيات ونهاياتها ومنها تعويم أسعار الصرف والتغير في السياسات النقدية من استهداف استقرار أسعار الفائدة إلى استهداف نمو القاعدة النقدية فضلا عن رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والتطور الهائل في سرعة الاتصالات والانتقال، وقد شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال، إذ هدد وجودها وتعرضها للإفلاس، لذلك نشطت المؤسسات في تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة هذه المخاطر والتحوط منها، وهذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية، هو ما يعرف بالهندسة المالية<sup>2</sup>.

إن مصطلح الهندسة المالية قديم الجذور، لكنه عرف حديثا من حيث تخصصها ومجالاتها الواسعة، وهو يشير إلى (التصميم، تطوير، تنفيذ، أدوات واليات مالية مبتكرة وصياغة الحلول المناسبة لها)، أي أنها توظيف نظريات التمويل والمهارات المتعلقة ببرمجيات الحاسوب لأغراض التسعير و التحوط والمناجزة وقرارات إدارة المحفظة، للتواصل إلى أقصى منفعة من للأوراق المالية ضمن إطار المشتقات المالية أو الطرق الأخرى، كما أنها توضح استراتيجيات إدارة المخاطر للتعلمق في معالجة جوانب الخطر التي تواجهها المؤسسات، من خلال تطبيق العلوم المستندة أساسا إلى النماذج الرياضية في قرارات الاستثمار والاقتراض وإدارة المخاطر، وبهذا فهي توضح التطبيق العلمي لحل المسائل وتصميم المنتجات مفيدة، وعليه فان الهندسة المالية يمكن إن تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة و التقليل من مخاطرها ومن ثم تطوير المنتجات وخدمات الأسواق الجديدة<sup>3</sup>

وتعد الهندسة المالية من الممارسات التي يمكن استعمالها فقط عندما تحدد البيئة ذات الصلة (بيئة سياسية أو بيئة اجتماعية)، وتعني الهندسة المالية بالمؤسسات المالية إذ يكون المشرفون والمنظمون هم المسؤولون عن كل الشركة على نطاق الصناعة، وممارسة إدارة المخاطر على وفق أهدافها القانونية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حنان عديلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2018/2017، ص 18-19.

<sup>2</sup> جليل كاضم مدلول العراضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة " مفاهيم نظرية وتطبيقية"، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2016، ص 15.

<sup>3</sup> Bodie Z ., Alex , Kane & Alan , Marcos, "ESSENTIALS OF MANAGERAL FINANCE ". 5<sup>th</sup> ed , Irwin , NEW YORK , 2008,p 2.

<sup>4</sup> هاشم فوزي عبادي، جليل كاضم العارضي: "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2008، ص 22.

ويهدف المنظمين إلى تعزيز آلية الرقابة وانضباط الشركة على مستوى المحاسبة، والرقابة الداخلية واليات التدقيق الداخلي فضلا عن إدارة المخاطر<sup>1</sup>.

إن الهندسة المالية كعلم حقيقي قد مر على ثلاثة مراحل أساسية في تطوره، أولها وصف، الثاني تحليل، الثالث هو الهندسة المالية وهي كغيرها من العلوم، قد مرت من خلال تمويل كل مرحلة من هذه المراحل، أخيرا وخلال 1980 كان هذا التحول صدمة للعديد من الممارسين غير المعتادين على الدقة التحليلية و الكفاءة التكنولوجية المالية اللازمة للتمويل، كما انه خلق تحدي جديد للمنظمين في السوق الذين لديهم استمرار في إتباع نهج مؤسسي بتنظيم عالي.

ورغم إن ظهور الهندسة المالية قد استند في الظهور على نهج وظيفي كبير، انه وفي السنوات الأخيرة، كان الغرض الأساس من استعمالها هو التحوط ونقل المخاطر، إلا إن استعمالها توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة ليشمل أغراض الاستثمار و المضاربة، إن عملية تطوير أدوات الهندسة المالية بتجدد مستمر وبصورة متزايدة وبنمو مستمر حتى الآن، وعلى الرغم من التعقيدات الواسعة والواضحة للهندسة المالية إلا أنها تعطي الحلول الممكنة والمجربة للمخاطر، أو قد تجنب اغلب المخاطر، ويمكن استعمال أدوات الهندسة المالية بعدة طرق مختلفة لتجنب المخاطر، وتكون الأهداف الرئيسية للهندسة المالية والمهام الأولية لها هي الوقاية من المخاطر المالية، والعمل على إدارتها، ويمكن إدارة تلك المخاطر المالية المشتقات وبقية الأوراق المالية الأخرى<sup>2</sup>.

كما يمكن وصف الهندسة المالية بعدة مفاهيم منها<sup>3</sup>:

- إيجاد الأولوية الأولى للمنتج المالي لوضعه في مجالات استثمارية يحقق منها ربح مالي بقدر معين المستعمل النهائي للمنتج في وقت محدد، أو على شكل مجاميع من الأرباح الزمنية في فترات متعاقبة من الزمن<sup>4</sup>.

- تمثل التكوين النهائي للمنتج المالي (الموجودات) لتحسين إرادية أو التقليل من المخاطر مما يجعل له اثر في تغيير أوضاع السوق المالي<sup>5</sup>.

- دراسة الكيفية التي يمكن منها خلق وابتكار أدوات مالية ووظيفة كالسندات القابلة للتحويل، التوكيلات والمقايضات<sup>6</sup>

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، الهندسة المالية و أدواتها المشتقة، الدار المنهجية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2016، ص 17.

<sup>2</sup> سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية و الفورية و الأجلة من الوجه القانونية، دار النهضة العربية، ص 18.

<sup>3</sup> هاشم فوزي عبادي، جليل كاظم العارضي: "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2008، ص 22.

<sup>4</sup> محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية و أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، طباعة بنك الأردن المحدودة، 1998. ص 18.

<sup>5</sup> حسناوي بلال، دور الهندسة المالية في تفعيل الوظيفة التنموية للسوق المالية الإسلامية دراسة حالة التجربة الماليزية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2017-2018، ص 35-36.

<sup>6</sup> طارق عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، 2001. ص 19.

- إنهاء التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة والاستغلال الأمثل للفرص المالية المتوقعة (الجمعية الدولية للمهندسين الماليين life)
- تطبيق القواعد العملية للنماذج الرياضية في شكل القرارات حول التوفير، الاستثمار، الاقتراض، الاقتراض وإدارة المخاطر<sup>1</sup>.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع<sup>2</sup>.
- تصميم وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتطويرها، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية. ولا يقتصر نشاطها على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال<sup>3</sup>.
- ومن خلال التعريفات أعلاه يمكننا من تحديد مفهوم الهندسة المالية، على أنها فلسفة يمكن من خلالها توجيه استعمال الأدوات المبتكرة المتمثلة بالمشتقات المالية والتحوط من المخاطر المالية، فضلا عن شمولها على تقنيات توجيهية لتجارة الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية (الموجودات) المستقبلية. وتوجد عدة شروط أساسية يمكن عند الأخذ بها الحكم على نجاح الهندسة المالية وهي:
- أن يكون المنتج أو العملية إبداعية أي مبتكرة.
- تمكن هذه المنتجات أو العمليات المصدرين أو المستثمرين من انجاز العمليات التي لم يكن باستطاعتهم القيام بها سابقا.
- إن تجعل الأسواق أكثر كفاءة.
- إن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو المصدر لها أو حتى الوسطاء.
- وقد ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية مع التقدم في تقنية المعلومات، إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية (مثل اندماج مجموعة ستي مع شركة الشيكات السياحية)، إذ تصبح محصلة الربح ناجما عن ذوبان الفوارق بين المؤسسات قبل الاندماج<sup>4</sup>.
- وهناك مجمل من الفوائد الهندسة المالية<sup>5</sup>.
- إن التعامل بالهندسة المالية يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية، كالأسهم والسندات.....الخ

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية - مفاهيم - إدارة مخاطر - محاسبة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003 ، ص 20 .

<sup>2</sup> سامي السويلم: "صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي" ، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، 2000، ص6، نقلا عن [www.suwailem.net](http://www.suwailem.net).

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات ط1، مصر، 2005، ص 91.

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 22.

<sup>5</sup> بن عزوز بن علي وأخرون: "إدارة المخاطر-مشتقات مالية-هندسة مالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2013، ص 410.

- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموما التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستعمال اقل مما لو اشترت موجودات تظهر في الميزانية .
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقليل مخاطر الخسارة إذ ما أحسنت إدارة مخاطرها<sup>1</sup>.
- تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا .
- وتنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية على وفق تطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً، أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية ودرء للمخاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية، وهي في ذلك تعد من أدوات لتحوط المالي. وتتحدد مقاصد الهندسة المالية على وفق الحالة التي تواجه المؤسسة المعنية. وهذا يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصا واسع الاطلاع والمعرفة وان يتميز بالمهارات الآتية<sup>2</sup>:
- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها وأثرها في التقليل من المخاطر وزيادة العوائد.
- فهم جيد لنظرية المالية بامتلاكه خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها أمكن اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة المثلى وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.
- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق .
- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي .
- معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.

### المطلب الثالث: أهداف ومجالات الهندسة المالية

تعد الهندسة المالية هي شريان الحياة للإبداع المالي، لذلك فهي تسعى إلى تحقيق أهداف أساسية، كما أن لها مجالات مختلفة نذكر منها ما يلي :

#### أولاً: أهداف الهندسة المالية

- تعد الهندسة المالية هي شريان الحياة للإبداع المالي، ولديها العديد من الأهداف لعل أهمها هو<sup>3</sup>:
- خفض حجم المخاطر المالية: وذلك عادة يكون بإيجاد مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة وتطويرها والتي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة وبناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 25.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد عبد الحي: " استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية "، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، إشراف حسن الحزوري، عبد الرحمان العبيد، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص 206، نقلا عن [www.kantakji.co](http://www.kantakji.co).

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات الجزء الثالث، ط1، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، سنة 2014، ص 5-6.

إن الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة، وهي بهذا قد تتضمن النشاطات الآتية:

○ إدارة محفظة الأوراق المالية.

○ تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة.

○ تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة .

