

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR-ANNABA UNIVERSITY
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار-عنابة

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير
مخبر البحث في تسيير المنظمات

LARMO

قسم العلوم الاقتصادية
أطروحة دكتوراه
مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

البدائل التمويلية للمؤسسة الاقتصادية في ظل العولمة المالية
- ترشيد القرار التمويلي مع إدارة المخاطر -

الشعبة: علوم اقتصادية
تخصص: نقد، بنك وتمويل
للمترشحة: ضياف عليّة

مدير أطروحة التخرج: أ.د.حمادة كمال الرتبة: أستاذ التعليم العالي المؤسسة: جامعة باجي مختار عنابة

أمام اللجنة

الاسم و اللقب	الرتبة	الصفة	الجامعة الأصلية
بن عمارة منصور	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة عنابة
حمادة كمال	أستاذ التعليم العالي	مقررا	جامعة عنابة
سماش كمال	أستاذ محاضر "أ"	عضوا	جامعة عنابة
قحام وهيبية	أستاذ محاضر "أ"	عضوا	جامعة سكيكدة
طيبار احسن	أستاذ محاضر "أ"	عضوا	جامعة سكيكدة
جنينة عمر	أستاذة محاضر "أ"	عضوا	جامعة تبسة

السنة الجامعية : 2016/2015

التصريح

أنا الباحثة: ضياف عليّة، أصرح بشرفي أن أطروحة الدكتوراه الموسومة بـ: " البدائل التمويلية للمؤسسة الاقتصادية في ظل العولمة المالية - ترشيد القرار التمويلي مع إدارة المخاطر -"، والمقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم هي عمل أكاديمي خاص بي، وغير مقدم لا جزء منه ولا كله لأي مؤسسة أخرى بهدف نيل شهادة أكاديمية أو غير ذلك. وأتحمل المسؤولية لكل ما جاء في مضمونها.

الباحثة

ملخص

تهدف الدراسة إلى الوقوف على أهمية ودور ترشيد القرار التمويلي في عملية إدارة المخاطر المالية، فالقرارات التمويلية من الظواهر المالية الهامة خاصة في علاقتها و تأثيرها على إدارة المخاطر المالية، فهي تتصل بعدة مخاطر إستراتيجية ذات أبعاد متعددة و على جانب كبير من العمق و التعقيد، و هذا النوع من القرارات يتطلب البحث المتعمق للمخاطر المالية، و بذلك لابد من التأكيد على أهمية دراسة ترشيد القرار التمويلي و دوره في عملية إدارة المخاطر المالية.

و لتحقيق أهداف هذه الدراسة تم تطوير استبيان وزع باليد على عينة من مؤسسات الصناعات الغذائية لولاية عنابة، و قد تم اعتماد (39) استبيان من الاستبيانات (54) الموزعة و بتحليل إجابات الاستبيان إحصائياً باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) تبين أن متخذي القرارات التمويلية يدركون أهمية إدارة المخاطر المالية و توظيفها في عملية بناء و صنع القرار التمويلي، إلا أن ترشيد القرار التمويلي في قطاع الصناعات الغذائية لا يزال محدوداً بسبب وجود معوقات و محددات تتعلق بمتخذي القرارات والإمكانات الفنية و المعلوماتية و المالية المتاحة، كما أثبتت الدراسة وجود علاقة بين القرار التمويلي وإدارة المخاطر المالية، كما أوصت الدراسة بالعمل على ترشيد القرارات التمويلية للتحكم في المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية.

الكلمات المفتاحية: البدائل التمويلية، الهندسة المالية، القرار التمويلي، إدارة المخاطر المالية.

Résumé

L'étude vise à déterminer l'importance et le rôle de la rationalisation de la décision de financement dans le processus de gestion des risques financiers. Les décisions de financement constituent l'un des aspects les plus importants de par leur relation et leur impact sur la gestion des risques financiers. Elles sont liées à plusieurs types de risques stratégiques multidimensionnels et d'une grande complexité. Ce genre de décision nécessite une étude approfondie du risque financier et une rationalisation de la prise de financement et son rôle dans le processus de gestion des risques financiers.

Pour atteindre les objectifs de cette étude, un questionnaire a été distribué sur un échantillon d'entreprises de l'industrie alimentaire à Annaba. 39 questionnaires sur 54 distribués ont été adoptés et analysés. De l'analyse des réponses à l'aide du programme SPSS, il apparaît que les preneurs de décisions de financement sont conscients de l'importance de la gestion des risques financiers. Cependant, la rationalisation de la prise de financement (dans l'industrie alimentaire) est encore limitée en raison de l'existence d'obstacles que rencontrent les décideurs telles que les capacités techniques et financières ou de l'information. L'étude a montré aussi l'existence d'une corrélation entre la décision de financement et gestion des risques financiers et de la nécessité de la rationalisation des décisions de financement afin de minimiser les risques qui y sont attachés.

Mots clés : alternatives de financement, ingénierie financière, décision de financement, gestion des risques financiers

Abstract

The study aims to determine the importance and role of the rationalization of the financing decision in the financial risk management process. Funding decisions are one of the most important aspects of their relationship and their impact on financial risk management. They are linked to several complex and multidimensional types of strategic risks. This kind of decision requires a thorough study of financial risk, streamlined funding decisions and their role in the financial risk management process

To achieve the objectives of this study, a questionnaire was distributed to a sample of companies in the food industry in Annaba. 39 of 54 questionnaires distributed were adopted and analyzed. From the analysis of the responses using the SPSS program, it appears that funding decision makers are aware of the importance of financial risk management. However, the rationalization of the funding decision (in the food industry) is still limited due to the existence of barriers that face decision makers such as technical and financial capabilities or information. The study also showed a correlation between the financing decision and financial risk management and the need for rationalization of funding decisions to minimize the risks that are attached.

Key words: funding alternatives, financial engineering, funding decision, financial risk management.

الإهداء

إلى أعظم امرأة بين نساء الكون.....أمي الغالية.

إلى روح والدي الكريم.....رب ارحمه.

إلى قرّة عيني.....ابني عبد المهين.

إلى أخي و أخواتي و أبناءهم.

إلى زوجي.

إليهم جميعا أهدي ثمرة عملي و صادق محبتي

شكر و تقدير

يقول رسول الله صلى الله عليه و سلم... " و من صنع إليكم معروفا فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه به فادعوا له حتى تروا أنكم كافأتموه " ...رواه أبو داود.

أتوجه بالشكر و التقدير و العرفان إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور كمال حمادة على ما أحاطني به من رعاية علمية خاصة، و على ما قدمه لي من تشجيع من خلال إرشاداته اللامحدودة.

كما أتقدم بوافر الشكر و عظيم الامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بمناقشة وإثراء الأطروحة.

و لا أنسى في هذا المقام مسيري و إطارات مؤسسات الصناعات الغذائية لولاية عنابة الذين تكرموا بالرد على استبيان الدراسة الموجه إليهم.

كما أتقدم بخالص الشكر إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد من أجل إتمام هذا العمل و أخص بالذكر: أ.د. زغيب مليكة، د. طيار، د. بوغليطة، د. قحام، د. قصاص، د. بارة، أ. العيون.

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
15	..... مصادر التمويل قصيرة الأجل	01
17	..... آلية تسيير عملية قرض الإيجار	02
23	..... مصادر التمويل متوسطة الأجل	03
29	..... مصادر التمويل طويلة الأجل	04
40	..... مخطط يوضح كيفية تطبيق عقد الفاتورة	05
64	..... الكسب الجغرافي من الانفتاح المالي	06
65	..... الكسب الزمني من الانفتاح المالي	07
91	..... فلسفة الهندسة المالية	08
103	..... أنواع المشتقات المالية	09
108	..... مخطط إجمالي لعملية التوريق	10
112	..... أنواع عقود الخيار	11
125	..... أنواع عقود المبادلة	12
150	..... أنواع القرارات حسب ظروف اتخاذها	13
155	..... مراحل عملية اتخاذ القرار	14
167	..... العلاقة بين تكرار و نتائج الحدث	15
182	..... اتخاذ القرارات الإدارية حسب ظروف اتخاذ القرار	16
187	..... معايير اختيار مصادر التمويل	17
191	..... العلاقة بين نسبة الديون و تكلفة الأموال حسب نظرية الربح الصافي	18
192	..... العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة حسب نظرية ربح الاستغلال	19
193	..... العلاقة بين نسبة الاستدانة و تكلفة رأس المال حسب المنظور التقليدي	20
207	..... التمثيل البياني لعتبة المردودية	21
211	..... توزيع النتيجة الاقتصادية للمؤسسة الاقتصادية	22
214	..... تأثير الرفع على المردودية المالية بدلالة المردودية الاقتصادية	23
224	..... متغيرات الدراسة	24

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
6	التطور التاريخي لوظيفة التمويل.....	01
20	مقارنة بين الاستتجار المالي و الاستتجار التمويلي.....	02
23	مزايا و عيوب الأسهم الممتازة.....	03
28	مزايا و عيوب الأسهم الممتازة.....	04
123	أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة.....	05
169	الهندسة المالية في إدارة الأصول و الخصوم.....	06
169	تقييم درجات الخطر.....	07
221	عينة الدراسة و عدد الاستثمارات الموزعة و المستلمة.....	08
222	الإجابات حسب مقياس ليكارت الخماسي.....	09
223	معاملات ثبات أداة الدراسة لدور ترشيد القرار التمويلي على إدارة المخاطر المالية.	10
228	أهم النشاطات المكونة للصناعات الغذائية في الجزائر.....	11
229	قطاع الصناعات الغذائية لولاية عنابة.....	12
230	تقييم مدى المتوسط لإجابات أفراد العينة.....	13
231	توزيع أفراد العينة حسب متغير الجنس.....	14
232	توزيع أفراد العينة حسب متغير السن.....	15
234	توزيع أفراد العينة حسب متغير توزيع المؤهل العلمي.....	16
235	أفراد العينة حسب متغير التخصص العلمي.....	17
236	توزيع أفراد العينة حسب متغير سنوات الخبرة.....	18
237	توزيع أفراد العينة حسب متغير الوظيفة الحالية.....	19
238	تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية.....	20
240	مدى وعي و إدراك المؤسسة الاقتصادية لأهمية إدارة المخاطر المالية.....	21
243	العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر و ترشيد القرارات التمويلية.....	22
245	العلاقة بين أنظمة التمويل و إدارة المخاطر المالية.....	23
250	نتائج اختبار T لإجراءات اتخاذ القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية.....	24
250	نتائج اختبار T لأنظمة التمويل و إدارة المخاطر المالية.....	25
251	نتائج اختبار T للسياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية.....	26

المختصرات

- **EMV** : Expected Loss of Opportunity
- **EOL** :
- **EVPI** : Expected Value of the Standard Full Information
- **SD** : standard déviation
- **V** : variance
- **CEE** : Exploitation leverage coefficient
- **RE** : Résulte of Exploitation
- **CA** : Chiffre d'Affaires
- **RN** : Net Résulte
- **CP** : Capital Property
- **RF** : rentabilité financière
- **OPCVM** : Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières
- **IAFE** : International Association of Fairs and Expositions
- **FRA**: Forward Rate Agreement
- **FND**: Forward Non Deliverable
- **ISDA**: International Swap and **Derivative** Association
- **COSOB**: Commission de Surveillance des Operations de Bourse
- **SGBV** : Société de Gestion de Bourse des Valeurs
- **IOB** : Intermédiaire de Bourse des Valeurs
- **CAPM** : Capital Asset Pricing Model
- **EMH** : Efficient Market Hypothesis
- **CV** : Variable Costs
- **PU** : Unionist Sale Price
- **CDS** : Credit Defant Swaps
- **MM** : Miller et Modigliani
- **DCF** : Discounted Cash Flow
- **SML** : Security Market Line
- **SPSS** : Statistical Package for Social Sciences
- **CF**: Cash Flow
- **EVCA**: European Venture Capital Association
- **FINALEP**: Financière Algéro- Européenne De Participation
- **NVCA**: National Venture Capital Association
- **SOFINANCE** : Société de Financement
- **SFI** : Société Financier Internationale
- **MPEF** : Maghreb Private Equity Fund



فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
أ	التصريح.....
ب	الملخص.....
ت	Résumé.....
ث	Abstract.....
ج	إهداء.....
ح	شكر و تقدير.....
خ	قائمة الأشكال.....
د	قائمة الجداول.....
ذ	قائمة المختصرات.....
(ر-ص)	فهرس المحتويات.....
(9-1)	المقدمة العامة.....
(62-1)	الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل، أدواته و تكلفته.....
10	تمهيد.....
11	المبحث الأول: الإطار النظري العام للتمويل.....
11	المطلب الأول: مفهوم التمويل، أهميته و مراحل تطوره.....
11	1- تحديد مفهوم التمويل.....
17	2- العلاقة بين المؤسسات الاقتصادية و المؤسسات المالية و الأسواق المالية.....
18	المطلب الثاني: أساليب التمويل و خصائصه.....
18	1- أساليب التمويل قصيرة الأجل.....
25	2- أساليب التمويل متوسطة الأجل.....
32	3- أساليب التمويل طويلة الأجل.....
38	المبحث الثاني: أدوات التمويل.....
38	المطلب الأول: البنوك التقليدية و البنوك اللاربوية.....
38	1- تعريف القرض.....
40	2- البنوك اللاربوية.....
42	المطلب الثاني: شركات قرض الإيجار و شركات رأس المال المخاطر.....
42	1- شركات قرض الإيجار.....
43	2- شركات رأس المال المخاطر.....
46	المطلب الثالث: أدوات أخرى للتمويل.....

46	1-البورصة.....
47	2-تحويل عقد الفاتورة Factoring.....
49	المبحث الثالث: تكلفة الأموال و قياس تكلفة التمويل (تكلفة التمويل و قياسها).....
49	المطلب الأول: تكلفة التمويل و أهمية تحديدها.....
49	1- مفهوم تكلفة التمويل.....
53	2- العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل.....
54	3- علاقة تكلفة التمويل بالقرار الاستثماري.....
54	المطلب الثاني: قياس تكلفة أموال الملكية.....
54	1- قياس تكلفة الأسهم العادية.....
57	المطلب الثالث: قياس تكلفة الأموال المقترضة.....
57	1- تكلفة الديون.....
60	2- تكلفة الأسهم الممتازة.....
62	خلاصة الفصل.....
-63)	الفصل الثاني: التجديدات المالية في إطار العولمة المالية و استخدامات الهندسة المالية في إدارة.....
(137	تمهيد.....
63	المبحث الأول: التجديدات المالية الحديثة في إطار العولمة المالية.....
64	المطلب الأول: الدوافع النظرية و العملية للعولمة المالية و تبريراتها.....
64	1- الدوافع النظرية لصعود العولمة المالية.....
64	2- الدوافع العملية للعولمة المالية.....
	المطلب الثاني: تبريرات العولمة المالية.....
67	1- النموذج المهيمن في كفاءة الأسواق المالية.....
70	2- إثبات فعالية الأسواق عن طريق البحوث المالية.....
70	3- نتائج كفاءة الأسواق المالية.....
72	المطلب الثالث: التجديدات المالية و النظريات المفسرة لها.....
74	1- الإطار النظري للتجديد المالي و خصائصه.....
74	2- النظريات المفسرة للتجديدات المالية (مقارنة العرض ، مقارنة الطلب).....
82	المبحث الثاني: الهندسة المالية، أدواتها و مجالات استخداماتها.....
82	المطلب الأول: الهندسة المالية، مفهومها و إستراتيجيتها.....
83	1- مفهوم الهندسة المالية.....

85	2- دور الهندسة المالية و أهميتها.....
85	المطلب الثاني : مجالات استخدام الهندسة المالية.....
92	1- الهندسة المالية و استراتيجيات التحوط و إدارة المخاطر.....
95	2-الهندسة المالية و رياضيات قوالب البناء.....
96	3- الهندسة المالية و تمويل المشاريع.....
97	المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية (المشتقات المالية).....
98	1- الجيل الأول للمشتقات المالية (التوريق).....
99	2- الجيل الثاني: عقود الخيار، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة.....
126	3- الجيل الثالث: مشتقات القروض (les dérivés decrédit).....
128	المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار بأدوات الهندسة المالية.....
128	المطلب الأول: استخدامات أدوات الهندسة المالية.....
128	1- إستراتيجية المضاربة.....
129	2- إستراتيجية التحوط و الحكيم.....
131	3- إستراتيجية إدارة الأصول و الخصوم.....
133	المطلب الثاني: ابتكارات الهندسة المالية.....
133	1 - ابتكار أوراق مالية.....
133	2- العمليات المالية.....
133	3 -إبداع وابتكار حلول للمشاكل المالية.....
133	المطلب الثالث : فوائد و مخاطر أدوات الهندسة المالية.....
136	1- فوائد أدوات الهندسة المالية.....
136	2- مخاطر أدوات الهندسة المالية.....
137	خلاصة الفصل.....
137	الفصل الثالث: القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية.....
138	تمهيد.....
-138)	المبحث الأول: مفهوم القرار و عملية اتخاذ القرار.....
(194	الطلب الأول: مفهوم و أهمية اتخاذ القرار.....
139	1- مفهوم القرار و اتخاذ القرار.....
139	2- أهمية عملية اتخاذ القرار.....
139	المطلب الثاني: إدارة عملية اتخاذ القرار.....

144	1-أنواع القرارات.....
145	2- خطوات عملية اتخاذ القرار.....
145	.....
149	المطلب الثالث : أساليب اتخاذ القرار.....
152	1- الأساليب الكيفية.....
154	2- الأساليب الكمية.....
154	المبحث الثاني : إدارة المخاطر و قرارات إدارة المخاطر.....
155	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول إدارة المخاطر.....
158	1- مفهوم إدارة المخاطر.....
158	2- هكيل وتنظيم إدارة المخاطر.....
158	3- أدوات و خطوات إدارة المخاطر.....
159	المطلب الثاني : أدوات إدارة المخاطر المالية.....
162	1- مفهوم الخطر المالي.....
167	.....
167	2- أنواع المخاطر المرتبطة بنشاط المؤسسة.....
168	3- أدوات قياس المخاطر المالية.....
171	.....
173	4- أدوات إدارة المخاطر المالية.....
173	المطلب الثالث : القرار التمويلي وقرارات إدارة المخاطر.....
174	1- قرارات إدارة المخاطر.....
174	المبحث الثالث: المقاربات النظرية الأساسية للهيكل المالي و العوامل المؤثرة على قرار تركيبته...
179	المطلب الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي.....
185	1- ماهية الهيكل المالي.....
185	2- نظريات الهيكل المالي.....
185	المطلب الثاني: المنظور الحديث.....
190	1- النظرية الحديثة للمشروع.....
190	المطلب الثالث: العوامل المؤثر على قرار تركيبية الهيكل المالي.....
190	1- محددات الهيكل المالي.....
194	2- الرفع و الهيكل المالي.....

194	..... خلاصة الفصل
200	..... الفصل الرابع: الجانب المنهجي للدراسة و تحليل البيانات و اختبار الفرضيات
211	..... تمهيد
-195)	..... المبحث الثالث: منهجية الدراسة الميدانية و الأدوات المستخدمة
(232	..... المطلب الأول: إجراءات الدراسة
212	..... 1- منهج الدراسة
213	..... 2- مجالات الدراسة
213	..... 3- أدوات جمع المعلومات و تحليلها
214	..... 4- الأداة الأساسية للدراسة
214	..... المطلب الثاني: متغيرات الدراسة
214	..... 1- متغيرات الدراسة
221	..... 2- ميدان الدراسة
221	..... المبحث الثاني: تحليل بيانات الاستبيان
222	..... المطلب الأول: تحليل البيانات الشخصية و الوظيفية
226	..... 1- تحليل البيانات الشخصية و الوظيفية
226	..... 2- تحليل بيانات ترشيد القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية
227	..... المطلب الثاني: اختبار الفرضيات
232	..... خلاصة الفصل
245	..... الخاتمة العامة و الاقتراحات
249	..... قائمة المراجع و المصادر
	..... الملاحق

يشهد العالم المعاصر تطورات و تغيرات جذرية أثرت بشكل كبير على نمط و اتجاهات العلاقات و المتغيرات في العديد من المجالات، مما جعل مختلف المؤسسات الاقتصادية تغير و تطور في طبيعة علاقاتها و معاملاتها مع محيطها الخارجي، مواكبة لتلك التطورات و التغيرات العالمية، و أكثر الظواهر الاقتصادية تأثيرا على المؤسسات نجد العولمة الاقتصادية بشكلها العام و العولمة المالية بشكلها الخاص، حيث وسعت من بيئة و محيط المؤسسات لتنتقلها من طابعها المحلي و الإقليمي إلى طابع عالمي، فوجدت المؤسسات نفسها مجبرة على التعامل مع عناصر و عوامل داخلية و خارجية.

عملية تحرير المعاملات المالية و عولمتها لها آثار مباشرة على الأسواق المالية المحلية التي تصبح شديدة أو سريعة التأثر بالعمليات و الأحداث المالية التي تحدث في الأسواق المالية العالمية، كما توفر قدرات مالية و تسمح لها في المقابل بتعبئة المدخرات المالية، بالإضافة إلى كونها تضيي الصبغة العالمية على جميع المعاملات المالية التي من خلالها تتيح فرص تمويل ضخمة و متنوعة، حيث توفر خيارات و بدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي، و هذا الأخير أي قرار التمويل يعتبر من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة و التي يترتب عليها بقائها و استمراريتها، و يتمثل أساسا في تحديد مصادر التمويل المناسبة لتنفيذ خطط المؤسسة مما يجعل هذه الأخيرة تبحث عن مصادر تمويل تتميز بالاستقرار و المرونة و بالتكلفة المناسبة، كما يجب أن يتناسب العائد المتوقع مع المخاطر المصاحبة له و تكلفة التمويل و تكلفة الفرصة البديلة. و في هذا السياق تعتبر وظيفة التمويل بما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل و الاختيار من بينها و التقرير بخصوص المزيج الأفضل منها، عملية بالغة الأهمية و التعقيد، فالمؤسسة الاقتصادية تقوم بتحديد كمية و نوعية احتياجاتها من الموارد المالية و بالتالي تقرر اختيار المصادر التمويلية و كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم و النوع.

و إنّ اختلاف و تباين مصادر التمويل و عدم تجانسها يمنح المؤسسة الاقتصادية فرصة التنويع و المفاضلة بينها بهدف بلوغ و تحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد و المخاطر الناتجة عنه، و يعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة، فالبدائل التمويلية تعبر عن مجموعة من الخيارات و طرق التمويل التي يمكن أن تؤدي إلى توفير الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، حيث تواجه المؤسسة عند قيامها بعملية التمويل عدة مصادر يتطلب الأمر المفاضلة بينها بالاعتماد على مجموعة من العناصر.

غير أنّ محيط المؤسسة الاقتصادية في الوقت الراهن يشهد تغييرات جوهرية في جميع الميادين و في مقدّمتها مجال التمويل، فاللعولمة المالية آثارا كبيرة على فرص و قدرة التمويل لدى المؤسسات، إذ أنّها فتحت مجالا واسعا أمام هذه الأخيرة و أتاحت لها بدائل عديدة و خيارات متنوعة من أجل سد حاجياتها من الأموال و كان ذلك نتيجة التحرير المالي و رفع القيود على حركة رؤوس الأموال الأمر الذي وّلد فرص تمويل عالمية.

ففي الجزائر ظهرت إشكالية التمويل كمشكلة تحتاج إلى دراسة بعد تعرّث المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية و يرجع ذلك إلى الاختلال في الهياكل المالية و انخفاض الكفاءة التسييرية و التسويقية و كذلك نتيجة التوسع الشديد في الاقتراض بسبب قصور الموارد الذاتية، و غياب تقنيات حديثة للتمويل.

إشكالية الدراسة:

لقد أدّت العولمة المالية إلى تحرير المعاملات و توسيع الأسواق و توسيع فرص التمويل و تنويعها، في المقابل أنتجت مخاطر و سلبيات يمكن أن تؤثر سلبا على القدرة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية من خلال الأزمات التي يمكن أن تحدثها في الأسواق المالية المحلية نتيجة انتقال العدوى من الأسواق العالمية، و تبقى تلك السلبيات ضعيفة بالنظر إلى الايجابيات التي أنشأتها العولمة المالية، حيث سهلت بالمقابل الكثير من التبادلات التجارية و المالية كما كان لها الأثر الايجابي على بدائل التمويل للمؤسسات سواء ما تعلق بحجم البدائل أو ما تعلق بنوعيتها، فتحرير العمليات المالية و رفع الحواجز عن العمليات و التبادلات المالية خلق مجالا واسع الاختيارات أمام طالبي التمويل من أجل المفاضلة بين تلك البدائل و اختيار أحسنها، بالإضافة إلى ظهور كم هائل من الابتكارات و الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين، في المقابل نجد المؤسسة الاقتصادية عليها أن تدرج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها التي ترفع من كفاءتها و لن يتأتى لها ذلك إلاّ بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة و دراسة تأثيراتها المحتملة على المؤسسة الاقتصادية، كما تجدر الإشارة إلى أن قرارات التمويل تأخذ في الاعتبار عاملين أساسيين هما التكلفة والمخاطر، فالتمويل الأقل تكلفة عادة هو أول ما يستخدم.

مقدمة

على ضوء ما تقدم يمكن حصر إشكالية الدراسة و رسم معالمها الأساسية في التساؤل الجوهرى الآتى:

ما هي طبيعة البدائل التمويلية التي تتيحها العولمة المالية للمؤسسة الاقتصادية من أجل تركيبية تمويلية مثلى مع ضرورة وجود المرونة الكافية لإدارة المخاطر؟.

تثير هذه الإشكالية عدة أسئلة فرعية نوجزها فيما يلي:

- ما هي البدائل التمويلية التي توفرها العولمة المالية للمؤسسات الاقتصادية، و ما مدى تأثيرها على فرص التمويل؟.
- كيف يمكن إدارة المخاطر الناتجة عن القرارات التمويلية و التي قد تحد من فرص التمويل في المؤسسة؟.
- كيف هو واقع التمويل في المؤسسات الجزائرية و ما مدى استجابة النظام المالي و المصرفي في المرحلة الراهنة لتقديم البدائل التمويلية؟.
- ما مدى القدرة على اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة؟.
- ما مدى الوعي و الإدراك لأهمية إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة؟.
- هل هناك علاقة بين القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة؟.

فرضيات الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على جملة من الفرضيات يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- هناك قدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة .
- لا يوجد وعي و إدراك في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة لأهمية المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات التمويلية و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين البدائل التمويلية المتاحة و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من عدة اعتبارات بعضها علمي و الآخر عملي، و يمكن توضيح ذلك في الآتي:

- **الأهمية العلمية:** تتبع الأهمية العلمية لهذه الدراسة من الموضوع الذي تعالجه، إذ ترصد واقع ترشيد القرار التمويلي مع إدارة المخاطر المالية في ظل بيئة مالية شديدة التغير في مجموعة من المؤسسات الاقتصادية التي تشكل قطاع الصناعات الغذائية بولاية عنابة، إذ أن هذه الدراسة قد تساعد في تشخيص علمي لواقع و دور ترشيد القرار التمويلي في التقليل من المخاطر المالية المصاحبة لعملية اتخاذ القرار، و قد تساعد نتائج هذه الدراسة على إيجاد مؤشرات موضوعية يعتمد عليها في وضع برامج لاتخاذ القرار التمويلي المناسب لتشكيل تركيبة تمويلية تقلل من المخاطر المالية.
- **الأهمية العملية:** تستمد هذه الدراسة أهميتها العملية من أهمية المؤسسات الاقتصادية و دورها الحيوي في دفع عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية للدولة، مما يستدعي التعرف على عملية اتخاذ القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية و العمل على ترشيد هذا القرار عن طريق زيادة الاهتمام بتطبيق الأساليب العلمية الحديثة في اتخاذ القرار. و تعتبر هذه الدراسة أداة للتعرف على مدى وعي و إدراك متخذي القرار في مؤسسات الصناعات الغذائية لولاية عنابة لأهمية إدارة المخاطر المالية.

أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في التعرف على واقع البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية في ظل العولمة المالية و اتخاذ القرار التمويلي الأمثل و إدارة المخاطر المالية في مؤسسات الصناعات الغذائية لولاية عنابة، و يتفرع هذا الهدف الرئيسي إلى مجموعة من الأهداف الفرعية التي تسعى الدراسة إلى تحقيقها و هي:

- التعرف على مدى القدرة على اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسات محل الدراسة.
- التعرف على مدى الوعي و الإدراك لأهمية إدارة المخاطر المالية في المؤسسات محل الدراسة.
- التعرف على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المالية و ترشيد القرار التمويلي في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.
- التعرف على العلاقة بين البدائل التمويلية المتاحة و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.
- التعرف على العلاقة بين السياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة، والتي تعكس إشكالية الدراسة و اختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي حيث أنه يعتبر من أنسب المناهج البحثية لتحقيق أهداف هذه الدراسة.

و قد استندت الدراسة إلى أسلوبين: أحدهما نظري و يتم عن طريق الاطلاع على مجموعة من المصادر تتمثل أساسا في كتب باللغة العربية و اللغتين الأجنبية الفرنسية و الانجليزية و مقالات و بحوث منشورة في دوريات علمية و رسائل جامعية و دراسات خاصة قدمت إلى مؤتمرات و ندوات علمية لتوضيح الخلفية العلمية لعمليات اتخاذ القرار التمويلي مع إدارة المخاطر مع الإشارة إلى المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسات الاقتصادية بالإضافة إلى البدائل التمويلية في ظل بيئة مالية متغيرة.

و الأسلوب الثاني تطبيقي ميداني عن طريق دراسة مسحية من خلال تطبيق استبيان استقصاء على مجتمع الدراسة المتكون من متخذي القرار في مؤسسات الصناعات الغذائية بولاية عنابة، باعتبار أن الاستبيان من أنسب أدوات البحث العلمي الذي يحقق أهداف الدراسة المسحية للحصول على معلومات وحقائق مرتبطة بواقع اتخاذ القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية في هذه المؤسسات.

الدراسات السابقة:

خلال مدة الدراسة تمكنا من الاطلاع على مجموعة من الأبحاث و المقالات و الرسائل الجامعية التي تناولت موضوع البدائل التمويلية للمؤسسة الاقتصادية في ظل العولمة المالية - ترشيد القرار التمويلي وإدارة المخاطر المالية - حيث تحصلنا على دراسات مختلفة حول القرار التمويلي و أخرى فيمل يخص إدارة المخاطر المالية، غير أنه لم نتحصل على أية دراسة تناولت العلاقة السببية بين ترشيد القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية، و من أهم هذه الدراسات نذكر:

أولاً- الدراسات الأجنبية:

- دراسة (Fakher. B et al (2005) بعنوان:

Determinants of Capital Structure Evidence from Libya

تهدف هذه الدراسة إلى الاختبار التجريبي للقدرة التفسيرية لبعض النظريات الحديثة للتمويل (نظرية الوكالة، نظرية التوازن الأمثل و نظرية التمويل التسلسلي) على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الليبية مع إبراز تأثير طبيعة ملكية المؤسسة، و ذلك من خلال تحليل الانحدار المتعدد بين معدل (الاقتراض) الاستدانة (بمؤشراته الثلاث) الاقتراض الإجمالي، الاقتراض طويل الأجل، الاقتراض قصير الأجل) وبين بعض الخصائص التي تفترضها تلك النظريات (المتغيرات المستقلة) وهي معدل المردودية، معدل النمو، الضمانات و حجم المؤسسة، أجريت الدراسة على عينة بلغ حجمها 55 مؤسسة 30 مؤسسة تابعة للقطاع الخاص و 25 مؤسسة تابعة للقطاع العام خلال الفترة (1995-1999)، و قد خلصت الدراسة إلى تباين السلوك التمويلي للمؤسسات التابعة للقطاع العام عن مثيلتها التابعة للقطاع الخاص، كما أن نظرية تكلفة الوكالة للديون و نظرية التوازن الأمثل لها قدرة أكبر على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الليبية خصوصا بالنسبة للمؤسسات التابعة للقطاع الخاص لكن يؤخذ على هذه الدراسة إهمالها لتأثير متغير طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة على اختيار هيكلها التمويلية.

- دراسة Sihler (1971) بعنوان:

Framework For Financial Décisions

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر العلاقة بين نسب المديونية (الاقتراض) وتكلفة رأس المال، على كل من العائد على الاستثمار وحق الملكية. وأجريت هذه الدراسة على مجموعة من الشركات بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة من المؤشرات المالية في بناء الهيكل المالي مثل: الحسابات الدائنة، مقدار القروض طويلة وقصيرة الأجل، حجم الاستثمارات، سياسة توزيع الأرباح ونسب المخاطرة واستخلصت هذه الدراسة نموذجاً لحقبة الاستثمار التي تحتوي على نوعين من الاستثمارات القصيرة والطويلة الأجل في الموجودات الرأسمالية.

كما أشار الباحث إلى أن الأسهم تمثل مصدراً مهماً لشركات الأعمال يؤثر بشكل معتدل في تنظيم القيمة السوقية للمؤسسة ويقلل من نسبة المخاطرة. و أوصى أنه من الضروري الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة من أجل تقليل العبء الضريبي والاستفادة من نسبة الإيرادات المستقطعة كضريبة في مجال تمويل الاستثمارات.

ثانياً- الدراسات العربية:

- دراسة العامري (1990) بعنوان: أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد.

وأجريت هذه الدراسة على عينة تتكون من (26) شركة صناعية عراقية وفي مختلف القطاعات (كالأغذية، النسيجية، الكيماوية، الهندسية، الإنشائية) وهدفت هذه الدراسة إلى بناء نظرية التمويل المناسبة في ظل البيئة العراقية، حيث تم بناء نموذج فرضي يعتمد على وجود علاقات بين الأداء التشغيلي، والمخاطرة التشغيلية، والهيكل المالي، بحيث يؤثر ذلك في المخاطرة النظامية، ومعدل العائد المطلوب على حق الملكية، ومعدل تكلفة التمويل و أثبتت هذه الدراسة سريان وثبات هذا النموذج، أي أن الدراسة توصلت لوجود علاقة بين الأداء التشغيلي، والمخاطرة التشغيلية، والهيكل المالي من جهة، وبين المخاطرة النظامية، ومعدل العائد على حقوق الملكية من جهة أخرى.

- دراسة العايب (2010-2011) بعنوان: سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في

الجزائر.

حيث حاول الباحث من خلال هذه الدراسة استخلاص الخصائص و العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية في إطار المساهمات النظرية و نتائج الدراسات

الميدانية في بيانات اقتصادية و مالية مختلفة وقد تمت الدراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص بالجنوب الشرقي 2003، بلغ حجمها 128 مؤسسة خلال الفترة 2001 و قد خلص الباحث أن أهم العوامل المفسرة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التابعة للقطاع الخاص هي معدل المردودية، الحجم، مستوى الضمانات، معدل النمو و طبيعة القطاع، كما أظهرت الدراسة أن كل من نظرية الوكالة، دورة الحياة و الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل (التمويل التسلسلي) تحتل أهمية بالغة في تفسير اختيارات التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

و الجديد في دراستنا هو محاولة دراسة العلاقة بين الترشيح القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية

خطة الدراسة:

تتكون الدراسة من الأجزاء الرئيسية التالية:

مقدمة عامة: نتناول عرض الجوانب المتعلقة بكل من مقدمة الدراسة، إشكالية الدراسة، فرضيات الدراسة، أهمية الدراسة، أهداف الدراسة، و خطة الدراسة.

الفصل الأول: يتناول هذا الفصل التأصيل النظري للتمويل و عرض و تحليل أدواته و تكلفته من خلال ثلاثة مباحث، حيث قدمنا في **المبحث الأول** الإطار النظري العام للتمويل، و تطرقنا في **المبحث الثاني** لأدوات التمويل، أما **المبحث الثالث** فعرضنا من خلاله تكلفة الأموال و قياس تكلفة التمويل.

الفصل الثاني: يتناول هذا الفصل التجديدات المالية في إطار العولمة المالية و استخدامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية، حيث عرضنا في **المبحث الأول** التجديدات المالية في إطار العولمة المالية، و خصصنا **المبحث الثاني** لأدوات الهندسة المالية، و تطرقنا لاستخدامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية من خلال **المبحث الثالث**.

الفصل الثالث: يتناول هذا الفصل القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية من خلال ثلاثة مباحث، **المبحث الأول** خصص لمفهوم القرار و عملية اتخاذ القرار، أما **المبحث الثاني** فخصص لإدارة المخاطر و قرارات إدارة المخاطر المالية، و خصص **المبحث الثالث** للمقاربات النظرية الأساسية للهيكلة المالي و العوامل المؤثرة على قرار تركيبته.

الفصل الرابع: يتناول هذا الفصل الجانب المنهجي للدراسة و تحليل البيانات و اختبار الفرضيات من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: منهجية الدراسة الميدانية و الأدوات المستخدمة.

المبحث الثاني: تحليل بيانات الاستبيان.

المبحث الثالث: اختبار الفرضيات.

خاتمة عامة: تتناول خلاصة الدراسة و رصد لأهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة، و تحديد لأهم التوصيات التي نقترحها من أجل تحسين واقع اتخاذ القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات محل الدراسة بصفة خاصة و المؤسسات الجزائرية بصفة عامة و اقتراح بعض الدراسات المستقبلية.

صعوبات الدراسة:

واجهت الباحثة في هذه الدراسة جملة من الصعوبات تمثلت في:

—

تمهيد

يتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجحة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تحديد استثماراتها، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطها وتجنبها الوقوع في الأزمات المالية.

وظيفة التمويل بما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل والاختيار من بينها، والتقارير بخصوص المزيج الأفضل منها عملية هامة جدا وبالغة التعقيد خاصة في المؤسسات الكبيرة، لذلك يتطلب القيام بهذه الوظيفة توافر كفاءة متميزة لدى الإدارة المالية لما للقرارات المتعلقة بموضوع التمويل من أثر هام في ربحية المؤسسة وسلامة وضعها المالي، ومن أجل توضيح ذلك قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: الإطار النظري العام للتمويل.

المبحث الثاني: أدوات التمويل.

المبحث الثالث: تكلفة الأموال وقياس تكلفة التمويل.

المبحث الأول: الإطار النظري العام للتمويل.

أصبح التمويل من الموضوعات الهامة سواء في علم الاقتصاد أو في الإدارة المالية، والتمويل يكون لأهداف إنتاجية كسواء الآلات أو لأهداف استهلاكية، ويعتبر قرار التمويل من بين القرارات الأساسية التي يجب على المؤسسة أن تعتني بها لأنها عنصر محدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف لاختيار أفضلها واستخدامها استخداماً أمثل بحيث يحقق أكبر عائد بأقل خطر وتكلفه ممكنين، وذلك لتحقيق الأهداف المسطرة، وعليه تناولنا في المطلب الأول مفهوم التمويل، أهميته ومراحل تطوره، أما المطلب الثاني فعرضنا من خلاله أساليب التمويل و خصائصه و تطرقنا لأدوات التمويل كمطلب ثالث.

المطلب الأول: مفهوم التمويل، أهميته و مراحل تطوره.

1- تحديد مفهوم التمويل:

1-1- تعريف التمويل: تعددت الآراء والتعاريف حول موضوع التمويل لدرجة يصعب وضع تعريف محدد ودقيق يعبر عن المعنى الحقيقي له، و فيما يلي نذكر البعض من هذه التعاريف:

التعريف الأول: "التمويل هو الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها" وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية:

- تحديد دقيق لوقت الحاجة له.

- البحث عن مصادر الأموال.

- المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله⁽¹⁾.

كما يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية و تسديد جميع مستحقاتها ونفقاتها وقد حاول العديد من الباحثين إبراز أهمية الوظيفة التمويلية و أثرها على عمل المؤسسات الاقتصادية، فهم يجمعون على أن التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام وباعتبار أن التمويل يقصد به الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع كان يمثل النظرة التقليدية، فإن النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية تركز على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة و العائد⁽²⁾.

(1) - طارق الحاج ، مبادئ التمويل ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان الطبعة الأولى، 2002، ص21.

(2) - أحمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، 2008، ص24.

التعريف الثاني: للتمويل معنيان: حقيقي ونقدي.

- المعنى الحقيقي: "يقصد به توفير الموارد الحقيقية وتخصيصها لأعراض التنمية، ويقصد بالموارد الحقيقية تلك السلع والخدمات والموارد اللازمة لبناء الطاقات الإنتاجية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة وتتمثل هذه الموارد كذلك في سلع الاستثمار (المعدات والآلات)، وتتضمن في جوهرها الامتناع عن استهلاك هذه الموارد واستخدامها في مجال إنتاج السلع والخدمات الاستهلاكية"⁽¹⁾.

لتمويل حاجات المشتغلين في مشروعات التنمية (مشروعات استثمارية)، أو تمويل خدمة التعليم أو تشغيل أحد المصانع"⁽²⁾.

- المعنى النقدي: "يقصد به إتاحة الموارد النقدية التي يتم بموجبها توفير الموارد الحقيقية التي توجه لتكوين رؤوس الأموال الجديدة"⁽³⁾.

باعتبار التمويل هو أحد أهم المتغيرات التي تحدد عملية التنمية، فالتمويل بهذا المعنى يعني: توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع أو تطوير مشروع خاص أو عام.

التعريف الثالث: "التمويل أحد مجالات المعرفة وهو يتكون من مجموع الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد والمؤسسات الحكومية"⁽⁴⁾.

1-2 - أهمية التمويل:

يعد التمويل حجر الأساس بالنسبة للمؤسسات، وتزداد أهميته مع التغيرات المتسارعة في مرحلة ما يسمى بالعولمة و منظمة التجارة العالمية، وما ينتج عن ذلك من فتح للأسواق العالمية أمام السلع والمنتجات، إضافة إلى عوامل المنافسة الداخلية بين المؤسسات، ومن أجل مواجهة هذا التهديد يجب التوسع في العمليات والمشروعات الاستثمارية للمحافظة على المراكز الاقتصادية لها من جهة والبحث عن مصادر التمويل من جهة أخرى، على هذا النحو يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة وسوف نتعرض لهذه الأهمية في النقاط التالية:

(1) - محمد محمود يونس ، و مبارك عبد النعيم محمد، اقتصاديات التنمية والتخطيط، دار النهضة العربية، بيروت، سنة 1985، ص155.

(2) - محي الدين عمرو، التخلف و التنمية، دار النهضة العربية، بيروت، ص145.

(3) - المرجع السابق ص 452.

(4) - فرد ستون و يوحين ويرجام، التمويل الإداري، دار المناهج، 2000، ص 15.

- يساهم التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تجديد أو تحسين رأس المال الثابت للمؤسسة، كالعقارات أو استبدال المعدات والآلات، ويعتبر أيضا كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة لمواجهة الاحتياجات و الخروج من حالة العجز المالي.

- يضمن التمويل السير الحسن للمؤسسة، فهو يعمل على تحديد الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها، ويوفر احتياجات التشغيل ويزيد من الدخل بإنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة، لذا يعتبر قراره من القرارات الأساسية التي يجب أن تعنتي بها المؤسسة.

1-3 - مراحل تطور وظيفة التمويل:

شهدت الوظيفة المالية تطورات متلاحقة على مر العصور والمراحل، وارتبط هذا التطور في النشاط الاقتصادي والاجتماعي واختلاف الايديولوجيات والنظم الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتكنولوجية والالكترونية التي مرت بها المجتمعات البشرية.

فعلم التمويل يعرف على أساس أنه الفن والعلم الذي يتعلق بإدارة الأموال، حيث تعني كلمة فن وجود هناك بعض الفرص لإظهار المهارات والإبداع في إدارة الأموال، بالإضافة إلى أن العلم يعني أنه هناك بعض الحقائق المثبتة والمستندة على النظريات والمبادئ، والمفاهيم فيما يتعلق بالقرار المالي في إدارة الأموال⁽¹⁾، وعلى أساس هذا، تطور مفهوم التمويل في القرن العشرين آخذا معنى جديد إذ حلت "الإدارة المالية" بدلا من "التمويل"، ففي بداية القرن العشرين ظهر التمويل كعلم منفصل عن الاقتصاد وقد كان مركز الاهتمام منصبا في كيفية الحصول على الأموال، ومن هنا جاءت كلمة التمويل، حيث شملت دراسات التمويل الأساليب الفنية التفصيلية في الحصول على الأموال، ومن ثم شملت المؤسسات المالية وأسواق رأس المال.

وفي مطلع العشرينات ومع التقدم التكنولوجي احتاجت المشروعات أموالا كبيرة، فكان التركيز حينئذ منصبا على السيولة وتمويل المؤسسات وظهر اهتمام حول التفريق بين وسائل التمويل الخارجي والتمويل الذاتي، دون أن يكون هناك الاهتمام بكيفية ادارة الأموال المستثمرة كجزء من دراسة التمويل في ذلك الوقت⁽²⁾.

(1) - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص3.

(2) - سد الهواري، إدارة المالية منهج اتخاذ القرارات، مكتبة عين شمس، مصر، الطبعة السادسة، 1996 ص9.

وعلى إثر حدوث أزمة الكساد العظيم في 1929-1930 كان التركيز في دراسة التمويل ينصب على استمرار وديمومة المشاريع من خلال البحث عن الوسائل الكفيلة للبقاء في دنيا الأعمال، وعلى إنقاذ المشاريع من الانهيار والإفلاس، حيث ازداد الاهتمام باتباع الوسائل التي تبعد المشروع من خطر الإفلاس⁽¹⁾، وأصبح التحفظ في التمويل له الاعتبار الأقوى مع العناية بصفة خاصة بهيكل تمويل سليم، كما أدى فشل العديد من المشروعات إلى زيادة قوانين الرقابة على المؤسسات، ومن هنا برز التحليل المالي وأصبح للمحلل المالي القدرة على مقارنة المؤسسات ببعضها، وفي الأربعينيات تحول مركز الاهتمام نسبياً على التحليل المالي ودراسة التدفقات النقدية للمؤسسة وبأساليب التخطيط المالي والرقابة، وكان الأساس في كيفية استخدام الأموال استخداماً أمثلاً لاسيما بالنسبة للعمليات الجارية، أما التمويل من مصادر خارجية فمازال عملية وصفية.

وفي مرحلة الخمسينيات ومع أدوات جديدة تساعد في تقييم الاستثمارات المختلفة، ازداد الاهتمام بقرارات الاستثمار الطويلة الأجل، حيث كان لأساليب بحوث العمليات وعلى وجه الخصوص "البرمجة الخطية" دور كبير في إخضاع قرارات الاستثمار الطويلة الأجل لدراسة كمية مستفيضة.

وفي مرحلة الستينيات توجه الاهتمام إلى قضية فلسفية أساسية تحكم كل القرارات والأدوات والأساليب، قضية متعلقة بهدف المؤسسة باعتبار الهدف الذي تستمد منه كل القرارات الأخرى وبالتالي الحكم أو القطع النهائي للموضوعات.

سواء على مستوى الاستثمار طويل الأجل أو التمويل طويل الأجل أو القصير الأجل⁽²⁾، والجدول الموالي يلخص التطور التاريخي لوظيفة التمويل مع بيان محور التركيز والموضوعات التفصيلية بالنسبة لكل موضوع:

(1) - دريد كامل بل شبيب، مقدمة في إدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص26.

(2) - سيد الهواري، مرجع سابق ذكره، ص ص 10-12.

جدول رقم (01): التطور التاريخي لوظيفة التمويل.

الزمن	محور التركيز	الموضوعات التفصيلية
حوالي 1910	الحصول على الأموال	- إصدار السهم العادية و الممتازة. - المؤسسات المالية و أسواق رأس المال - الترويج.
العشرينات	السيولة و التمويل بالإقراض	- السيولة. - السندات و القروض. - بنوك الاستثمار.
الثلاثينات	البقاء في دنيا الأعمال (السيولة و القدرة على الوفاء)	- السيولة. - الفشل المالي. - إعادة التنظيم المالي. - الهيكل المالي السليم. - التحليل المالي.
الأربعينات	التخطيط المالي و الرقابة	- التحليل المالي. - التدفقات النقدية.
الخمسينات	قرارات الاستثمار طويلة الأجل	- طرق تقييم مقترحات الاستثمار - الأساليب الرياضية
الستينات	هدف المؤسسة	- مدخل متكامل لاتخاذ القرارات مستمد من هدف المؤسسة

المصدر: سيد الهواري، المرجع السابق، ص 11.

في السبعينات كان التضخم وارتفاع تكلفة التمويل و تقييد حركة أسواق المال مما أدى إلى ظهور بعض الملامح:

- صعوبة الحصول على الأموال.
- زيادة أهمية وظيفة التمويل بسبب ندرة رؤوس الأموال.
- الاهتمام بزيادة قيمة المؤسسة بسبب ارتفاع تكاليف التمويل وفي مرحلة الثمانينات، بدأ تطور جذري يمس أبعاد كثيرة في المؤسسة، هذه الأبعاد تتمثل في:
- التنوع في المنتجات والأسواق.
- تزايد أحجام المؤسسات.
- النمو السريع والتوسع في الاستثمار في مجال البحوث والتطوير.

- تزايد نمو الاقتصاد.

- الاتساع و التوسع في الاتصالات.

- تزايد حدة المنافسة.

- تزايد فرص تشغيل المعلومات.

- تطبيق البرمجة الخطية والحل الأمثل.

- تطبيق بحوث العمليات في اتخاذ القرارات المالية و الاستثمارية.

- استخدام الحاسوب والتسيير المالي.

إن المتغيرات السابقة الذكر أثرت في المؤسسات على النحو التالي:

• تزايد حجم الأصول.

• استخدام أساليب جديدة في التمويل.

• تقدم المؤسسات بتمويل نشاطات ذات معدل نمو كبير.

• التوسع في العمليات المالية العالمية.

• مقارنة الأداء المالي بالمعدلات النمطية.

- أصبح المدير المالي و مدير التمويل يصنفان في أعلى مستوى للهيكل التنظيمي.

- زيادة الاهتمام ببناء محفظة الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات وصناديق الاستثمار والتمويل الدولي

والاستثمارات الدولية والاقتراض الدولي و جدولة الديون.

وفي مرحلة التسعينات كان هناك تحولات هائلة في تسيير الموارد المالية حسب تعليمات البنك الدولي وذلك

بخصخصة المؤسسات التي تواجه مخاطر التمويل واحتمالات الإفلاس وزيادة اللجوء إلى التمويل بالشراكة.

- تحديد أسعار الفائدة و أسعار الصرف وأسواق النقد.

- إعادة بناء أسواق المال في بعض الاقتصاديات النامية كالدول العربية وزيادة الوعي المالي.

أما في مرحلة العولمة، كان الاهتمام منصبا على المؤسسات المالية والتي تتمثل، في البنوك التجارية،

الاستثمارية، شركات الأموال، بنوك التنمية، بنوك الائتمان، صناديق الادخار، شركات التأمين وإعادة

التأمين، صناديق الاستثمار والبورصات ومؤسسات التمويل المتخصصة (شركات التمويل التاجيري، وشركات

رأس المال المخاطر...).

- اهتمام المديرين الماليين باستخدام الأدوات المالية.

- قوانين إنشاء الشركات.

- قوانين الرقابة الحكومية على الشركات.
 - قوانين التعامل بالبورصة و تسجيل الأوراق المالية.
 - تنظيم الشركات و لوائح مهنة المحاسبة و المراجعة التي هي أساس في الأسواق المالية و البنوك.
 - قوانين الاستثمار.
 - الاستثمار الأجنبي المباشر.
 - مناخ الاستثمار وغيرها.
 - توفير مناخ الاستثمار.
- ومن هنا نجد المدير المالي يبذل جهده في زيادة قيمة حقوق أصحاب الأموال وتتحدد القيمة عن طريق تحديد حجم الأموال وتوقيتها والمخاطر المقدرة لها والإيرادات المتوقعة وحيث أن مخاطر عدم التأكد بالنسبة للتدفقات المتوقعة هي التي تؤثر على قرار المؤسسة من جانب المفاضلة فيما يتعلق بعامل العائد والخطر، لأن المستثمرين عادة نجدهم يفضلون التدفقات ذات أقل قدر من عدم التأكد، إن المدير المالي يبحث عن تكوين هيكل مالي أمثل لتحقيق أهداف المؤسسة وأهداف أصحاب الأموال على المدى البعيد لأجل البقاء و النمو.

2- العلاقة بين المؤسسات الاقتصادية و المؤسسات المالية والأسواق المالية:

تحصل المؤسسات الاقتصادية على حاجياتها من الأموال من خلال عدة مصادر وبعده أدوات لعل أهمها أسواق النقد وأسواق رأس المال، و تختلف أسواق النقد عن أسواق المال في آجال استحقاق الأموال التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل من هذه الأسواق، وفي الأدوات المالية التي يتم التداول بها، فأسواق النقد تتعامل بالأموال قصيرة الأجل والتي تقل فترة استحقاقها عن سنة. تشكل البنوك التجارية المؤسسات المالية الرئيسية العاملة في أسواق النقد، كما تعتبر البنوك المركزية من أهم المشاركين في سوق النقد كونه يمثل السلطة النقدية التي تنظم وتراقب النظام المصرفي. ومن أهم الأدوات التي يتم التعامل بها في سوق النقد الودائع لأجل، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، سندات الخزينة قصيرة الأجل وتقاس الأوضاع في سوق النقد بمعدلات الفائدة القصيرة الأجل. أما الأسواق المالية (أسواق رأس المال) بشقيها السوق الأولي و السوق الثانوي فتتعامل بالأموال طويلة الأجل، والتي تزيد فترة استحقاقها عن سنة، وأهم الأوراق المالية التي تتعامل بها هي الأسهم العادية والأسهم الممتازة و السندات.

وتتأثر المؤسسات بالأوضاع السائدة في أسواق النقد والأسواق المالية من حيث تأثيرها على تكلفة وتوفير الأموال، فعدم توفر السيولة في سوق النقد سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل والعكس صحيح، كما تتأثر أسعار الفائدة في سوق النقد بالتوقعات حول معدلات التضخم، فإذا كان المتعاملون في السوق يتوقعون ازدياد معدلات التضخم، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة في السوق النقدية وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل والعكس صحيح.

وتهتم المؤسسات المالية التي تعمل في سوق النقد وعلى رأسها البنوك، بالحصول على أموالها (دفعات القروض والفوائد على هذه القروض) بالوقت المحدد، خاصة إذا شعرت هذه المؤسسات بأن المؤسسة ذات أداء غير جيد فإنها تتدخل لحماية مستثمريها، كذلك تتأثر المؤسسة بالأوضاع السائدة في أسواق رأس المال فعندما تكون أسواق الأسهم في توسع ومستوى أسعار الأسهم في ارتفاع مستمر بحسب مؤشرات السوق، يتم التمويل بالملكية عن طريق إصدار أسهم جديدة حيث تكون تكلفة التمويل منخفضة ويجري تداول الأسهم بسرعة وبالأسعار المقررة.

أما إذا كانت أسواق الأسهم تتجه نحو الانكماش أي أن أسعار الأسهم تميل نحو الانخفاض المستمر فإن هذا يعني ارتفاع تكلفة التمويل، وبالتالي فإن المؤسسات تتجه نحو تأجيل إصداراتها الجديدة من الأسهم لعدم قبول بنوك الاستثمار ضمان هذه الإصدارات بشروط مناسبة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: أساليب التمويل و خصائصه

يقصد بأساليب التمويل، التشكيلة المتاحة من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة بهدف تمويل استثماراتها، أي تتضمن جميع العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل.

1- أساليب التمويل قصيرة الأجل:

1-1- الائتمان التجاري:

هو الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها⁽²⁾، ويعرف أيضا على أنه قيام المؤسسة بشراء حاجاتها المختلفة من مواد أولية وغيرها من التجهيزات الإنتاجية من مؤسسة أخرى بالدين⁽³⁾، وتتحد شروط الائتمان بعنصرين رئيسيين:

(1) - فايز سليم، مرجع سبق ذكره، ص ص28، 29.

(2) - محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في الأعمال و المال، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 318.

(3) - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص32.

الأول: فترة التزام المشتري بالدفع.

الثاني: الخصم الممنوح للدفع قبل الاستحقاق.

ويحتاج إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأسماله العامل لمقابلة الاحتياجات الجارية، وعدم مقدرة على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة.

1-1-1- مزايا الائتمان التجاري:

باعتبار الائتمان التجاري مصدرا من مصادر التمويل له عدة مزايا نذكر منها:

- يساعد المؤسسات التي لا تستطيع الحصول على ائتمان مصرفي أن تحصل على ائتمان تجاري من المؤسسات البائعة، إذ تعتبر المؤسسات الكبيرة ذات المركز المالي القوي مقدمة للائتمان التجاري بينما المؤسسات الصغيرة تعتبر مستخدمة للائتمان التجاري باعتباره مصدرا للتمويل.
- سهولة الحصول عليه، إذ أن شروطه ليست مثل شروط القرض.
- لا يرتب أية أعباء إضافية بالنسبة للمشتري نتيجة للشراء الآجل.
- عدم وجود بديل آخر للتمويل، و كذلك امتيازه بمرونة عالية.

1-1-2- أشكال الائتمان التجاري:

للائتمان التجاري عدة أشكال، وسنذكر أهمها⁽¹⁾:

الحساب الجاري: وهو أكثر أشكال الائتمان التجاري استعمالا وشيوعا وفيه يفتح البائع للمشتري حسابا في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي سددها أول بأول ويطلق عليه أيضا بالحساب المفتوح.

السحب: هو مطالبة البائع للمشتري ثمن البضاعة، ويستخدم في حالات التصدير وقد يكون السحب بالإطلاع أي يستحق بمجرد رؤية المشتري له، وقد يكون سحبا زمنيا أي يستحق بعد فترة محددة من تاريخ رؤية المشتري له حيث يكتب المشتري عليه كلمة مقبول ويضع التاريخ والتوقيع ويصبح اسم السحب عند ذلك قبولا ويمكن خصمه كالكمبيالة.

- **الكمبيالة:** الكمبيالة هي أداة ائتمان تجاري لها قيمة معينة وتاريخ استحقاق معين، ويستطيع حاملها أن يقوم بخصمها قبل موعد الاستحقاق في البنوك التجارية.

(1) - طارق الحاج، المرجع السابق، ص 37.

1-2-1- الائتمان المصرفي: هو اتفاق مصرفي ائتمان تلتزم البنوك بموجبه تقديم قروض قصيرة الأجل بحد أقصى لا تتعداه ويحدد هذا الحد الأقصى للقروض على اشتراط ضمانات شخصية وعينية لسداده مع الفائدة أو احتفاظ المؤسسة برصيد مجمد لدى بنك.

حيث يعتبر الائتمان المصرفي قصير الأجل الذي تمنحه البنوك التجارية مصدرا هاما من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات في تمويل العمليات قصيرة الأجل. وهناك نوعان من التسهيلات الائتمانية هما⁽¹⁾:

- **التسهيلات الائتمانية المحدودة:** وفيها تكون التسهيلات المتفق عليها قابلة للتجديد لسنة إضافية بموافقة الطرفين بشرط سداد ما يتم استخدامه من القرض، هذا الشرط يضع المؤسسة في موقف حتمي لاستخدام القرض في تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل وعدم اعتباره مصدر تمويل طويل الأجل.

- **التسهيلات الائتمانية المتجددة:** وفيها يلتزم البنك بتقديم قروض قصيرة الأجل على حدها الأقصى، ويختلف هذا النوع من التسهيلات عن سابقه في أنه يمثل اتفاق قانونيا ملزما للبنك بتقديم القروض المتفق عليها في أي وقت تطلب المؤسسة ذلك بينما النوع الأول غير ملزم خاصة إذا تغيرت ظروف هذا الاتفاق. ومع ذلك يتوجب على المؤسسة دفع رسم ارتباط على الجزء المسحوب من الحد الأقصى للقرض، ويتراوح هذا الرسم ما بين 25% - 50% و يعتبر تعويضا للبنك مقابل التزامه بتقديم الأموال المتفق عليها.

1-2-1- مزايا الائتمان المصرفي:

- سد حاجة المؤسسة من الأموال للأجل القصير، مثل مواجهة خلل التوازن المؤقت بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة، عندما تكون التدفقات النقدية الخارجة أكبر أو دفع ثمن صفقات تجارية مفاجئة أو الحصول على خصم تعجيل الدفع أو دفع الضرائب المستحقة مع عدم توفير سيولة كافية للقيام بذلك.

- حاجة المؤسسة على النقود بشكل طارئ وغير دائم لأسباب قد تكون خارجة عن إرادة المؤسسة مثل تعرضها للحريق أو أسباب أخرى.

(1) - محمد صالح الحناوي، و إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية الإسكندرية، سنة 1999، ص293.

1-2-2- الفرق بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي:

- من حيث التكلفة: إن ارتفاع تكلفة الائتمان التجاري تعتبر حالة عدم الاستفادة من الخصم عن الائتمان المصرفي.

- من حيث السهولة واليسر: الحصول على الائتمان التجاري أسهل من الحصول على الائتمان المصرفي، إذ لا يحتاج الائتمان التجاري إلى تقديم طلبات، كما لا يحتاج إلى تحليل ودراسة وضع العميل، كما أنه في حالة الائتمان التجاري قد يعطي الدائن للمدين مهلة أخرى للسداد إذا لم يتمكن من السداد في الوقت المتفق عليه.

بالمقابل نجد أن الائتمان المصرفي يتطلب تقديم طلبات إلى البنك للحصول عليه: يتم فحص هذه الطلبات وتحليل مركز المال للعميل ووضعه، كما أن البنك لا يعطي مهلة تسديد للعميل الذي لا يتمكن من الدفع في الموعد وإذا تم إعطائه هذه المهلة فإن البنك يحسب عليه فوائد التأخير.

من حيث المرونة: تفسر المرونة إمكانية المقترض الحصول على أموال نقدية تمكنه من تمويل عملياته الجارية من شراء بضاعة وسداد أثمان بضاعة للحصول على الخصم النقدي أو دفع مصاريف تشغيلية، وهذا ممكن في حالة الائتمان المصرفي.

أما الائتمان التجاري فيتم على شكل تقديم بضاعة، فالمرونة هنا أقل ولكنها تتحقق لأنه يمكن للمدين استخدام أصوله (ومنها البضاعة) في الحصول على قروض أخرى و تتحقق المرونة في الائتمان التجاري في أنه لا يتطلب تقديم ضمانات في الغالب.

من حيث الضمانات: يتطلب الائتمان المصرفي غالباً أن يقدم المقترض ضمانات للبنك في حين لا يتطلب الائتمان التجاري في الغالب هذه الضمانات.

1-3- الأوراق التجارية:

تتصف الأوراق التجارية بأنها أوراق وعد بالدفع غير مضمونة، تصدرها الشركات والمؤسسات الكبيرة ذات المراكز المالية العالية، وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون البنوك التجارية وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي لديها فائض سيولة⁽¹⁾، وتتراوح مدة استحقاق الورقة التجارية بين الشهرين والسنة على العموم مع متوسط استحقاق قدره خمسة أشهر.

(1) - سمير محمد عبد العزيز، التمويل التاجيري، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، سنة 2000، ص61.

وتتميز الأوراق التجارية بإمكانية التداول على نطاق واسع، وتسمح للجهات المصدرة لها بالحصول على أموال كثيرة وبتكلفة أقل من أساليب التمويل الأخرى، كما تجنب الشركة كل الشروط والضمانات والتكاليف التي تفرضها الجهات المقرضة، ومن عيوبها احتمال عدم توفر النقدية لدى الشركات المستثمرة لشراء الورقة التجارية، والوقت الذي تكون فيها الشركة المصدرة للورقة التجارية بحاجة على التمويل وهذا من شأنه تضيق نطاق تداول هذه الورقة التجارية.

1-4 السحب على المكشوف:

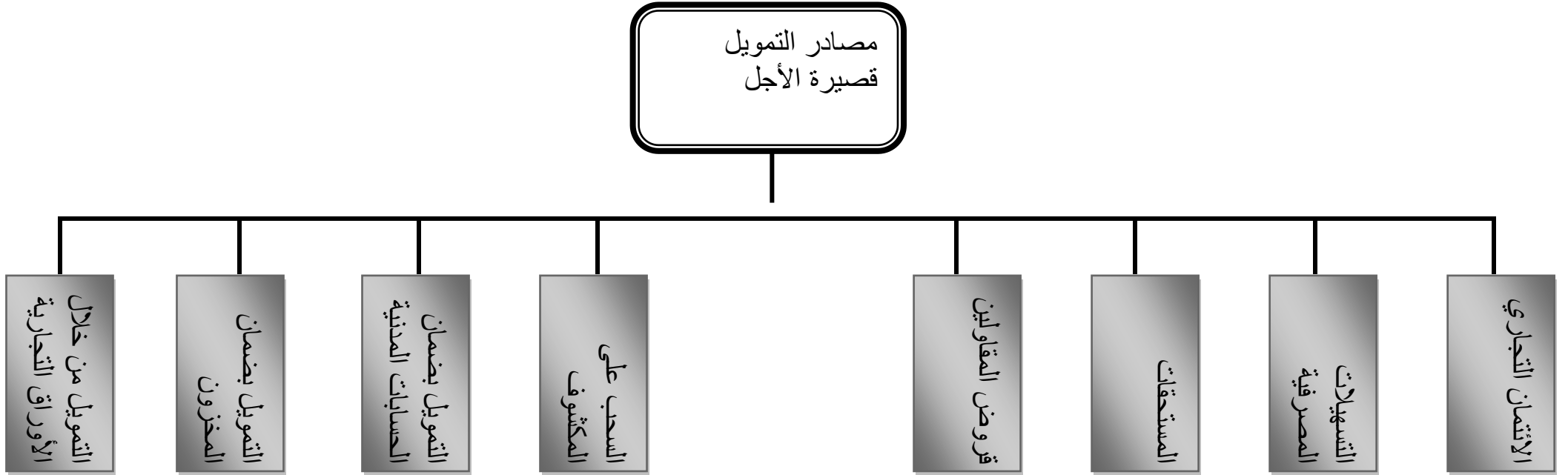
هو اتفاق بين المؤسسة و البنك التجاري على السماح للمؤسسة بتحرير شيكات تفوق قيمة ما هو متاح من رصيد في حسابها الجاري ونجد أقصى متفق عليه، فإذا تقدم للبنك أحد المتعاملين مع المؤسسة بشيك لا يوجد مقابله رصيد لحسابها الجاري قام البنك بصرفه في حدود الحد الأقصى، ويعتبر الرصيد السلبي بمثابة قرض يستحق عليه فائدة تقدر على أساس يومي⁽¹⁾، وهذا النوع شاع استخدامه في شركات القطاع العام ومازال يعتبر من أساليب التمويل قصير الخل لشركات قطاع الأعمال.

بالإضافة إلى أنه هناك مجموعة أخرى من أساليب التمويل قصيرة الجل اقل استخداما لدى المؤسسات نذكر منها:

- التمويل بضمان الحسابات المدينة.
- قروض المقاولين.
- المستحقات.
- التمويل بضمان المخزون.

(1) -Lue Bernet – Rollande ,Principe de Technique Bancaire , Aunod , Paris,1995,P163.

شكل رقم (01): مصادر التمويل قصيرة الأجل.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على أساليب التمويل قصيرة الأجل.

2- أساليب التمويل متوسطة الأجل:

ينقسم أسلوب التمويل متوسط الأجل إلى قسمين هما:

قروض مباشرة متوسطة الأجل والتمويل بالاستئجار.