وفضلاً عن ما تم ذكره من أهداف رئيسية، أيضاً إن الهندسة المالية أهداف ثانوية من بينها:

- إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لإغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذا إن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.

- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط.

- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة و المتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفراح المجال لتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً.

كل هذه النشاطات يمكن إن تتضمن استعمال النماذج الكمية، البرامج التقنية والمشتقات. وتشير الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE) إلى أن الهندسة المالية تتضمن التطوير والتطوير المبتكر لنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة لاستغلال الفرص المالية، فالهندسة المالية ليست أداة بل هي المهمة التي تستعمل الأدوات من خلالها وهي تختلف عن التحليل المالي، إذ يعني التحليل المالي تحليل الشيء لفهمه ، أما الهندسة المالية فتشير إلى بناء ذلك الشيء<sup>1</sup>.

نستخلص مما تقدم إن مصطلح الهندسة المالية يرتبط بابتكار والبحث عن حلول جديدة للمشاكل المالية، وهو يعني في كثير من الأحيان تصميم عقود مالية جديدة لإدارة المخاطر وتوفير الأفضل للمستثمرين واحتياجات الشركات مما أدى إلى تعزيز كفاءة النظام المالي. وإن أدوات الهندسة المالية تتحدد أساساً بالمشتقات المالية.

**ثانياً: مجالات الهندسة المالية :**

تصميم وتشغيل و مراقبة التقلبات المالية والنسب المالية باستخدام الأدوات الكمية و الكمبيوتر و النماذج الاقتصادية و المحاسبية لاتخاذ القرارات المثالية. وتغطي الهندسة المالية المجالات التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية، باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني ، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع الإسكندرية، سنة، 2014، ص 9.

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية ، مؤسسة الشباب الجامعية ، مصر ، 1999 ، ص 226 .

- الخدمات المالية بالبنوك و المؤسسات الادخار و الإقراض.
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني (Certified Financial Planner (CFP
- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية و المحلل المالي القانوني.
- تقديم الخدمات المالية للمكاتب و الشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين و مكاتب التثمين.
- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية و التجارية - الخاصة والعامة - المحلية والدولية - لغرض الربح أو لغير ذلك.

### المطلب الرابع: إستراتيجية وأدوات الهندسة المالية :

للهندسة المالية استراتيجيات و أدوات تستعملها للحد من المخاطر المالية و فيما يلي أهم هذه الاستراتيجيات و الأدوات .

### أولاً: إستراتيجيات الهندسة المالية

يقصد بإستراتيجية الهندسة المالية التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال بالإضافة إلى التشغيل الديناميكي لمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد في المستقبل وترتكز الإستراتيجية في الهندسة المالية على:

- تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل : أصول متغيرة وأصول ثابتة. وحقوق الملكية والخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل)؛
- تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال وخارج أسواق المال والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص
- تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثال تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى
- الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر
- بناء وإعادة بناء المنظمات المالية لكل في الأجل القصير والأجل البعيد بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية

### أ- إدارة المنظومة المالية اليومية:

وتخص الأوراق المالية النقدية وأوراق القبض وأوراق الدفع والمقاصة وتبديل السندات والأسهم والفائدة العالية لأقل منها وفروق أسعار العملات. وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيم الرمانية لنقود وتذبذبات وأسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات المالية الخارجية.

ب- إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل :

وتهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل. والإدارة المثالية لكل بنود الأصول المتداولة والخصوم المتداولة. كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من اتجاهات التغيير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد:

- الإدارة النقدية Cash Management
- إدارة الحساب الجاري بالبنك.
- إدارة الأوراق المالية سريعة التسويق.
- إدارة المخزون التام الصنع ونصف المصنع والمواد الخام.
- إدارة أوراق القبض والمدينون.
- إدارة أوراق الدفع والدائون.
- إدارة القروض قصيرة الأجل.
- إدارة التغيرات والأزمات المالية والضمانات والتسويات والمقاصة المالية.
- إدارة الضرائب والرسوم.
- إدارة التغيرات في الجمارك والقروض الكمية والغنية وتأثيراتها على المركز المالي.
- إدارة الربحية والمركز الثقافي في الأسواق المالية.

ج- إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل<sup>1</sup>

لضمان تمويل الأصول الثابتة (الاستثمارات المادية) من مصادر تمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية - الاسم العادية والممتازة- والخصوم- القروض متوسطة الأجل). فالاستثمار في الأصول الثابتة كالألات والمعدات والأرض والمباني والسيارات وغيرها يحتاج إلى إدارة فعالة في:

- اختيار فرص الاستثمار وقياس العائد.
- تحديد تكلفة التمويل.
- تحديد مخصصات الاستهلاك.

أي إدارة كل نوع من الأصول ثابتة والإجابة على تساؤل حول شراء الأصل أو استئجاره، والشراء نقدا أم بالتقسيط، وإدارة كل مصدر من مصادر التمويل سواء بالاقتراض أو بمصادر أو إصدار الأسهم الجديدة. واتخاذ قرار رأس المال والأرباح المحتجزة ونوع العملات والضمانات والرهنات وغيرها.

ثانيا: تكتيكات وأدوات الهندسة المالية<sup>2</sup>:

نظرا لزيادة حجم البيانات والمعلومات المالية التي تواجه المدير المالي اليوم. لذلك يجب استخدام الأدوات اللازمة لتشغيل منظومات الهندسة المالية (الآنية قصيرة الأجل - طويلة الأجل). فالتغيرات الفورية المستمرة في

<sup>1</sup> فريد النجار ، مرجع سابق، ص 234.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 237 .

- أسعار في الصرف و أسعار الفائدة و المؤشرات المالية. بالإضافة لتقلبات الأسعار في الأسواق السلعية وشروط الائتمان تتطلب معالجة مستمرة و مساندة لصناع السوق المالي وقرارات المالية:
- إنشاء قاعدة بيانات مالية وإدخالها بالكمبيوتر.
  - إعداد مؤشرات مالية للشركة ومقارنتها بالمؤشرات المالية في أسواق المال.
  - إعداد تنبؤات مالية للمستقبل.
  - مراجعة النشرات المالية للبورصات باستمرار ومعرفة اتجاهات أسعار الأسهم و السندات وأسعار الفائدة وأسعار الصرف.
  - إنشاء نظام للمعلومات المالية يضم الحسابات الختامية والموازنات التخطيطية والنسب المالية والتنبؤات المالية.

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

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

**المطلب الأول: الوسائل ذات الطابع التعاقدية**

الترتيبات التعاقدية التي تتم بين المساهمين في الشركة أو التي تبرمها الشركة مع الغير، يمكن أن لا تهدف فقط إلى تنظيم الحياة الاجتماعية داخل الشركة أو ضمان ديمومة تزويدها بعوامل الإنتاج. وإنما قد تهدف إلى دعم المساهمين المرجعيين في الشركة في مساعهم الرامي إلى الحفاظ على السيطرة على الشركة بين أيديهم.

**1-الاتفاقيات بين المساهمين والغير:**

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

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

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

**2-العهد بين المساهمين:**

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

**2-1-الهدف من العهد بين المساهمين:**

على العموم تكمن الأهداف التي يبتغيها المساهمين في الشركة من وراء دخولهم في هذه العقود فيما يلي:

**2-1-1- التنبؤ بالنزاعات المحتملة ( نتيجة التنازل عن الحصص):**

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

<sup>1</sup> Ronald Gillet ,Jean pierre Jobard, patrickNavette, Philippe Raimbourg, finance-2eme édition,DALLOZ ,paris,2003 ,pp187-188.

- شرط الموافقة: حيث يلزم هذا الشرط المتنازل عن الأسهم إلى طرف ثالث طلب الموافقة من المساهمين الآخرين، وذلك للحد من دخول المساهمين غير مرغوب فيهم.
- حق الشفعة: عندما يريد مساهم ما بيع حصصه من رأس المال يسمح هذا الشرط المتضمن في عقد يسمى حق الشفعة بحق أولوية شراء تلك الحصص من طرف المساهمين الحاليين في رأس المال وبالتالي هذا ما يسمح لهم بالمحافظة على نسبة مساهمتهم في رأس المال أو رفعها وبالتالي المحافظة على التوازن الداخلي ولاسيما فيما يخص توزيع السلطة.
- شرط عدم القابلية للتصرف: ويهدف هذا الشرط إلى منع بيع حصص المساهمة في الشركة لمدة زمنية معينة (عادة تتراوح بين سنتين و 5 سنوات) هذا تقاديا لدخول مساهمين غير مرغوب فيهم وعادة ما يكون هذا العهد بين مساهم صاحب أغلبية ومساهم ذو أقلية.
- 2-1-2- إيجاد اتفاق فيما يخص القرارات الواجب اتخاذها:
- في الشركة هناك قرارات يجب أن تتخذ بالأغلبية ولهذا السبب يمكن أن يحتوي العقد بين المساهمين على ما يلي:
- شرط متعلق بحقوق التصويت: في شركة المساهمة يمكن أن يتضمن الاتفاق بين المساهمين ما يسمى بحق النقض (le droit de veto) لصالح مساهم ما.
- شرط متعلق بتوفير حق الإعلام: قبل القيام باتخاذ بعض القرارات، يمكن للمساهمين أن يوفروا حق التشاور لصالح بعض المساهمين، ويمكن أن يكون هذا التشاور مثلا حول إمضاء بعض العقود، تعيين أو إقالة مدير أو محافظ حسابات... الخ، بالنسبة لحملة الأسهم يمكن اعتبارها الشرط كحق الرقابة، هذا يعني أنه لهم الحق في ملاحظة ومتابعة كيف تقوم المؤسسة بتوظيف مساهمتهم.
- 2-1-3- ضمان مصالح بعض الشركاء: العديد من عقود المساهمين تهدف إلى وضع حيز التنفيذ شروط تخص المساهمات وبالأخص عدم التخلي عن مجموعة المساهمين أصحاب الأقلية وعلى هذا الأساس يمكن أن يتضمن العهد بين المساهمين ما يلي:
- شروط توزيع الأرباح: حيث أن بموجب هذا الشرط يمكن للمساهمين الذين يشكلون الأغلبية الالتزام للمساهمين الذين يشكلون الأقلية بالتصويت في نهاية كل دورة بتوزيع ما يكفي من الأرباح وما هو مواتي.
- شرط عدم التمييز: هو عبارة عن شرط يسمح لأقلية المساهمين بالحفاظ على نسبة ملكيتهم في رأس مال الشركة، في حالة رفع رأسمالها أو في حالة اندماجها، حيث ينطوي هذا الشرط على قيام الأطراف الأخرى بالالتزام بالتخلي عن عدد الأسهم اللازم لذلك وبسعر مساوي لسعر الإصدار الجديد. من الناحية القانونية يعتبر هذا الالتزام عبارة عن وعد من جانب واحد ويرتبط بقيام الشركة بعملية رفع رأس المال بحصة نقدية أو قيامها بعملية اندماج (les droits de souscription)