2-1- قروض مباشرة متوسطة الأجل:

تمثل شركات التأمين و البنوك المصدر الرئيسي لهذه القروض، حيث يتم تسديد القروض متوسطة الأجل بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات تمثل عمر القرض، ويطلق على أقساط السداد مدفوعات الاهتلاك ويكون القرض مضمون بأصل أو ضمان معين، و يتميز هذا النوع من القروض بعدة خصائص أهمها⁽¹⁾:

- الضمان بحيث تطلب البنوك وشركات التأمين ضمنا يتراوح ما بين 30% إلى 60% من قيمة القرض.
- فترة السداد تتراوح بين سنة وعشر سنوات، ويتم اللجوء على هذا النوع من الاقتراض لأن المؤسسة تحصل على احتياجاتها المالية بسرعة من ناحية، ومن ناحية أخرى المرونة في التعامل (يمكن تغيير بنود العقد) وتكلفته تتمثل في سعر الفائدة الثابت أو المتغير.

2-2- التمويل بالاستئجار:

إن استئجار الأصول يعتبر أحد قنوات التمويل البديلة للمؤسسة في حالة غياب التمويل المصرفي، وتجد المؤسسات في بعض الأحيان تلبية حاجاتها من التمويل طويل الأجل في استئجار الأصول بدل حيازتها.

2-2-1- تعريف الاستئجار:

الاستئجار أو التمويل التأجيري هو من عمليات التمويل الحديثة نسبيا للاستثمارات والمشاريع الاقتصادية مهما كانت طبيعتها، صناعية أو زراعية أو تجارية، ولجوء هذه المشاريع إلى وسائل التمويل التقليدية يشكل عائق أمام اكتسابها لوسائل التكنولوجيا الحديثة.

ونظرا لارتفاع أسعار هذه الأجهزة والمعدات فإن وسائل التمويل التقليدية تتطلب توفير جزء كبير من رأس المال أو تقديم ضمانات كبيرة من شأنها أن تعرض عمل المؤسسات لمخاطر السداد والإفلاس⁽²⁾.

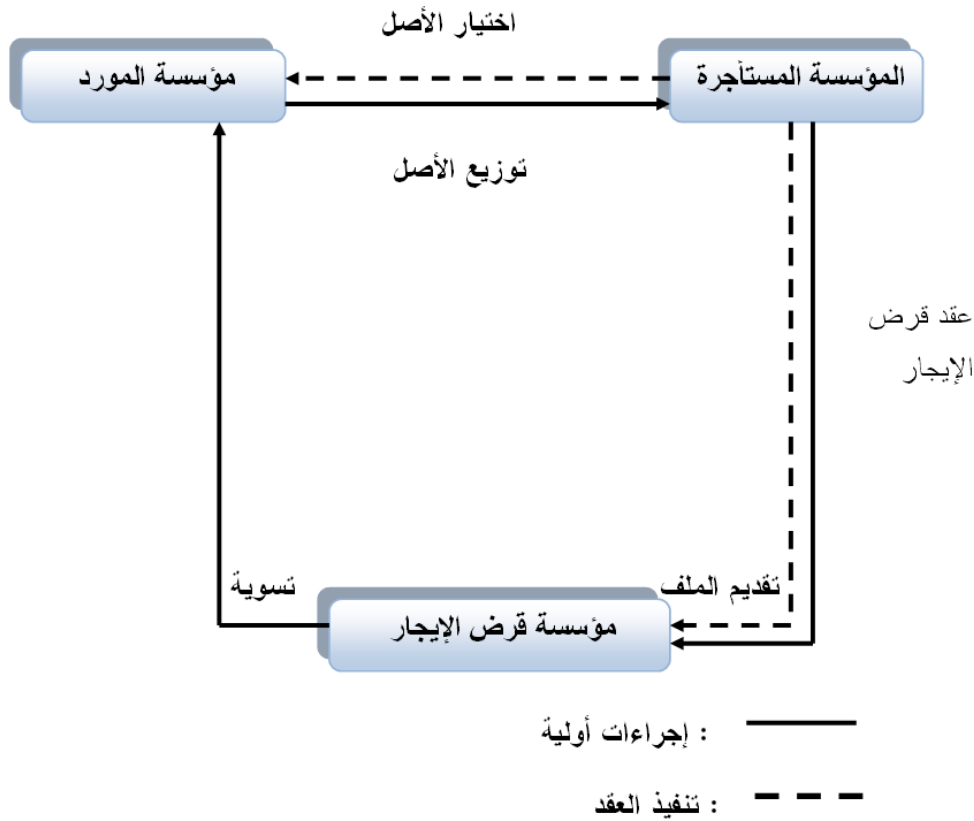
ومعنى هذه العملية هو أن المستثمر ليس بالضرورة أن يقوم بشراء الأصول الثابتة بغرض استعمالها، ولكن بإمكانه تأجيرها للاستفادة منها في العملية الإنتاجية، أي أن المؤسسة التي لا تملك موارد ذاتية أو التي لا تستطيع الحصول على القروض المصرفية بإمكانها استئجار الأصل بهدف استعماله أو شرائه.

(1) - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 297.

(2) - صخر أحمد الخصاونة - عقد التأجير التمويلي - دراسة مقارنة في القانون الأردني مع الإشارة إلى أحكام الفقه الإسلامي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى 2005، ص 39.

وهذا النوع من النشاط هو صناعة التأجير "leasing Industry" الذي عرف نموا كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكية ثم في الدول الرأسمالية الأخرى وهذا التأجير يشمل أصغر الأشياء كجهاز الكمبيوتر والشاحنات إلى الآلات والمعدات الضخمة كالطائرات، المبانى، والبواخر، وعملية التأجير كانت معروفة منذ قديم الزمان من أيام السومريين أي 2000 قبل الميلاد وسجلت أول عملية تأجير في بريطانيا سنة 1855 عندما أجزت إحدى شركات السكك الحديدية عربات. ويعتبر الإيجار مصدر تمويلي يماثل القرض مع وجود اختلافات في امتلاك الأصل والضمانات وتكلفة الإفلاس والعلاقة بين المؤجر والمستأجر⁽¹⁾.

شكل رقم (02): آلية سير عملية قرض الإيجار



Source: Bernard Colasse; gestion financier de l'entreprise ; Paris 1993 :p427.

(1) - بلعوج بولعيد، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورقة مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأعواط 8-9 أبريل 2002، ص10.

و للتعرف على التمويل بالاستئجار لابد لنا من الوقوف على عدت تعاريف:

تعريف (1): "التأجير هو اتفاق بمقتضاه يقوم المستأجر بتشغيل المنشأة لحسابه الخاص على أن يلتزم بدفع قيمة إيجاريه دورية وفقا لما هو منصوص عليه في عقد التأجير، وذلك بصرف النظر عن نتائج الأعمال وما إذا كانت قد انتهت بربح أو بخسارة"⁽¹⁾.

تعريف (2): "عقد من خلاله يلتزم أحد الأطراف (المستأجر) بدفع أقساط متتالية إلى الطرف الآخر (المؤجر) أو المقرض، بحيث مجموع هذه الأقساط لا يتجاوز ثمن الشراء بالنسبة للسلعة محل الإيجار".

تعريف (3): "عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونيا لذلك بوضع آلات ومعدات أو أية أصول مادية أخرى تحت تصرف مؤسسة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة الموثقة في العقد و يتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار"⁽²⁾.

ولإحاطة بعناصر التأجير التمويلي ذهب الدكتور مصطفى رشدي شيحة إلى القول بأن عقد التأجير التمويلي هو عملية إيجار لمدة طويلة (نسبيا) تنتهي بحق الاختيار للمستأجر بالشراء من عدمه مع مراعاة الأقساط المدفوعة⁽²⁾.

و يمكن من خلال هذه التعاريف التمييز بين نوعين أساسيين من عقود التأجير:

2-2-2- أنواع الاستئجار:

2-2-2-1- الاستئجار التشغيلي Operating lease: التأجير التشغيلي أو التأجير الخدماتي، بالإضافة إلى تمويل قيمة الأصل المؤجرة يقدم خدمات الصيانة إلى المستأجر وتعتبر السيارات والشاحنات وأجهزة الكمبيوتر في عداد التجهيزات التي يمكن الحصول على خدماتها بعقد استئجار هذا النوع⁽⁴⁾.

ويتميز الاستئجار التشغيلي بالخصائص التالية:

- لا يتطلب استهلاك كامل لقيمة الأصل.
- دفعات الإيجار خلال فترة العقد أقل من تكلفة الأصل.
- مدة العقد أقل من العمر الاقتصادي للأصل.
- إعادة المستأجر للأصل قبل انتهاء فترة العقد.

(1) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مركز الدلتا للطباعة، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية 2005، ص 523.

(2) - الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 76.

(3) - صخر أحمد الخصاصونة، مرجع سبق ذكره، ص 41.

(4) - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 103.

2-2-2-2-2-الاستئجار المالي Capital lease: هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه استهلاك كامل لقيمة الأصل المؤجر خلال فترة العقد ويسمى أيضا بالتأجير الرأسمالي⁽¹⁾، "وهو اتفاق لتمويل واستخدام أصول ثابتة يتم بين المؤجر الذي يقوم بتمويل شراء الأصل والمستأجر الذي يستخدم هذا الأصل مقابل دفع أقساط الإيجار الذي يتم الاتفاق عليه دون أن يكون ملتزما بشراء هذا الأصل عند نهاية مدة الإيجار أو خلالها"، ومن خصائص الاستئجار المالي:

- لا يحتمل الجهة المؤجرة خدمات الصيانة و التأمين و دفع الضرائب.
- ينتهي عقد التأجير التمويلي بتملك المستأجر لأصل المؤجر.
- العقد لا يمكن إلغاؤه إلا بموافقة الطرفين.

جدول رقم (02): مقارنة بين الاستئجار المالي و الاستئجار التشغيلي.

عناصر المقارنة	الاستئجار المالي	الاستئجار التشغيلي
مدة العقد	مدة العقد طويلة تصل إلى ما يقارب من العمر الافتراضي للأصل.	مدة العقد قصيرة لا تتجاوز الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل لأداء عمل معين و عادة ما تجدد سنويا.
مسؤولية تقادم الأصل	يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو بالتقادم.	يتحمل المؤجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو بالتقادم.
الصيانة والتأمين	المستأجر يتحمل تكاليف الصيانة و إصلاح الأصل و كذا تكلفة التأمين عليه خلال فترة التقاعد.	المؤجر يتحمل تكاليف الصيانة والإصلاح الأصل وتكاليف التأمين عليه خلال فترة التقاعد ما لم ينص عليه عقد اتفاق على غيره ذلك.
العلاقة بين المؤجر والمستأجر	علاقة معقدة و متشابكة تحتاج لقانون ينظم هذه العلاقة ويحافظ على حقوق كل طرف بينهما وذلك بسبب طول فترة التقاعد والأهمية النسبية لقيمه.	العلاقة بين المؤجر و المستأجر تتسم بالسهولة و لا تثير مشاكل قانونية ذلك لقصر فترة التأجير.
مال الملكية	العقد: للمستأجر حرية الاختيار بين ثلاثة بدائل في نهاية مدة العقد: - أن يعيد الأصل للمؤجر. - أن يعيد تأجير الأصل لمدة أخرى. - شراء الأصل من المؤجر.	لا يجوز للمستأجر ملكية أو شراء الأصل المؤجر في نهاية مدة العقد بل يرد الأصل محل التأجير إلى المؤجر مرة أخرى.
نظم إلغاء التعاقد	لا يجوز إلغاء عقد الإيجار خلال المدة المتفق عليها في العقد من قبل أحد طرفي العقد ولكن لابد من اتفاق الطرفين .	يجوز إلغاء عقد الإيجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد و في هذه الحالة يلتزم المستأجر بسداد الإيجار عن فترة استغلال الأصل مع تطبيق ما قد يكون متفق في مثل هذه الحالات.

المصدر: المرجع السابق، ص 83.

(1) - سمير محمود عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 80.

و هناك عدة أشكال للاستئجار المالي:

- البيع ثم الاستئجار:

تقوم المؤسسة المالكة لأرض أو عقار أو تجهيزات معينة ببيعها لمؤسسة تمويلية، بنك أو شركة التأجير وفي نفس الوقت تبرم معها عقد يتضمن استئجار الأصل منها. و يقوم مالك الأصل ببيعه لمؤسسة مؤجرة ثم يستفيد من خدماته عن طريق دفع أقساط الاستئجار للمؤسسة المؤجرة. وبذلك تحصل المؤسسة على موارد مالية لاستثمارها في مشاريع صناعية وتجارية أكثر مردودية، وفي نفس الوقت تستفيد من استعمال الأصل. وتتمتع المؤسسة المستأجرة من وفرات ضريبية معتبرة تخصم من الإيرادات لغرض حساب الضريبة. ومن خصائص هذا النوع المدة الطويلة، عادة عشرون سنة. ومما سبق يمكن أن نستنتج أنّ هذا النوع من العقود يسمح للمستأجر بالتخلي عن العقار للمؤجر، ويقوم عن طريق دفع أقساط الإيجار بإعادة شراء تدريجي لهذا العقار، مع إمكانية الانتفاع به طول مدة العقد، وبهذا يكون المستأجر قد حصل على قرض بضمان العقار من أجل تمويل الاستثمارات.

- الاستئجار المباشر:

تقوم المؤسسة باستئجار أصل من طرف مؤسسة منتجة أو مؤسسة متخصصة في عملية تأجير الأصول مقابل أقساط متساوية متفق عليها في العقد.

- الرفع الاستجاري:

في هذا النوع من الاستئجار يقوم المؤجر بتمويل عملية شراء الأصل الذي سوف يتم تأجيره للغير سواء من الأموال الخاصة أو بالحصول على قرض مصرفي بضمان الأصل، ويكون رهن الأصل في هذه الحالة هو ضمان للقرض.

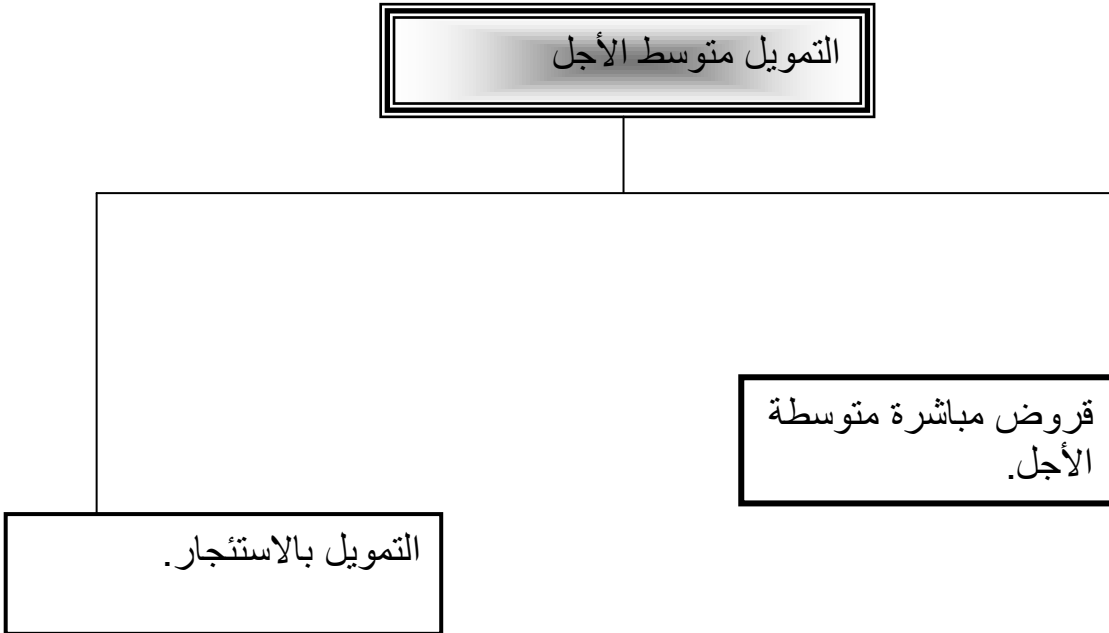
وتقوم شركة التمويل التأجيري بتخصيص قيمة الإيجار لتسديد أقساط القرض، وبموجب هذا العقد سيستلم المستأجر الثمن المدفوع له من قبل المشتري و المؤجر حالا وفي الوقت نفسه يحتفظ البائع بحق استعمال هذا الأصل.

2-2-3- عيوب الاستئجار:

من العيوب التي يمكن أن تؤخذ على استئجار الأصول ما يلي:

- اعتبارات عدم صلاحية الأصول المستأجرة، حيث أن المؤسسة قد تستمر في تسديد دفعات الاستئجار دون أن تستفيد من الأصول المستأجرة نظرا لأن الأصل المستأجر أصبح غير صالح للاستخدام (out of date)⁽¹⁾ مثل المعدات الإلكترونية وأجهزة الإعلام الآلي.
 - تكلفة الفائدة المترتبة عن الاستئجار عادة ما تكون أعلى من تكلفة فائدة الاقتراض.
 - القيمة المتبقية للأصل في نهاية فترة الاستئجار تعود للمؤجر ففي حالة كون الأصل المؤجر يتمثل في أراضي، مباني، فإنه في نهاية فترة الاستئجار قد تكون قيمتها مرتفعة مما يتطلب من المستأجر دفع مبالغ أكبر للحصول على أصل مماثل.
 - محدودية القرض الإيجاري، فهذا القرض يخص فقط المؤسسات التي تتمتع بمرودية متوقعة من استخدام هذا الأصل، وتتوفر هذه المؤسسة المستأجرة على رأس مال معتبر يمكنها تحمّل التكاليف الضرورية لذلك.
- بصفة عامة يمكن القول أن الاستئجار كأسلوب للتمويل وبشكل واسع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع تمويل حاجياتها عن طريق القروض المصرفية نظرا لضعف قدرتها الإقراضية، إضافة إلى ضعف مواردها الذاتية، فقرض الإيجار يساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على توسيع نشاطاتها ويمكنها الحصول على الآلات والمعدات التي تسمح لها بالاستفادة من أساليب تكنولوجية متطورة.

شكل رقم (03): مصادر التمويل متوسطة الأجل.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

(1) - نور الدين خبابية، مرجع سبق ذكره، ص 494.

3- أساليب التمويل طويلة الأجل:

3-1-1- أموال الملكية:

تبلغ فترة استحقاق الديون طويلة الأجل ما يزيد على الحد الأدنى لها وهو خمس سنوات، وينقسم هذا النوع من التمويل إلى نوعين هما أموال الملكية والأموال المقترضة.

3-1-1-3- الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأصلي الذي تم تأسيس المشروع بموجبه وغالبا ما يكون هذا المشروع شركة مساهمة يحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حال تحقيقها، وعليه فهي تمثل مستند ملكية لحاملها أي حامل السهم يملك حصة في رأس مال الشركة، له قيمة اسميه ودفترية و قيمة سوقيه ويتمتع حامله بعدة حقوق أهمها⁽¹⁾:

- حق انتخاب مجلس إدارة الشركة.
- التصويت في الجمعية العامة.
- حق الاشتراك في الأرباح عند توزيعها.
- حق الأولوية في الاكتتاب.
- حق الاشتراك في موجودات الشركة عند تصفيتها.
- تحويل ملكية ما يملكه من أسهم لمن يشاء في حدود القانون.
- و للأسهم العادية عدة مزايا أهمها⁽²⁾:
- سهولة بيعها.
- يتم رد قيمة الأسهم في تاريخ محدد.
- أنها لا تنشئ أي التزامات ثابتة، فلا يوجد أي التزام قانوني على المؤسسة لدفع التوزيعات.
- و على الرغم من هذه المزايا، هناك عدة عيوب نذكرها فيما يلي⁽³⁾:
- ارتفاع تكلفة إصدار الأسهم العادية.
- الأرباح من الأسهم العادية ليست من الأرباح الخاضعة للضرائب.

(1) - عبد الغفار، رسمية قرياقص، السوق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص246.

(2) - محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ، دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص31.

(3) - جبار محفوظ، الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2002، ص37.

3-1-2- الأرباح المحتجزة:

تتضمن الأرباح المحتجزة كل من الاحتياطات والأرباح وهي أرباح تحققت للشركة ولكن إدارتها قررت احتجازها بدلا من توزيعها بهدف استثمارها.

وبالتالي الأرباح المحتجزة هي ذلك الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده الشركة من ممارسة عملياتها المربحة، ويتمثل هذا الجزء في المتبقي من أرباح السنة بعد تجنب الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة ويمكن تبرير سياسة الاعتماد على الإرباح المحتجزة كأسلوب تمويلي كما يلي⁽¹⁾:

- إن إتباع سياسة عدم توزيع الأرباح سوق يؤدي على زيادة الطاقة الافتراضية للمؤسسات القائمة وبالتالي تزويد قدرتها على تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة مقبولة حينما تكون المؤسسات القائمة مستقرة، ومعدلات أرباحها مستقرة أيضا.

- يكون غالبية حملة السهم من خلال هذه السياسة من ذوي الدخل المرتفعة وضرية الدخل تكون تصاعدية.

3-1-3- الأسهم الممتازة:

وهي عبارة عن مستند ملكية بنفس خصائص الأسهم العادية ولكنه لديه خصائص السندات حيث أن حملة الأسهم الممتازة لهم نسبة محددة من الأرباح بنسبة معينة من القيمة الاسمية، وتختلف عن السهم العادية فيما يلي⁽²⁾:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

- عادة نجد أن هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.

- غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت و تشترك الأسهم الممتازة مع الأسهم العادية فيما يلي⁽³⁾:

- الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت على هذين النوعين من الأوراق المالية.
- استحقاق العائد بعد الدفع أو الأخذ بعين الاعتبار جميع النفقات اللازمة لقيام الشركة بأعمالها.
- يتمتع حامل السهم الممتاز بكافة المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي.

(1) - سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سبق ذكره، ص ص181، 182 .

(2) - المرجع السابق، ص ص183، 184

(3) - المرجع السابق، ص ص310.

هناك عدّة مزايا تحصل عليها الشركات التي تلجأ إلى إصدار الأسهم الممتازة، كما أن لها عدّة عيوب، نذكرها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (03): مزايا و عيوب الأسهم الممتازة.

المزايا	العيوب
- الشركة غير ملزمة بالتوزيعات، وفي حالة التوزيعات وهي محدّدة بنسبة معينة. - لا يحق لهم التصويت في الجمعية. - للمؤسسة الحق في استدعاء أصحاب هذه الأسهم أي شراءها (في حالة انخفاض أسعار الفائدة عن نسبة التوزيعات المحددة).	- تكلفة تمويلية مرتفعة ولا تحقق أي وفورات منها (مثل الأسهم العادية). - ملاك الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر من المقرضين وذلك ناتج عن احتمالية عدم توزيع الأرباح لذلك يطالبون بنسبة مرتفعة محدّدة.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

3-2- الأموال المقترضة:

وهي عبارة عن مديونية على شركة تحصل عليها لتلبية متطلباتها التوسعية وتحصل عليها من المؤسسات الإقراضية كالبنوك، ويتفق عادة المقرض والمقرض على معدّل الفائدة وتاريخ الاستحقاق والضمانات، وتنقسم الأموال المقترضة إلى قسمين أساسيين هما:

3-2-1- السندات:

تعتبر السندات جزءا من القروض طويلة الأجل، تصدرها الشركات بهدف الحصول على التمويل اللازم لنفقاتها الاستثمارية والتشغيلية.

والسند هو عبارة عن أداة دين طويلة الأجل تبين أن الشركة قامت باقتراض مبلغ محدد من النقود وهذا في إطار عقد بين الشركة (المقرض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محدّدة⁽¹⁾.

معظم السندات تصدر بفترات استحقاق تمتد من 10-30 سنة وبقيمة اسمية، ومعدل يمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية التي سيتم دفعها علي شكل سنوي أو نصف سنوي⁽²⁾.

حامل السند (المقرض) يحصل على فائدة سنوية أو نصف سنوية، والقيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق⁽¹⁾.

(1) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف الإسكندرية، 1998، ص23.

(2) - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص169.

وتنقسم السندات إلى الأنواع التالية:

3-2-1-1- السندات غير المكفولة:

- **سندات غير مكفولة من الدرجة الأولى:** وهي سندات غير مرهونة بأية موجودات، حيث أن هذا النوع من السندات تكون فيه القدرة على تحقيق أرباح هي الضامن لقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وتصدرها عادة الشركات ذات المركز المالي القوي، وغالبا ما تكون هذه السندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

- **سندات غير مكفولة من الدرجة الثانية:** وهي سندات غير مرهونة بأية موجودات، لكن مطالبة حاملها تأتي بعد تسديد جميع السندات المكفولة وغير المكفولة من الدرجة الأولى.

- **سندات الدخل:** تلتزم الشركة بدفع فوائد هذه السندات فقط في حالة تحقيقها لأرباح كافية لدفع هذه الفوائد. ويتم إصدارها عادة في الشركات التي تعيد تنظيمها أو الشركات المفلسة.

3-2-1-2- السندات المكفولة:

- **السندات العقارية:** و هي عبارة عن سندات مكفولة بعقارات وإذا لم يستوفي حامل السند حقوقه من بيع العقارات يصبح من الدائنين.

- **السندات المضمونة بأوراق مالية:** وهي السندات المضمونة بأسهم أو سندات مملوكة من قبل مصدر السند، وتكون قيمة هذه الأسهم أو السندات أكبر من السندات المضمونة بأوراق مالية بما يعادل 25% إلى 35%⁽²⁾، و يتم المطالبة في هذا النوع من السندات من المبالغ المتجمعة من بيع الأسهم و السندات المضمونة بها وإذا لم يستوفي حامل السند كامل القيمة يصبح من الدائنين.

السندات بضمان المعدات: وتستخدم المبالغ المتجمعة من إصدار هذه السندات لتمويل الآلات والمعدات الضامن (مصدر السند) يشتري هذه الأصول من المبالغ المتجمعة من إصدار السند ثم يقوم بتأجير تصبح مالكة لهذا الأصل.

من مزايا السندات نذكر ما يلي:

تكلفة السندات محدودة حيث لا يشارك حملتها في الأرباح وتتيح استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة وهو ذو تكلفة منخفضة، إذ أن العائد المتوقع للسند اقل مما هو متوقع للسهم العادي.

تخضع الفوائد المدفوعة لحاملي السندات من وعاء الأرباح الخاضع للضرائب.

(1) -المرجع السابق، ص169.

(2) - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص171.

السندات تؤدي إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة بالإضافة إلى المتاجرة والملكية، ومن العيوب التي تتميز بها السندات نذكر ما يلي:

- إنشاء التزامات ثابتة مما قد يعترض المؤسسة لخطر إفلاس في حالة تعذر الوفاء بهذه الالتزامات.
- وجود تواريخ محددة لهذه الالتزامات.
- تتضمن هذه السندات التزامات كثيرة باعتبارها عقود طويلة الأجل و هو ما لا تتضمنها عقود التمويل قصيرة الأجل.

3-2-2- قروض طويلة الأجل:

وهي عبارة عن مديونية على المؤسسة تحصل عليها لتلبية متطلباتها التوسعية، وتحصل عليها من الجهات الإقراضية كالبنوك، ويتفق عادة المقرض والمقترض على معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق والضمانات. وعليه تمثل القروض التي تحصل عليها المؤسسة التزاما عليها يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية تزيد عن خمسة عشرة سنة وتصل أحيانا إلى ثلاثين سنة وذلك وفقا للقواعد والشروط التي يتم الاتفاق عليها بين المقرض والمقترض ، وبالتالي تعتبر القروض من العيوب التي تتميز بها القروض طويلة الأجل إلا أن هذه القروض تتيح عدة مزايا للمؤسسات نذكرها في الجدول التالي:

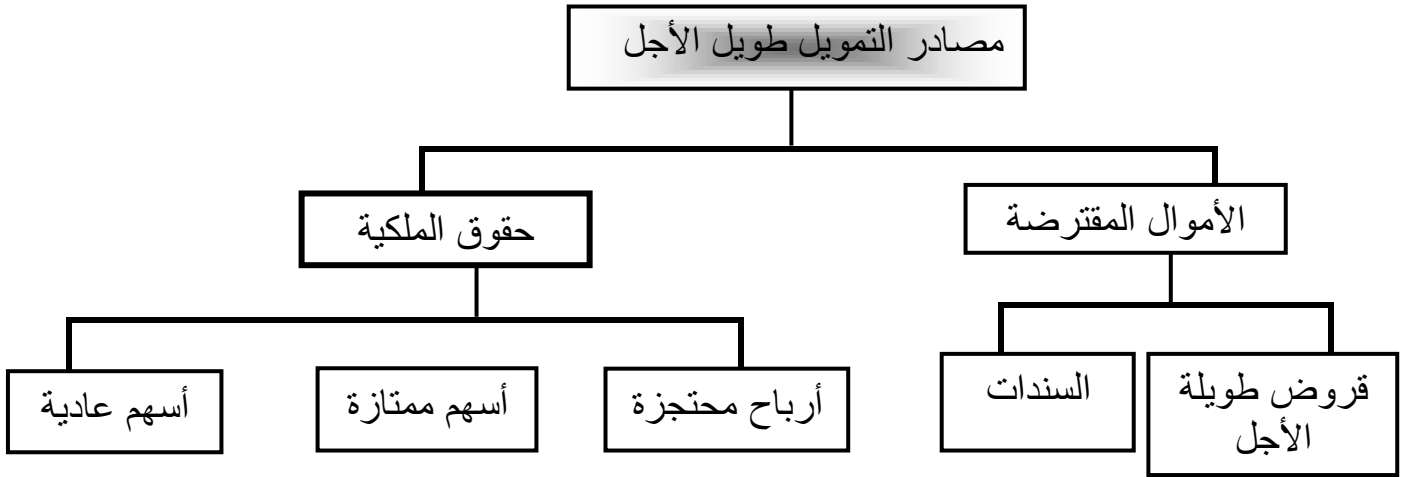
جدول رقم (04): مزايا و عيوب القروض طويلة الأجل.

المزايا	العيوب
<ul style="list-style-type: none"> - ليس للمقترضين الحق في التصويت في الجمعية العامة. - التمويل بالاقتراض اقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه. - تكلفة التعاقد على القروض و تكلفة إصدار السندات منخفضة مقارنة مع تكلفة إصدار السهم. - تكلفة الإقتراض المتمثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح. 	<ul style="list-style-type: none"> - القروض طويلة الأجل غير متاحة للعديد من المؤسسات كالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة. - القروض لها تاريخ استحقاق عكس الأسهم و بالتالي يجب على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامه في سداد الدين عندما يحل اجله. - يؤدي الإقتراض إلى تعريض المؤسسة إلى المخاطر المالية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

و يمكن تلخيص مصادر التمويل طويلة الأجل السابقة في الشكل رقم (04) الموالي:

شكل رقم (04): مصادر التمويل طويلة الأجل.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع

المبحث الثاني: أدوات التمويل.

تعتبر إشكالية التمويل من الإشكاليات البالغة الأهمية خاصة بالنسبة للمؤسسات التي عادة ما تبدأ نشاطها باعتمادها على مواردها الداخلية والتي غالباً ما تكون غير كافية مما يجبرها للجوء إلى القروض المصرفية والتي تمثل هذه الأخيرة مشكل محوري لما تنطوي عليه من سلبيات وعيوب كمعدلات الفائدة المرتفعة ونقص الضمانات المطلوبة من قبل البنك، ولتوضيح ذلك قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، تناولنا في المطلب الأول البنوك التقليدية والبنوك اللاربوية، أما المطلب الثاني فخصّصناه لشركات قرض الإيجار وشركات رأس المال المخاطر وفي مطلب ثالث تطرّقنا لأدوات تمويل أخرى.

المطلب الأول: البنوك التقليدية والبنوك اللاربوية.

1- تعريف القرض: القرض هو عملية من خلالها يمنح الدائن للمدين آجالاً معينة لدفع الدين، أي قيمة المبلغ المقرض⁽¹⁾، وبالتالي فالقرض هو عقد يمنح من خلاله شخص طبيعي أو معنوي مبلغ مالي إلى شخص آخر يتعهد هذا الأخير بموجبه برد المبلغ في وقت لاحق، فعملية الإقراض هي إعطاء المقرض حرية التصرف الفعلي في مال عيني مقابل وعد منه بتسديد ما اقترضه في آجال محددة تكون متفق عليها مسبقاً، وينشأ عن هذا العقد ترابط بين ثلاثة عوامل هي المدة، الوعد بالتسديد، والثقة حيث تعتبر أساسية لا بد من توفرها بين المقرض والمقرض.

(1) - أسامة محمد الغولي، مجدي محمد شيهاب، مبادئ النقود و القروض، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 158.

و طبقا للمادة 32 من القانون البنكي المصرفي الصادر في: 19/08/1986 يعد القرض كعملية تقوم من خلالها المؤسسة المختصة في هذا المجال بتوفير موارد بصفة مؤقتة و بثمن متفق عليه لصالح شخص معنوي أو طبيعي.

2- أهمية التمويل البنكي:

اتّسمت عمليات الاستغلال و الاستثمار في عصرنا الحديث باستخدام البنوك كوسائط مالية إذ أن البنوك قادرة على تعبئة مدخرات مختلف العناصر الاقتصادية وتكوين محفظات كافية تسمح لها بتوجيه هذه المدخرات نحو تمويل المشروعات المختلفة، ومن هنا تتضح أهمية التمويل البنكي كمصدر تمويل خارجي وتكمن هذه الأهمية في:

- يفتح المجال أمام مستثمرين جدد ويرفع مستوى المنافسة بينهم من أجل توزيع منتجاتهم وهذا لصالح المستهلك حيث يتوفر لديه اختيار السلع المعروضة الأنسب من حيث الذوق، السعر، الجودة ... الخ.
- تحتاج المؤسسة خلال مراحل حياتها المختلفة (مرحلة الإنشاء، مرحلة التوسع، وحتى مرحلة التصفية) للقروض المصرفية بالإضافة إلى احتياجاتها للخدمات المصرفية أيضا كالخصم، السحب، الإيداع، التحويل... الخ، وبالتالي المؤسسة لا تستطيع الاستغناء عن البنك في جميع معاملاتها المصرفية⁽¹⁾.
- القروض هي المصدر الأساسي لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جميع أنحاء العالم، إذ أنّ البنوك التجارية لها دور مهم جدا في مجال تمويل هذا النوع من المشروعات، والبنوك تتطلع دائما إلى استثمار ذو جودة عالية وبمعدّل عائد مرتفع، وهذا بدوره يزيد من صعوبة حصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة على قروض من البنوك لتجارية⁽²⁾.