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

- لإضفاء الصبغة القانونية للعهود يجب أن تحرر كتابيا بين المساهمين المعنيين.
- لا يخص بالضرورة لجميع المساهمين.
- يمكن القيام بتبني و إعداد العهود بين المساهمين في الشركة عند التأسيس أو خلال حياتها.
- وضوح حول مدة هذه الاتفاقات وتاريخ انتهائه.
- **المطلب الثاني: الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني**

تتعدد الوسائل القانونية التي تستعملها الشركات بهدف تجنب المخاطر الناجمة عن العمليات على رأس المال و بالأخص الرفع من مستوى رأس المال، ويمكن حصرها فيما يلي:

### 1-الشركات القابضة:

الشركة القابضة هي شركة مساهمة مالية ينحصر نشاطها في ما تمتلك من حصص من رأس مال شركات أخرى تعمل في قطاعات الاقتصاد المختلفة، على أن تبلغ هذه الحصص القدر الكافي من أجل سيطرة على الشركات التابعة عبر التحكم في مجالي إدارتها وتحديد توجهاتها الكبرى، يقتصر نشاط الشركات القابضة على الجوانب المالية، ولا تقوم بأي نشاط إنتاجي أو فلاحى أو صناعي أو خدماتي بشكل مباشر، ويخصص رأسمالها بشكل كامل للمساهمة في رأس مال شركات إنتاجية أخرى من خلال شراء أسهم أو حصص في هذه الشركات. لكن في المقابل، لا يحق قانونيا للشركات التابعة أن تمتلك جزءا في رأسمال الشركة القابضة، وتمارس الشركة القابضة السيطرة الإدارية والمالية على الشركات التابعة لها، وان كانت هذه الشركات تظل تتمتع باستقلاليتها من الناحية القانونية، وتحتكر الشركة القابضة سلطة اتخاذ القرارات الإستراتيجية وتحديد التوجهات الكبرى لشركاتها، التابعة، بينما تترك القرارات ذات الصبغة التنفيذية أو الإجرائية لمجالس إدارة هذه الشركة.

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

### 1-1- خصائص الشركات القابضة

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

- ينحصر نشاطها في تملك حصص في رأس مال شركات أخرى.

<sup>1</sup> الموسوعة الجزيرة- الشركات القابضة- . www.aljazeera.net/ency clopedia/ economy\_ 28/05/2019.

<sup>2</sup> IAS 27 : états financiers consolidés et individuels.

<sup>3</sup> IAS 27 : participations dans les entreprises associées.

- تبلغ الحصص القدر الكافي من أجل السيطرة على الشركة التابعة، من خلال التحكم في مجلس الإدارة.

- لا يمكن من الناحية القانونية أن تكون الشركة التابعة مساهمة في رأس مال الشركة القابضة.  
- تمارس الشركة القابضة سيطرة إدارية ومالية على الشركات التابعة حتى وإن كانت هذه الأخيرة تتمتع بالاستقلالية من الناحية القانونية.

- تحتكر الشركة القابضة سلطة اتخاذ القرارات الاستراتيجية تمثل السياسة المالية وكيفية توزيع الأرباح وكذلك توظيف الفوائض .

ويمكن للشركات القابضة السيطرة على رأس مال الشركة من خلال مستويين من الهيمنة و هما مرتبطان بنسبة مساهمة الشركة القابضة في رأس مال الشركة :

❖ **السيطرة الكلية Le contrôle** : ويعني امتلاك الشركة القابضة لسلطة إدارة السياسات المالية والتشغيلية للشركة التابعة لها وذلك من أجل الحصول على مزايا من نشاطها<sup>2</sup> .

❖ **التأثير الملحوظ linotable influence** : ويتمثل في امتلاك سلطة المشاركة في وضع القرارات المالية والتشغيلية للشركة التابعة وذلك دون ممارسة سيطرة تامة أو سيطرة مشتركة على هذه الشركات<sup>3</sup> .

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

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

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

### المطلب الثالث: التقنيات ذات طابع القانوني الأساسي

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

حيث يمنح بعض المساهمين صوتين عن كل سهم في اجتماعات الجمعية العامة بدل من صوت واحد كمكافئة لهم بسبب وفائهم للشركة نظرا لامتلاك أسهم الشركة لمدة لا تقل عن السنتين أو بسبب أنهم مساهمين قدامى ومرجعيين في تكوين رأس المال الاجتماعي للشركة حيث يسمح هذا النوع من الأسهم بزيادة السلطة بالنسبة لمالكي الأسهم من دون أن تكون لهم الأغلبية في رأس المال كذلك يساهم هذا الميكانيزم في تدعيم المساهمين المهتمين بمعالم المؤسسة على المدى الطويل، و يكبح المساهمين الذين يبحثون عن الربح في المدى القصير.

في فرنسا مثلاً ظهر قانون فلورنج loi de florange " 2014 - 384 " حيث تم استلهاه من حالة شركة Arcelor Mittal تم اعتماده ابتداء من تاريخ 3 أفريل 2016 حيث يحث على مبدأ حقوق التصويت المضاعف لأسهم الشركات الفرنسية المدرجة في البورصة والمملوكة على الأقل لمدة سنتين<sup>1</sup>. لم يحضى هذا القانون بالقبول من طرف كل الشركات المدمجة في مؤشر CAC 40 مثل شركة: Airliquide، Atos، BNP paribas، cridit Agricole، legrond هذا المبدأ منذ عدة سنوات مثل:

(1972) Bouygues. (1968) Publicis. (1986) pernod\_ Ricard

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

### الأسهم التي لها الأولوية للإرباح الموزعة دون حق التصويت:

على عكس ما تم التطرق إليه سابق فيما يخص الأسهم ذات التصويت المتعدد (المضاعف) فإن هنا كأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت. حيث تعود نشأة هذا النوع من الأسهم إلى مشكلة عملية مفادها أن في شركات المساهمة فنتين من الشركاء، شركاء غايتهم الحصول على الأموال و الفوائد المترتبة على الأسهم وهم أصحاب الأموال كونهم الشركاء يمكنهم عدم حضور الجمعيات العامة، والفئة الثانية همهم الأول مراقبة الشركة حتى ولو لم يكن لهم الأغلبية في رأس مال الشركة.

عملت التشريعات لمواجهة الحالة الأولى على إصدار أسهم ذات أرباح بالأولوية دون الحق في التصويت، وبذلك نزلت حق التصويت من الفئة الأولى مقابل زيادة حقوقهم المالية، واعطاء فعالية أكثر للفئة الثانية بمنحها عدد إضافي من الأصوات لتمكينها من اتخاذ القرارات لإدارة الشركة<sup>2</sup>. في هذه الفئة من الأسهم بمجرد إسقاط الحق في الأولوية في الأرباح الموزعة يقوم الحق في التصويت مباشرة. **شروط الإصدار:** إن عملية الإصدار لهذه الفئة في الأسهم الممتازة يجب أن تخضع لشروط معينة يجب احترامها وهي كالتالي:

- مبلغ الأسهم التي لها الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت المصدرة، يجب أن يكون أقل من 25% من ( رأس المال) الاجتماعي للمؤسسة بعد الإصدار المتضمن هذا النوع في الأسهم. - رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدراء العاملون ليس لهم الحق في الاكتتاب في هذا النوع من الأسهم.

<sup>1</sup>-www.agefi.fr/site/.../ pour un limitation \_des\_droit\_de\_vote\_double \_PDF.

<sup>2</sup>V.George Ripert. René Roblot. **Traité de Droit Commerciale. Par Michel. Germain. Tome 1\_ Volume 2** Les sociétés commercial 18eme édition LGDJ,2002,p324.

- يجب أن تكون المؤسسة المصدرة لهذا النوع من الأسهم قد حققت أرباحاً موزعة خلال السنتين السابقتين لهذا الإصدار.

- في حالة وقوع المؤسسة في أزمة مالية والتي قد ينتج عنها عجزها عند دفع الأرباح لمستحقيها وبالتالي يصبح من حملة هذه الأسهم التمتع بحق التصويت، وإذا حدث ذلك فإنه يمكن أن يؤثر على جغرافيا رأس مال الشركة ومن ثم ميزان القوة داخل الجمعية العمومية ومجلس الإدارة. يمثل هذا النوع من الأسهم شكل من أشكال التمويل حيث تلجأ إليه الشركات التي يسعى المساهمين المرجعين فيها إلى تجنب تمبيع السيطرة ( السلطة) والذي يمكن أن تقع فيه في حالة إصدارها أسهم عادية جديدة.

### 3-شهادات الاستثمار

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

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

-**الحقوق غير المالية:** وهي التي تجسد مجموع الحقوق السياسية التي تعود لحامل الأسهم العادي، وتتجلى أساساً في الحق في التصويت وكل ما يمهد له ( الحق في الاطلاع على الوثائق والتقارير ونصوص مشاريع القرارات والحق في الإعلام ..... الخ) ويسمى هذه الحقوق الغير مالية بشهادة حق (التصويت CDV) حيث أصبحت الشركات تحصل على الأموال عن طريق إصدار شهادات استثمار يكتب فيها مستثمرين خارجيين وبالمقابل توزع شهادات حقوق التصويت المقابلة لها على قدماء المساهمين. تأخذ شهادات إسمية لا يجوز التنازل عنها أصلاً رغم أنها تمثل جزءاً من الأسهم، فهي غير قابلة للتصرف فيها كونها تمثل حقوق غير مالية، وبالتالي يمكننا أن نستخلص أن شهادات الاستثمار تعتبر تقنية تساعد المساهمين المرجعين في الحفاظ على مركزهم في الشركة.