1-3- عيوب التمويل البنكي:

- تواجه المؤسسة مجموعة من العراقيل للاستفادة من القروض البنكية خاصة منها نسب الفوائد المرتفعة، والضمانات المطلوبة في مجال منح القروض البنكية إلى جانب ذلك تتسم بغياب الشفافية وعليه سنعرض مجموعة من عيوب التمويل البنكي:
- يؤدي تدخل الدولة في أي مؤسسة إقراضية إلى خلق فكرة لدى المقترضين بأن السلطة المالية والنقدية المجددة في دور الدولة هي التي تعمل على دعم وتقديم القروض من خلال تلك المؤسسة، مما يؤدي بالمقترضين عند الحصول على هذه القروض استخدامها لأغراض غير تلك التي تم الإعلان عنها مسبقا

(1) - ماهر حسن المحروق، إيهاب مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص03.

(2) - عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية الشلف جامعة حسيبة بن بوعلي، يومي 17 و18 أفريل 2006، ص384 .

ويحاولون عدم الالتزام بالتسديد أو عدم اعتبارها إلزاما ماليا يجب القيام بتسديده في الأوقات المحددة، وكذلك تحديد سعر الفائدة الإداري (المحدد مركزيا) يجعل وظيفة البنوك مقتصرة على توزيع تلك القروض دون تتبع مساراتها أي قنوات عبور فقط.

ويمكن إدراج جملة من العناصر الموضوعية المعتبرة عن الوضع السيئ للبنوك في واقع الاقتصاد الجزائري⁽¹⁾:

- ضعف الجهاز المصرفي و يتجلى من خلال قلة العدد القليل للبنوك من ناحية و ضعف مجال تواجدها من ناحية ثانية و ضيق مجالات تدخلها من ناحية أخرى بالإضافة إلى نقص موارد القطاع.
- افتقاد عنصر الثقة في القائمين على المؤسسات و ينجم ذلك في أغلب الأحيان عن فقدان صاحب المؤسسة لوسيلة الإقناع لدى المؤسسة التمويلية.
- عدم توافر الضمانات الكافية لمنح التمويل للمؤسسة الاقتصادية.
- افتقار قطاع المؤسسات للخبرة في أساسيات المعاملات المصرفية.
- انخفاض القدرة على تسويق المنتجات مما ينعكس سلبيا على المشروع.

1-4-آليات التمويل البنكي:

1-4-1- القروض الموجهة للاستغلال: إن نشاط الاستغلال للمشروع هو تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسة خلال فترة لا تتعدى في الغالب سنة وهي عمليا تتكرر باستمرار خلال حياة المؤسسة. فمرحلة الاستغلال تستغرق دورة واحدة استغلالية وذلك انطلاقا من شراء المواد الأولية والعوامل الأخرى الضرورية لنشاط الدورة حيث يتم تنفيذ هذا النشاط الاستغلالي من شراء وإنتاج وتوزيع لتعود الأموال مرة أخرى وتحقق فائض عن الأول عند الانطلاق⁽²⁾.

فدورة الاستغلال إذن احتياجاتها المالية دورية قصيرة الأجل وبالتالي القروض الموجهة لتمويل نشاط هذه الدورة قصيرة الأجل هي الأخرى لما يخدم القواعد العامة إلا أن طبيعة النشاط الاستغلالي للمؤسسة وطبيعة الأصول المتداولة تفرض على المؤسسة تغطية استخداماتها من المخزونات والمديونية بديون قصيرة الأجل، فالرصيد الصافي لهذه الاستخدامات والموارد لدورة الاستغلال تشكل احتياجا لرأس المال العامل و ذلك في

(1) - محمد فرحي، التمويل المستديم للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق تعبئة المدخرات العائلية، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، يومي 17 و 18 أبريل 2006، ص 346.

(2) - ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 267.

حالة ما إذا كان موجبا أمّا إذا كان الرصيد سالبا فيمثل مورد ناتج عن الاستغلال و هو ما يعبر عن وجود احتياج لرأس المال العامل⁽¹⁾.

1-4-2- القروض الموجهة للاستغلال: هي تلك القروض المتوسطة وطويلة الأجل التي تمنح من قبل البنوك بهدف تمويل الاستثمارات المختلفة من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيعها أو الحصول على آلات ومعدات وتجهيزات أو على عقارات تتطلّب رؤوس أموال ضخمة... الخ والتي تحتفظ بها المشروعات لفترة طويلة.

2- البنوك اللاربوية:

نجد معظم المؤسسات الاقتصادية تبحث دائما عن الفرص التمويلية البديلة لاستخلاف التمويلات الكلاسيكية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة والضمانات المطلوبة، ومن هنا فالبحث عن أساليب وصيغ تمويلية تناسب مختلف مراحل نمو المؤسسات بات من الضرورة الملحة، لذا نجد الكثير من الدول وخاصة منها الإسلامية وجدت ضالتها في الأعمال غير المصرفية التي تقوم بها المصارف الإسلامية إلى جانب الأعمال المصرفية وتتمثل في عدة صيغ للتمويل.

2-1-1- الصيغ غير المصرفية للبنوك اللاربوية:

2-1-1-1- التمويل بصيغة المضاربة: تعد المضاربة من أهم صيغ استثمار الأموال في الفقه الإسلامي وهي نوع من المشاركة بين رأس المال والعمل.

والمضاربة لغة: مشتقة من الضرب والسفر للتجارة لقوله تعالى: "... وَأَخْرُوجَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ... " [سورة: المزمّل - الآية: 20].

وتعرف المضاربة على أنها⁽²⁾: اتفاق يتم بموجب اشتراك طرفين يسهم أحدهما بالمال ويسهم الآخر بالعمل و تكون أرباح ممارسة عمل أو نشاط المضاربة بينهما و حسب اتفاقهما.

إذن صيغة المضاربة هي عقد شراكة في الربح بمال من جانب العمل و من جانب آخر وتتمثل أركانها في رأس المال، العمل، الربح، الصيغة العاقدان.

فالمضاربة هي صيغة تمويل ملائمة لإقامة المؤسسات لما تحويه من مزايا في مقدمتها سعر الفائدة المعدوم الذي يعتبر محرّم في البنوك الإسلامية⁽³⁾.

(1)- Pierre vernimmen ; Finance d'entreprise 3ème édition Dolloz , Paris 1998, P 38.

(2) - فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، جدار الكتاب العالمي للنشر و التوزيع، عالم الكتاب الحديث للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2006، الأردن، ص 225.

(3) - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 134.

ولقد تبين أنّ بعض المصارف الإسلامية تحجم عن التعامل بصيغة المضاربة ويرجع ذلك إلى عدم استيعاب المتعاملين لأسلوب تطبيق هذه الصيغة لعدم توافر نوعيّة المتعاملين من ذي الأمانة والثقة العالية بالإضافة إلى المخاطر المترتبة على قيام المصرف بتمويل كافة العملية دون أن يدفع العميل حصّة في التمويل.

2-1-2- التمويل بصيغة المرابحة: تعتبر المرابحة أحد قنوات التمويل بالمصارف الإسلامية، وهي اتفاق بين مشتري لسلعة معيّنة وبائع لها وبمواصفات محدّدة وعلى أساس كلفة السلعة (الثمن+المصارف) إضافة إلى هامش ربح يتفق عليه المشتري والبائع والسلع قد يتم تسليمها في الحال وفي أجل معيّن، ودفع في المقابل للسلعة أي الثمن قد يتم في الحال أو لاحقاً⁽¹⁾.

2-1-3- التمويل بصيغة المشاركة:

تعد المشاركة من أهم صيغ استثمار الأموال في الفقه الإسلامي، فيمكن استخدامها في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وتعد صيغة المشاركة من البدائل الإسلامية للتمويل بالفوائد المطبق في المصارف الربويّة (التقليدية).

يقوم التمويل بالمشاركة على أساس تقديم المصرف الإسلامي التمويل الذي يطلبه المتعاملين، دون اشتراط فائدة كما هو الحال في التمويل الكلاسيكي.

والمشاركة تعني طرفين أو أكثر في القيام بمشروع معين من خلال مساهمة كل منهم فيه سواء برأس المال أو العمل، وتقاسم ما ينجم عن نشاطه من ربح أو خسارة.

المطلب الثاني: شركات قرض الإيجار وشركات رأس المال المخاطر.

1- شركات قرض الإيجار:

يلعب قرض الإيجار كأسلوب للتمويل دوراً فعالاً في دعم المستوى التمويلي للمؤسسات خلال مراحلها المختلفة (الإنشاء، التجديد، التوسع). فعلى صعيد الدول النامية ومن بينها الجزائر ظهور هذا النوع من القروض كان متأخراً إذا ما قورن بالدول المتقدمة، فالاهتمام بهذه التقنية كان متزامناً مع صدور قانون النقد و القرض سنة 1990 الذي اعتبر بمثابة الانطلاقة الفعلية لتطبيق قرض الإيجار في الجزائر،

(1) - فليح حسين خلف، مرجع سبق ذكره، ص 293.

وقد تم تعزيز هذه الانطلاقة بإصدار عدة قوانين أخرى منها الأمر رقم 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996⁽¹⁾ المتعلق بالاعتماد الإيجاري والمتضمن لـ 46 مادة قانونية تنظم العلاقات بين المتعاملين مع هذه التقنية.

1-1- الشروط القانونية لعقد الإيجار:

و يتضمن عقد الإيجار الشروط القانونية التالية⁽²⁾:

- ينتفع المستأجر بالأصل المؤجر خلال فترة معينة وبسعر يتحدد مسبقا.
- يقبض المؤجر مبلغ معين من الإيجار لمدة تكون غير قابلة للإلغاء أي لا يمكن خلالها إبطال العقد إلا باتفاق بين الطرفين.
- يسمح للمستأجر في حالة قرض الإيجار المالي و بعد انقضاء مدته وباكتساب الأصل المؤجر مقابل قيمة متبقية مع خيار إعادة الأصل للمؤجر أو إعادة تجديد عقد الإيجار.
- مدة الإيجار والتي توافق المدة المتوقعة للعمر الاقتصادي للأصل المؤجر الموافقة للفترة غير القابلة للإلغاء، إذ أن أي فسخ للعقد خلال هذه الفترة من قبل أي طرف يمنح للطرف الآخر حق التعويض الذي قد يحدد ضمن العقد، أما في حالة ما إذا تسبب المستأجر في فسخ العقد فيلتزم بتعويض المؤجر.
- يتضمن مبلغ الإيجار حصص متساوية من سعر شراء الأصل، بالإضافة إلى القيمة المتبقية وأعباء استغلال الأصل وهامش يطابق الأرباح المتكافئة للمخاطر المرتبطة بالقرض.
- تحدد القيمة المتبقية بالتراضي بين طرفي العقد.
- خيار الشراء وهو أحد الخيارات الثلاثة المعروفة دوليا.
- كذلك يحتوي عقد قرض الإيجار على بنود اختيارية مثل المتعلقة بالتزام المستأجر بمنح ضمانات عينية أو فردية وبإعفاء المؤجر من الالتزامات التي يتحملها كالصيانة والإصلاحات مع إمكانية المستأجر بمطالبة المؤجر بتبديل الأصل المؤجر لاعتبارات متعلقة بعامل التقادم التكنولوجي.

بالنسبة للاقتصاد الجزائري فهو بحاجة ماسة لوجود مؤسسات متخصصة وبنوك تقوم بعملية التمويل التاجيري سواء كانت وطنية أو أجنبية إذ أن هذه التقنية أثبتت فاعلية في بلدان كثيرة خاصة فيما يخص المؤسسات

(1) - الأمر 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بالاعتماد الإيجاري (انظر الملحق رقم 01).

(2) - المادة رقم 10 من الأمر 96-09 المتعلق بالاعتماد الإيجاري في الجزائر (انظر الملحق رقم 02).

الصغيرة والمتوسطة ولهذا السبب يجب أن يتكيف عقد التمويل التأجيري في الجزائر مع الوضعية الحالية التي توجد عليها المؤسسات الاقتصادية و يلبي الحاجيات الاستثمارية والتمويلية لهذه المؤسسات.

2- شركات رأس المال المخاطر:

2-1- مفهوم رأس المال المخاطر: تعتبر تقنية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر من أهم الأساليب المستحدثة في التمويل، إذ أنّ هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السيولة فقط للمؤسسات كما هو الحال بالنسبة للتمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة.

فشركة رأس المال المخاطر تقوم بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وذلك فهو يخاطر بأمواله، وبالتالي فهذا النوع من التمويل يتناسب تماما مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والناشئة والتي تطمح للتوسع وتواجه صعوبات في هذا المجال لعدم حصولها على القروض المصرفية بسبب غياب الضمانات اللازمة عرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر * EVCA على أنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة باحتمال توقع نمو كبير، لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطر، أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.

ومن الناحية القانونية يحل كمنط اتفاق ينشأ أساسا بين منشئ المؤسسة الذي يبحث عن الأموال الخاصة للتطوير التكنولوجي أو الإنتاجي للسلع والخدمات من جهة، وصاحب شركة رأس مال المخاطر الذي يوفر هذا التمويل، ويشمل هذا الاتفاق أو العقد جميع المؤسسات غير المسعرة (المدرجة) في البورصة، ويدوم هذا الاتفاق مدة زمنية طويلة نسبيا.

2-2- أهداف شركات رأس المال المخاطر:

انتشرت شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية ومن ثم في الدول الأخرى بغرض تحقيق عدة أهداف أهمها:

- توفير التمويل اللازم خاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي عادة ما تكون غير مدرجة في البورصة لعدم قدرتها على إصدار أسهم وسندات وطرحها للاكتتاب، بالإضافة إلى كون هذه المؤسسات تفتقر للضمانات اللازمة والكافية لتيسير حصولها على القروض المصرفية.
- مواجهة الاحتياجات المالية المتعلقة بالاستثمار خلال جميع مراحل حياة المؤسسة.

- توفير التمويل للمؤسسات الجديدة أو العالية المخاطر والتي لا تستطيع الحصول على القروض المصرفية في ظل غياب الضمانات الكافية.

- تسريع النمو الداخلي لبعض المؤسسات (تمويل احتياجاتها لرأس المال العامل) والتي تخطت مرحلة الإنشاء حيث عادة ما تحتاج هذه المؤسسات لجرعات تمويلية لتحقيق تنميتها.

2-3- أهمية رأس المال المخاطر: لرأس المال المخاطر أهمية قصوى ويمكن حصرها في النقاط التالية:

- تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي وتوفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة للمؤسسات الاقتصادية.

- دعم تمويل المؤسسات الجديدة التي تمثل المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر.

- دعم المؤسسات المتعثرة وتوفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب

الاستثمارات إليها.

2-4- شركات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر:

2-4-1- الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة (FINALEP):

يمكن اعتبار المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة بمثابة رائدة وعميدة صناعة رأس المال الاستثماري في الجزائر، أنشئت في أبريل 1991 في شكل شركة مساهمة ذات رأس مال قدر بـ 73.75 مليون دج كان يعتبر مبلغ كبير قبل إعادة تقييم الدينار (بين شريكين جزائريين يمتلكان الأغلبية بـ 60%) بنك التنمية المحلية بـ 40%، والقرض الشعبي الجزائري 20% (وشريكين أوروبيين يمتلكان 40%) الوكالة الفرنسية للتنمية بـ 28.74 %، والبنك الأوربي للاستثمار بـ 11.26%.

قامت Finalep برفع رأسمالها الى 159.25 مليون دج سنة 2000، ثم إلى 191.70 مليون دج سنة 2005 (تم رفع رأس مالها من تخصيص النتائج المحققة).

2-4-2- الشركة المالية للاستثمار للمساهمة والتوظيف (SOFINANCE):

هي مؤسسة مالية ذات أسهم هدفها الاستثمار والمشاركة والتوظيف، شركة SOFINANCE تأسست بتاريخ 04 أبريل 2000 حيث بلغ رأسمالها الإجمالي ما يقارب 5.000.000.000 (5 مليار دج) أي ما يعادل 51000000 أورو، لكن انطلاقتها الفعلية في مباشرة نشاطها كانت في 09 جانفي 2001 وهو التاريخ الذي حصلت فيه على الاعتماد من طرف بنك الجزائر.

وبالنظر إلى درجة الاهتمام بشركات رأس المال المخاطر في الجزائر وبالضبط شركة SOFINANCE فيبدو

أن نسبة مساهمتها في التمويل مقارنة بنظيراتها في الدول المتقدمة هي نسبة ضئيلة جدا تتراوح ما بين 10% و 35%،

أما عن نشاط الشركة فهو لا يغطي كل القطاعات بل ينحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الفلاحية ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية وهذا ما يعني الاهتمام بالصناعة التحويلية التي تمثل نشاط ضئيل المخاطر كما هو معروف.

2-4-3- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM):

أنشأت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة العربية السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بثمانية مليارات دينار جزائري (8000000000) دج بحيث تم إقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة مكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة أعضاء من كل دولة.

2-4-4- الجزائر استثمار (ELDJAZAIR ISTITHMAR):

مؤسسة رأس مال استثماري، يحوز رأسمالها البالغ واحد مليار دينار جزائري بنكان عموميان، بنك الفلاحة و التنمية الريفية بنسبة و 70% الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، و قد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 06 ماي 2010.

2-4-5- الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري (MPEF Maghreb Private Equity Fund) :

ينشط صندوق رأس المال الاستثماري المغربي بثلاث دول مغاربية: الجزائر، المغرب، وتونس ويسير عن طريق مجمع "تونانفست" (Tuninvest group)، بدأ نشاطه لأول مرة في تونس سنة 2000 من طرف المؤسسة المالية الدولية (SFI: Société Financière Internationale) التي ساهمت في الاستثمار شمال إفريقيا وكمرحلة أولى بدأت بالاستثمار في كل من الجزائر تونس والمغرب لتنتقل بعد ذلك إلى ليبيا في المرحلة الثانية.

2-5- مراحل احتياجات المؤسسات الجديدة والناشئة لرأس المال المخاطر: يلبي رأس المال المخاطر

احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة والتي تتمثل في:

- تمويل المرحلة المبكرة: يهدف رأس المال المخاطر إلى تمويل بحوث التنمية والتطوير للمشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري وإلى تمويل إنشاء مشروعات جديدة (رأس مال ثابت - رأس مال عامل) وحيث لا يتوافر للمستثمر الموارد المالية الكافية.

- **مرحلة التمويل اللاحقة:** يهدف رأس المال المخاطر في هذه المرحلة لتمويل تنمية وتطوير شركات قائمة، والتي تحتاج إلى متطلبات تمويلية خاصة وتقدم آفاق نمو جذابة، ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسع للشركات غير المسجلة في البورصات بهدف مساعدتها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس مال الشركات الربحية والذين يرغبون في الخروج.

- **تمويل الحالات الخاصة:** يوجه رأس المال المخاطر لتمويل احتياجات خاصة لشركات ناشئة والتي تكون غالباً أجزاء من شركات ضخمة، ويتضمن ذلك تمويل شراء حصة الملكية والسيطرة على شركات قائمة إضافة إلى تمويل الشركات ذات الأداء الضعيف ولكن يتوافر لديها فرص واضحة للتحسن.

المطلب الثالث: أدوات أخرى للتمويل

1- البورصة:

1-1- تعريف البورصة: باعتبار البورصة حلقة وصل مباشرة بين الباحثين على الأموال والراغبين في توظيف أموالهم، مما يؤدي إلى تنشيط مجالات الاستثمار وترشيده من خلال رغبات أصحاب الأموال في تأسيس أموالهم.

فيعرفها صلاح السيد جودة على أنها:⁽¹⁾ شخصية عامة تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب الحكومة يتواجد في البورصة وتكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، وحضور جميع اجتماعات لجان البورصة المختلفة وله حق الاعتراض على قراراتها إذ صدرت مخالفة القوانين أو اللوائح أو الصالح العام. إذن فالبورصة هي سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل شراء وبيع مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية.

عرّف النظام المصرفي الجزائري منذ التسعينيات دفعا متميزا خاصة من خلال إنشاء بورصة القيم المنقولة BVM* حيث بدأ التفكير بصورة جدية في إنشاء السوق المالية كما تسمى بورصة الجزائر منتصف سنة 1993، حيث تأكد فشل نظام اقتصاد المديونية مما استوجب البحث عن طرق أخرى للتمويل وتم إنشاء سوق مالية بدعم من هيئة الاستشارات الكندية.

(1) - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا - علميا-مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى 2000، مصر، ص 12.

* BVM : Bourse Valeur Mobilier.

وفي طريق إنشاء البورصة صدر أول مرسوم تشريعي 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 حيث حدّد الإطار القانوني لها وسمح بوضع تصوّر تنظيمي للبورصة، وبمقتضى هذا المرسوم حدّد مقر بورصة الجزائر العاصمة كما حدّد الهيئات المكوّنة لها هي ثلاثة هيئات:

- COSOB*: لجنة ومراقبة عمليات البورصة.

- SGBV**: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

- IOB*: وسطاء عمليات البورصة.

1-2- أهمية الاقتصادية:

و يمكن تلخيص أهميّة الأسواق المالية كأداة لتحقيق الأهداف الاقتصادية في النقاط التالية:

- التوجيه السليم للموارد الاقتصادية للبلد وذلك بالإتجاه الذي يحقّق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين.
- توفير السيولة للمؤسسات إذ عادة ما تمر هذه الأخيرة بظروف تشجّعها على اللجوء للأسواق المالية التي توفّر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة بالإضافة إلى أنّه عن طريق السّوق المالي يستطيع حاملي الأسهم والسندات تحويلها إلى سيولة.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق.

2- تحويل عقد الفاتورة Factoring:

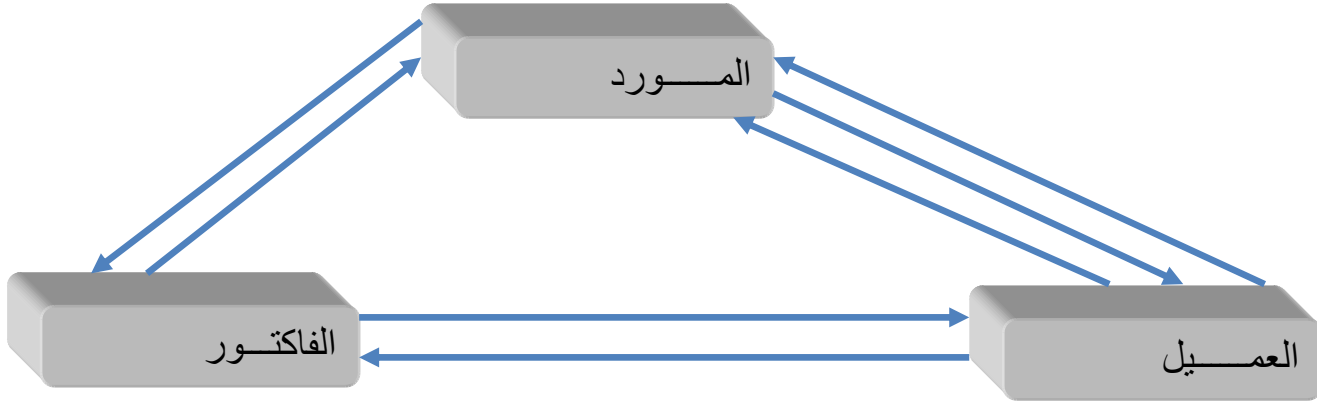
1-2- تعريف عقد تحويل الفاتورة: عمليّة Factoring تعتبر مصدر تمويل احتياجات المؤسسات وذلك من خلال بيعها لحسابات المدينين لشركة متخصصة تدعى "Factor" وتحصيل قيمتها دون وصول تاريخ استحقاقها.

وقد عرّفه المشرّع الجزائري من خلال المادة 543 مكرر 14 من القانون التجاري الجزائري على أنّه: "عقد تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى "الوسيط" محل زبونها المسمى "المنتمي" عندما تسدّد فورا لهذا الأخير مبلغ الفاتورة لأجل محدّد ناتج عن عقد وتتكفّل يعبئ عدم التسديد و ذلك مقابل أجر".
وعمليّة Factoring تمثل علاقة بين ثلاثة أطراف كما نلاحظه من المخطط التالي:

** COSOB: Commission de Surveillance des Opération de Bourse.

*** SGBV: Société De Gestion De Bourse Des Valeurs.

شكل رقم (05): مخطط يوضح كيفية تطبيق عقد الفاتورة.



المصدر: أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 113.

2-2- أطراف عقد تحويل الفاتورة: وتحتوي هذه العملية على ثلاثة أطراف:

الطرف الأول: ويمثل صاحب السلعة، إما يكون التاجر أو المنتج أو الموزع للسلعة الذي تكون بحوزته حسابات المدينين حيث يقدمها لمؤسسة Factoring على أساس بيعها.
الطرف الثاني: ويتمثل في الزبون المدين للطرف الأول الذي اشترى السلعة من الطرف الأول دون تسديد ثمنها فورا.

الطرف الثالث: ويتمثل في الشركة المالية المخصصة وهي شركة Factor.

المبحث الثالث: تكلفة الأموال و قياس تكلفة التمويل (تكلفة التمويل و قياسها).

يعتبر موضوع تعظيم الربح من بين الأهداف الرئيسية للمؤسسة الاقتصادية، الذي يقتضي زيادة الإيرادات أو تخفيض التكاليف التي تتحملها، متضمنة في ذلك التكاليف المالية بما في ذلك تكلفة تمويل دورة الاستثمار وتكلفة دورة الاستغلال. فيمكن للمؤسسة الاقتصادية أن تحصل على احتياجاتها من الأموال من مصادر متنوعة، ولكل مصدر تمويل تكلفته وتختلف تكلفة المصادر التمويلية فيما بينها، حيث أن معدل العائد المطلوب يختلف من مصدر للتمويل إلى آخر بحسب خطر المصدر، وتبعاً للعلاقة الطردية المعروفة بين العائد المطلوب على الاستثمار وخطر الاستثمار فتكلفة التمويل غير ثابتة وإنما تتغير طردياً بازدياد خطر المؤسسة الاقتصادية وحجم التمويل المطلوب فكلما زاد خطر مشاريع الاستثمار ارتفعت تكلفة التمويل، وعليه سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى:

المطلب الأول: تكلفة التمويل وأهميته تحديدها.

المطلب الثاني: قياس تكلفة أموال الملكية.

المطلب الثالث: قياس تكلفة الأموال المقترضة.

المطلب الأول: تكلفة التمويل وأهمية تحديدها.

1- مفهوم تكلفة التمويل:

مفهوم تكلفة التمويل يتأثر بالعديد من العوامل الاقتصادية والعوامل الخاصة بالمؤسسة نفسها، ومع أن المؤسسة تحصل على تمويلها من مصادر مختلفة (الدين والملكية)، إلا أن تكلفة التمويل يجب أن تأخذ بعين الاعتبار التداخل بين المصادر المتعددة للتمويل.

1-1- تعريف تكلفة التمويل:

تعرف تكلفة الأموال بأنها الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من أموال حقوق الملكية أو من أموال الاقتراض، أو من كليهما معاً، بحيث تؤدي عوائد هذه الاستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي للسهم أو تؤدي إلى زيادته. ويتضح من هذا التعريف أن لمعدل تكلفة الأموال ارتباط وثيق بسعره في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

كما تعرف التكلفة الكلية للأموال بأنها العائد على الاستثمار بعد الضريبة التي تفرض على المؤسسة من أجل الإبقاء على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة⁽²⁾.

فتكلفة التمويل هي عبارة عن معدل العائد الذي يجب على المؤسسة تحقيقه في المشاريع الاستثمارية من أجل المحافظة على قيمتها السوقية أو سعر سهمها في السوق، أو هي عبارة عن العائد الذي يقبل به أو يطالب المستثمرين لاستثمار أموالهم في المؤسسة⁽³⁾.

1-2- تعريف العائد و كيفية قياسه:

يمكن تعريف العائد على أنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة ويوجد نوعان من العائد حيث يتم التعبير عن العائد بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار حسب الفترة.

1-2-1 - قياس العائد لفترة الاقتناء:

ويتم قياس هذا العائد لفترة واحدة فقط، ويفترض هذا التعريف بأن التوزيعات النقدية تتم في نهاية الفترة ويمكن حساب العائد لفترة الاقتناء بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد لفترة الإقتناء} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{التوزيعات النقدية خلال الفترة}}{\text{سعر الشراء}}$$

(1) - Horne ,Vanj, Financial Management and Policy 9 Th ; ed ; prentice Hall , New jersey , 1989 P 235.

(2) - Kolb , burton A.and Demong F Principles of Financial Management 2 nd ed Planta .Jnc , Texas 1988 P207 .

(3) - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص232.

1-2-2- قياس العائد لعدة فترات: يمكن استخدام الطرق التالية:

- المعدل أو الوسط الحسابي: و هو عبارة عن مجموع العوائد مقسمة على عدد الفترات، حيث تتميز هذه الطريقة بالسهولة.

- المعدل أو الوسط الهندسي: الوسط الهندسي لا يتجاهل تركيب الفوائد خلال الفترة المراد قياس عائدتها و يمكن قياسه عن طريق المعادلة التالية:

$$GA = [(1+R_1) \times (1+R_2) \times (1+R_3) \times \dots \times (1+R_n)] NA_{-1}$$

حيث أن:

GA: الوسط الهندسي.

$R_1, R_2, R_3, \dots, R_n$: العائد في الفترة الأولى، الثانية، الثالثة... الخ.

- طريقة معدل العائد الداخلي: للمشروع والذي هو عبارة عن معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية التدفقات النقدية الداخلة مساوية للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، أي أية معدل الخصم الذي تكون فيه صافي القيمة الحالية تساوي صفرا، ويمكن استخراجها بالطريقة التالية:

$$C_0 = \frac{C_1}{1 + IRR} + \frac{C_2}{1 + (IRR)^2} + \frac{C_3}{1 + (IRR)^3} + \dots + \frac{C_n}{1 + (IRR)^n}$$

حيث أن:

C_0 : التدفقات النقدية الخارجية.

$C_1, C_2, C_3, \dots, C_n$: التدفقات النقدية الداخلية.

IRR: معدل العائد الداخلي.

1-3- تعريف المخاطرة و كيفية قياسها:

يمكن تعريف المخاطرة على أنها حالة عدم التأكد بالاستثمار أو التذبذب أو الخسارة المتعلقة بالاستثمار في أصل ما أو هي العائد الفعلي الذي يحصل عليه المستثمر يكون أقل من العائد المتوقع، ويمكن قياس المخاطرة بطريقتين:

- قياس المخاطرة في حالة المعلومات التاريخية: والمخاطرة هنا تتعلق فقط بعدم تجانس العوائد، لأن حدوث هذه العوائد تكون متأكدين منها، وعدم التجانس يعني التشتت، وكلما زاد التشتت زادت درجة المخاطرة.

أ - معادلة الانحراف المعياري:

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum(x - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

حيث أن:

δ : الانحراف المعياري.

x : القيمة أو العائد خلال فترة زمنية معينة.

\bar{x} : الوسط الحسابي للعوائد خلال الفترة محل الدراسة.

n : عدد فترات الدراسة.

ب - معادلة معامل الاختلاف

$$\text{الانحراف المعياري} = \frac{\text{معامل الانحراف}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100\%$$

2- العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل:

يمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال تتمثل في عوامل خاصة بكل عنصر أو مصدر من مصادر التمويل، وعوامل مرتبطة بقرار المؤسسة طويلة الأجل المناسبة للاحتياجات الاستثمارية.

2-1- تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر:

نظرا للخصائص التي يتميز بها كل مصدر من مصادر تمويل المؤسسة وأيضا تبعا للحقوق التي تتمتع بها فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون أيضا مختلفة و متفاوتة.

فالمقترضون يعتبرون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، وإذ أن لهم الحق في الحصول على العوائد بصفة دورية، وبعض النظر عن ما إذا كانت المؤسسة قد حققت نتيجة إيجابية أو سلبية، كما لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، أما بالنسبة لحملة الأسهم، فإنهم أكثر عرضة للمخاطر المالية، مقارنة بالمقرضين، ويجب أن نميز بين حملة الأسهم الممتازة الذين يتحملون مخاطر أقل من حملة الأسهم العادية وبالتالي تعطى الأولوية لحملة الأسهم الممتازة على حملة الأسهم العادية، سواء تعلق الأمر بعملية الحصول على نصيبهم من الأرباح عند تقرير المؤسسة توزيعها كليا، أو نسبة منها، أو عندما يتعلق الأمر بعملية التصفية عند تعرض المؤسسة للإفلاس. وعالية وباعتبار أن تكلفة رأس المال تمثل مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمرون والذي يتوقف على درجة المخاطرة، انطلاقا من

ذلك نستطيع القول بأن الاقتراض يعتبر أقل مصادر التمويل تكلفة مقارنة بالأسهم العادية، بينما تأتي الأسهم الممتازة في مرتبة متوسطة.

2-2- تأثير العوامل المرتبطة بتكوين الهيكل التمويلي:

فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال، وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل، وكذا نسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على الاقتراض والأسهم العادية فقط في تمويلها استثماراتها، أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط وبالتالي فإن كل هذا قد يؤثر على تكلفة الأموال.

3- علاقة تكلفة التمويل بالقرار الاستثماري:

إن القرار الاستثماري يعتمد أساسا على معدل العائد أو دليل الربحية المتوقع الحصول عليه. وعلى هذا الأساس يعمل على تحديد مستلزماته المالية للاستثمار، وبالتالي يحدد الطلب على رؤوس الأموال والذي يبين أيضا المبالغ المطلوبة والممكن استثمارها بهذه التكلفة بينما نجد في الحقيقة زيادة حجم الاستثمارات رغم ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك لاستنفاد الأغراض الاستثمارية المربحة.

المطلب الثاني: قياس تكلفة أموال الملكية

تتكون أموال الملكية من الأسهم العادية والأسهم العادية المصدرة حديثا والأرباح المحتجزة.

1- قياس تكلفة الأسهم العادية:

هناك شكلين للتمويل عن طريق الأسهم العادية الأول الأرباح المحتجزة، والثاني الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.

1-1- تكلفة الأسهم العادية:

تكلفة الأسهم العادية عبارة عن معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح السهم العادي المتوقعة لتحديد سعر السهم في السوق ويتم قياس تكلفة الأسهم العادية من خلال إتباع أحد النموذجين التاليين:

- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model CA PM).

- نموذج التدفقات النقدية المخصومة (Discounted Cash Flow, DCF).

1-1-1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية⁽¹⁾:

يظهر هذا النموذج العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة السوقية للأسهم ويعرف هذه، ويحدد هذا النموذج (Security Market line SML) العلاقة أيضا بخط سوق الورقة المالية الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه السهم العادي لكي يعرض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها (مخاطر منتظمة)، والتي تقاس بمعامل بيتا ويمكن أن يعبر عن هذه العلاقة بالمعادلة التالية:

$$R=RF+B(R_m-RF)$$

حيث أن:

R: العائد المتوقع.

RF: العائد الذي يخلو من المخاطرة.

B: معدل بيتا الذي يقيس المخاطرة السوقية للسهم.

R_m: العائد المتوقع على كافة الأسهم المدرجة في السوق باستخدام نموذج تسعير الأصول.

الرأسمالية تكلفة السهم العادي عبارة عن العائد المطلوب من قبل المستثمرين كتعويض عن مخاطر السوق التي يتعرضون لها.

1-1-2- نموذج التدفقات النقدية المخصومة:

على أساس هذا النموذج يتم تحديد تكلفة الأسهم العادية بناء على تحديد قيمة الأسهم، ويمكن إيجاد قيمة السهم باحتساب القيم الحالية للتوزيعات النقدية المتوقعة وغير المحدودة وفق نموذج القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية وهو ما توضحه المعادلة التالية:⁽²⁾

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} = \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث أن:

P₀: قيمة السهم الحالية.

D_t: قيمة التوزيعات النقدية في نهاية السنة (t).

K: معدل العائد المطلوب على الأسهم.

وفي حال نمو توزيعات الأرباح من فترة إلى أخرى بنفس المعدل أي بمعدل ثابت هو (g)، فينشأ

(1) - قام بوضع هذا النموذج كل من (W.F.Sharpe and J.Linter) في منتصف الستينيات لاستخدامه كأساس لتقييم الاستثمار في الأوراق المالية.

(2) - Brigham , Eugene F Financial Management M Theory and Practige 3^{ed} The Dryden press Inc , N york

عن ذلك أن التوزيعات المتوقعة للفترة اللاحقة يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية:

$$D_t = D_0(1+g)^t$$

وإذا كان $D_0(1+g)^1$ يتوقع لها ان تساوي (Dt) أي أن التوقعات المتوقعة للفترة اللاحقة

معدل النمو السنوي للتوزيعات ثابتا فإنه يمكن اشتقاق ما يسمى بنموذج Gordon

الذي توضحه المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

حيث يفترض هذا النموذج ، قيمة (K) تكون أكبر من (g) لكي يكون للسهم قيمة موجبة باستمرار

من المعادلة التالية : Gordon من نموذج (k) كما يمكن التوصل لقيمة

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g$$

K : العائد المطلوب على السهم (كلفة) .

D_1 : توزيعات الأرباح في الفترة.

P_0 : سعر السهم الجاري في السوق.

g : المعدل الثابت النمو للتوزيعات.

1-2- تكلفة الأسهم العادية الجديدة (المصدرة حديثا) :

يمكن استخدام نموذج لحساب تكلفة Gordon الذي تم استخدامه لحساب تكلفة الأسهم العادية كنقطة بداية

الأسهم العادية الجديدة وذلك على النحو التالي:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$$

K_e : تكلفة الأسهم العادية الجديدة .

D_1 : حصة السهم العادي من التوزيعات في العام القادم.

F : تكلفة إصدار السهم العادي الجديد.

$P_0(1-F)$: صافي السعر للسهم الجديد المصدر.

g : معدل نمو التوزيعات.

1-3- تكلفة الأرباح المحتجزة:

تتضمن الأرباح المحتجزة كل من الاحتياطات والأرباح المدورة، وهي أرباح تحققت للشركة ولكن إدارتها قررت احتجازها بدلا من توزيعها بهدف استثمارها. ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون على الاستثمار في فرص بديلة متاحة لهم ويمكن استخدام نموذج (CAPM) تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة كالتالي⁽¹⁾:

$$K_s = RF + B(R_m - RF)$$

K_s : تكلفة الأرباح المحتجزة.

RF : عائد الاستثمار الخالي من الخطر.

B : معامل بيتا.

R_m : عائد السوق.

المطلب الثالث: قياس تكلفة الأموال المقترضة

1- تكلفة الديون:

تتمثل تكلفة الديون قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل في تلك الفائدة التي يفرضها البنك على المقترض، وذلك على أساس معدل الفائدة الاسمي، وإلا أنه لا يمكن اعتبار هذا الأخير المعدل الذي تحسب على أساسه التكلفة الحقيقية للقرض، حيث يوجد معدل آخر هو معدل الفائدة الفعلي.

- **عدل الفائدة الاسمي**: هو تلك النسبة التي يفرضها البنك على القرض المقدم للعميل، حيث تحسب هذه النسبة من طرف البنك على أساس عدة عناصر تتمثل في المعدل المرجعي، طبيعة القرض ومدته، المخاطرة المتعلقة بالمقترض و يحسب معدل الفائدة الاسمي من طرف البنك بالقاعدة التالية:

معدل الفائدة الاسمي = المعدل المرجعي + هامش متعلق بالقرض.

- **المعدل المرجعي**: هو معدل الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي، أو المعدل الذي تمول على أساسه البنوك من السوق النقدي.⁽²⁾

- **الهامش المتعلق بالقرض**: يتمثل في مجموع العلاوات النوعية المرتبطة بطبيعة القرض والعلاوات الفئوية المرتبطة بدرجة المخاطرة المتعلقة بالمقترض، ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة التالية:

⁽¹⁾ - منير هندي، إدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية 1996 ص ص 535-536

⁽²⁾ - Hervé Hutin, Toute la finance d'entreprise en pratique, 2^{ème} édition organisation, Paris, 2003, P451

الهامش المتعلق بالقرض = علاوات نوعية (متعلقة بطبيعة القرض) + علاوات فنوية (متعلقة بدرجة المخاطرة). وعلى هذا الأساس يمكن للبنك تحديد معدل الفائدة الاسمي من خلال جمع كل المعدلات وفقا للمعادلة التالية:

معدل الفائدة الاسمي = المعدل المرجعي + العلاوة النوعية + علاوة المخاطرة.

- معدل الفائدة الفعلي (الحقيقي)

- التكلفة الحقيقية للقروض تحسب على أساس معدل الفائدة الفعلي، وليس على أساس معدل الفائدة الاسمي.

1-1-1- تكلفة الديون قصيرة الأجل:

تنقسم القروض قصيرة الأجل حسب توقيت دفع الفائدة إلى قسمين⁽¹⁾:

1-1-1-1 المعدل الفعلي للقرض في حالة دفع الفوائد في تاريخ الاستحقاق:

معدل الفائدة الفعلي للقرض عند دفع الفوائد في تاريخ الاستحقاق يكون كالتالي⁽²⁾:

$$r = \left[1 + \frac{i\% \times (m + d)}{360} \right]^{\frac{365}{m} - 1}$$

i% : معدل الفائدة الاسمي السنوي.

C : مبلغ القرض.

M : فترة القرض.

d : أيام إضافية للبنك.

t_r : معدل الفائدة الفعلي.

1-1-2- معدل الفائدة للقرض عند دفع الفوائد مسبقا:

في ظل نفس المعطيات المذكورة في الحالة الاولى ، فإن معدل الفائدة الفعلي للقرض في حالة دفع الفوائد

مسبقا يحسب بالعلاقة التالية⁽³⁾:

$$t_r = \left[1 - \frac{i\% \times (m + d)}{360} \right]^{\frac{365}{m} - 1}$$

(1) – Natlalie Morgnes ,Financement et coût du Capital de l'entreprise , Economica , Paris , 2003 ,P P ,62-63

(2) – Ibid , P66

(3) – Ibid , P67

معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة = معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة $\times (1 - \text{معدل الضريبة})$. يمثل
معدل الفائدة الفعلي المحسوب معدل فائدة فعلي قبل الضريبة لذا يجب اقتطاع جزء من الفائدة المدفوعة
بنسبة الضريبة المفروضة على أرباح الشركات وهو ما يسمى بالوفر الضريبي و بالتالي تصبح التكلفة
الحقيقية للقرض هي الفائدة المحسوبة. على أساس المعدل الفعلي منقوصاً منها الوفر الضريبي.
و يمكن تلخيصها في العلاقة التالية:

$$t_r = t_r(1 - T)$$

حيث أن :

t_r : معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة.

t_r : معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة.

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

1-2- تكلفة الديون متوسطة و طويلة الأجل المباشرة:

- معدل الفائدة الفعلي : يحسب و فقا للعلاقة التالية⁽¹⁾:

$$M = \sum_{T=1}^n \frac{RB_t + FF_t(1 - T)}{(1 + r)^t}$$

حيث أن :

M: مبلغ القرض.

RB_t : المبلغ المسدد في السنة t.

FF_t : المصاريف المالية في السنة t.

r : معدل الفائدة الفعلي.

n : مدة القرض.

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

أ - قرض باهتلاكات سنوية ثابتة: إذا كان لدينا قرض باهتلاكات سنوية ثابتة فإنه يمكن وضع العلاقة
التالية:

$$AT+1 - AT = (m/n).i$$

(1) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث، في مجال مصادر التمويل، منشأة المعرف، الإسكندرية ، 1998، ص 75 .

وبالتالي نقول أن الأقساط تشكل متتالية حسابية متناقصة أساسها $i \cdot (M/n)$ وهذا ما يؤدي إلى كون المصاريف المالية كبيرة في بداية حياة القرض.

ب - قرض بطريقة الدفعات الثابتة

تحسب الأقساط (الدفعات) المتكونة من إهلاكات القرض والفوائد وفقا للعلاقة التالية⁽¹⁾:

$$A = Mx \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}}$$

(1+i) في هذه الحالة تكون الأقساط ثابتة ، أما الاهتلاكات فتشكل متتالية هندسية متزايدة أساسها حيث أن :

$$RB_{t+1} = RB_t \cdot (1+i)$$

1-2-2-2- تكلفة الديون متوسطة وطويلة الأجل غير المباشرة (الاعتماد الإيجاري): تحسب تكلفة التمويل بالإيجار على أساس المعدل الذي يسمح تساوي مجموع التدفقات المدفوعة مع مجموع التدفقات المقبوضة وفقا للعلاقة التالية:

$$F_0 = \sum_{i=1}^n \frac{L_i(1-t) + A_i(T)}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

حيث أن :

F_0 : مبلغ تملك الأصل.

L_i : قسط إيجار الفترة i .

A_i : قسط إهلاك الأصل.

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

P_n : القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء).

2- تكلفة الأسهم الممتازة :

تمثل الأسهم الممتازة نوعا خاصا من أموال الملكية في الشركة، حيث تعطي حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح قبل أي توزيعات أرباح لأصحاب الأسهم العادية.

⁽¹⁾ -Jean Richard Sulger , Sémiyon Adéléke , Finance à long terme . 2 émé éditio , Paris , 2001, P 44.

إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة يمكن أن يعبر عنها بمعدل العائد على الاستثمار في الأسهم الممتازة وذلك مع افتراض أنه لا يوجد أية مصروفات أخرى للحصول على هذا التمويل ويتم احتساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة من خلال المعادلة التالية:

$$K_p = \frac{D_p}{P_m}$$

حيث أن :

K_p : عائد السهم للممتاز.

D_p : الربح الموزع سنويا.

P_m : السعر السوقي للسهم الممتاز.

لكن افتراض عدم وجود مصروفات إصدار الأسهم الممتازة غير واقعي لأنه عمليا يوجد مثل هذه المصروفات، و ينبغي أن يطرح حصة السهم الممتاز من مصروفات الإصدار من سعره السوقي للتوصل للسعر الصافي، وهذا يكون نموذج احتساب تكلفة الأسهم الممتازة كالتالي:

$$K_p = \frac{D_p}{P_m - F}$$

K_p : تكلفة السهم الممتاز.

D_p : ربح السهم الممتاز.

P_m : السعر السوقي للسهم الممتاز.

F : حصة السهم الممتاز من مصروفات الإصدار.

خلاصة الفصل:

وقد ازدادت أهمية التمويل من خلال العقدين الأخيرين وتطورت تطورا ملحوظا، وقد كان هذا التطور من المستلزمات الضرورية لمواجهة التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسات الاقتصادية، وقد أصبح واضحا أن بقاء هذه المؤسسات في دنيا الأعمال واستمرارها إنما يتوقف على مدى قدرها في الحصول على الأموال وكيفية تسييرها وإدارة مخاطرها ولضمان اختيار أنسب من بين ما هو متاح من مصادر التمويل وجب على المؤسسة أن تكون ملمة بالمصادر التمويلية المتاحة وطبيعة كل مصدر وميزاته وعيوبه ومدى توافره وكذلك كلفة كل مصدر من هذه المصادر والمخاطر المرتبطة به وكيفية إدارتها.

تمهيد

في إطار المالية المعاصرة يعتبر التمويل الطاقة المحركة للمشاريع، ولا يقتصر التمويل في ظل البيئة التنافسية الحالية واتساع أسواق المال والأعمال على البحث على مصادر لتمويل المؤسسات فحسب، بل تعدى الأمر ذلك إلى الاستعمال الأمثل لهذه المصادر التمويلية ووضعها بدقة في القنوات المؤدية إلى تحقيق مختلف الأهداف، إضافة إلى حسن الاختيار والمفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة لإيجاد التركيبة التمويلية المثلى التي تؤدي إلى نجاعة المؤسسات.

إن التطور المذهل و السريع في تقنية المعلومات و ثورة الاتصالات والاتجاه نحو اقتصاديات المعرفة، أجرى تعديلات كبيرة على أساليب التمويل للحكومات و المؤسسات و على التمويل المصرفي، بفضل هذا تطورت وتعقدت وظيفة الإدارة المالية التي تعتبر الوسيلة الفعلية لترشيد القرار المالي، حيث أصبح من الممكن تقسيم القرارات إلى عدة مجالات، منها قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم و مصادر التمويل، تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول المختلفة لضمان الربحية، حل المشكلات المالية، تحليل النشاط المالي و التحكم في المخاطر، فلمسايرة عصر العولمة المالية توجب ابتكار أدوات تمويلية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما يساعد في توفير التمويل اللازم. أصبحت الهندسة المالية عملية تطويرية يمكن من خلالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، فالمهندس المالي يمتلك القدرة على تخفيض تكلفة المنتج المالي لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره من خلال تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقراراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات من جهة أخرى من أجل تحديد التركيبة التمويلية المثلى وبغرض توضيح ذلك قمنا من خلال هذا الفصل الثاني بالإحاطة بالتجديدات المالية في إطار العولمة المالية مع استخدامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر، حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث.

المبحث الأول: التجديدات المالية في إطار العولمة المالية.

المبحث الثاني: أدوات الهندسة المالية.

المبحث الثالث: استخدامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر.

المبحث الأول: التجديدات المالية الحديثة في إطار العولمة المالية

منذ سنة 1970، عرفت الأسواق الدولية تحولات كبيرة، فلقد أدى نمو سيرورة التكامل الدولي إلى ما يسمى بالكوكبة، التي تعتبر بعدا ماليا عميقا لظاهرة العولمة، تترجم هذه الأخيرة من خلال التكامل المتنامي بين الأسواق المحلية و الدولية، والهدف من وراء ذلك تشكيل سوق مالي موحد وعالمي. وقد عرفت وتيرة التجديد المالي تصاعدا معتبرا خلال 30 سنة الأخيرة بسبب التطور التكنولوجي، حيث لعبت العولمة المالية دورا محركا في التحولات المالية العميقة و ارتبط ذلك بتطور البنية الهيكلية للنظام المالي وزوال القواعد التنظيمية و سوقنة الاقتصاديات، و قد جاءت هذه التجديدات استجابة لنمط تسييري جديد للمؤسسات من خلال إفرازات العولمة المالية و هو ما يتماشى مع طبيعة الإنتاج المالي الحديث. وعليه قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، قمنا بطرح الدوافع النظرية و العملية للعولمة المالية من خلال المطلب الأول، و قد عرضنا تبريرات العولمة المالية في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فتطرقنا من خلاله إلى أدوات الهندسة المالية.

المطلب الأول: الدوافع النظرية و العملية للعولمة المالية و تبريراتها

عززت عدة عوامل صعود و انتشار منطق العولمة المالية على جميع المستويات.

1-1- الدوافع النظرية لصعود العولمة المالية: من أهم الدوافع التي دعمت صعود العولمة المالية على المستوى النظري نجد:

1-1-1- التخصيص الكفاء للموارد:

سمح الانفتاح المالي منذ نهاية السبعينات بإزالة الارتباط القوي بين الادخار الوطني والاستثمار الوطني (أصبح معدل الارتباط بين الادخار الوطني والاستثمار الوطني شبه معدوم أو بعبارة أخرى الانفصال بينهما)

و بالتالي إزالة القيد الوطني الذي يفترض المساواة بين الاستثمار والادخار، وحلت الصيغة $S_i = \sum I_i$

$$\text{مكان الصيغة } \forall i S_i = I_i$$

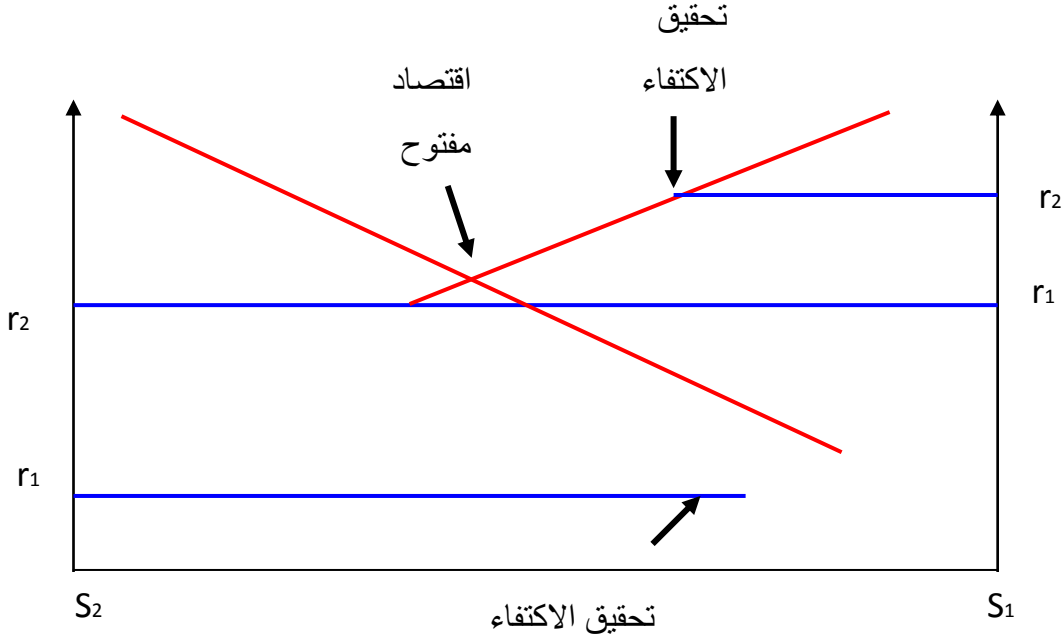
ساهم هذا التحول في إيجاد تخصيص أفضل للموارد من الناحيتين الجغرافية والزمنية.

1-1-1- التخصيص الجغرافي للموارد:

يسمح الانفصال بين الاستثمار والادخار الوطنيين بتوجيه الفوائض المالية للعديد من الدول لتغطية العجز التمويلي للدول الأخرى، وهذا ما يسمح بتخصيص مثالي للموارد.

كمثال عن ذلك نأخذ اقتصاديتين غير متساويتين التقدم (أ، ب) تتميز الأولى بتوفر فائض رأسمالي مهم، ومعدل فائدة منخفض، وقدرة على التمويل، أما الثانية فتتميز بمستوى رأس مال منخفض، ومعدل فائدة مرتفع لأنها مازالت في مرحلة التراكم.

شكل رقم (06): الكسب الجغرافي من الانفتاح المالي.



Source : O.B. Sébastien Capron , V.Guinaudeau, P. Piveteau : « Innovation et globalisation financière : théorie et manifestations », [http:// team.univ-paris1.fr/teamparse/bachelierie/.../tpm2009.pdf](http://team.univ-paris1.fr/teamparse/bachelierie/.../tpm2009.pdf), p.5, consulté le 20/11/2012

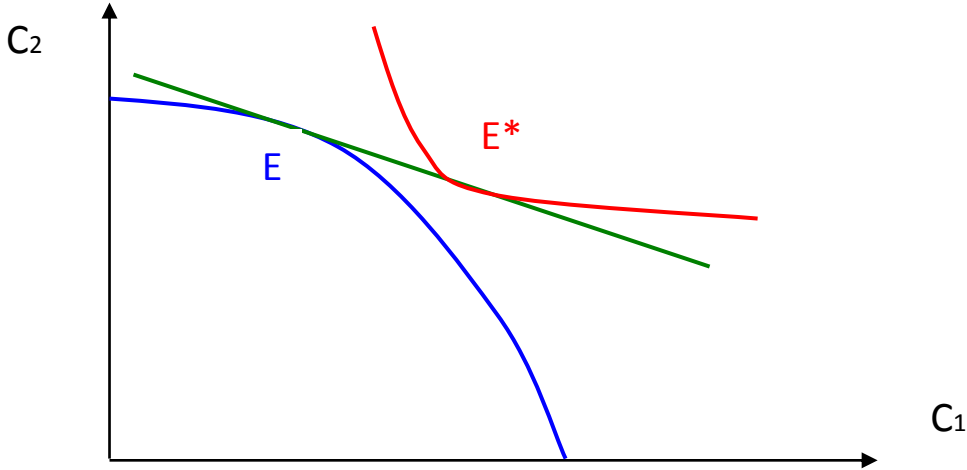
يؤدي الانفتاح المالي إلى تقارب معدلات الفائدة و حدوث نتائج معاكسة بالنسبة للبلدين، بالنسبة للبلد الأول يبدأ معدل الفائدة بالارتفاع ما يسمح له باستغلال أفضل للادخار الذي يولده هذا الارتفاع، وذلك على الرغم من انخفاض معدل الفائدة للاستثمار لأنه يحقق أرباحا بفضل فرص التوظيف في البلد الثاني.

بالنسبة للبلد الثاني فإن سعر الفائدة سينخفض مما يسمح له بالوصول إلى مستوى مهم من الاستثمار بسبب جذب الأموال من البلد الأول، وبالتالي تحصل على تراكم أكثر سرعة. وهنا يمكن القول أن هذا التكامل قد عاد بالنفع على كلا البلدين.

1-1-2- التخصيص الزمني للموارد:

يتم استغلال العامل الزمني من أجل تحقيق تخصيص أمثل للموارد، وذلك من خلال تقديم وتأخير الادخار بين العديد من الفترات ما يسمح للأعوان الاقتصادية بتوسيع استهلاكهم خلال بعض الفترات الزمنية، والوصول إلى التوازن الذي يقابل تحقيق الحد الأقصى للمنفعة.

شكل رقم (07): الكسب الزمني من الانفتاح المالي.



Source : O. B.Sébastien Capron , V. Guinaudeau, P. Piveteau, op.cité, p. 6

يسمح الانفتاح المالي بالوصول إلى نقطة التوازن E^* التي تقع على منحنى بمستوى منفعة أكثر ارتفاعاً من مستوى المنفعة عند النقطة E فإذا كان فائض الادخار يوظف بمعدل ممثل بالخط الأخضر الذي يسمح بالوصول إلى هذا التوازن، وبالتالي الحصول على ربح أكبر يكون من خلال رفع هذا القيد الذي يساوي بين الادخار والاستثمار.⁽¹⁾ يسمح ببرنامج توسع أقل تقييداً، وتحقيق توازن أكثر كفاءة.

2-1 - إثبات قدرة التحرير المالي على تحقيق النمو:

بعد أن أثبت نظام التمويل الموجه إدارياً فشله في تحقيق التراكم الرأسمالي وبالتالي تحقيق النمو، أصبح الحل يكمن في التوجه نحو التحرير المالي نظراً لعدة اعتبارات أهمها استعمال التحرير المالي كقناة لرفع إنتاجية رأس المال" بهدف تحقيق النمو على المدى البعيد:

- تسمح عملية التحرير المالي برفع نسبة الادخار الذي يتم تحويله إلى استثمار بفضل انخفاض تكاليف تحويل الادخار التي يتم اقتطاعها من المبالغ المدخرة أثناء عملية الوساطة المالية.
 - تسمح عملية التحرير المالي برفع الإنتاجية الحدية لرأس المال بفضل حرية توجيه الادخار نحو المشاريع الأكثر مردودية.
 - يؤدي تطوير أدوات ادخار فعالة وذات عائد جيد إلى رفع معدلات الادخار مما يشجع العائلات على توظيف الفوائض المالية المتاحة لديها في هذه الأدوات.
- بالإضافة إلى ذلك يسمح تحرير النظام المالي بـ:

(1) - O. B.Sébastien Capron , V. Guinaudeau, P. Piveteau, op.cité , pp. 5- 6

- تسهيل عمليات تبادل السلع والخدمات من خلال تقليص تكاليف المعاملات بفضل سهولة عمليات الدفع على المستوى المحلي والدولي، ما يسمح بنمو حجم المبادلات ويساهم في تحريك رؤوس الأموال التي تغذي عمليات التجارة الخارجية.
- تحريك الادخار عن طريق تكوين حجم هام من الموارد المالية بفضل إتاحة المجال لعدد غير محدود من المدخرين للمساهمة في العملية الادخارية، وضمان هذه العمليات بفضل الأسواق المالية بما تتوفر عليه من سلطات ولوائح تنظيمية.
- إنتاج المعلومة حول الفرص الاستثمارية المتوفرة والقدرة التمويلية للأعوان الاقتصادية بما يساعد على التحليل الجيد لمختلف المشاريع التمويلية ويسهل عملية التراكم.
- تسيير الخطر بما يسمح للمدخرين أصحاب المحافظ الاستثمارية باختيار مستوى ربح مثالي مع احتمال وجود خطر مرتبط بتباين محافظهم، كما يسمح لهم بتنويع هذه المحافظ.

2- الدوافع العملية للعولمة المالية:

نظرا للضغوط التي تعرضت لها الأسواق الوطنية انطلاقا من سنوات 1980 ظهرت مجموعة من التحولات التي ساهمت في عملية تحرير الأسواق المالية والتي يغلب عليها طابع التقدم التكنولوجي الكبير، وترتكز على ما يعرف بقاعدة (3D) Déréglementation, Décloisonnement et Désintermédiation .

2-1- رفع القيود التنظيمية Déréglementation:

ظهر هذا الاتجاه في الولايات المتحدة الأمريكية في أسواق كانت تتميز بخضوعها للرقابة الشديدة خاصة بعد أزمة 1929، وبدأ هذا الإجراء بشكل أوسع في الاقتصاديات الأنجلو سكسونية ثم إمتد تطبيقه في دول أوروبا الغربية، و انتشر في بقية أنحاء العالم من خلال إلغاء العراقيل وتسهيل حركة رؤوس الأموال. انطلقت عملية إزالة التنظيم والرقابة في الدول المصنعة منذ 1970 وانتشرت بشكل مكثف خلال سنوات: 1980-1990 و تضمن ذلك جانبين أساسيين:⁽¹⁾

- زوال التنظيم من حيث الحجم: (إلغاء الرقابة على عمليات الصرف، التخلي عن عملية تأطير القروض).
- زوال التنظيم من حيث الأسعار: تحرير الرسوم البنكية، المعدلات الدائنة والمدينة.

⁽¹⁾ - M. Lemoune et Autres : « Les grandes questions d'économie et finance internationale : Décodes l'actualité », Ouvertures économiques, 1^o Edition, Paris, 2007, p.422

وارتبط هذا التوجه بزوال الحدود بين مختلف أقسام السوق المالي التي أصبح بإمكانها التواصل فيما بينها دون أي عوائق، وقد تجسد ذلك فعليا في أوروبا بالنسبة للرقابة على عمليات الصرف (بريطانيا 1979، فرنسا ما بين 1985 و 1987). وبشكل إلغاء الرقابة على عمليات ميزان رؤوس الأموال خطوة أساسية في عملية العولمة المالية، حيث مكنت من تحرير عمليات البيع والشراء للعملة خاصة على المدى الطويل، كما أن أسعار الصرف أصبحت تتحدد بكل حرية. وقد أدت هذه العملية إلى اشتداد المنافسة بين البنوك على مستوى كافة أقسام سوق القروض، كما أن هذه البنوك أصبحت معرضة للمنافسة من مؤسسات مالية غير بنكية مثل مؤسسات التأمين، تنظيمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM صناديق التقاعد التي استفادت من فتح النشاطات البنكية، وساعدت هذه الإصلاحات على الاندماج المالي كما ساهم تقليص عمليات التنظيم والرقابة في ازدهار "أسواق الأورو" وعمليات التجديد المالي والتقريب بين مختلف العمليات المالية مكونة بذلك سوق مالي حر ومعولم يمكن من إتاحة مصادر التمويل الملائمة لمختلف الحاجيات. ساهم التطور التقني الكبير في جانب المعلوماتية والاتصالات في استغلال الإطار "الجيو-مالي" من خلال ربط مختلف الساحات المالية عبر العالم، وضمان وحدة المكان والزمان الضرورية للعمل على مستوى السوق المالي على الصعيد العالمي.

2-2- انفتاح الأسواق و إلغاء التوطنين " Décloisonnement " :

لم يؤدي تراجع عملية التنظيم والرقابة إلى زوال الحدود الوطنية فقط بل أدى أيضا إلى الاندماج بين الأقسام داخل السوق الوطني (السوق النقدي قصير الأجل، السوق المالي طويل الأجل، سوق الصرف، سوق المشتقات المالية) مشكلة سوق مالي شامل يمكن المستثمرين والمقترضين من البحث عن أحسن مردود وأحسن تغطية من خلال إمكانية تحويل أموالهم من نوع إلى آخر من الأصول ومن وضعية تغطية إلى أخرى و من عملة إلى أخرى.

ولم يتوقف الحد في الولايات المتحدة عند اندماج الأسواق المالية بل تعدى ذلك ليشمل الوسطاء البنكيين الذين أصبحوا يفضلون عدم التخصص في نوع معين من العمليات، كما أن القوانين تغيرت بشكل يسمح للبنوك بفتح فروع لها في مختلف المناطق مع توسيع مجال نشاطها الذي لم يعد منحصرًا في عمليات الإقراض والاقتراض، بل تعدى ذلك إلى عمليات الإصدار وتسيير المحافظ المالية، وعمليات التأمين... الخ،⁽¹⁾ في هذا الإطار أدت عملية الاندماج إلى ارتفاع الضغوط التنافسية من خلال مواجهة

(1)- M. Lemoune et Autres, op. cit, p. P 422

منافسين جدد في المنطقة الجغرافية التي ينشط فيها البنك، وقد ازدادت حدة المنافسة بسبب رفع جميع أنواع الرقابة على نشاط هذه البنوك وذلك قبل العودة إلى تطبيق نوع من الرقابة المتمثلة في قواعد الحذر. ومع نهاية القرن العشرين أصبح هناك سوق وحيد لرؤوس الأموال مع مجموعة من المتعاملين الخواص (البنوك الدولية الكبرى، مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد والاستثمار) التي تملك قدرة كبيرة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال التغيرات التي تحدث في الأسعار والمعدلات للقيام بعمليات مربحة على المستوى المحلي والدولي مستفيدة من التحرير المالي.

2-3- تحجيم دور الوساطة في التمويل " Désintermédiation "

أدت أزمة المديونية العالمية إلى ظهور تقنية توريق المعاملات المالية الدولية، سمحت هذه التقنية للبنوك التي تتعامل في القروض الدولية بالتحول إلى أسواق جديدة على المستوى المحلي والدولي، وأصبحت العمليات التقليدية التي تقوم بها البنوك مهددة بسبب تدني هوامش الوساطة المالية لصالح العملات الناتجة عن العمليات خارج الميزان، وبالتالي فإن عملية اللاوساطة هي إحدى النتائج الواضحة لزوال الحدود بين الأسواق، وهي تعبير عن الانتقال من وضعية تتميز بالمالية غير المباشرة التي تقوم على الوساطة في تمويل المؤسسات عن طريق القروض البنكية إلى وضعية تتميز بالمالية المباشرة التي تقوم على عدم الوساطة، يتم تمويل المؤسسات فيها عن طريق إصدار أسهم و سندات قابلة للتداول في الأسواق المالية.

بمعنى آخر يمكن التعبير عن اللاوساطة من خلال مصطلح سوقية و توريق الميزانيات البنكية

"La marchéisation et la mobilisation du bilan des banques" حيث يصبح الوسطاء الماليون أكثر حساسية لتغيرات الأسعار على مستوى الأسواق المالية، ويصبح المعدل البنكي مرتبط بشكل كامل بمعدل الفائدة المحدد في السوق مع تزايد حجم توريق الميزانيات البنكية في شكل أصول قابلة للتداول على مستوى السوق، "حيث أن نسبة الودائع لدى البنوك لم تتجاوز 32% في 2003 في حين كانت تمثل 87% سنة 1980، أما نسبة القروض انخفضت من 85% إلى 55% بين 1980 و 1993 ووصلت إلى 35% في 2003، والعكس من ذلك فقد عرفت نسبة الأوراق المالية ارتفاعا من 5% إلى 23% ما بين 1980 و1993"⁽¹⁾.

كخلاصة فإن عملية اللاوساطة تعكس الدور المتزايد للسوق في تمويل الاقتصاد، في وقت فقدت فيه النشاطات التقليدية للبنك فعاليتها (تجميع الودائع و توزيع القروض) لصالح نشاطات أكثر مردودية.