### -خصائص شهادات الاستثمار:

تمتاز شهادات الاستثمار لمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:

-تحول الأرباح والخسائر دون المشاركة في الإدارة.

-يستوفى حملة شهادات الاستثمار نصيبهم من موجودات الشركة بعد تصفيتها قبل إستيفاء أصحاب أسهم رأس مال الشركة.

- أصحاب شهادات الاستثمار لهم الحق في ناتج التصفية ولا يسبقون دائني الشركة.  
- لا يمكن لحامل شهادة الاستثمار أن يكتسب الحقوق الغير مالية ( حق التصويت) على خلاف الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق تصويت حيث يسقط الحرمان من التصويت بمجرد عدم الحصول على الأرباح.

- يكون حق الأفضلية لحملة شهادات الاستثمار في الاكتتاب في شهادات الاستثمار الجديدة الصادرة بمناسبة زيادة رأس المال بضم الاحتياطات دون أن يكون لهم الحق في التصويت.

- يكون لحملة شهادات الاستثمار حق الأفضلية عند إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وهنا يصبح لهم الحق في الاطلاع على الوثائق الرسمية لإدارة الشركة مثلهم مثل مساهمين.

- لا يجتمع مالكي شهادات الاستثمار بقوة القانون في جماعة، و إنما يجب عليهم الاجتماع في جمعية خاصة تخضع للقواعد المتعلقة بالجمعية العامة غير العادية للاتفاق على التخلي عن الأفضلية في الاكتتاب.

**4-تسقيف حقوق التصويت:** يقصد بعملية تسقيف حقوق التصويت الخروج عند القاعدة العامة والتي تعتمد مبدأ لكل سهم صوت، حيث أجازت القوانين الخاصة بالشركات التعديل في القوانين الأساسي للشركات للتمكن من تسقيف حقوق التصويت، حيث يصبح من غير الممكن أن يحوز أحد الشركاء على ما يفوق عدد معين من حقوق التصويت أو نسبة معينة من حقوق التصويت المتاحة في الشركة (ككل 100 صوت مثلا أو 10% من الأصوات ) هذا مهما يكون عدد الأسهم التي يجوز عليها ، وقد تكون حقوق التصويت بشكل متناقض بصورة نسبية بالمقارنة مع عدد الأسهم (مثلا 100 سهم الأولى لديه 100 صوت ، 100 سهم الموالي لديه 50 صوت، 100 سهم ، لديه 25 صوت).

- غالبا ما تستعمل هذه التقنية كمكمل للأموال الخاصة الاختيارية.

- وتستعمل للحد من هيمنة المساهمين الذين يحوزون على أكبر عدد من الأسهم على صنع القرار.

**المطلب الرابع: الاستراتيجيات العائدة للسياسة المالية:**

يهدف المساهمون في المؤسسة إلى تعظيم ثروتهم وهذا ما يتجلى في مجموعة من الاستراتيجيات الهادفة للاحتماء من محاولات السيطرة العدوانية التي من الممكن أن تتعرض لها الشركة وتتمثل هذه الاستراتيجيات في:  
**رفع رأس المال المخصص لفئة معينة:**

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

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

### 2- الاندماج:

هو ضم شركتين قائمتين أو أكثر من قبل، إما باندماج أحدهما في الأخرى أو بتأليف شركة جديدة تندمج فيها الشركات القائمة ويتضح من التعريف أن الاندماج نوعين الأول باندماج شركة مساهمة في شركة أخرى والثاني اندماج شركة المساهمة في شركة جديدة مزعم إنشاؤها قد تعتمد إدارة الشركة المستهدفة للسيطرة لإجراء دفاعي يتمثل في امتلاك شركة أخرى وتمويل العملية<sup>1</sup>.

من أموال مقترضة، هنا يصبح حجم الشركة المستهدفة أكبر شكل قد يصعب على شركة أخرى امتلاكها هذا إلى جانب الرفع المالي قد يكون كبيراً يجعلها أقل جاذبية<sup>2</sup>.

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

### 3- تملك العاملين و إشراكهم في النتائج:

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

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

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

<sup>1</sup>مصطفى كمال طو، أساسيات القانون التجاري دراسة مقارنة الأعمال التجارية المؤسسة التجارية، الملكية الصناعية، طبعة أولى منشورات الحمي الحقوقية لبنان 2006ص.

<sup>2</sup>منير ابراهيم هندي، ادارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحدي، الاسكندرية، ص15.

التشريع بأن تخصم تلك المساهمات المالية من الإيرادات قبل حساب الضريبة شأنها في ذلك شأن التوزيعات على أسهم العاملين<sup>1</sup>.

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

#### 4- استخدام الصكوك المالية المستحدثة:

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

#### أ- استخدام الحقوق التفضيلية للاكتتاب DPS :

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

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

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

#### ب- استخدام السندات القابلة للتحويل

السندات القابلة للتحويل هي تلك السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية وعادة ما تكون هذه السندات قابلة للاستدعاء بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، طبعة 2، منشأة المعارف، الاسكندرية ،1998ص ص40 41.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات الجزء الثالث، المكتب العربي الحديث للتوزيع، الاسكندرية، سنة 2014، 644.

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

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

### ج- استخدام السندات القابلة للاستبدال:

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

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

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي ، المرجع السابق، ص 645.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 65.

د- استخدام السندات الواجبة التسديد بالأسهم:

هي سندات يجب على حاملها القيام باسترداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق في شكل سهم عادي، حيث تؤدي هذه الصكوك المركبة أي هذه السندات إلى تخفيض تكلفة الاستدانة و تأجيل أثر التميين كما قد تستخدم كدرع واقى في حالة العروض العامة للشراء من خلال الاكتتاب فيه من طرف مساهمين أصدقاء .  
هذه الصكوك أو السندات تمنح لحاملها الاستفادة من الفوائد المضمونة في انتظار انتعاش نشاط الشركة وازدهارها للحصول على توزيعات الأرباح وفوائض القيم.

هـ- استخدام الأسهم بوصولات الاكتتاب:

تهدف الشركة من وراء إصدارها هذا النوع من الصكوك الاختيارية إلى تحقيق العديد من المزايا وهي كما يلي<sup>1</sup>:  
❖ **تحسين سيولة السندات و الأسهم الممتازة**: حيث يسمح إرفاق السندات و الأسهم الممتازة بهذا الصك إلى زيادة جاذبيتها لدى المستثمرين فهي من جهة تعطيهم الأمان بصفتهم حملة سندات أو أصحاب أسهم ممتازة، يتقاضون عائد ثابت ويتقدمون على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس بالتصفية، كما تسمح لهم بالتحول إلى مساهمين في حالات ازدهار ونمو الشركة وذلك من خلال تنفيذ خيار الشراء الذي ينطوي عليه الصك ، ومن تم تحقيق فوائد رأسمالية من وراء ارتفاع القيمة السوقية للأسهم عن سعر التنفيذ المحدد مسبقا وعوائد إيرادية نتيجة الأرباح الموزعة.

❖ **تخفيض تكلفة التمويل**: وذلك نتيجة قبول المستثمرين الاكتتاب في السندات والأسهم الممتازة التي تتضمن هذا الصك، بمعدل الكوبون منخفض لاسيما بالنسبة للشركات الصغيرة ذات الآفاق الواعدة والمخاطر المرتفعة والملزومة برفع معدل الكوبون على سنداتهم في حالة عدم تقديم ضمانات إضافية وإرفاق السندات بهذه الصكوك يمكن اعتباره نوع من الضمانات المقدمة من طرف الشركة المصدرة.

❖ **توفير الأموال عند الحاجة وبرمجتها وفقا لمتطلبات النمو**: في هذه الخاصة يتجلى الابتكار الذي قدمته الهندسة المالية في إطار تقديمها لهذا المنتج ، إذ من المنطقي ألا يقوم حملة السندات أو الأسهم الممتازة المتضمنة لهذه الصكوك بتنفيذها إلا إذا كانت القيم السوقية للأسهم العادية أعلى بمقدار كافي من سعر التنفيذ المحدد مسبقا وهي الحالة التي تتماشى مع حالة الازدهار والنمو في الشركة واحتياجها للتمويل، أما في حالة غياب النمو في الشركة فهي في هذه الحالة لا تحتاج إلى تمويل إضافي فلا يضرها عدم إقدام حملة الصكوك على تنفيذها وشراء أسهم جديدة.

❖ **تجنب تكاليف الإصدار**: إذ يسمح الإصدار المسبق للسندات والأسهم الممتازة التي تتضمن صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة بتجنب تكاليف الإصدار التي تشكل إحدى المحددات الأساسية في قرار اللجوء إلى صيغة التمويل بالعرض العام للادخار، ففي هذه الحالة يتم الحصول على التمويل من مستثمرين مستعدين مسبقا لشراء أسهم الشركة ولا داعي للجوء إلى بنك الاستثمار لتصرف الإصدار.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 363-364.

ومادما بصدد منتجات الهندسة المالية التي يجب أن تتوفر فيها خاصية تقديم مزايا غير عادية للشركة المصدرة والمستثمرين في الأسواق، لابد أن تنطوي هذه المنتجات على مزايا عديدة للمستثمر فضلا عن تلك المقدمة للشركة المصدرة وتكمن هذه المزايا في ما يلي:

-الصكوك المرافقة للسندات أو الأسهم الممتازة تعطي لحاملها ميزات الاستفادة من ارتفاع قيمة السهم العادي للشركة المصدرة وذلك دون المساس بتمتعه أيضا بالمزايا التقليدية المرتبطة بحيازتها والأهم في ذلك هو عدم تعرضه إلى مخاطر انتقال الثروة من الدائنين إلى المساهمين الذي يمكن أن تحدثه بعض القرارات المالية.

-في حالة قابلية الصكوك لتداول بصورة مستقلة يسمح بيع الصك لوحده لحامله بتحقيق عائد مرتفع نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم مقارنة بسعر التنفيذ وكذلك من المزايا الإبداعية المرتبطة بهذا المنتج المبتكر انه وعلى عكس عقود الخيارات يمكن الشركة المصدرة له من دفع حملة الصكوك إلى تنفيذها في الوقت الذي يناسبها ودون انتظار تاريخ التنفيذ وذلك باستخدام الآليات الثلاث التالية:

•اعتماد سياسة توزيع سخية تمكن من رفع مستوى التوزيعات ومن تم ترغيب حملة الصكوك في تنفيذها والاستفادة من التوزيعات.

• تضمين الصك، حق الشركة في رفع سعر التنفيذ.

•تعديل فترة التنفيذ وجعلها أقصر بما لا يسمح لحملة الصكوك بالانتظار بغية تحقيق عوائد إضافية.

### خلاصة الفصل:

الأدوات المستحدثة للهندسة المالية تستعمل لتجاوز مخاطر رفع رأس المال في الشركة. هذه المخاطر المتمثلة في تميع رأس المال وتميع السلطة.

كما أنه هنالك تقنيات لمواجهة مخاطر الإغراق والمتمثلة في الوسائل ذات الطابع التعاقدية، الوسائل المرتبطة بالشكل القانوني ، التقنيات ذات الطابع القانوني الأساسي .

فالاندماج بين شركتين أو أكثر يعتبر من بين الحلول لرفع رأس المال كفيل بخلق شركة جديدة أكبر حجماً و أكثر صموداً في ظل المخاطر المختلفة.

كما قد تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى تخصيص جزء أو الكل من قيمة الزيادة في رأس مالها لفئة معينة من المساهمين أو مستخدميها ومسيريها وهذا للحفاظ على الاستقرار السياسي داخل المؤسسة.

بالإضافة إلى تلك الأسهم التي تصدرها بحق تصويت متعدد أو مضاعف لدعم مركز القرار داخليا أو العكسي عندما تصدر أسهم للاكتتاب العام دون حق التصويت وغيرها من التقنيات المستحدثة التي تضطر الشركة لاستخدامها في مسعى منها لرفع رأس مالها بدون أي آثار مالية و سياسية سلبية على مستقبل .

# الفصل الثالث : واقع إستخدام الهندسة المالية في شركة رونو

**تمهيد:**

بعدها تم التطرق في الجانب النظري من الدراسة إلى كل من الإطار النظري العام لمختلف المفاهيم المرتبطة بموضوع البحث والاستخدامات المختلفة لمنتجات وتقنيات الهندسة المالية في السيطرة على الشركات والحفاظ على هذه السيطرة، يأتي هذا الفصل التطبيقي كمحاولة لإسقاط ما تم التوصل إليه نظرياً على شركة رينو المتضمنة في مؤشر (كاك 40). وعليه سوف يتناول هذا الفصل واقع استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية، كإستراتيجيات هجومية وكسياسات دفاعية من طرف المساهمين المرجعيين في شركة رينو Renault.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى استخدام الهندسة المالية من طرف المساهمين المرجعيين في شركة رينو Renault لإدارة مخاطر رفع رأس المال و السلطة في الشركة قيد الدراسة (رينو).

### المبحث الأول : تقديم شركة رونو

إخترنا شركة رونو لدراسة كيفية استخدام مختلف تقنيات الهندسة المالية لإدارة المخاطر المتعلقة برفع رأس المال.

#### المطلب الأول : التعريف بشركة رونو

هي مجموعة فرنسية لإنتاج السيارات وأنواع أخرى من العربات، تأسست في 25 فبراير 1899. يقع المقر الرئيسي للشركة في ضاحية بولونبيانكور غرب. و في عام 1999 شكلت تحالفا مع شركة نيسان موتورز، وهي تحتل حاليا المركز الرابع في سلم المنتجين للسيارات.

ومن الناحية القانونية، شركة Renault هي عبارة عن شركة ذات أسهم Spa، بلغ رأس مالها الإجتماعي نهاية سنة 2014 1126701902.04 يورو، مقسمة إلى 295722284 سهم عادي بقيمة 3,81 يورو لكل سهم . وقد تم الإكتتاب في الأسهم المصدرة بالكامل و تم دفعها كلها في تاريخ الإكتتاب . كما تجدر الإشارة إلى أنه لا توجد حقوق تصويت مزدوجة مرتبطة بهذه الأسهم .

ويصل العدد النظري لحقوق التصويت إلى 295722284 صوت، 2555983 صوت لأسهم الخزينة، كما تحتفظ شركة نيسان ب 44358343 صوت ، ومنه عدد حقوق التصويت القابلة للممارسة 248807958 في هذا التاريخ ، وذلك باستبعاد شركة نيسان و أسهم الخزينة .

و الجدول التالي يمثل أهم المساهمين في شركة رونو لعام 2014:

#### الجدول 1: مساهمو شركة رونو 2014

البيان	عدد الأوراق المالية المحتفظ بها	نسبتها من رأس المال %	حقوق التصويت %
الدولة الفرنسية	44387915	15,01%	17.84%
شركة نيسان	-	-	-
Co. ltd	44358343	15%	-
شركة ديمر	9167391	3.1%	3.68%
الموظفين	7387900	2.5%	2.97%
أسهم الخزينة	2555983	0.86%	-
صغار المساهمين	18786752	63.53%	75.51%
المجموع	295722284	100%	100%

الملحق رقم 01

نلاحظ من خلال الجدول أن النسبة الأكبر التي تحوز على الأسهم هم صغار المساهمين (أقلية المساهمين) بنسبة %63.53 من رأس مال الشركة. في حين تحتل الدولة الفرنسية المرتبة الثانية من حيث عدد الأسهم وحقوق التصويت و بالتالي فإن سيد القرار في شركة رينو هي الدولة الفرنسية لامتلاكها النسبة الأكبر من الأسهم .

كما أن شركة نيسان تعتبر الشريك الإستراتيجي لشركة رينو و نلاحظ أن شركة نيسان ليس لها الحق في التصويت و ذلك راجع إلى إتفاق بين الطرفين يقضي بموجبه عدم تصويت أي من الطرفين على قرارات الآخر .

### المطلب الثاني : نشأة و تطور شركة رينو

بدأت رينو مسيرتها الصناعية في عام 1898 على يد مؤسسها السيد لويس رينو الذي استهوت به الصناعة وإنشاء الآلات الصناعية ومع تزايد الطلب على صناعة السيارات والتي زادت عن 250 سيارة، أنشأ رينو أول خط إنتاج صناعي في العام 1913، وزادت الإنتاجية في كافة المجالات وقامت هذه الأخيرة بتصنيع المعدات الحربية فأنتجت الشاحنات والمقطورات وسيارات الإسعاف والقنابل والدبابات التي كان لها الأثر الأكبر في حسم الانتصار العسكري ، وبذلك أصبح لويس رينو في العام 1919 هو الصناعي الأول في فرنسا. وما بين عام 1919 و 1939 بدأ لويس رينو في هذه المرحلة بتطوير صناعة المركبات فأنتج الشاحنات والباصات ومحركات الطائرات وغيرها من الآلات ذات المحرك. وعمل على تحديث خطوط الإنتاج، و أنشئ أول خط للإنتاج في مدينة (بيلانكورت).

تم الإنشاء الفعلي للمؤسسة في 16 جانفي 1945 و تنتهي صلاحيتها في 31 ديسمبر 2088 إلا في حالة الحل أو التمديد المبكر .

تطورت مبيعات رينو رغم بعض المشاكل التي واجهتها خاصة بعد الحرب العالمية الثانية حيث أصبحت شركة وطنية، وقامت بإجراء جمل التحديثات على مصانعها ومعداتنا، وواصلت رينو توسعها الدولي بموديلات جديدة للسيارات، كما حققت الشركة نتائج باهرة في سباقات الرالي إلى غاية نهاية الثمانينات وبداية التسعينات حيث حاولت الشركة الاندماج مع شركة فولفو.VOLVO لكنها تراجعت عن ذلك وحصلت على حصة في شركة NISSAN عام 1999 وواصلت الشركة الإبتكار وتجديد مجموعة السيارات وعزز تحالف رينو ونيسان في مواصلة تطوير أشكال جديدة للتعاون مع اقتناء سيارات سامسونج وشركة السيارات DACIA داسيا .و بحكم التحالف بين الإثنين ونجحت الشركة في تنفيذ خطة 2009 وجعلها أكثر الشركات الأوروبية ربحية و مع إطلاق ميغان Mégane الجديدة والشروع في تنفيذ العديد من المبادرات المتعلقة بالمركبات الكهربائية .حققت رينو سنة 2011 أكبر حجم مبيعات حيث وصل إلى 5.2 مليون سيارة وأول مرة خارج أوروبا في البرازيل وروسيا والهند كما تم بيع أسهمها المملوكة لدى شركة VOLVO\_AB .

يسعى مجمع رينو جاهدا إلى تزويد المساهمين و المستثمرين بمعلومات تمتاز بالدقة و الشفافية و الإنتظام و ذلك بغرض مساعدتهم على فهم الأنشطة و الإستراتيجيات التي تؤدي إلى تقييم عادل للشركة في السوق، يجري

مجمع رونو حوار مفتوح مع الممثلين الماليين و غير الماليين، مديري المحافظ وكالات التصنيف المالية و الغير مالية و المساهمين الافراد، و ذلك بهدف إقامة علاقات طويلة الأجل مبنية على الثقة و المصداقية خلال كل سنة يلتقي المدير المالي و فريق العلاقات مع المستثمرين مع المجتمع المالي خلال حملات اشتراك المساهمين.