(1)- M. Lemoune et Autres, op. cit, p. P 42.6

ففي فرنسا مثلا تتحكم البنوك في نسبة 80% من التوظيفات الجماعية للقيم المنقولة على مستوى السوق المحلي⁽¹⁾، أما على مستوى الأسواق الدولية فإن البنوك تلعب دورا محوريا على مستوى السوق الأولى للإصدارات وهذا ما يعكس الحجم الكبير للإصدارات مقابل الحصول على عمولات جد مغرية.

المطلب الثاني: تبريرات العولمة المالية

تعد فرضية كفاءة الأسواق المالية أهم أركان العولمة المالية، و تتمحور حول:

1- النموذج المهيمن في كفاءة الأسواق المالية:

"يقصد بكفاءة السوق المالي مدى إستجابة الأصول المالية في السوق المالي على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين على مستوى السوق من شأنها تغيير نظرتهم عن الجهة المصدرة لهذه الأصول المالية وكذلك حول أسعارها"⁽²⁾.

تركز النظرية النيوكلاسيكية على فرضية غياب أي فرص للتحكيم كما تفترض أن السوق كامل، وتضع علاقة بين الأمل الرياضي و احتمال حدوث خطر حيادي، وانطلاقا من هذه العلاقة نستخلص المقومات الرئيسية للكفاءة للمعلوماتية⁽³⁾:

- تطابق أسعار الأصول المالية مع قيمتها الجوهرية أو الأساسية.

- عدم القدرة على التنبؤ بالعوائد.

- إهمال التشوهات المفترضة.

يتم انطلاقا من هذه المقومات تقدير سديد للقيمة الأساسية "La valeur fondamentale" التي تعكس المعلومات المتوفرة، وبالتالي فإن كل متعامل يمكنه وضع القيمة الصحيحة لسعر الأصول المالية.

وحتى في حال وجود سلوكيات لا عقلانية فإن المنافسة بين المحكمين (مفهوم أساسي في النظرية

النيوكلاسيكية) من خلال شراء الأصول المقيمة بأقل من قيمتها "Les actifs sous évalués" وبيع الأخرى

المقيمة بأكثر من قيمتها "Les actifs sur évalués" سوف يمكن من الحصول على القيمة الصحيحة

(1) - M. Lemoune et Autres, op. cité, p. P 427

(2) - N. Achouri : « Les implications de la finance comportementale en matière de désigne des produits financiers », <http://www.programmefinance.com/teletudiant/Achouri%20Implication%20de%20la%20finance%20comportementale.pdf>, p.2, consulté le 26/03/2010.

(3) N. Aktas : « La finance comportementale : un état de lieux »,

http://www.cnamdegfin.fr/IMG/aktas_Reflet_et_Persp.pdf, p.21, consulté le 26/03/2010.

للأسعار، وهذا ما يؤكد على فعالية الأسواق المالية التي تركز على فرضية (الثقة في الأسعار السوقية)، وحتى إن وجدت إختلالات خفيفة بين القيمة الأساسية والسعر السوقي فإنها تعود إلى تكاليف المعاملات. لأن فعالية السوق تفترض⁽¹⁾:

- قابلية الإحلال بين الأصول المالية.

- يعود تغير قيمة الأسهم إلى وجود متغير أساسي يتمثل في تقلبات أرباح الأسهم "Les dividendes".

ويتم تفسير السلوك العقلاني للفرد على أساس سعيه إلى تعظيم المنفعة على مستوى السوق المالي ويرتكز ذلك على التسليم بعدة مبادئ أهمها:

- **بديهية الاستمرارية:** لا يتأثر ترتيب أولويات الفرد بالتغيرات البسيطة في احتمالات حدوث مختلف الحالات.

- **بديهية استقلالية البدائل:** بافتراض وجود ارتباط بين أصلين ماليين بأصل مالي ثالث فإن ترتيب الأولويات بالنسبة للفرد فيما يتعلق بهذين الأصلين لا يتأثر بطبيعة الأصل الثالث.

وأخيرا فإن المستثمر العقلاني يتفاعل مع المعلومات الجديدة (عامة، اقتصادية، مالية) ويقوم بتعديل احتمالات حدوث مختلف الأحداث المستقبلية وفقا لـ "قاعدة بايز"، في هذا الإطار فان أسعار الأصول المالية لا يمكنها أن تتأثر إلا بالمعلومات غير المتوقعة من طرف المستثمرين العقلانيين.

2- إثبات فعالية الأسواق عن طريق البحوث المالية:

ركزت البحوث المالية في إثبات فعالية الأسواق المالية على أسلوبين:

1-2- أسلوب الدراسات العلمية:

تمكنت الدراسات من الحصول على قدر من الأدلة العلمية حول الطابع العشوائي لتغيرات الأسعار السوقية، وعليه فإن فعالية الأسواق المالية تتركب من 3 مجموعات محددة⁽²⁾:

أولا - الصيغة الضعيفة للكفاءة: ويقصد بها أن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر الأصل المالي وعلى حجم المعاملات التي جرت في الماضي لها انعكاساتها على الأسعار الحالية، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار أي أن دراسة الماضي للتنبؤ بالمستقبل هي عملية عديمة الجدوى.

(1) - A. Orléan : « Efficience informationnelle versus finance comportementale : éléments pour un débat », <http://www.pse.ens.fr/orléan/depot/publi/marchesfi.pdf>, p.3, consulté le 26/03/2010.

(2) A. Dahi : « Le hasard boursier entre la finance néoclassique et la finance comportementale », séminaire, 24-25oct2008, FSEG, Université d'Annaba.

ثانيا -**الصيغة المتوسطة للكفاءة:** تشير إلى أن الأسعار الحالية للأصول المالية لا تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور ولا التوقعات التي بنيت على أساس هذه المعلومات، ومنه فإن القيام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات لن يساعد المستثمر على تحقيق أرباح غير عادية إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لبقية المتعاملين.

ثالثا -**الصيغة القوية للكفاءة:** وتعني أن تعكس الأسعار الحالية وبصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، وبالتالي لن يحصل أي مستثمر على ميزة تحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية. هناك عدة أساليب علمية لإثبات كفاءة الأسواق المالية منها⁽¹⁾:

- استعمال أسلوب التحليل التقني الذي يعتمد على المنحنيات و يعرف بـ " L' analyse du chartisme " من أجل وضع توقعات لتطور الأسعار المستقبلية، وفي حالة وجود توجهات معينة لتطور الأسعار السوقية فإنه يتم ملاحظة فترات متعاقبة من الارتفاع والانخفاض تكون أطول من تلك التي تم توقعها سابقا.

- طريقة المصفاة "La méthode des filtres" التي تحدد قواعد شراء وبيع الأسهم انطلاقا من معادلة معطاة لحساب التغير في الأسعار، مثلا: مصفاة بـ 3% يسمح ببيع أصل معين إذا انخفض سعره بنسبة 3% بالمقارنة مع السعر السابق للشراء، ويسمح بالشراء في الحالة المعاكسة.

- تقنية المتوسطات المتحركة "La technique des moyennes mobiles" التي تقترح مراجعة إمكانية تحقيق أرباح قصوى بالمقارنة مع اتخاذ إستراتيجيات سلبية " buy and hold strategy " .

بالرغم من ذلك هناك عدة عوامل من شأنها التقليل من درجة الكفاءة وبالتالي عدم التوجيه الجيد للموارد المالية المتاحة وهي⁽²⁾:

-وجود حالة ذعر في السوق.

-إطلاق الشائعات.

-فشل آلية التصويت.

-الممارسات غير الأخلاقية كاستغلال الثقة، اتفاقيات، تلاعب... الخ.

2-2 - أسلوب دراسة الأحداث:

ليكون السوق كفاء يجب أخذ بعين الاعتبار⁽³⁾:

(1) B. Jacquillat ; B. Solnik : « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques », 3° Edition, Dunod, Paris, 1997, p.59

(2) -عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 183 .

(3) - F. Mishkin : Monnaie, banque et marchés financiers , 7° Edition, Pearson édition, France, Paris, 2004,p.175

- سرعة الحصول على المعلومات الجديدة (إعلان عمليات اندماج، إصدار أسهم جديدة، ارتفاع أرباح الأسهم... إلخ).

- القدرة على تعديل الأسعار السوقية بناء على المعلومات الجديدة.

من جهة أخرى يستلزم هذا التسلسل شرطين هما:

- القدرة على عزل الحدث المتمثل في انتشار المعلومات الموجهة وتأثيرها على الأعوان الاقتصادية.

- معرفة التاريخ الدقيق الذي يتم فيه إعلان المعلومات الجديدة على مستوى السوق.

تؤكد أغلب الدراسات العلمية الطابع الكفاء للسوق، وبالتالي بمجرد الإعلان عن الحدث فإن ذلك سيؤدي إلى استقرار سريع للعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) "Return émulative Anormal"، ويميل متوسط الانحرافات إلى الصفر وبالنتيجة لن يكون هناك ردود أفعال غير مرغوبة ولا تعديلات متأخرة.

3- نتائج كفاءة الأسواق المالية:

يسمح الجمع بين الدراسات العلمية ودراسة الأحداث بملاحظة مدى مصداقية نموذج كفاءة الأسواق المالية (L'EMH) و تأثيرها على رسم رؤية معينة عن النظام المالي ما يفتح المجال لتطوير نظرية مالية خاصة انطلاقاً من ترشيد عمليات التحكيم، وهذا ما بينته عدد من الأعمال المهمة منها اقتراحات "Modigliani et Miller" حول البنية المالية سنتي 1958 و 1961 ونموذج الخيارات لـ "Black et Scholes" سنة 1971. و يعود الفضل في تقريب مفهوم كفاءة الأسواق المالية من المستثمرين الماليين للثنائي "R.Brealy et S.Meyers" الذين وضعوا ستة نتائج لكفاءة السوق⁽¹⁾:

- السوق ليس له ذاكرة: أظهرت الدراسات العلمية أن السوق يعاني من مرض فقدان الذاكرة بمعنى آخر فإن تحليل الأسعار الماضية لا يسمح بإعطاء نظرة عما ستكون عليه الأسعار المستقبلية.

- الثقة الكاملة في السوق: نظراً لكون المعلومات المتوفرة تدخل بشكل كامل في تكوين الأسعار فإن المستثمرين مجبرين على وضع ثقة كاملة في السوق من أجل التقييم الجيد لمختلف الأسهم التي تصدرها المؤسسات.

- غياب الوهم المالي: يستنتج نموذج الكفاءة أي تأثير يمكن أن ينعكس على سلوك المستثمرين أو المعطيات المحاسبية (تسيير النتائج)، أو بعض العمليات المالية (إعادة شراء الأسهم، توزيع الأسهم المجانية غير المكتتبه... إلخ) والتي لا تؤدي إلى خلق القيمة حيث لا يأخذ المستثمرون في تقييم المؤسسة بعين الاعتبار إلا التدفقات النقدية المستقبلية فقط.

(1) - P. Spieser : « Information économique et marchés financiers », Economica, Paris, 2000, p.263

- غياب علاوة التحكيم: هناك عدد من العلاوات لا يمكن أن تتواجد على مستوى السوق الكفاء مثل (علاوة المردودية، علاوة المديونية، علاوة الرفع المالي)، من جهة فان السوق يفضل نموذج المؤسسة الصافية "La firme pure" أي غير المتنوعة النشاطات، وبالتالي هي قادرة على توفير أفضل مردودية، ومن جهة أخرى ترشيد الاستدانة واستعمال تقنية الرفع في ظل غياب الميزة الجبائية في استعمال الديون كمصدر للتمويل.

- قابلية الإحلال التام بين الأسهم : بما أن السوق يدمج المعلومة بشكل كامل في تكوين الأسعار، وبما أن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار الثنائية (مردودية - خطر) فإن سعر السهم لا بد أن يعدل انطلاقاً من وجود علاوة الخطر (وليس على أساس التوازن بين العرض والطلب)، هذا الطلب الذي يتميز بمرونة كبيرة جداً بالنسبة للأسهم بحيث أنه في حالة بيع كميات كبيرة لا يحدث انخفاض في قيمتها على مستوى السوق.

- أولوية المعلومة المالية بالمقارنة مع المعلومة المحاسبية: على مستوى السوق المالي حيث يتم الإدماج الكامل للمعلومة فإن الأسعار السوقية بصفة خاصة وكل المعطيات التي ينتجها السوق بصفة عامة (معدلات الفائدة، معدل الصرف، خيارات، مستقبليات... إلخ) تمثل أفضل المؤشرات التي يتم استعمالها في اتخاذ قرار معين بشأن مستقبل المؤسسات وهنا تبرز أولوية المعلومة المالية (تغيرات أسعار الأسهم والسندات) مقارنة بالمعلومة المحاسبية لأن القيمة السوقية لا يدخل في تكوينها المعطيات المحاسبية فقط بل مجموعة من المتغيرات الخارجية بالنسبة للمؤسسة (تغير معدلات الفائدة، معدلات الصرف، أسعار المواد الأولية... إلخ).

قدمت الدوافع التي ساهمت في صعود العولمة المالية وفرضية كفاءة الأسواق المالية الدلائل اللازمة (نظرياً على الأقل) على قوة النموذج التراكمي القائم على عقلانية التحرير المالي، وكان صعود المنطق المساهمي بمثابة التطبيق الميداني والواقعي لهذه التصورات.

2- الدوافع العملية للعولمة المالية:

2-1- رفع القيود التنظيمية Déréglementation:

ظهر هذا الاتجاه في الولايات المتحدة الأمريكية في أسواق كانت تخضع للرقابة الشديدة بعد أزمة الكساد سنة 1929، ولقد اتسع هذا الإجراء ليشمل الاقتصاديات الأنجلوسكسونية ثم امتد تطبيقه في دول أوروبا الغربية، وانتشر في بقية أنحاء العالم من خلال إلغاء العراقيل وتسهيل حركة رؤوس الأموال.

وانطلقت عملية إزالة التنظيم والرقابة في الدول المصنعة منذ سنة 1970 وتكاثفت خلال: السنوات 1980-1990 وتضمن ذلك جانبيين أساسيين:⁽¹⁾

- زوال التنظيم من حيث الحجم وذلك بإلغاء الرقابة على عمليات الصرف والتخلي عن عملية تأطير القروض.

- زوال التنظيم من حيث الأسعار وذلك بتحرير الرسوم البنكية، المعدلات الدائنة والمدينة.

وارتبط هذا التوجه بزوال الحدود بين مختلف أقسام السوق المالي التي أصبح بإمكانها التواصل فيها بينها دون أي عوائق، وقد تجسد ذلك فعليا في أوروبا بالنسبة للرقابة على عمليات الصرف (بريطانيا 1979، فرنسا ما بين 1985 و1987)، وشكل إلغاء الرقابة على عمليات ميزان رؤوس الأموال خطوة أساسية في عملية العولمة المالية:

- تحرير عمليات البيع والشراء للعملية خاصة على المدى الطويل.

- تحديد أسعار الصرف بكل حرية.

- اشتداد المنافسة بين البنك على مستوى كافة أقسام سوق القروض.

_ أصبحت البنوك معرضة للمنافسة من طرف مؤسسات مالية غير بنكية (مؤسسات التأمينات، صناديق التقاعد، تنظيمات، التوظيف الجماعي للقيم المنقولة).

كما ساعدت هذه الإصلاحات على الاندماج المالي كما ساهم تقليص عمليات التنظيم والرقابة في ازدهار أسواق الأورو وعمليات التجديد المالي والتقريب بين مختلف العمليات المالية مكونة بذلك سوق مالي حر ومعولم يمكن من إتاحة مصادر التمويل الملائمة لمختلف الحاجيات.

2-2- انفتاح الأسواق وإلغاء التوطن: Décloisonnement:

لم يؤدي تراجع عملية التنظيم والرقابة إلى إزالة الحدود الوطنية فقط بل أدى أيضا إلى الاندماج بين الأقسام داخل السوق الوطني (السوق النقدي قصير الأجل، السوق المالي طويل الأجل، سوق الصرف، سوق المشتقات المالية) مشكلة سوق مالي شامل يمكن المستثمرين والمقترضين من البحث عن أحسن مردود وأحسن تغطية من خلال إمكانية تحويل أموالهم من نوع إلى آخر من الأصول، ومن وضعية تغطية إلى أخرى، ومن عملية إلى أخرى.

ولم يتوقف الحد في الولايات المتحدة عند اندماج الأسواق المالية بل تعدى ذلك ليشمل الوسطاء البنكيين الذين أصبحوا يفضلون عدم التخصص في نوع معين من العمليات، كما أن القوانين تغيرت بشكل يسمح

⁽¹⁾ - M. Lemoune et Autres : Les grandes questions d'économie et Finance Internationale , décodés l'actualité , ouvertures économiques 1^{er} édition , Paris 2007P 422

للبنوك بفتح فروع لها في مختلف المناطق مع توسيع مجال نشاطها الذي لم يعد منحصرًا في عمليات الإقراض ولاقتراض بل تعدى ذلك إلى عمليات الإصدار المحافظ المالية وعمليات التامين... إلخ، ولقد أدت عملية الاندماج إلى: (1)

- ارتفاع الضغوط التنافسية من خلال مواجهة منافسين جدد في المنطقة الجغرافية التي ينشط فيها البنك، ومع نهاية القرن العشرين أصبح هناك سوق وحيد لرؤوس الأموال مع مجموعة من المتعاملين الخواص (البنوك الدولية الكبرى، مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد والاستثمار) التي تملك قدرة كبيرة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال التغيرات التي تحدث في الأسعار والمعدلات للقيام بعمليات مريحة على المستوى المحلي والدولي مستفيدة من التحرير المالي.

2-3- تحجيم دور الوساطة في التمويل Désintermédiation:

هذا التراجع في الوساطة المصرفية أو إضفاء الطابع السوقي على نشاط المصارف، يعني زيادة حساسية الوسطاء الماليين لمخاطر السوق من جهة تظهر منافسة على مستوى تكوين الأسعار حيث أن الإصلاحات المالية تهدف إلى جعل سعر الفائدة يلعب دوره كسعر للسوق بالنسبة للنشاط المصرفي التقليدي (قرض-إيداع)، يعتبر إضفاء الطابع السوقي على الشروط المصرفية موجهًا لتنظيمًا للشروط التي تفرضها المصارف على عملائها بالعودة إلى أسعار السوق.

بمعنى آخر يمكن التعبير عن اللاموساطة من خلال مصطلح سوقية وتوريق الميزانيات البنكية حيث يصبح الوسطاء الماليين أكثر حساسية لتغيرات الأسعار على مستوى الأسواق المالية ويصبح المعدل البنكي مرتبط بشكل كامل بمعدل الفائدة المحدد في السوق مع تزايد حجم توريق الميزانيات البنكية في شكل أصول قابلة للتداول على مستوى السوق.

المطلب الثالث: التجديدات المالية و النظريات المفسرة لها.

1- الإطار النظري للتجديد المالي و خصائصه:

يشترك الإطار النظري للتجديد المالي في نقاط تقاطع مع الأطر النظرية للتجديد في مختلف المجالات الاقتصادية، لكنه ينفرد بخصوصيات تميزه عن هذه الأطر.

(1) - H, Bourguinat JTeiletche , M Dupy , Finance internationale ,Paris , 2007,P44

1-1- مفهوم التجديد المالي:

يعبر مصطلح التجديد المالي عن خلق منتج جديدا وإدخال تعديلات على منتج موجود سابقا بما في ذلك الأسواق والخدمات المالية المختلفة، وقد عرفت وتيرة التجديد المالي نموا معتبرا خلال الثلاثون سنة الأخيرة، إذ لعب التطور التكنولوجي دور المحرك في التحولات المالية العميقة. وارتبط ذلك بتطور البنية الهيكلية للنظام المالي وزوال القواعد التنظيمية، بالإضافة إلى بروز ظاهرة التوريق وزوال الوساطة، وقد جاءت هذه التجديدات استجابة لنمط تسييري جديد للمؤسسات يغلب عليه الطابع المالي ويتميز بحتمية تعظيم المردودية وتخفيض مستويات الخطر.

1-2- خصائص التجديدات المالية:

تتفرد التجديدات المالية بخصائص تجعلها تتميز عن التجديدات التي تحدث في المجالات الأخرى غير المالية ومن أهم هذه الخصائص⁽¹⁾.

1-2-1- الطابع المختلط لها:

سمح التطور التكنولوجي بتسريع وتيرة انتشار التجديدات المالية وتوسيع الأسواق المالية خاصة مع ثورة تكنولوجيا الاتصالات الحديثة التي ساعدت على تسهيل عمليات بيع وشراء الأصول المالية وأصبح بالإمكان تمويل استثمارات طويلة الأجل بأصول مالية قصيرة وتمويل عمليات قصيرة الأجل بأدوات مالية طويلة الأجل.

1-2-2- سهولة الانتشار على المستوى الدولي:

معظم التجديدات المالية تركزت في البداية في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتشرت في الدول الأنجلوسكسونية، ومنها إلى غيرها من الدول الصناعية الأخرى.

1-2-3- السرعة الفائقة لدورات الحياة :

تصل التجديدات المالية إلى مرحلة النضج بسرعة فائقة، كما أن هذه المنتجات لا تختفي بمرور الوقت إلا نادرا، على عكس المنتجات الصناعية التي يمكن أن تحل محل منتجات صناعية أخرى تعتبر أقل ربحية، فإن التجديد المالي غالبا ما يؤدي إلى إضافة منتج جديد للمنتجات الموجودة سابقا ولا يؤدي ذلك إلى إلغائها.

(1) – J. Amiot , B Quynh ,D Nguyen innovation et globalisation financier : Théories et manifestations http : team U Paris 1 , Fr teamperso defever TD M1 pol monetaire Expose final – 07 sujet 1 Nguyen 20% Vanessa P F PP14 16 consulte le 24 11 2012

1-2-4- سرعة الانتشار و الاستنساخ:

إن الاحتفاظ بالخصائص السرية للمنتج أو الخدمة المالية يعتبر من الصعب جدا، لأنه بإمكان المنافسين دائما أن يقترحوا على زبائنهم عقود مماثلة مع اختلافات بسيطة ولكن بتكاليف أقل، كما أنه من الصعب جدا الكلام عن براءات اختراع تتعلق بهذه العقود وحتى بعض المحاولات في هذا الشأن باءت بالفشل مما سمح بانتشار عملية الاستنساخ لأنه من السهل جدا اقتراح منتجات جد متشابهة لصالح الزبائن تختلف فقط من حيث الاسم ومن حيث بعض المميزات التقنية الثانوية.

1-2-5- خصوصية التجديدات المالية:

من المهم جدا معرفة أصل هذه المنتجات إذا كانت عمومية أو خاصة و مجال تداولها مالية السوق أو مالية الوساطة و الجهات التي تستهدفها أفراد، بنوك... إلخ، ومدى تأثيرها على المجمعات النقدية و على استقرار الأسواق المالية.

2- النظريات المفسرة للتجديدات المالية (مقارنة العرض، مقارنة الطلب):

لا توجد نظرية تفسر بدقة تأثير التجديدات المالية بالظروف المحيطة، لكن هناك مقاربتان نظريتان متكاملتان أكثر من كونهما متناقضتان تشرح كل منهما أسباب ظهور التجديدات المالية:

2-1- مقارنة العرض (نظرية القيد La théorie contrainte):

قدم سنة 1975 Wiliam Silber نظرية تشرح ديناميكية التجديد المالي وتبين أن عملية التجديد هي نتيجة لاستراتيجيات تقترحها المؤسسات المالية في محاولة للتغلب على القيود و الحواجز التنظيمية التي تعترض عملها، وتتمثل هذه القيود في: المنافسة، القوانين التي تفرضها السلطات، الأخطار المتنوعة... إلخ ويطلق على هذه النظرية مقارنة العرض، لأن المؤسسات المالية هي التي تعرض التجديدات المالية وتهدف إلى:⁽¹⁾

- المنافسة على كبر الحصة في السوق من خلال توفير منتجات مالية تتوافق مع رغبات الزبائن وتحظى بتقنهم الكاملة ويكون ذلك باحتكار التجديدات المالية و لو لفترة قصيرة.

- التحرير من القيود التنظيمية باستعمال المؤسسات المالية (بنوك، وأسواق) لاستراتيجيات مضادة بهدف تجاوز القواعد التنظيمية من أجل التحرر من القيود التي تفرضها السلطات العمومية و الوسطاء الماليون.

- تسيير المخاطر خاصة بعد انتهاء العمل بنظام الصرف الثابت في مارس 1973 وارتفاع الخطر الناجم عن تقلبات أسعار الفائدة (بسبب تغير السياسة النقدية الأمريكية ابتداء من 1979).

(1) - J Amiot, B. Quynh ,D. Nguyen , OP Cite ,P 18

2-2- مقارنة الطلب (L'approché par la demande):

على عكس تحليلات Silber التي تصف التجديدات المالية على أنها ناتجة عن استجابة المؤسسات المالية للقيود التنظيمية التي تفرض عليها قام كل من (Desai et low) سنة 1987 بتقديم مقارنة الطلب التي تركز على تحليل الأصول المالية على أساس الثلاثية (المردودية، الخطر، تاريخ الاستحقاق) حيث يطلب المدخرون مميزات معينة وليس أصول مالية في حد ذاتها، وعلى هذا الأساس فإن عملية الطلب من طرف المستهلكين هي من تحرض عملية التجديد المالي من جهة أخرى وجد Kevin Lancaster سنة 1966 أن المستهلكين يقومون باختيار سلعة معينة بناء على معايير ومميزات ثابتة، وليس على أساس السلعة في حد ذاتها، حيث يملك المستهلك تباين مثالي يمكنه من اختبار المنتج الأقرب إلى ما يرغب فيه على مستوى السوق، وكلما زاد البعد بين تباين السوق والتباين المثالي للمستهلك كلما كان المجال مفتوح أكثر للتجديد بسبب وجود طلب لم يتم تلبية بعد.

وقام كل من "Desai et low" بتطبيق هذا الطرح على التجديد المالي، فكلما رغب المستهلكون في الحصول على أصول مالية تحمل مميزات مناسبة مثل المردودية والسيولة التي تحقق أكبر مستوى من المنفعة كلما كانت عملية التجديد المالي مريحة، وبالتالي فإن عملية التجديد المالي هي وسيلة لخلق تركيبات جديدة من المميزات التي توفر للمستهلكين منتجات تتماشى مع رغباتهم⁽¹⁾. تبقى هذه المقاربة ضيقة لأنها تنطبق فقط على المنتجات المالية ويبقى تطبيقها صعبا فيما يتعلق بسيرورة التجديد المالي.

المبحث الثاني: الهندسة المالية، أدواتها و مجالات استخدامها

إن التطور المذهل والسريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات العمل إلى اقتصاديات المعرفة ترك بصماته على أساليب التمويل للحكومات والشركات وعلى التمويل المصرفي، كل هذا أدى إلى تطور وتعقد الإدارة المالية التي تعد المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع من خلال ترشيد القرار التمويلي، فظهر ما يعرف بالهندسة المالية التي من خلالها يمكن تقديم مساعدات فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات الاقتصادية بالإضافة إلى أنه بطهور الهندسة المالية لم يقتصر دورها فقط على تخفيض تكاليف الأنشطة المنفذة، بل تذهب إلى أبعد من ذلك، فهي تطور وتبتكر المنتجات المالية الجديدة.

(1) - J Amiot B Quynh D Nguyen OP Cite ,P 19

وبغرض توضيح ذلك تعرضنا في المبحث الثاني من عملنا هذا إلى الإحاطة بالجانب التأسيسي النظري للهندسة المالية وأدواتها ومجالات استخداماتها حيث قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، تناولنا في المطلب الأول الهندسة المالية، مفهوماً، وإستراتيجيتها، بينما تطرقنا في المطلب الثاني إلى مجالات استخدام الهندسة المالية، أما المطلب الثالث فتعرضنا فيه إلى أدوات الهندسة المالية (المشتقات المالية).

المطلب الأول: الهندسة المالية، مفهوماً وإستراتيجيتها.

1- مفهوم الهندسة المالية:

يشير مصطلح الهندسة المالية إلى فن صياغة المدخلات المالية لتلبية حاجات وميول مستخدمى الأموال فيما يخص المخاطرة، فترة الاستحقاق و العائد.

يقول الدكتور سامي السويلم المتخصص المالي: "أن الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه قد يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص"، فمعظم تعاريف الهندسة المالية مستوحاة من وجهات نظر الباحثين ومصممي المنتجات المالية الذين يطورون النماذج والنظريات المالية في المؤسسات المالية أو في الأسواق المالية.

1-1- تعريف الهندسة المالية: تعرف الهندسة المالية بحسب بعض المختصين بأنها التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشكلات التمويل.

ووفقاً للتعريف فإن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- ابتكار آليات تمويلية جديدة مثل بطاقات الائتمان.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمؤسسة الاقتصادية.

و يمكن إجمال تعاريف الهندسة المالية إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

المجموعة الأولى: هذه المجموعة تقدم تعريف للهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات،

حيث تعتبر الهندسة المالية تعبيراً مفيداً للعملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية

للمؤسسة وقد تتضمن النشاطات التالية:⁽¹⁾

- تعظيم قيمة المؤسسة.

- إدارة محفظة الأوراق المالية.

(1) - htt : islamfin go – forum. net / montada – f3/ topic – t2 htm/ consulter le' 24/02/ 2015

- التفاوض حول التمويل، التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية.

- تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي كل مصالح الزبون والشركة.

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

هذه النشاطات يمكن أن تتضمن استخدام النماذج الكمية، البرامج التقنية، والمشتقات.

المجموعة الثانية: أما هذه المجموعة فنقدم تعريف للهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية، حيث تعتبر هذه الأخيرة أن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البنائيات المحصلة من السوق المالية بطريقة عملية، يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في الأسواق المالية خاصة في تجارة العملات تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات، ويسمح استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للأسواق المالية، وبالتالي فهما أفضل من طرف المتعاملين في السوق ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات. وعليه فيمكن إجمال تعريف للصناعة المالية في أنها ابتكار لحلول مالية فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد كما أنها تقدم حولا، فهي بذلك تلبى حاجات قائمة أو تستعمل فرصا أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل.

هذا وقدمت للهندسة المالية عدة تعاريف أخرى منها:

- تركز الهندسة المالية على تصميم، تطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة و مبدعة للمشكلات المالية، والهدف من الهندسة المالية هو خفض التكاليف وزيادة العائد.⁽¹⁾

- تعرف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين IAFE الهندسة المالية بأنها التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة و لاستغلال الفرص المالية.

- الهندسة المالية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل.

وانطلاقا مما سبق يمكن صياغة تعريف شامل للهندسة المالية على أنها فن صياغة المدخلات المالية لتلبية حاجيات وميول مستخدمي الأموال عن طريق تصميم، تطوير وتنفيذ آليات مبتكرة لمشاكل التمويل تحقق حولا إبداعية.⁽¹⁾

(1) - Finnerty DJ, Financial engineering in corporate finance, An overview, Financial management, 1988, vol 17, PP 56,59

IAFE : International Association of Financial Engineers

1-2- فلسفة الهندسة المالية:

لقد ساهمت عمليات الهندسة المالية Financial Engineering وما تضمنته من ابتكار مالي في تقديم العديد من الأدوات المالية المبتكرة، وتشير إلى عمليات التصميم والتطوير وتقديم أدوات مالية جديدة وأساليب تعامل مستحدثة، بالإضافة إلى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل التمويل ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمؤسسات المالية الحديثة بإنشاء أقسام البحوث للمشاكل التمويلية والتطوير في حقل المنتجات المالية، ومما يساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية تسمح بالحاكاة ، والتجاري بغرض تحقيق الربحية، والنمو التجاري.

ويرى Miller (1986) أن العوامل التنظيمية والضريبة تمثل القوى الدافعة الرئيسية وراء عمليات الاستقرار المالي.

من ناحية أخرى يرى Silber (1983) أن العوامل الاقتصادية تقف وراء عمليات الابتكار المالي، بمعنى أنه إذا كانت الشركات تهدف إلى تعظيم المنفعة من استخدام مصدر تمويلي معين، فإن ذلك يتطلب وجود أدوات مالية مبتكرة تسهم في تقليل تكلفة التمويل باستخدام هذا المصدر.

ويمكن تصنيف العوامل المسؤولة عن الابتكار المالي من وجهة نظر كل من Miller, Silber:

- تقليل أو نقل المخاطر من طرف لآخر في السوق.

- تقليل تكاليف المعاملات.

- تقليل تكاليف الوكالة.

- زيادة السيولة.

- العوامل التنظيمية والتشريعية.

- عدم التماثل الضريبي لمصالح المصدر أو المستثمر.

- مستوى معدلات الفائدة و تذبذبها.

- مجهودات أكاديمية ساهمت في تقديم أدوات مالية جديدة .

- مجهودات من الواقع العملي.

- التطورات التكنولوجية و عوامل أخرى.