**المطلب الثالث: عمليات رفع رأس المال الذي قامت به شركة رونو**

قامت شركة رونو بمجموعة من العمليات بغرض الرفع من رأس مال الشركة و المبينة في الجدول التالي:

**الجدول 2 :جدول التراخيص الخاصة برفع رأس المال**

القرار 18 للجمعية العامة	إصدار أسهم و أوراق مالية تمنح حق الوصول إلى رأس مال الشركة بحقوق اكتتاب تفضيلية(DPS). وذلك في مدة لا تتجاوز 26 شهرا أي حتى صدور قرار الجمعية العامة العادية بشأن حسابات 2015.
القرار 19 للجمعية العامة	إصدار الأسهم أو الأوراق المالية التي تتيح الوصول إلى رأس المال مع إلغاء حق الاكتتاب التفضيلي. وذلك خلال 26 شهرا حتى صدور قرار الجمعية العامة بشأن حسابات 2015 الحد الأقصى لزيادة رأس المال 120 مليون يورو (حوالي 10% من رأس المال)
القرار 20 للجمعية العامة	إصدار الأسهم أو الأوراق المالية التي تتيح الوصول إلى رأس المال عن طريق الاكتتاب الخاص. وذلك خلال 26 شهرا اي حتى صدور قرار الجمعية العامة العادية بشأن حسابات 2015 ،الحد الأقصى لزيادة رأس المال 60 مليون يورو (حوالي 5% من رأس المال).
القرار 21 للجمعية العامة	إصدار الأسهم أو الأوراق المالية التي تتيح الوصول إلى رأس المال في إطار عرض البورصة العام، وهذا خلال 26 شهرا اي حتى صدور قرار الجمعية العامة العادية بشأن حسابات 2015. الحد الأقصى لزيادة رأس المال 120 مليون يورو (حوالي 10% من رأس المال)
القرار 22 للجمعية العامة	زيادة رأس المال بإصدار أسهم على أساس المساهمة العينية وهذا خلال 26 شهرا اي حتى صدور قرار الجمعية العامة العادية بشأن حسابات 2015 ،حد أقصى لزيادة رأس المال 120 مليون يورو (حوالي 10% من رأس المال)
القرار 23 للجمعية العامة	زيادة رأس المال من خلال دمج الاحتياطيات والأقساط وما إلى ذلك وذلك خلال 26 شهرا أي حتى صدور قرار الجمعية العامة العادية بشأن حسابات 2015الحد الأقصى لزيادة رأس المال المحدد بمليار يورو.
القرار 24 للجمعية العامة	زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم محفوظة للموظفين وذلك خلال 26 شهرا اي حتى قرار الجمعية العامة العادية لحسابات 2014 سقف زيادة رأس المال المحدد بنسبة 1% من رأس مال الشركة.

الملحق رقم 02.

يحتمل أن المبلغ الاسمي الإجمالي للزيادات في رأس المال من المرجح أن يتم تنفيذه بموجب القرار الثامن عشر والتاسع عشر والعشرين والحادي والعشرين والثاني والعشرين والثالث والعشرين والرابع والعشرين المقدمة إلى الجمعية العامة بتاريخ 30 أبريل 2014 سقف ثلاثمئة و خمسون مليون يورو (350 مليون يورو).

المبحث الثاني: مختلف آليات الهندسة المالية المستخدمة للتخفيف من مخاطر رفع رأس المال في شركة رونو

يوضح هذا المبحث منتجات و تقنيات الهندسة المالية التي تستخدمها شركة رونو المدرجة في بورصة باريس ضمن مؤشر شركات CAC40 لمواجهة مخاطر الرفع من رأس المال في الشركة .

#### المطلب الأول : الإطار المنهجي للدراسة

قبل عرض كيفية استخدام شركة رونو لتقنيات ومنتجات الهندسة المالية كوسائل سيطرة على هيكل ملكية وجغرافية رأسمال الشركة، من الجدير التطرق إلى الإطار المنهجي المعتمد في الدراسة التطبيقية، سواء تعلق الأمر بمنهج الدراسة، مجالات الدراسة. منهج الدراسة.

لمعرفة واقع استخدام منتجات وتقنيات الهندسة المالية في شركة رونو المدرجة في مؤشر كاك (CAC40) وعلى ضوء التساؤلات التي تسعى الدراسة التطبيقية للإجابة عليها، تطلب الأمر الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على دراسة الظاهرة كما هي في الواقع العملي.

وقد تم اختيار هذا المنهج لوصف وتحليل كيف تستخدم الهندسة المالية بإستراتيجياتها الهجومية وسياساتها الدفاعية، من طرف المساهمين المرجعيين في الشركات في ضمان سيطرتهم وتحكمهم فيها والإبقاء على هذه السيطرة. وفي ضل هذا المنهج تم استخدام مجموعة من الأدوات المنهجية التي مكنتنا من جمع المعلومات حول مشكلة البحث، تبويبها وتحليل محتواها للخروج بمجموعة من النتائج. ومن بين المداخل العديدة للمنهج الوصفي التحليلي، وبسبب طبيعة الدراسة، اعتمدنا على المدخل الوثائقي في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم استخراج المعلومات ذات الصلة من الوثائق المرجعية الصادرة عن الشركات المتضمنة في العينة.

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

يتمثل المجال المكاني في شركة رونو أما المجال الزماني ينحصر بين 2001 و 2014 ، حيث تم الإطلاع على الوثائق الخاصة بالشركة وهو ما سمح لنا باستخراج بعض المعلومات بغرض تحليلها .

المطلب الثاني : العهود بين المساهمين في شركة رينو

يقوم المساهمين في شركة رينو بإبرام عقود بينهم للتحكم و السيطرة في اتخاذ القرارات في الشركة .

الجدول 3: طبيعة العقد والأطراف المشاركة في العهد ومدته

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

Source : Document de référence groupe Renault 2014

في إطار التعاون الاستراتيجي على المدى الطويل (Renault,Nissan,Dymler) الممضى في 27 أبريل 2010 قام المساهمون بإبرام عهود بين بعضهم البعض في إطار تطبيق المادة (5\_37\_225) من القانون التجاري الفرنسي حيث كانت هذه العهود كما يلي:

1- **الإلتزام بالإحتفاظ بالسهم:** حيث يلتزم أطراف العهد بعدم التنازل عن أسهم الشركة خلال مدة معينة تسمى بفترة الإلتزام مدتها 10 سنوات.

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

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

وفي حالة انتهاء مدة العهد بالإحتفاظ بالأسهم لن تتمكن شركة نيسان من بيع أسهمها عن طريق العرض العام إلا تمت الموافقة من طرف مجلس الإدارة و ينتهي هذا الإلتزام عند فسخ اتفاقية التعاون الإستراتيجي على المدى الطويل .

ومن خلال ما سبق نستنتج أن كل المساهمين المرجعيين في الشركة قاموا بإبرام العقود فيمي بينهم بإعتبارهم مساهمين مرجعيين و تقدر مدة العهود ب 10 سنوات.

المطلب الثالث: الصكوك التشاركية لشركة رينو

- خصائص الصكوك التشاركية لشركة رينو

تشير الوثيقة المرجعية لشركة Renault بأن هذه الشركة قامت بالعديد من العروض العامة للإدخار من خلال إصدار صكوك تشاركية، حيث قامت بتقديم عرضين من خلال إصدار مليوني صك تشاركي بقيمة 1.000 فرنك (أي 152.45 يورو اسمياً) ، وذلك بإصدارين معادلين بقيمة مليون صك في كل من أكتوبر 1983 وأكتوبر 1984. الصكوك التشاركية التي أصدرتها الشركة مدرجة في بورصة باريس ، ورمز ترقيمها الدولي هو FR0000140014، يتوفر إشعار إصدار الصكوك التشاركية على موقع رينو الإلكتروني . وفي الفترة بين مارس وأفريل سنة 2004 ، قامت رينو بطرح عام إعادة شراء الصكوك التشاركية بسعر وحدوي 450 يورو. بعد هذه الصفقة تم إعادة شراء 1202341 صك أي 60.12% من الصكوك المصدرة و تم الإبقاء على 797659 صك لغاية 31 ديسمبر 2014 .

الجدول التالي يوضح تطور إصدارات الشركة من الصكوك التشاركية:

الجدول رقم 4: تطور إصدارات الشركة من الصكوك التشاركية

تاريخ	2012	2013	2014
أعلى قيمة في السنة	347.95	420	444.95
أقل قيمة في السنة	291.05	306.55	400
آخر سعر في السنة	312.05	392	438.9
عدد الصكوك التشاركية	116918	149827	119268

الملحق رقم 03

نلاحظ أن شركة رينو قامت بالعديد من إصدارات الصكوك التشاركية خلال الفترة 2012-2014 حيث تم تسجيل أعلى قيمة خلال سنة 2014 والمقدرة بـ 444.95 أورو ما يعادل 119268 صك تشاركي، بينما تم تسجيل سنة 2012 أقل قيمة للصكوك التشاركية بقيمة 312.05 أورو أي ما يعادل 116918 صك تشاركي، ويعكس هذا أن الشركة دأبت على تدعيم مركز المشاركين من خلال إصدار أسهم تشاركية.

المطلب الرابع : إشراك المستخدمين في شركة رينو

تعتبر شركة رينو من الشركات التي تشرك موظفيها في رأس المال و هو ما نلاحظه في الجدول حيث تبلغ نسبة الأسهم التي يمتلكها الموظفين في رأس مال الشركة 2.5% من رأس مال الشركة. إذ تشير الوثائق المرجعية للشركة أنها قامت بالعديد من مخططات تملك العاملين لاسيما من خلال منح المستخدمين أسهم مجانية Actions gratuites ، حيث منحت الجمعية العامة المختلطة للمساهمين الضوء المنعقدة في 30 أفريل 2013 الضوء الأخضر لمجلس الإدارة في الشركة للقيام بمنح مستخدميها أسهم مجانية، وذلك وفقاً لنص المواد L225-197-1 ، L225-197-1 من القانون التجاري الفرنسي. ويوضح الجدول رقم 5:

الجدول رقم 5: خطط شراء خيارات الأسهم:

تاريخ انعقاد مجلس الإدارة	عدد الأسهم التي يمكن شراؤها أو الإشتراك فيها	عدد الأسهم المملوكة من طرف كارلوس عوصن	تاريخ إنطلاق خيارات الأسهم	تاريخ إنتهاء الصلاحية	سعر الإشتراك أو الشراء "أورو"	عدد الأسهم المشتركة	عدد الخيارات المشتركة الملغاة في	الخيارات الباقية
<b>التفويضات الممنوحة من قبل الجمعية العامة للمساهمين 4 ماي 2006</b>								
الخطة رقم 12 بتاريخ 05-24-2006	1674700	100000	-5-5-2010	-05-03-2014	87.98	3000	1671700	0
الخطة رقم 14 بتاريخ 12-05-2006	1843300	200000	-12-6-2010	-12-4-2014	93.81	0	1843300	0
<b>التفويضات الممنوحة من قبل الجمعية العامة للمساهمين في 29 أبريل 2011</b>								
الخطة رقم 17 بتاريخ 4-29-2011	176000	0	-4-30-2015	-4-28-2019	38.8	0	176000	0
الخطة رقم 18 بتاريخ 4-29-2011	1490000	100000	-4-30-2015	-4-28-2019	38.8	0	11388	478612
الخطة رقم 19 بتاريخ 12-8-2011	300000	100000	-12-9-2015	-12-7-2019	26,87	0	150000	150000
الخطة رقم 20 بتاريخ 12-13-2012	447800	150000	-12-13-2016	-12-12-2020	37.43	0	51578	396222

الملحق رقم 04.

نلاحظ أن شركة رينو قامت بالعديد من مخصصات منح الأسهم المجانية وخيارات شراء الأسهم من أجل تملك المستخدمين على مستواها. ويعكس هذا أن الشركة دأبت على تدعيم مركز المساهمين الأجراء كمساهم وفي يمكن الإعتماد عليه في دعم مركز التحالف الحاكم في الشركة.

هذا وتسهر شركة رينو Renault على إجراء عمليات من أجل إعادة أسهمها لاستخدامها في تملك العاملين لديها سواء بإعادة التنازل عنها للعاملين و مديري الشركة بالمجان أو بمقابل أو استخدام هذه الأسهم في أغراض أخرى كمواجهة إلتزاماتها اتجاه حاملي السندات القابلة للتحويل.

في 31 ديسمبر 2014 ، امتلكت شركة Renault SA 2.555.983 سهماً بقيمة 3.81 يورو اسمية ، بقيمة دفترية صافية قدرها 109.032.174 يورو .

وفقاً لأحكام المادة 209-225 L. من قانون التجارة ، تم تفويض الجمعية العمومية بتاريخ 30 أبريل 2014 ، في قرارها السادس عشر ، على الشركة أن تعمل في البورصة بأسهمها الخاصة من أجل السماح لها باستخدام إمكانياتها للتدخل لإعادة شراء الأسهم المنصوص عليها في القانون ، حتى 30 أكتوبر 2015 ، حيث اشترت إلى غاية 31-12-2014 : 364253 سهم بقيمة 25779969.65 يورو ، كما أن الشركة قامت بمنح ما مجموعه 312307 سهم لمستخدمي و موظفي الشركة

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

## خلاصة الفصل :

بالإعتماد على النتائج المتوصل إليها و التي تبين أن شركة رونو قد أعتمدت على مجموعة من تقنيات الهندسة المالية للحد من مخاطر رفع رأس المال في البورصة، على غرار العهود بين المساهمين ( الإلتزام بالإحتفاظ بالأسهم، الحق في العرض الأول، الإلتزام بعدم التنازل عن الأسهم في حالة العروض العدوانية)، كما استخدمت أيضا الصكوك التشاركية و اشراك المستخدمين و الموظفين في رأس مال الشركة ، كل هذا لمنع تمييع رأس المال داخل الشركة والحفاظ على مركز إتخاذ القرار داخل الجمعية العامة .  
كما تعتبر الحقوق التفضيلية للإكتتاب من الحلول التي تقلل من هذه المخاطر.

الانتماء

## خاتمة:

من خلال هذه الدراسة حاولنا الإلمام بكل ما يتعلق بالهندسة المالية و كيفية إستخدامها في تقديم الحلول المبتكرة لمواجهة مشاكل التمويل المترتبة عن توجه المؤسسات الإقتصادية إلى رفع رأس مالها من خلال الأسواق المالية .

وفي هذا السياق قدمت الهندسة المالية تقنيات ومنتجات تستخدم في السيطرة على هذه المخاطر وهو ما عالجته دراستنا و توصلنا من خلاله إلى النتائج التالية:

- تمتلك الهندسة المالية القدرة على تخفيض تكاليف النشاطات القائمة في المؤسسة والتقليل من مخاطرها وتطوير منتجات و خدمات الأسواق؛
- تسعى الإدارة المالية إلى تحقيق الأهداف المسطرة و ذلك من خلال سلامة القرارات المالية؛
- المخاطر التي تصاحب عملية رفع رأس المال هي مخاطر التمييع؛
- أدى استخدام الهندسة المالية إلى تطوير أدوات التمويل القديمة وابتكار أدوات جديدة تهدف إلى تجنب المخاطر الناجمة عن عملية التمويل؛
- للهندسة المالية مجموعة من المنتجات و التقنيات التي تستخدمها الشركات للسيطرة على مخاطر رفع رأس المال؛
- تتمثل مخاطر الرفع من رأس المال في تمييع السلطة و مخاطر تمييع ربحية السهم؛
- تتمثل منتجات الهندسة المالية لإدارة مخاطر الإغراق في الوسائل ذات الطابع القانوني، القانوني الأساسي، والتعاقدية؛
- العهود بين المساهمين من آليات حماية حقوق أقلية المساهمين في الشركات، والتصدي لمحاولات السيطرة العدوانية ومن تم الإبقاء على سيطرتهم في الشركة؛
- الصكوك التشاركية تدعم مركز المساهمين في شركة رونو؛
- لشركة رونو العديد من مخصصات منح الأسهم المجانية وخيارات شراء الأسهم، ولذلك لتمليك المستخدمين في رأس مالها؛
- تستخدم شركات رونو منتجات و تقنيات الهندسة المالية من أجل الحفاظ على وضع المساهمين المرجعيين فيها، لاسيما في حالات القيام بعمليات رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة.

### الإقتراحات:

وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم الإقتراحات التالية:

- وضع الميكانيزمات التي تسمح باستخدام الهندسة المالية من طرف الإدارات المالية وخاصة المسعرة في البورصة؛
- إعادة بعث بورصة الجزائر و التقليل من العراقيل التي تواجه من يريد الدخول فيها ، كما ننصح الشركات المدرجة فيها باستخدام منتجات و تقنيات الهندسة المالية لمواجهة مخاطر الرفع من رأس المال.

### آفاق الدراسة

- حاولنا من خلال هذه الدراسة تحليل كيفية استخدام الهندسة المالية في إدارة مخاطر التمييع، ونظرا لقلّة هذا النوع من البحوث في البلدان العربية ، و يمكن أن تشكل هذه الدراسة بداية انطلاق الأبحاث في هذا المجال وعليه نقترح بعض البحوث التي يمكن تناولها في المستقبل :
- إدارة مخاطر تمييع رأس المال في الأسواق المالية العربية؛
  - الهندسة المالية و أثرها على هيكل ملكية الشركات؛
  - الهندسة المالية و جغرافية رأس المال.

و في الأخير نأمل أن نكون قد وفقنا في شرح هذا الموضوع.

# قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

### ❖ الكتب

1. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي والإدارة المالية، طبعة ثانية، داروائل للنشر والتوزيع، عمان 2011.
2. بن عزوز بن علي وآخرون: "إدارة المخاطر- مشتقات مالية- هندسة مالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2013.
3. بوعكاز نوال، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية"، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، الجزائر، 2010-2011.
4. جليل كاضم مدلول العراضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة" مفاهيم نظرية وتطبيقية"، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2016.
5. جليل كاضم مدلول العراضي ، الهندسة المالية و أدواتها المشتقة ، الدار المنهجية للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2016 .
6. هاشم فوزي عبادي، جليل كاضم العراضي: "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2008.
7. هيثم محمد الزغبى، الإدارة المالية و التحليل المالي، دار الفكر، عمان، الأردن، 2000.
8. هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، 2000 .
9. حسن احمد توفيق، الادارة المالية في المشروعات التجارية، دار المعلم للتجارة، 1983 .
10. حسن الساعاتي، علم الاجتماع الصناعي، دار النهضة العربية، الطبعة الثالثة 1980.
11. حسن سمير عشيح ، التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض و التوسع النقدي في البنوك ، طبعة أولى ، دار المجتمع العربي ، عمان 2008.
12. حسين إبراهيم بلوط: المبادئ والاتجاهات الحديثة في إدارة المؤسسات، دار النهضة العربية للنشر، ط1، بيروت، 2005.
13. طاهر لطرش ، تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر ، 2001.
14. طارق عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2001.
15. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - مفاهيم - إدارة مخاطر - محاسبة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003 .
16. مبارك لسوس التسيير المالي، المطبوعات الجامعية الساحة المركزية الجزائر، طبعة 2004.
17. محمد فريد الفريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000.

18. محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية و أدواتها المشتقة ، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، طباعة بنك الأردن المحدودة ، 1998 .
19. مصطفى كمال طو، أساسيات القانون التجاري دراسة مقارنة الأعمال التجارية المؤسسة التجارية، الملكية الصناعية، طبعة أولى، منشورات الحمي الحقوقية لبنان . 2006
20. منير ابراهيم هندي، ادارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات الجزء الأول، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحدي، الاسكندرية.
21. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات الجزء الثالث، ط1، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، سنة 2014.
22. منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات الجزء الثالث، المكتب العربي الحديث للتوزيع، الاسكندرية، سنة 2014.
23. منير إبراهيم هندي، الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية ، الطبعة الرابعة، 1999.
24. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية، باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني ، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع الإسكندرية، سنة، 2014.
25. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، طبعة 2، منشأة المعارف، الاسكندرية ، 1998 .
26. نادية فاضلي، أحكام الشركات طبقا للقانون التجاري (شركة الأشخاص)، دار هومة، الجزائر، 2004.
- مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2000.
27. نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة، 2007.
- خميل أحمد حسن قدارة، الوجيز في شرح القانون المدني الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1992.
28. ناصر دادي عدون: اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998 .
29. ناصر دادي عدون: اقتصاد المؤسسة، طبعة 1، دار المحمدية الجزائر، 1998 .
30. سمير عبد الحميد رضوان " :المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات ط1، مصر، 2005.
31. سيد طه بدوي ،عمليات بورصة الأوراق المالية و الفورية و الآجلة من الوجه القانونية ، دار النهضة العربية .
32. عبد الحلیم كوجة ، علي ربايعة ياسر سكران ، موسى مطر ، توفيق عبد الرحيم يوسف الإدارة المالية والتحليل المالي، دار الصفاء عمان، طبعة 2000.