ولقد كان سعي المهندسين الماليين دوما نحو امتلاك أنظمة متطورة لتحويل الأدوات الاستثمارية ذات المخاطر العالية إلى أدوات ذات مخاطر متدنية، وذلك من خلال استعمال الأدوات المالية المبتكرة، فهؤلاء المهندسين في المؤسسات الاستثمارية تحديدا يؤدون ثلاثة أدوار:

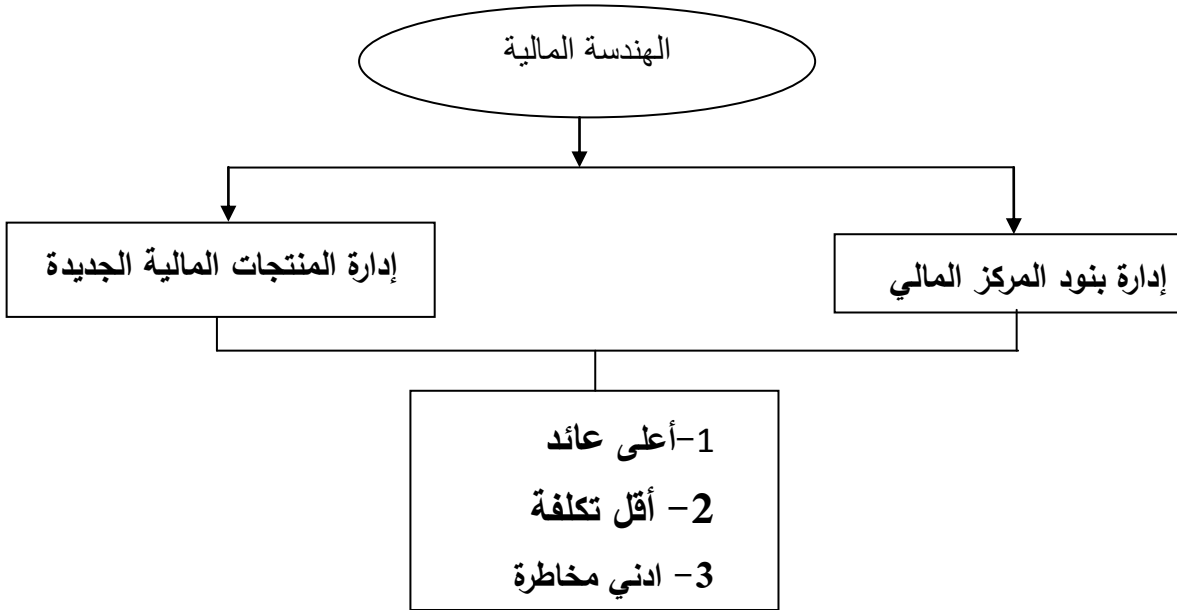
- مسوقون أي أنهم يعملون لخدمة مصلحة الزبائن ومحاولة إغرائهم بالفكرة.
- يعتبرون مولدي أفكار (مبتكرون)، فهم يعملون على تصميم وتطوير منتجات مالية جديدة خاصة إذا كانت رغبات الزبائن لا تتوافق مع العمليات والمنتجات الموجودة.
- يعتبرون مستغلو ثغرات قانونية، حيث أنهم يسعون دائما إلى استغلال الثغرات وتوظيفها.
- إن هؤلاء المهندسين الماليين مثلهم كأى مهندس آخر يحتاج إلى تأدية أعماله إلى آلات ومعدات مفهومية ومادية التي تشمل الأفكار، المفاهيم، مناهج الدراسة، الأدوات المالية المتنوعة والتقنيات الالكترونية لنقل الأموال... إلخ، وفي الوقت ذاته فهم بحاجة إلى أن يكونوا أشخاصا واسعى الإطلاع والمعرفة إضافة إلى امتلاك قاعدة جيدة ومهارات عالية في مجالات متعددة:
- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات، تطبيقاتها، فوائدها، مساوئها ودورها في تقليل المخاطر وزيادة العوائد.
- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.
- خلفية قوية في معرفة القانون الضريبي المحلي والعالمى.
- معرفة تكنولوجية واسعة ودراية تامة بكل التقنيات الحديثة في عالم المالية.
- فهم جيد للنظرية المالية أي خلفية واسعة في علم الرياضيات، الإحصاء والاقتصاد، وتوظيف هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحافظ المالية، تسعير الخيارات ومقاييس التحوط.
- تقوم فلسفة الهندسة المالية على تطوير الأدوات المالية الجديدة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف المعقدة، والتي تتسم بسرعة التغيير المميزة للأسواق في الوقت الراهن، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المؤسسات، ومن ثم زيادة حالة عدم التأكد التي تعني زيادة المخاطر التي تواجهها هذه المؤسسة.
- وترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد، أي أن الهندسة المالية تركز على إدارة بنود المركز المالي وإدارة المنتجات المالية الجديدة بغرض تحقيق أعلى قيمة للمشروع بالتركيز على الاستثمارات المادية والمالية بأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.
- وفلسفة الهندسة المالية تركز على عدة مبادئ لعل أهمها:
- إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من المنتجات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز العرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.

- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة، وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن 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، المضاربة والتحوط بصيغ مختلفة تعد بإمكانيات كبيرة لتحقيق الأرباح.

- تحسين سيولة السوق المالي بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة، من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً سواء كانت في الأسواق النظامية أو الموازية.

شكل رقم (08): فلسفة الهندسة المالية.



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع الطبعة الأولى، عمان، الأردن 2007، ص 32.

1-3- إستراتيجية الهندسة المالية:

ترتكز إستراتيجية الهندسة المالية على:

- تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال وخارجها، والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.

- تحديد عناصر القوة الداخلية للمؤسسة من أصول مادية و مالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل (أصول متغيرة، أصول ثابتة، حقوق ملكية والخصوم قصيرة و طويلة الأجل).

- تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات، القروض، تغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى.

- الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر.

- بناء و إعادة بناء المنظومات المالية قصيرة وطويلة الأجل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة المحيطة و تشمل:

• إدارة المنظومة المالية اليومية: (الأوراق المالية، النقدية أوراق القبض، أوراق الدفع، المقاصة، تبديل السندات و الأسهم و الفائدة العالية بأقل منها و فروق أسعار العملات).

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

وعليه يمكن تجديد مفهوم إستراتيجية الهندسة المالية على إنها خطة طويلة الأجل تأخذ بالحسبان كافة المقومات الداخلية من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية التي تتعدد مداخل أنواعها، ولذلك تأخذ البيئة الخارجية بكل متغيراتها بالتركيز أساسا على الجوانب والمؤثرات المالية.

وتستند الهندسة المالية على افتراضات معينة بشأن إحصائيات سلوك الأسهم، وأسعار الصرف، وأسعار الفائدة، هذه الافتراضات تسمح بصياغة النماذج، ويمكن التعبير عن الكثير من هذه النماذج بالمعادلات التفاضلية لعدة قروض من قبل علماء الرياضيات والفيزياء والمهندسين، وذلك أن قدرا كبيرا من المعارف في هذه المناطق متاحة.⁽¹⁾

2- دور الهندسة المالية و أهميتها:

ترك التطور المذهل والسريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد على العمل إلى اقتصاديات تعتمد على المعرفة بصماته على أساليب التمويل للحكومات والمؤسسات وعلى التمويل المصرفي الذي ركز طويلا على المصادر التقليدية، وعزف عن التطوير، مكتفيا بما قدمته المنظومة المالية المصرفية من أدوات تقليدية لم تعد تستجيب ولا تتلاءم مع متغيرات العصر والتطور المذهل في تقنية المعلومات والذي صاحبه ظهور الشركات متعددة الجنسيات.

(1) - Jurgen Topper , Financial Engineering with finite elements England , John wiley sons ltd , 2005,P3.

كما اقترن به ظهور آليات جديدة كصناديق الاستثمار، وبطاقات الائتمان وشهادات الإيداع، وأسهم الخزنة، وأدوات مالية مبتكرة لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية والسلعية وأسواق المعادن الثمينة، وإنما كانت ثورة في أساليب وصيغ التعامل ونوعية الأدوات التي يجرى التعامل عليها في هذه الأسواق.

2-1- صناعة المنافسة المالية:

تعرف الصناعة المالية بأنها ابتكار لحلول مالية، فهي بذلك تركز على عنصر الابتكار والتجديد، كما أنها تقدم حلولاً فهي بذلك تلبي احتياجات قائمة وتستغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية.

لقد أصبحت في الوقت الراهن المنافسة المالية أحد أهم عوامل القوة التنافسية بين الدول والمؤسسات العالمية والمحلية، ونقصد بالمنافسة قدرة المؤسسة على الاستخدام الأمثل وكفاءة فائقة للأموال مما يجعلها تتفوق على المنافسين من خلال اختبار أفضل المصادر التمويلية وأحسن استغلال لفرص الاستثمار المتاحة.

فالقرار المثالي للتمويل، والقرار المثالي للاستثمار يعني القدرة على التنافس حيث يؤدي الفشل المالي الاختلال في الهياكل التمويلية والإفلاس والتعثر المالي وخسائر المؤسسات في انهيار المشروعات والخروج من الأسواق بسبب عدم الاهتمام بالقدرة على مواجهة المنافسة الدولية حيث يؤدي اهتمام المؤسسات بالمنافسة المالية في إدارة الأصول المتغيرة والثابتة والخصوم طويلة وقصيرة الأجل إلى زيادة القوة المالية تحسين المركز المالي بصفة دورية ودائمة. وتقاس المنافسة المالية (القدرة التنافسية الدولية) بعدد من المؤشرات:

- انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع عائد الاستثمار .
 - انخفاض مخاطر الاستثمار وارتفاع مؤشر السيولة.
 - زيادة القيمة السوقية للمؤسسة و تحسين العلاقات بين المؤسسة والبنوك.
- ويبرز دور الهندسة المالية في رفع القدرة التنافسية للمؤسسات من خلال التحكم في المؤشرات المشار إليها سابقاً، حيث تعمل الهندسة المالية على تطوير وابتكار أدوات تمويلية ذات تكاليف ومخاطر أقل مع عوائد أكبر.

2-2- إعادة الهيكلة المالية:

إعادة الهيكلة المالية تعني إجراء التصويب اللازم للهياكل الفنية والاقتصادية والمالية للمؤسسة على النحو الذي يمكن المؤسسة من مزاوله النشاط والبقاء في دنيا الأعمال والاستمرار بنجاح وتحقيق أكبر عائد ممكن ورفع الروح المعنوية للعاملين بها، ويتحقق ذلك بإجراء دراسة عملية وعلمية لأهم المشكلات التي تواجه

المؤسسة سواء كانت مشكلات فنية وتكنولوجية أو حتى مشكلات اقتصادية وتمويلية أو مشكلات تسويقية أو متعلقة بأداء العمالة، ومدى تقبل المجتمع والدولة للمؤسسة للتصدي لأي مشكلات قانونية تعترضها، فالهدف الأساسي للمؤسسة يتمثل في البقاء في دينا الأعمال بحيث تعتبر المؤسسة قادرة على البقاء فنيا واقتصاديا وماليا و قانونيا.

إن عمليات إعادة الهيكلة تأخذ شكلا محدودا. إذا كانت المؤسسة تواجه مشكلات مالية وتحتاج فقط إلى تصويب للهيكل التمويلي أو لأسلوب الإدارة والقائمين عليها، أما إذا كانت طبيعة المشكلات التي تواجهها المؤسسة أكثر تعقيدا وعمقا على النحو الذي يتطلب إجراء تغييرات في الإستراتيجية والتكنولوجيا المستخدمة أو هيكل الإدارة والتنظيم والعمالة، فيطلق على هذه الإجراءات إعادة الهيكلة الشاملة، ومن الواضح أن إعادة الهيكلة الشاملة تتضمن إعادة الهيكلة المالية كأحد مكوناتها الأساسية ويمكن تلخيص أهم المشكلات التي تواجه المؤسسة والتي يمكن أن تؤدي بها إلى ضرورة إعادة الهيكلة فيما يلي:

- مشكلات متعلقة بكفاءة الإدارة وحسن تصرفاتها أو أمانتها ونزاهتها.
- مشكلات متعلقة بالتدفقات النقدية الواردة والصادرة، ووجود عجز وعدم التوازن بينهما.
- انخفاض فائض العمليات الجارية وعدم مناسبة العائد السنوي على رأس المال المستثمر.
- تآكل حقوق الملكية بسبب نزيف الخسائر.
- تراكم المخزون وعدم وجود طلب فعال على منتجات المؤسسات لأسباب متعددة كارتفاع التكلفة أو عدم تطوير السلع المنتجة مثلا.
- زيادة في حجم الديون المتأخرة، واستمرار حساب الفوائد بشكل يؤثر جوهريا على النتيجة.
- مشكلات متعلقة بمواجهة أحداث مستقبلية متوقعة كعدم تناسب الموارد المالية مع التوسعات أو كظهور منافسين من غير الممكن الثبات أمامهم أو ما إلى ذلك.
- مشكلات متعلقة بزيادة معدل دوران العمالة وعدم كفاءتها، إعادة الهيكلة قد تصبح ضرورية هنا لبقاء المؤسسة، ودور الهندسة المالية يعتبر حاسما في هذه الحالة لأنها تتكفل بإعادة الهيكلة المالية والتي تعتبر أهم جزء من إعادة الهيكلة الشاملة.

2-3- إدارة المخاطر:

لإدارة محفظة مؤسسة يجب أن تكون هناك القدرة على قياس ومراقبة مخاطرها لإدارتها بحكمة وإرضاء كل الرؤساء، والمستثمرين والمنظمين، فجوهر العمل التجاري والاستثماري هو التعرض للمخاطر بشكل أو بآخر، فأبي عملية تجارية أو استثمارية تنطوي على سلسلة من الوظائف لها مستويات مختلفة من المخاطر.

وتكمن الوظيفة الأساسية للإدارة في تحديد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها هذا العمل، وذلك لفهم مستوى المخاطر التي ترغب الثقافة المؤسسية في تحمله وتقرير طبيعة مدى المخاطر التي تكون من المؤسسة من الخطر يمكن أن يكون موقفا كارها للخطر أو متجها للخطر، ولكن يجب أن يحدد بإستراتيجية واضحة إن تعيين الخطر هو مطلب سابق لتطوير إستراتيجية واضحة ، وهذا مطلب سابق بدوره لإدارة ناجحة لمستوى الخطر الملازم لأنشطتها، وتستخدم الهندسة المالية المشتقات المالية كأدوات لإدارة المخاطر⁽¹⁾.

المطلب الثاني: مجالات استخدام الهندسة المالية.

تتحدد مجالات الهندسة المالية من خلال المشاكل التي تعالجها، فمجالات الهندسة هي تصميم وتشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية باستخدام الأدوات الكمية والكمبيوتر والنماذج الاقتصادية والمحاسبية لاتخاذ القرارات المثالية لذلك تغطي الهندسة المالية المجالات التالية⁽²⁾:

- الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي والقانوني.
- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني.
- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية و أمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين.
- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية و التجارية (الخاصة والعامة - المحلية والدولية) لغرض الربح أو لغير ذلك، وهناك تشابك وثيق بين الهندسة المالية وأدواتها من جهة، وبين الوظائف المالية من جهة أخرى. فالهندسة المالية كعلم تعتمد على المعلومات الأساسية في كل من التخطيط المالي، آليات بنوك الاستثمار، تمويل المؤسسات، الميزانية التقديرية، إدارة محفظة الأوراق المالية، الرقابة على المخاطر، بحوث العمليات المالية، التنبؤات المالية، وسيناريوهات التنبؤ بالأزمات المالية.

فعلاقة الهندسة المالية بالوظائف المالية الأخرى تتجسد من خلال ثلاثة مجالات:

1- الهندسة المالية و استراتيجيات التحوط و إدارة المخاطر:

يعرف التحوط على أنه فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل بأدوات المشتقات المالية، إذ يمكن استخدامه من خلال العقود المستقبلية، العقود الآجلة، الخيارات والمبادلات، وعلى المتحوط إذا استعمل إحدى هذه الأدوات أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، وهي عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية.

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية، الدورة، الأهمية الآثار، مرجع سبق ذكره، ص 221.

(2) - فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، الإسكندرية، مصر مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1999، ص 226.

- المتحوط معرض لمواجهة مشاكل في التحوط ضد مخاطر معينة، وتتمثل أساسا في نوع الأداة التي تعد مناسبة تماما في موقف ما وفي هذه الحالة يمكنه الاعتماد على:
- جانب المخاطرة الملازم للمركز النقدي المرغوب في تغطيته.
 - نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط في تغطيتها.
 - تكلفة التحوط.
 - فعالية أدوات التحوط المختلفة.

ومن أهم المخاطر التي تساعد الهندسة المالية على التحوط ضدها هي مخاطر عملية المراجعة. والمراجعة شكلا من أشكال المضاربة يتم من خلالها تقييد ربح عديم المخاطر أو تثبيته عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق أو عدم توازن بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما، والسعر النقدي.⁽¹⁾ أي هي فرصة الشراء و البيع في الوقت نفسه و في أسواق مختلفة، والأداة المالية نفسها مع تحقيق هامش ربح و يذهب البعض إلى إطلاق مصطلح الموازنة على هذه العمليات أخذا بالنتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق وتهدف الهندسة المالية من خلال عملية المراجعة إلى ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطرة، ولعل السبب في ذلك يرجع إلى عدم كفاءة الأسواق، لأن المراجعة ذاتها لا تتحقق في الأسواق ذات الكفاءة العالية، ففي الأسواق تامة الكفاءة أو عالية الكفاءة لا يوجد تباين في الأسعار بين سوق وأخرى، وهذا أمر نادر التحقيق إن لم يكن مستحيلا في الواقع.

2- الهندسة المالية ورياضيات قوالب البناء:

ذهب العديد من المهندسين الماليين إلى أن استيعاب وفهم الهندسة المالية يقتضي تحليلها كما يتم تحليل مجموعة من الأدوات الأساسية لأسواق رأس المال، ويرى هؤلاء أن أدوات رأس المال الأساسية هي قوالب البناء للهندسة المالية.

وعلى الرغم من أن الأدوات المالية التقليدية كسندات الدخل الثابت والسندات الصادرة بخصم إصدار يعتبران قوالب البناء الأساسية للهندسة المالية، إلا أن أدوات جديدة في صورة أنشطة خارج الميزانية كالعقود المستقبلية مبادلات أسعار الفائدة، العقود الآجلة وغيرها قد أضيفت خلال العقود الثلاثة الماضية، بذلك أصبحت كل من الأدوات المالية التقليدية والحديثة تشكل قوالب البناء للهندسة المالية.

(1) - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003، ص 32.

فجوهر الهندسة المالية يتضمن قوالب بناء بسيطة يمكن التحامها سويًا لبناء هيكل مالي معتقد، وأهم الأدوات الضرورية للوصول لذلك هي المشتقات المالية.

وإن بناء قوالب البناء في الهندسة المالية يأتي في ثلاثة أشكال:

- تقديم الائتمان من سندات الشركات، القروض المصرفية وعمليات الطرح الخاص (مع مؤسسات التأمين) أما فيما يخص التدفقات النقدية المصاحبة لتقديم الائتمان فإما أن تكون في صورة سندات بخصم إصدار أو قرض يسدد مرة واحدة أو رهن عقاري ذو عائد معتبر أو قرض يسدد على أقساط في تواريخ استحقاقها.
- تثبيت الأسعار وهي تتكون من العقود الآجلة، العقود المستقبلية والمبادلات وهذه الترتيبات إنما يجري تصميمها لتثبيت الأسعار على السلع والعملات أو أسعار الفائدة على الائتمان.
- وعادة ما تقوم البنوك باستخدام عقود تثبيت الأسعار إما لتغطية بنود الميزانية أو التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الصرف والتي قد تضر بميزانية البنك أو من أجل الحصول على أتعاب من خلال ترتيب هذه العقود للعملاء أو من كليهما معاً.

3- الهندسة المالية و تمويل المشاريع:

لقد أدى تنوع طبيعة مخاطر الائتمان في الصادرات مع آثار تقلبات أسعار الصرف ووعي المستوردين إلى ضرورة تنويع أدوات ومنتجات مالية جديدة، مما زاد من فرص تطبيق الهندسة المالية في نقل تمويل الصادرات بصفة خاصة، والتجارة الخارجية في السلع والخدمات بصفة عامة.

ويعتمد اليوم عدد كبير من البنوك واتحادات البنوك وبنوك تنمية الصادرات على ضمانات لاستثمار الهندسة المالية وذلك للأغراض التالية:

- تخفيض تكلفة التمويل.
- تخفيض المخاطر.
- توفير ضمانات الائتمان.
- و تعتمد منتجات الهندسة المالية في تمويل الصادرات على:
- طبيعة المخاطر السياسية في الدولة المستوردة.
- طبيعة الصادرات والخدمات المدعومة.
- مصادر الصادرات والخدمات.
- نضج المنتجات المالية المستخدمة.
- هيكل الائتمان، تكلفة التمويل وأسعار الفائدة المقترحة.

كما تميز الهندسة المالية في تمويل الصادات بين ثلاثة أنواع من المخاطر:

- مخاطر المصدر.

- مخاطر المستورد.

- مخاطر التمويل أو البنك.

بالإضافة إلى استخدام الهندسة المالية لخليط من أسعار الفائدة الثابتة وضمانات الائتمان لتغطية المخاطر التالية:

- مخاطر عدم توفر العملة الأجنبية.

- مخاطر استهلاك القرض.

- مخاطر عدم التسليم.

حيث يتم توفير غطاء للعملة الأجنبية، إعطاء للسندات وغطاء لمخاطر الاستثمار، وتقلبات أسعار الفائدة، ويتم تمويل الصادات إما مباشرة أو عن طريق خصم الكمبيالات وخطابات الضمان أو توفير مقابل لأسعار الفائدة أو إعادة الإقراض.

وتهتم الهندسة المالية بتوفير مصادر تمويل متعددة للصادرات بغرض بناء محفظة ذات ضمانات عالية ومخاطر متدنية و تمويل مناسب، ويسمح ذلك باستخدام عدة عملات و عدة أسعار فائدة وأسعار صرف وتغطية شاملة لمخاطر العملات المختلفة.

المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية (المشتقات المالية)

لقد أتاحت الهندسة المالية للمتعاملين أدوات مالية جديدة بهدف إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل فضلا عن التحوط من المخاطر التي تزداد في بيئة الاستثمار.

فالمشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية.

1- الجيل الأول للمشتقات المالية (التوريق):

تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة، وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتجدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها⁽¹⁾.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2001، ص ص 58- 61.

1-1- تعريف للمشتقات المالية:

ولقد تعددت التعاريف التي أعطت للمشتقات المالية لأهميتها وتوسيع نطاق استعمالها، وفيما يلي بعض التعاريف:

- **التعريف الأول:** المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري⁽¹⁾.

- **التعريف الثاني:** المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد، وقد اكتسبت دورا مهما في الأسواق المالية بشكل خاص والاستثمار المالي بشكل عام⁽²⁾.
وقد ازداد رواج هذه الأدوات يوما بعد يوم وذلك لاستعمالها في التغطية ضد المخاطر المالية ونقلها إلى أطراف أخرى⁽³⁾.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تلخيص المشتقات المالية في النقاط التالية:⁽⁴⁾

- هي عقود.
- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.
- تتوقف قيمتها على قيمة الأصل أو المؤشر (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل أو المؤشر محل التعاقد، ولذلك سميت بالمشتقات).

ويتضمن العقد:

- تحديد سعر معين للتنفيذ المستقبلي.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الشيء محل التعاقد و الذي قد يكون:
 - سعر فائدة محدد.
 - سعر ورقة مالية.
 - مؤشر أسعار.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المرجع السابق، ص 59.

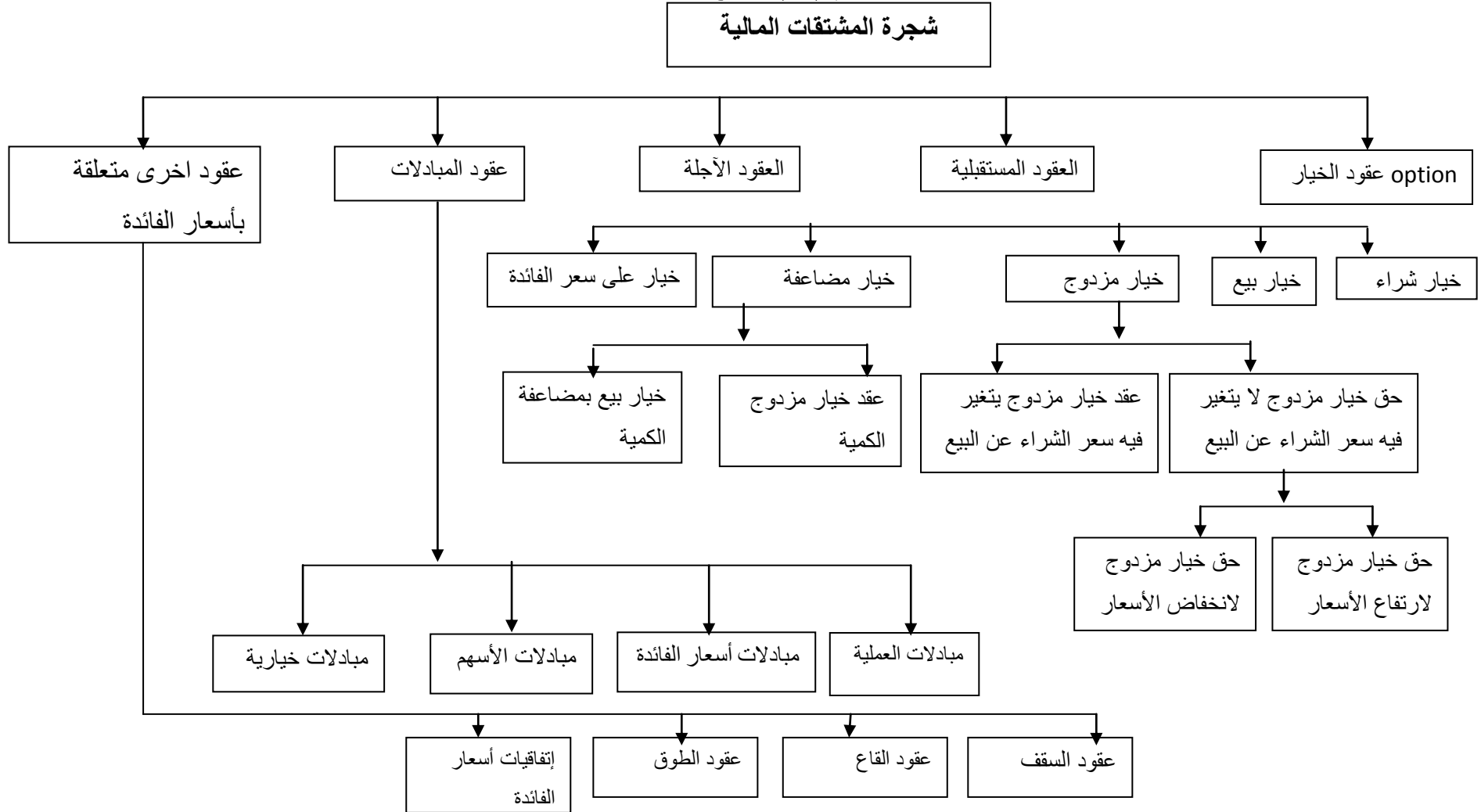
(2) - Lvi Bodie and Alex Kane and Alan J.Marcus, Essentials of Investments, the Mcgrew-Hill, USA, 5th Edition, 2003, P491.

(3) - Idem, P06.

(4) - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص 7،8.

- تغييرات مماثلة.
- سعر سلعة.
- سعر صرف أجنبي.

شكل رقم (09): أنواع المشتقات المالية.



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان حسن مرجع سبق ذكره ، ص 143.

1-1-1 المتعاملون في المشتقات المالية:

يصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين:

الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية إما لغرض الاحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل، البنوك، شركات التأمين، شركات الاستثمار، صناديق الاستثمار، وصناديق التعاقد وتشمل هذه الفئة:

- **المتحوظون (Hedgers)** وهم الذين يتحملون فعلا أخطار اقتصادية، ثم يقومون بتغطيتها باستعمال المشتقات والتقليل منها.

- **المضاربون (Spéculateurs):** وهم الذين يقبلون تحمل المخاطر التي يرغب الطرف الآخر (المتحوظ) في التخلص منها، والدافع من وراء تعاملات المضاربين في أسواق المشتقات هو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح، فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن الأسعار المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم ما ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ التنفيذ فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود أي يأخذون مركزا طويلا عليها.

أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن الأسعار المستقبلية في تاريخ التنفيذ، سوف تكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ التنفيذ، سوف تكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر فسوف يأخذون مركزا قصيرا، أي يقومون ببيع العقود⁽¹⁾. هذا ويمثل المضاربون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق المشتقات وأهم أنواع المضاربين في العقود المشتقة.⁽²⁾

- مضاربون الأرباح الصغيرة (يشتررون ويبيعون في أوقات قصيرة جدا بهدف الاستفادة من تذبذبات الأسعار في السوق).

- المضاربون اليوميون (يحتفظون بالعقود لفترة أطول لكن هذه الفترة لا تتعدى عادة يوما واحدا).
- مضاربي المراكز (يحتفظون بمراكز قد تستمر لعدة أيام أو أسابيع أو ربما أكثر من ذلك، وهناك عدة أصناف من هذا النوع من المضاربين، فمنهم من يبيع أو يشتري عقودا تستحق كلها في يوم واحد، حيث يكون مستوى المخاطرة عالي جدا، ومنهم من يقوم بتوزيع المخاطرة بين عدة تواريخ إستحقاق أو بين عدة أنواع من الأصول أو الأوراق المالية).

(1) - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 64.

(2) - حسني على خريوش و آخرون، الأسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات، دار نهران، عمان، الأردن، 1998 ص ص 180، 181.

الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق، الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين من خلال استعدادهم الدائم للبيع، أو الشراء محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية وتتمثل هذه الفئة في:

- **المراجحون (Arbitragers):** مقتنصو الفرص الذين يستغلون انحراف الأسعار عن وضع التوازن سواء بالزيادة أو النقصان لتحقيق أرباح دون أن يقابلها درجة من المخاطرة.

1-2-1- تقنية التوريق كمبادرة أولى في عالم الهندسة المالية:

ظهرت تقنية التوريق في البداية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنوات 1970، ووصلت هذه التقنية إلى أوروبا خلال العشرية الثانية، وقد ساعدت البنوك على توظيف أوراق متجددة قصيرة الأجل تسمح للمقترض بضمان تمويل طويل الأجل، ونتج عن ذلك تنامي النشاط البنكي خارج الميزان .

1-2-1- مفهوم التوريق:

لا يوجد تعريف دقيق ومحدد لتقنية التوريق، لكن التعريف الأكثر تداولاً هو كما يلي:

« يعبر التوريق عن تنقيد الأصول المالية (La monétisation des actifs financiers) ».⁽¹⁾

هذه الأصول قد تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل كما تعرف هذه التقنية أحياناً كعملية إخراج مالي يسمح للهيئة الاقتصادية بتحسين سيولة ميزانيتها. (Montage financier) وهناك عدة تعاريف أخرى للتوريق نذكر منها:

- هو اتفاقية بين مؤسسة معينة تتولى إجراءات التنظيم ومجموعة من المستثمرين، بحيث تتولى هذه الجهة إنشاء وحدة ذات طبيعة خاصة تصدر أوراق مالية، ويقوم المستثمرين بشراء تلك الإصدارات، وبالتالي يكون المستثمرون مشاركون في ملكية هذه الوحدة من خلال ملكية الوثائق الخاصة بها، وتقوم تلك الوحدة الخاصة باستثمار الأموال المتاحة لها في صور متعددة كالقروض، أو اتفاقيات تعامل في العملات، أو غير ذلك من مجالات الاستثمار.

- هو تحويل القروض المصرفية غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة وقابلة للتداول في أسواق رأس المال.⁽²⁾ أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين ومما سبق نستخلص مفهوم شامل للتوريق على أنه:

(1) – A Beltas , la titrisation : Instrument efficace pour la gestion du risque du crédit ,Edition , l'egende Alger , 2007,P16.

(2) - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية دار طيبة للنشر، القاهرة، مصر ، 2002، ص 12.

أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بجمع مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، أو هو تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة كالسندات⁽¹⁾.

بمعنى أنه يتم تحويل ديون المؤسسات أو الهيئات المقترضة من المقرض الأساسي (البنك) إلى مقرضين آخرين (مشترى الأوراق المالية) وهو ما يطلق عليه التمير المالي، وبالتالي تبدو القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة يمكن خلق أصول مالية جديدة وتوفير تدفقات نقدية، تقوم تكنولوجيا التوريق أساسا على الإبداعات المستمرة في هيكلة الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدواتها من جهة، والتمويل اللاحق من جهة أخرى بهدف تحقيق الدخل وإستبعاد مخاطر الإفلاس.

1-2-2- مراحل تقنية التوريق:

تتم عملية التوريق في شكلها المبسط على مرحلتين⁽²⁾:

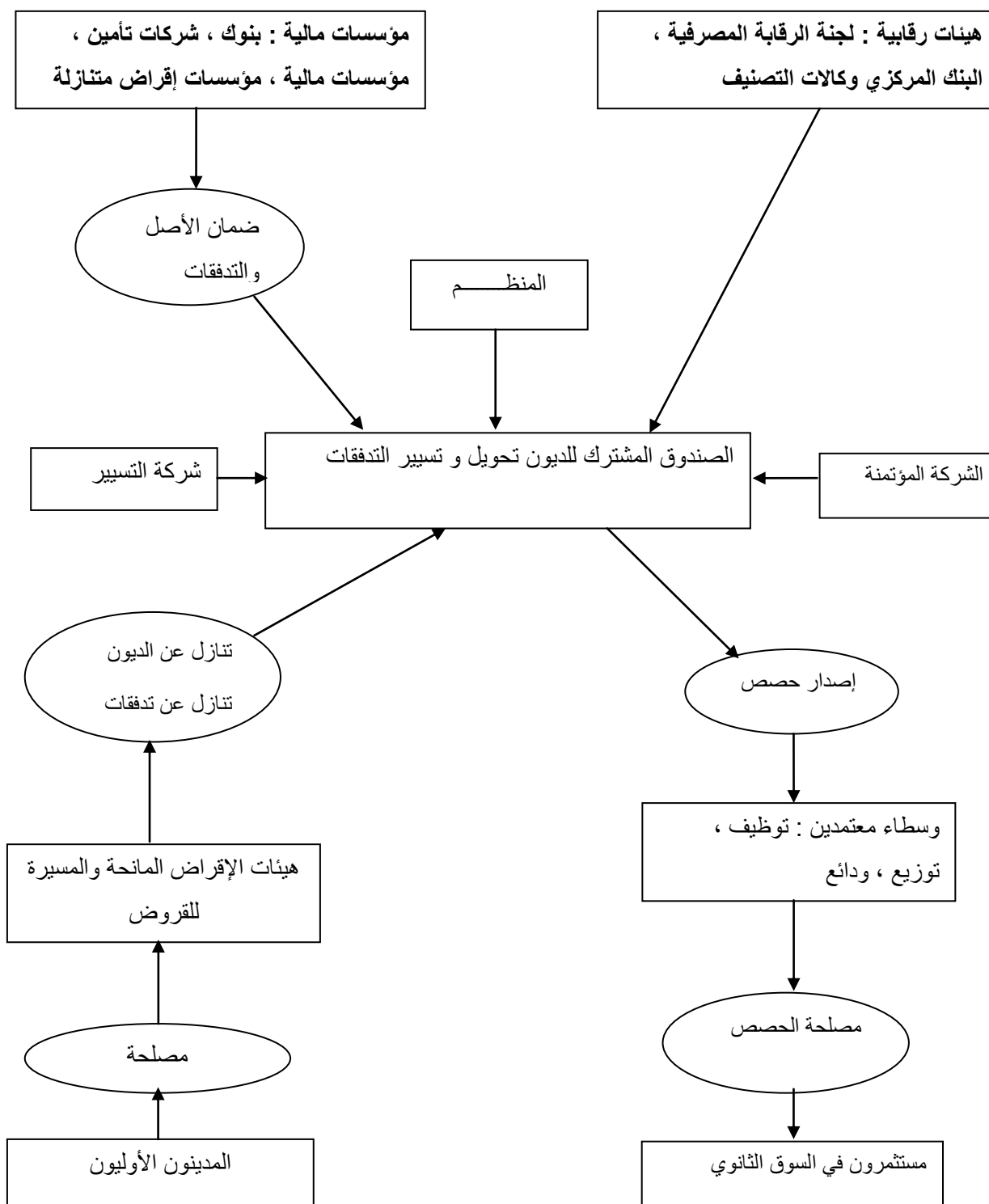
- **المرحلة الأولى:** تقوم المؤسسة المتخلية (المبادرة) بإختيار الأصول التي تريد إخراجها من الميزانية، ثم تجمعها في محفظة مرجعية، بعدها تقوم ببيع هذه المحفظة إلى طرف مصدر من نوع خاص، غالبا ما يتم خلق هذه الهيئة من طرف مؤسسة مالية بغرض شراء الأصول ومعالجتها خارج الميزان قانونيا ومحاسبيا.