33. عبد الرزاق بن حبيب اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط3 ، الجزائر، 2006 .
34. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002 .
35. عبدالحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
36. عمر صخري: اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط3، الجزائر، 2003.
37. عمر صخري، اقتصاد المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، الطبعة الثانية ، 1993.
38. عمي البارودي، القانون التجاري، الأعمال التجارية، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية الإسكندرية، 1999.
39. عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار والتمويل والتحليل المالي ، طبعة أولى ، دار حامد للنشر و التوزيع، مصر 2010.
40. فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية ، مؤسسة الشباب الجامعية ، مصر ، 1999.
41. فيصل جميل السعيدة ، انضال عبد الله فريد ، الملخص الوجيز في الإدارة و التحليل المالي ، طبعة أولى ، مكتبة المجتمع 1 العربي للنشر و التوزيع ، عمان ، 2004.
42. صالح خالص: المبادئ الأساسية للمحاسبة العامة والمخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر، 1997.
43. قلش عبد الله، بدائل تمويل المؤسسة في ظل العولمة المالية، مجلة علوم الإنسانية، السنة الرابعة، العدد 32 02 جانفي 2007.
44. رضوان سمير عبد الحميد،"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
45. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للطباعة و النشر و التوزيع، عمان ، 1997.
46. رابح خوني، رقية حساني: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
- ❖ المقالات:
1. الجلي أبو ذر محمد أحمد، "الهندسة المالية، الأسس العامة والأبعاد التمويل الإسلامي"، مجلة المقتصد، العدد السابع عشر، سبتمبر، 1996.
2. قلش عبد الله، بدائل تمويل المؤسسة في ظل العولمة المالية، مجلة علوم الإنسانية، السنة الرابعة، العدد 32، 02 جانفي 2007.

### ❖ الرسائل الجامعية:

1. حسناوي بلال، دور الهندسة المالية في تفعيل الوظيفة التنموية للسوق المالية الإسلامية دراسة حالة التجربة الماليزية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2017-2018.
  2. حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2017/2018.
  3. ياسين العايب، تقييم سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
  4. عباسي نصيرة، تأثير التضخم في التحليل المالي للمؤسسة، مذكرة لنيل درجة الماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004/2005 .
  5. صلحة بن طلحة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر في إطار التحولات الاقتصادية أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير جامعة الجزائر، الجزائر 2008.
- ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية:

1. Dominique Roux, Analyse économique et gestion de l'entreprise, Dunod, Paris, 2000. p7.
2. GASTON DEFOSSE, **la gestion financière des entreprises**, Presses universitaires de France, Paris, 1974.
3. Pierre Lassègue : **Gestion de l'entreprise et comptabilité**, 8ed, Dalloz, 1978.
4. Ronald Gillet, Jean pierre Jobard, patrick Navette, Philippe Raimbourg, **finance-2eme édition**, DALLOZ ,paris, 2003.

### ثالثا: المواقع الإلكترونية

[www.agefi.fr/site/.../pour\\_un\\_limitation\\_des\\_droit\\_de\\_vote\\_double\\_PDF](http://www.agefi.fr/site/.../pour_un_limitation_des_droit_de_vote_double_PDF)

الملاحق

## الملحق رقم 01

	31/12/2014			31/12/2013			31/12/2012		
	NOMBRE DE TITRES DÉTENUS	% DU CAPITAL	% DES DROITS DE VOTE	NOMBRE DE TITRES DÉTENUS	% DU CAPITAL	% DES DROITS DE VOTE	NOMBRE DE TITRES DÉTENUS	% DU CAPITAL	% DES DROITS DE VOTE
État français	44 387 915	15,01 %	17,84 % <sup>(1)</sup>	44 387 915	15,01 %	17,93 % <sup>(1)</sup>	44 387 915	15,01 %	17,95 %
Nissan Finance. Co, Ltd	44 358 343	15,00 %	-	44 358 343	15,00 %	-	44 358 343	15,00 %	-
Daimler AG	9 167 391	3,10 %	3,68 % <sup>(2)</sup>	9 167 391	3,10 %	3,70 % <sup>(1)</sup>	9 167 391	3,10 %	3,71 %
Salariés <sup>(2)</sup>	7 384 900	2,5 %	2,97 %	7 720 720	2,61 %	3,12 %	8 770 185	2,97 %	3,55 %
Autodétention	2 555 983	0,86 %	-	3 784 305	1,28 %	-	4 059 255	1,37 %	-
Public	187 867 752	63,53 %	75,51 %	186 303 610	63,00 %	75,25 %	184 979 195	62,55 %	74,79 %
<b>TOTAL</b>	<b>295 722 284</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>295 722 284</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>295 722 284</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

Source : Document de référence groupe Renault 2014

	DESCRIPTION DE LA DÉLÉGATION DONNÉE AU CONSEIL D'ADMINISTRATION	UTILISATION FAITE
18 <sup>e</sup> résolution AG 2014	Émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec droit préférentiel de souscription. Durée de 26 mois, soit jusqu'à l'AG statuant sur les comptes 2015. Plafond maximum d'augmentation de capital fixé à 350 millions d'euros (30 % du capital environ).	Aucune
19 <sup>e</sup> résolution AG 2014	Émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription. Durée de 26 mois, soit jusqu'à l'AG statuant sur les comptes 2015. Plafond maximum d'augmentation de capital fixé à 120 millions d'euros (10 % du capital environ).	Aucune
20 <sup>e</sup> résolution AG 2014	Émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital par placement privé. Durée de 26 mois, soit jusqu'à l'AG statuant sur les comptes 2015. Plafond maximum d'augmentation de capital fixé à 60 millions d'euros (5 % du capital environ).	Aucune
21 <sup>e</sup> résolution AG 2014	Émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital dans le cadre d'une OPE. Durée de 26 mois, soit jusqu'à l'AG statuant sur les comptes 2015. Plafond maximum d'augmentation de capital fixé à 120 millions d'euros (10 % du capital environ).	Aucune
22 <sup>e</sup> résolution AG 2014	Augmentation de capital par émission d'actions par apport en nature. Durée de 26 mois, soit jusqu'à l'AG statuant sur les comptes 2015. Plafond maximum d'augmentation de capital fixé à 120 millions d'euros (10 % du capital environ).	Aucune
23 <sup>e</sup> résolution AG 2014	Augmentation de capital par incorporation de réserves, primes, etc. Durée de 26 mois, soit jusqu'à l'AG statuant sur les comptes 2015. Plafond maximum d'augmentation de capital fixé à 1 milliard d'euros.	Aucune
24 <sup>e</sup> résolution AG 2014	Augmentation de capital par émission d'actions réservées aux salariés. Durée de 26 mois, soit jusqu'à l'AG statuant sur les comptes 2014. Plafond maximum d'augmentation de capital fixé à 1 % du capital social de la Société.	Aucune

Source : Document de référence groupe Renault 2014

### الملحق رقم 03

	2014	2013	2012
Plus haut de l'année (en euros)	444,95	420	347,95
Plus bas de l'année (en euros)	400	306,55	291,05
Dernier cours de l'année (en euros)	438,9	392	312,05
Nombre de titres échangés sur l'année	119 268	149 827	116 918

Source : Document de référence groupe Renault 2014

DATE D'ATTRIBUTION/DATE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	NB TOTAL D'ACTIONS POUVANT ÊTRE SOUSCRITES OU ACHETÉES	DONT MANDATAIRE SOCIAL CARLOS GHOSN	POINT DE DÉPART D'EXERCICE DES OPTIONS D'EXPIRATION	PRIX DE SOUSCRIPTION OU D'ACHAT <sup>(1)</sup>	DATE	NB D'ACTIONS SOUSCRITES AU 31/12/2014	NB CUMULÉ D'OPTIONS		
							ANNULÉES OU CADUQUES AU 31/12/2014	OPTIONS RESTANTES AU 31/12/2014	
<b>Autorisation de l'Assemblée générale des actionnaires du 4 mai 2006</b>									
Plan n° 12	04/05/2006	1 674 700	100 000	05/05/2010	03/05/2014	87,98	3 000	1 671 700	0
Plan n° 14	05/12/2006	1 843 300	200 000	06/12/2010	04/12/2014	93,86	0	1 843 300	0
<b>Autorisation de l'Assemblée générale des actionnaires du 29 avril 2011</b>									
Plan n° 17 <sup>(2)</sup>	29/04/2011	176 000	0	30/04/2015	28/04/2019	38,80	0	176 000	0
Plan n° 18	29/04/2011	490 000	100 000	30/04/2015	28/04/2019	38,80	0	11 388	478 612
Plan n° 19 <sup>(3)</sup>	08/12/2011	300 000	100 000	09/12/2015	07/12/2019	26,87	0	150 000	150 000
Plan n° 20 <sup>(4)</sup>	13/12/2012	447 800	150 000	13/12/2016	12/12/2020	37,43	0	51 578	396 222

Source : Document de référence groupe Renault 2014

## الملخص:

تعتبر الهندسة المالية كواحدة من أهم أساليب مواجهة المشاكل الناجمة بين الشركات و الأسواق المالية و لاسيما مخاطر التمييع حيث طور المهندسون الماليون مجموعة من التقنيات و المنتجات المبتكرة لكي تستخدم في الإبقاء على السيطرة و التحكم في الشركات دون المساس بقدرتها في الحصول على التمويل في إطار عمليات العرض العام للإدخار .

وفي الجانب التطبيقي من الدراسة تم تسليط الضوء على كيفية إستخدام منتجات و تقنيات الهندسة المالية من طرف شركة رينو لمواجهة مخاطر التمييع ، و توصلنا إلى أن هذه الأخيرة تستخدم تقنيات ومنتجات الهندسة المالية في مواجهة مخاطر التمييع و ضمان استقرار هيكل ملكيتها و جغرافية رأس مالها .

**الكلمات المفتاحية:** الهندسة المالية ، الأسواق المالية، العرض العام للإدخار ، مخاطر التمييع ، هيكل الملكية، جغرافية رأس المال .

## Abstrapt:

Financial engineering is one of the most important ways to address the problems that arise between companies and financial markets, especially the risks of Tamiquer, where financial engineers have developed a range of innovative technologies and products to be used to maintain control and control of companies without compromising their ability to obtain financing in the context of supply operations The year to save.

In the applied aspect of the study, it was highlighted how to use financial engineering products and technologies by Renault to address the risks of Tamireation, and we found that the latter use financial engineering techniques and products to counter the risks of Tamireen and to ensure the stability of its ownership structure and geography of its capital.

**Keywords :**Financial engineering, financial markets, public supply of savings, risk of inequity, ownership structure, geography of capital.