- **المرحلة الثانية:** تقوم الجهة المصدرة بتمويل عملية الاستحواذ على الأصول المجمعة ثم طرحها (SAH) على مستوى السوق في شكل سندات إلزامية قابلة للتقويض، وذات عائد، ويتم اكتتابها من طرف المستثمرين على مستوى السوق المالي، حيث يحصلون عند التسديد على عوائد بمعدات ثابتة انطلاقا من حساب مضمون يتم تمويله من تاريخ المحفظة المرجعية وتقوم المؤسسة المصدرة في غالب الأحيان بضمان خدمات القروض وجمع تسديدات الجهات المبادرة.

(1) - محمد كمال الحمزاوي ، اقتصاديات الائتمان المصرفي (دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني و أهم محدداته) مؤسسة المعارف ، بيروت - لبنان ، 2002 ، ص 48 .

(2) - A jobst ,Qu'est que la titrisation ? finance et développement Septembre 2008, P48.

شكل رقم (10): مخطط إجمالي لعملية التوريق.



Source: charlotte Farté ,Philippe cassette ,de la securitization a la titrisation , Paris Edition ESKA ,1992,P46.

1-2-3- عناصر تقنية للتوريق:

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية:

- **المنظم:** هو في الغالب بنك استثمار يتكفل بجذب متنازلين محتملين ووضع تصور لعملية التوريق بأكملها.
- **شركة التسيير:** عبارة عن شركة تجارية تتكفل برعاية مصالح حاملي الحصص، وتسهر على تنفيذ عملية التوريق.
- **المؤمن (جهة الإيداع):** هو في أغلب الأحيان المتنازل عن القروض، يقوم بمراقبة عمليات شركة التسيير.
- **وكالات التصنيف:** تعمل على تحليل خطر القرض على محفظة الأصول المراد توريقها وبالتالي توقع الخسارة المحتملة.
- **الشركة ذات الغرض الخاص:** هو عبارة عن شركة أو صندوق ينشأ من أجل عزل الشركة عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة.

2- **الجيل الثاني:** عقود الخيار، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة:

2-1-1- عقود الخيار (options) :

2-1-1-1- **تعريف عقود الخيار:** يمكن تعريف عقود الخيار كما يلي:

- **التعريف الأول:** عقد الخيار هو عقد بين طرفين مشتري ومحرر ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع المحرر عدد من الوحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ الصلاحية وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحة، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة، بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة.⁽¹⁾

التعريف الثاني: الخيارات هي عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع له، بموجبه يكون للطرف الأول الحق أن يشتري من الطرف الثاني أو أن يبيع له أصلاً معينا في تاريخ الاتفاق،

(1) - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر (الجزء الثالث: عقود الخيارات) منشأة المعارف، الإسكندرية، مصرف، الطبعة الأولى، ص05.

أو خلال فترة معينة حسب الأحقية وبسعر معين يسمى سعر الممارسة أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يدفع المشتري فور علاوة للطرف الثاني⁽¹⁾. وتسري عقود الخيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات، وكذلك على مؤشرات الأسواق المالية كما تسري أيضا على العملات الأجنبية، وتتميز هذه العقود بعدد من العناصر الأساسية مثل:⁽²⁾

- تاريخ العقد. - نوع الأصل محل التعاقد. - كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.
- سعر التنفيذ (سعر الممارسة) أي السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد.
- تاريخ التنفيذ (إذا كان الخيار أوري) أو فترة سريان العقد (إذا كان الخيار أمريكي).
- قيمة العلاوة أو المكافأة التي يتوجب على مشتري الخيار دفعها للمحرر (البائع)، و تتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل: القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، سعر التنفيذ تاريخ التنفيذ، أسعار الفائدة السائدة. ويصبح المستثمر الذي يقوم ببيع الخيار ملزما بتنفيذه في المستقبل، أما المشتري للخيار فلهذه ثلاثة أنماط متاحة من التصرف⁽³⁾.

- تنفيذ الخيار في أو قبل تاريخ التنفيذ ليصبح بعدها مالكا للموجود.

- بيع عقد الخيار في السوق المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ.

- ترك الخيار لتنتهي صلاحيته ويصبح بدون قيمة.

2-1-2- أركان عقد حق الخيار⁽⁴⁾:

- نوع الأصل: قد يكون أوراق مالية: سندات، أسهم، مؤشرات الأسواق المالية أو عملات أجنبية.
- مشتري الخيار (Buyer): هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار (خيار البيع أو خيار الشراء) ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني و هو محرر حق الخيار.
- محرر الخيار (Writer): يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري و يحصل مقابل ذلك على تعويض، ويجب عليه تنفيذ الاتفاق إذا رغب مشتري الحق في ذلك: يمثل السعر المحدد للأصل المالي عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار يمثل السعر المحدد للأصل المالي عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار (Exercise price) سعر التنفيذ و بين محرره، و هو السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد عليه.⁽⁵⁾
- السعر السوقي (Market Price): هو سعر الأصل المالي في السوق عند وقت تنفيذ الاتفاق.

(1) - P.Navatte ,Finance d'entreprise des options , Paris , 1998 ,P 12 .

(2) - محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2005، ص 27.

(3) - هاشم فوزي دباس العيادي، مرجع سبق ذكره، ص 132.

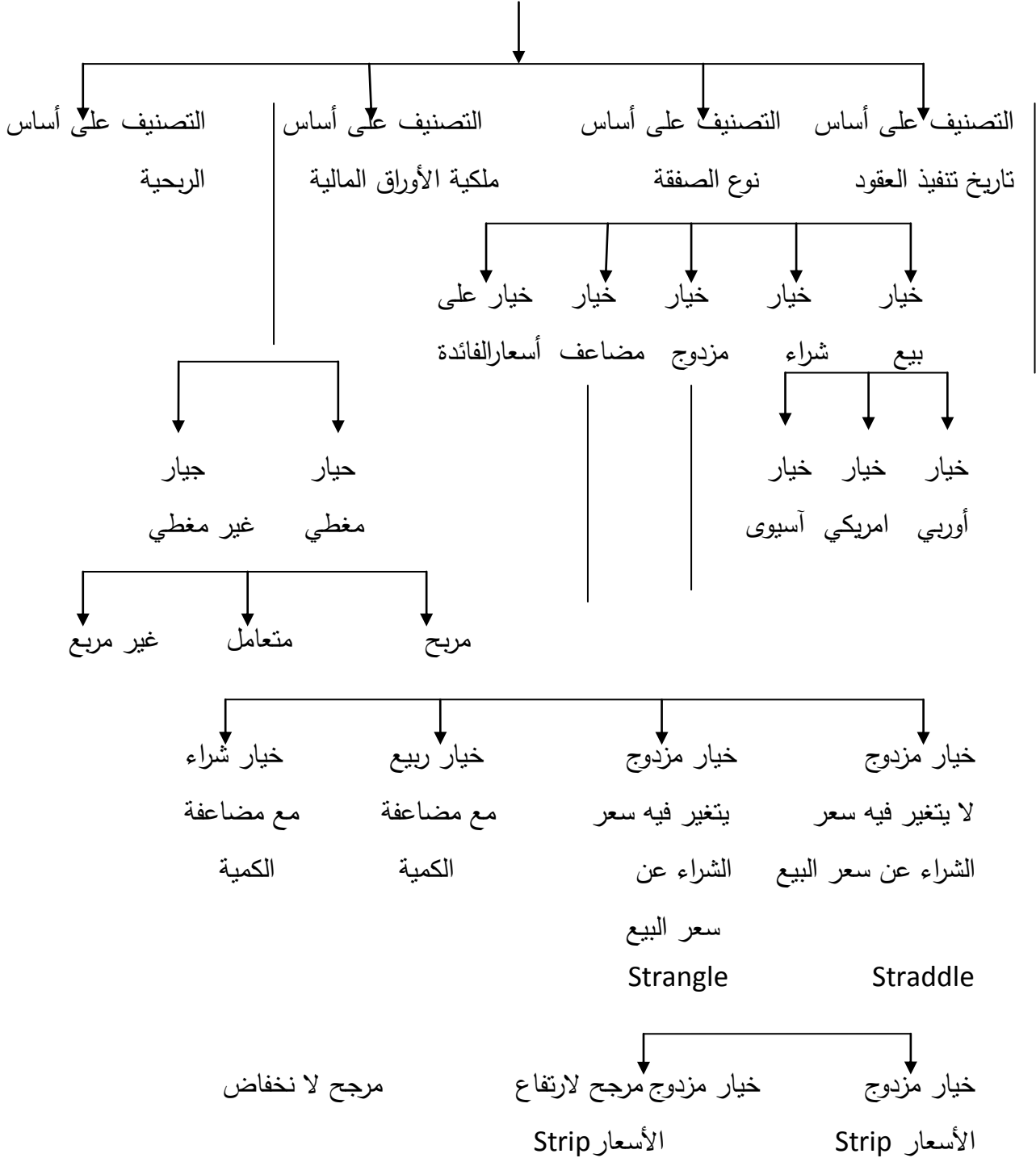
(4) - محمد صالح الحيازي، نهال فريد مصطفى، وجمال العبد، تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 261.

(5) - Michel -Henry Boucget ,George langlois et Patrick Salin ,Gestion et Finance internationales Pearson éducation 10° édition , France.

- تاريخ الاستحقاق أو (Expiration date): هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري حق الخيار بتنفيذ الاتفاق.
- العلاوة أو (Premium): هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق المكافئة كتعويض عن الحق المكتسب في تنفيذ، أو عدم تنفيذ الاتفاق من قبل مشتري الحق.

شكل رقم (11): أنواع عقود الخيار

أنواع عقود الخيار.



2-1-3- أنواع عقود الخيار: وفقا لطبيعة وشروط العقد تنقسم الخيارات إلى نوعين رئيسيين تنبثق منها

أنواع أخرى كثيرة حسب رغبات الزبائن وهما:

أ - خيار الشراء (Call option):

هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الخيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه و ذلك في تاريخ مستقبلي محدد وسعر يحدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلوة أو سعر الخيار، وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلوة للحصول على حق الخيار، كما أنه سوف ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

ب - خيار البيع (Put option):

هو العقد يتيح لحامله أي مشتري الخيار، الحق بأن يبيع للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معيناً بكمية معينة، وسعر معين في تاريخ محدد، أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق. ولمشتري الخيار الحق في تنفيذ، أو عدم تنفيذ الاتفاق لكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب مشتري الخيار في ذلك، وفي المقابل يدفع مشتري الخيار لمحرره تعويضا أو مكافأة لقاء ذلك الحق وهنا يتوقع مشتري حق الخيار أن تنخفض الأسعار في المستقبل، وبالتالي فهو يبحث عن حماية لاستثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يضمن بيعها مهما كان مقدار الانخفاض الذي تعرضت له نظير دفعه للمكافأة غير القابلة للرد في ظل أي ظرف من الظروف إلى المحرر (الذي توقع ارتفاع الأسعار المستقبلية) لقاء المخاطرة التي تحملها ومن ثم الخسائر التي يتعرض لها إذا ما انخفضت الأسعار عن سعر التنفيذ في المستقبل.

2-1-4- تقييم نظرية الخيارات للأصول المالية نموذج Black scholes:

يعتبر موضوع تسعير خيارات الأسهم إحدى الموضوعات المهمة والمعقدة، ويعود ذلك لحاجة المستثمرين للتعرف على القيمة العادية للخيارات بأنواعها المختلفة، من أجل ترشيد قرارات الاستثمار وحساب معدلات العائد المتوقعة، ولعل أبرز نموذج لتسعير الخيارات هو نموذج "Black scholes"، الذي نال جائزة نوبل عام 1995 للدور المهم له في تسعير الخيارات.

حيث يمكن هذا النموذج من تقييم أي خيار بدون معرفة القيمة السوقية للخيار الآخر أي أنه يقيم خيار الشراء بصورة منفصلة عن خيار البيع، والعكس صحيح.

وتقوم فرضيات النموذج على: (1)

- لا توجد تكاليف معاملات أو ضرائب والمعلومات متوفرة بدون تكاليف.
 - الخيار من النوع الأوربي، أي يمكن تنفيذه في تاريخ الاستحقاق فقط.
 - يتبع سعر السهم السوقي السير العشوائي بالزمن المستمر.
 - سوق الخيارات في انعقاد دائم.
 - معدل الفائدة قصيرة الأجل ثابتة ومعلومة للجميع.
 - لا يدفع السهم أي توزيعات حتى تاريخ استحقاق الخيار.
 - توزيع السهم يكون على أساس اللوغريتم الطبيعي.
- عند تطبيق هذه الخيارات فإنه يمكن تحديد قيمة خيار الشراء التوازنية، فإن حدث وأن كان سعر الخيار الحقيقي مختلفا عن هذه القيمة فإن المراجحين سيتدخلون لإجراء عدد من الصفقات ليكسبوا من هذه الفروق السعرية إلى أن يعود السعر السوقي للخيار إلى التوازن التي حددها النموذج.
- معادلة النموذج:

C_a : قيمة خير الشراء.

P : سعر السهم السوقي الذي حرر عليه الخيار.

X : سعر تنفيذ الخيار.

δ : الانحراف المعياري للسهم العادي و المركب تركيبا مستمرا والذي يحسب على أساس سنوي.

(RFR): معدل الفائدة الخال من المخاطرة و المركب تركيبا مستمرا والذي يحسب على أساس سنوي.

T : الوقت المتبقي حتى تاريخ استحقاق الخيار معبرا عنه كنسبة مئوية من السنة.

e : أساس اللوغاريتم الطبيعي ويساوي تقريبا 2,71828.

(1) - أسعد حميد عبيد العلي، إستراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الكرك، الأردن، 2005، ص 19.

ومتطلبات تطبيق النموذج: تتمثل في:

- يتم حساب عمر الخيار كجزء من السنة، فلو كان 3 أشهر يعني 91 يوماً على 365 وبالتالي يكون أجل الخيار 0,249 من السنة.

- يتم حساب الانحراف المعياري إنطلاقاً من حساب السعر النسبي بين سعر الإغلاق في بداية الشهر P_1 وسعر الإغلاق في نهاية الشهر P_2 ، ثم يحسب الانحراف المعياري على أساس سنوي بضربه في 12، وحساب معدل الفائدة خال من المخاطر (RFR) وهي احتمالية تحدد من جدول التوزيع الطبيعي $N(d_2)$ و $N(d_1)$.

- حساب معادلة خيار البيع من خلال النموذج يمكن إيجاد العلاقة بين خيارى البيع و الشراء معبر عليه في المعادلة الآتية⁽¹⁾:

$$P_u = C_a + P_v(X) - P_t$$

P_u : قيمة خيار البيع.

C_a : قيمة خيار الشراء.

$P_v(X)$: القيمة الحالية لسعر التنفيذ.

P_t : سعر السهم الحالي.

وتكون المعادلة النهائية لخيار البيع بالشكل:

2-2- العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

تعد العقود الآجلة الصورة الأولى للعقود المستقبلية، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل السلع الزراعية ومن ثم البترول والنحاس.

2-2-1- العقود الآجلة Forwards:

العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري و بائع الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد ويطلق عليه سعر التنفيذ، وفي مثل هذه العقود قد ينص على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق كما قد ينص على دفع جزء صغير من المبلغ على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم،

وقد يكون الأصل موضع التعاقد سلعي: كالبن، النفط، الماشية، أو مالي كالسندات والعملات الأجنبية كما يمكن أن يكون الأصل المتفق عليه سعر فائدة⁽¹⁾.

(1) - أسعد حميد عبيد العلي، المرجع السابق، ص 180.

إن تحديد سعر التنفيذ أو الممارسة يجعل من قيمة العقد الآجل مساوية للصفر لحظة التعاقد، بذلك فإن سعر العقد وسعر التنفيذ سيكونان متساويان لحظة التعاقد، وبمرور الزمن فإن سعر العقد الآجل سيتغير بينما يبقى سعر التنفيذ ثابتاً، ويكون هذا التغيير استجابة لتغير السعر السوقي للأصل محل التعاقد الذي يعد العامل الأكثر تأثيراً في سعر العقد الآجل وخلال المدة المتبقية قد يرفع السعر السوقي، وبذلك ترتفع قيمة المركز الطويل (الشراء) ونقل قيمة المركز القصير (البيع)، أما إذا انخفض السعر السوقي فسيحدث العكس وعند موعد التنفيذ يتجدد ربح أو خسارة مشتري العقد حسب المعادلة التالية:

$$P=st-E$$

P: الربح أو الخسارة.

st: القيمة السوقية.

E: سعر التنفيذ.

و بالمقابل فإن البائع ستكون خسارته مساوية تماماً لربح المشتري و العكس.

2-2-1-1 - خصائص العقود الآجلة:

تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:

- المرونة: كل من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة.

- تلك العقود هي عبارة عن عقود خطية بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغيير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق كسب لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماماً⁽²⁾.

- أقل سيولة: حيث لا يتمكن أي طرف من الأطراف من الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.

2-2-1-2 - أركان العقود الآجلة: تتكون العقود الآجلة من أركان تتمثل أساساً في:

- مشتري العقد.

- بائع العقد.

- محل العقد: الأصل المنفق على بيعه أو شرائه.

- قيمة العقد: السعر السوقي للأصل محل التعاقد.

(1) - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 81.

(2) - عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 100.

- سعر التنفيذ: وهو السعر الذي يتفق عليه بين البائع و المشتري.
- تاريخ التنفيذ: ويكون بعد فترة معينة من تاريخ إجراء العقد تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر وستة أشهر.
- تلك العقود عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة⁽¹⁾.
- يتعرض أطراف العقد الأجل لمخاطر والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته⁽²⁾.
- تحقيق قيمة العقد الأجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد⁽³⁾.

2-1-3- أنواع العقود الآجلة:

من أبرز الأنواع المتعامل بها في العقود الآجلة:

أ - عقود الفائدة الآجلة*FRA

اتفاق بين طرفين يضمن بموجبه كل منها تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل (من 3 شهور إلى سنة) على اقتراضه أو على استثماراته بمبلغ معين من المال، ومن هذا التعريف يتبين لنا بأن اتفاق الفائدة الآجل (FRA) هو من أدوات التحوط الرئيسية ضد مخاطر تحركات أسعار الفائدة حيث يستعمل من قبل المقترض لغرض تثبيت سعر فائدة الأموال التي سيفترضها في وقت محدد في المستقبل وكذلك فإن المستثمر يستطيع أن يثبت سعر الفائدة التي سوف يقبضها على أمواله التي سوف توظف في وقت محدد في المستقبل⁽⁴⁾.

ب - العقود الآجلة غير قابلة للتسليم**FND

هو نوع جديد من العقود الآجلة يستخدم عادة في العقود الآجلة لعملات الأجنبية، ولا يتضمن تسليمًا حقيقيًا للأصل محل التعاقد، وإنما يتم دفع فقط الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق، فإن كان سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق فإن مشتري هذا العقد الأجل يتسلم الفرق بين السعرين والعكس بالنسبة للبائع.

2-3- العقود المستقبلية (Futures):

تمثل العقود المستقبلية إحدى أهم أدوات الجيل الثاني من التجديدات المالية، ولقد تطورت أسواق العقود المستقبلية بعد انهيار نظام بريتون وودز عام 1973، حيث بدأ نظام تعويم أسعار العملات، وأصبحت تتحرك العملات هبوطًا و صعودًا بحرية كاملة حسب العرض والطلب، وقد عانت المؤسسات العالمية والتي

(1) - عادل محمد رزق، المرجع السابق، ص 100.

(2) - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 114.

(3) - زهرة يونسى محمد سودة، تنظيم عقود الاختبار في الأسواق المالية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006 ص 11.

* FRA :Forward Rate Agreement

(4) - ما نبيير كوهين، الأسواق و المؤسسات المالية - الفرص و المخاطر، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2007، ص 376.

**FND :Forward Non Deliverable

تتعامل بحجم كبير من العمليات المالية بسبب تقلبات أسعار العملات وأسعار الفائدة بنسب عالية مما جعلها تتعرض لمخاطر كبيرة نتيجة لتحركات الأسعار. تعتبر بورصة شيكاغو الرائدة في تطوير العقود المستقبلية وذلك سنة 1973 من قبل السوق النقدية العالمية، وهو فرع من بورصة شيكاغو، كذلك بدأ التعامل في عقود أسعار الفائدة المستقبلية عام 1975، ثم بعدها زاد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات، حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى والتي بدأ التعامل بها عام 1982 ويمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه التزام قانوني بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان معين وزمان محدد وبموجب سعر متفق عليه⁽¹⁾، وينشأ هذا العقد بين طرفين يكون أحدهما بائع والآخر مشتري، أما الأصل محل التعاقد فقد يكون أصل حقيقي مثل السلع والمعادن والعملات بأنواعها المختلفة، كما قد يكون أصل مالي كالأسهم، والسندات ومؤشرات السوق المالي.

2-3-1- أركان العقود المستقبلية:

تحدد في العقد العناصر التالية:⁽²⁾

- طرفي العقد: البائع والمشتري.
- تاريخ العقد.
- نوع الأصل محل العقد (يمكن أن يكون أصلاً حقيقياً أو مالياً).
- تاريخ التسليم.
- الكمية.
- سعر التنفيذ، أو سعر التسوية.
- مكان وطريقة التسليم.

2-3-2- أنواع العقود المستقبلية:

تنقسم العقود إلى عدة أنواع من العقود وفقاً لنوع الأصل أو السلعة محل التعاقد، فهناك العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، والعقود المستقبلية على الصرف الأجنبي والعقود المستقبلية على سعر الفائدة، والعقود المستقبلية على السلع:

(1) - محمد مطر، فايز تميم، مرجع سبق ذكره، ص 270.

(2) - Levis Mandelle and Thomas O'Brein, Investments, Mocomillam Publishing, N.Y, 1992, P262.

أ-العقود المستقبلية على سعر الفائدة:

تتم بين مشتري العقد وبائعة، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي يتم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة⁽¹⁾.

ب-العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

هي عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقا وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقبال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد⁽²⁾.

ج-العقود المستقبلية على الصرف:

يتعرض كل من المصدر والمستورد لمخاطر التغيير في سعر الصرف، هذه المخاطر يمكن تغطيتها من الدخول في سوق العقود المستقبلية للصرف الأجنبي، ويعتبر سوق الصرف الدولية التابعة لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات المستقبلية على الصرف الأجنبي، وتتداول في سوق العقود النمطية والتي تمت تسويتها وفقا لأسعار السوق بالإضافة إلى المعايير والقواعد التي تسمح للمعاملين بالدخول في مراكز طولية أو قصيرة⁽³⁾.

د- العقود المستقبلية على السلع:

القواعد التي تحكم العقود المستقبلية على السلع متشابهة مع القواعد التي تتم عرضها، هناك اختلافا واحدا وهو أن تكلفة الاحتفاظ بالسلعة عادة ما يكون أكبر من تكلفة الاحتفاظ بالأصل المالي، فبالإضافة إلى تكاليف الفائدة مثل الأصول المالية، فهناك تكاليف التخزين والتأمين ونسبة الفائدة، وغيرها.

(1) - محمد الحناوي و نهال فريد مصطفى و السيدة عبد الفتاح إسماعيل والسيدة الصيفي، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر، 2007 ص 267 ، ص 268.

(2) - فيصل بالحسي وهذه عبو ، مخاطر المشتقات المالية، جامعة حسيبة بن علي، الشلف، الجزائر، 2007، ص5.

(3) - المرجع السابق، ص 05 .

جدول رقم (05): أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

أوجه المقارنة	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
ماهيتها	عقود غير شخصية نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم.	عقود شخصية غير نمطية تحديد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين.
التداول	تتيح فرصة وجود سوق ثانوي.	عدم وجود سوق ثانوي لها.
مدى التعرض للخسارة	يتحقق الربح والخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.	يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم.
استخدامها	يجد المضاربون فرصة لتحقيق الأرباح.	لا يوجد فيها المضاربون مكان.
التسوية	يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.	تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق.
الهامش	يتم الاحتفاظ بهامش متحركة تعكس تحركات الأسعار	لا يتم الاحتفاظ فيها بهامش

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

2-4- عقود المبادلة أو المقايضة (swaps):

تعرف عقود المبادلة بأنها:

- اتفاق تعاقدى بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق.
- اتفاقية بين طرفين على تبادل مدفوعات على أساس مقدار معياري متماثل.
- أنها في الحقيقة عقد آجل، ولكنها أصبحت ذات أهمية خاصة في الأسواق المالية، وقد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ مستقبلي لاحق.
- تتضمن تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو المضاربة.
- هي التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أوصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي، وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.
- عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر،

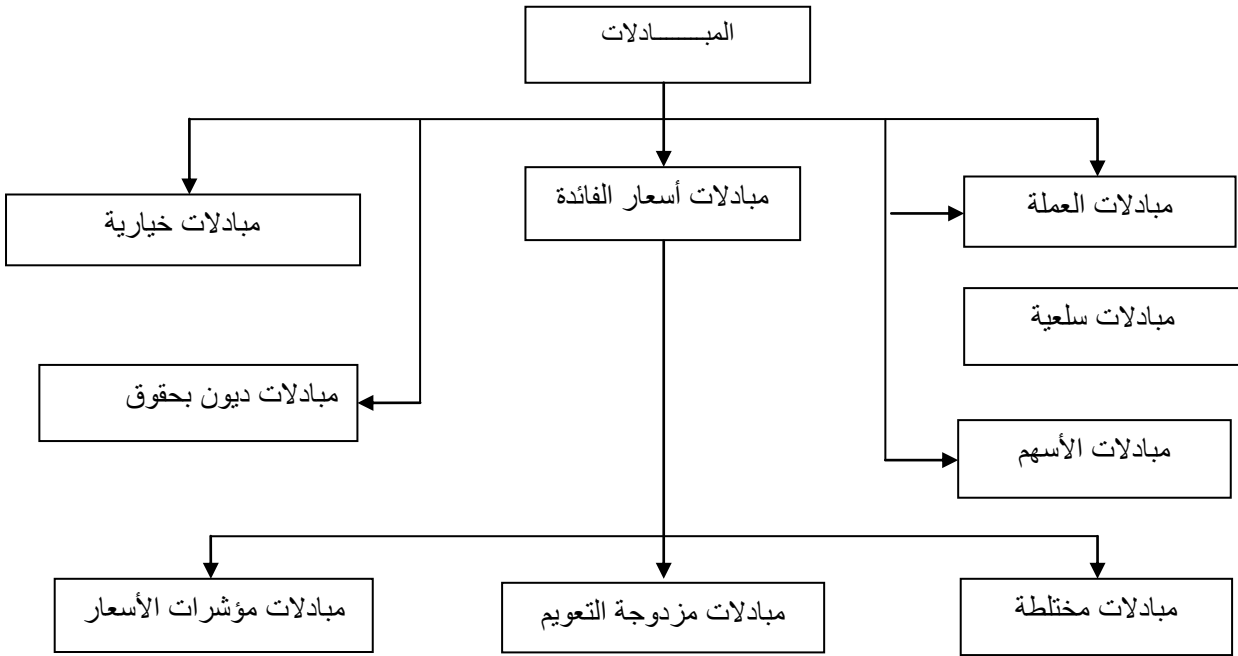
وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما اتجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول.

2-4-1- أركان عقود المبادلة:

- طرفي العقد.
- الأصل المشمول بعقد المقايضة.
- قيمة المدفوعات، أو المقبوضات محل المقايضة.
- العملة التي تسدد بها المدفوعات، أو تحصل بها المقبوضات.
- السعر الآجل لمقايضة العملية المتفق عليها.
- مدة سريان العقود.

2-4-2- أنواع عقود المبادلة:

شكل رقم (12): أنواع عقود المبادلة.



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان حسين، مرجع سبق ذكره، ص 235.

من خلال الشكل السابق يمكن تقسيم عقود المبادلة إلى الأنواع التالية:

2-4-2-1- مبادلات العملة

يمكن تعريفها على أنها اتفاق قانوني يتألف من عنصرين على الأقل من العناصر التالية⁽¹⁾:

- الترتيب لشراء أو بيع مقدار محدد من إحدى العملات مقابل عملة أخرى بسعر متفق عليه والذي عادة ما يكون سعر الصرف الحاضر، وفي تاريخ متفق عليه أيضا.

(1) - برايان كويل، مبادلة العملات، دار الفاروق، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص 11.

- ترتيب متزامن لإعادة تبادل مقدار العملة نفسه، عادة بسعر الصرف نفسه في تاريخ متفق عليه في الأجل المتوسط إلى الأجل الطويل.

- تسوية سداد تكاليف الفائدة بين الطرفين طوال فترة عملية المبادلة حيث يتم السداد إما على فترات منتظمة أو بعملية سداد واحدة في تاريخ الاستحقاق.

2-4-2-2- مبادلات أسعار الفائدة:

- هي عقد بين طرفين يوافق بموجبه كل طرف منهما على أداء سلسلة من مدفوعات الفائدة إلى الطرف الآخر في تواريخ مستقبلية مجدولة مسبقا.

- هي عملية يتعاقد فيها طرفان في نفس الوقت على إقراض واقتراض نفس العملية بنفس القيمة ولكن بمعدلات فائدة مختلفة ثابتة أو متغيرة.⁽¹⁾ ومن أشهر أنواع مبادلات أسعار الفائدة نجد.

أ- المبادلات المختلطة:

هي مزيج أو خليط من مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة، ومن خلال هذا النوع من المبادلات، فإن أحد الأطراف يقوم بدفع الفائدة بسعر فائدة لعملة ما بين المقدر الذي نحتسب على أساسه الفائدة يتعلق بعملة أخرى⁽²⁾.

ب- المبادلات مزدوجة التعويم:

هي مبادلة يقوم من خلالها طرفا العقد بأداء دفعات بأسعار معومة، وإن كان كل سعر يختلف على الآخر، بمعنى أن مبادلة سعر معوم بسعر معوم آخر، ويستخدم هذا النوع من المبادلات حينما يكون أحد الأطراف مشتركا في عملية أخرى والتي يتم من خلالها استلام أو أداء دفعات على أساس سعر فائدة معوم كأحد صور التغطية.⁽³⁾

ج - مبادلات مؤشرات الأسعار:

ويطلق هذا الاسم على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد طرفي التعاقد وفقا لإحدى مؤشرات الأسعار، كما يطلق هذا الاسم على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد الطرفين ترتبط بمؤشر معين بينما ترتبط مدفوعات الطرف الآخر بمؤشر آخر⁽⁴⁾.

(1) - Christophe ,Ghazot et Patrick :Les swaps concepts et application ,2 EDITION ?economica 1999, P33.

(2) - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 255.

(3) - المرجع السابق، ص 256.

(4) - المرجع السابق، ص 256.

2-4-2-3- مبادلات سلعية:

المبادلة السلعية هي عقد بين طرفين، يقوم بموجبه أحد الطرفين بالشراء الآتي من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد و يتم سداد الثمن فورا، وبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا⁽¹⁾.

2-4-2-4- مبادلات الأسهم:

هي الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على السهم أو أصل مالي آخر، ومن أمثلة ذلك الاتفاق على أن يدفع المستثمر لطرف آخر في تاريخ لاحق سعر الليبور، لعملة معينة على مبلغ معين متفق عليه مقابل حصوله على معدل العائد على أسهم بنفس القيمة في بورصة ما، مقاسا على أساس معدل الزيادة في الرقم القياسي للمؤشر الخاص، بأسعار الأسهم في تلك البورصة⁽²⁾.

2-4-2-5- مبادلات خيارية:

هي عقود تعطي لحاملها الحق وليس الإلزام للدخول في مبادلة على سعر الفائدة وفقا لشروط يتم الترتيب لها مسبقا.

ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات التي تشعر بالقلق من أية تغيرات مستقبلية في سعر الفائدة في غير صالحها، و كذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة، ذلك أن هذه المؤسسات التي تقترض بسعر معوم معرضة دائما لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، وقد تلجأ إلى شراء عقد الحد الأقصى للفائدة أو ما يسمى بالسقف لتقليل حجم المخاطر إلى أقل حد ممكن.

وتعتبر المبادلة الاختيارية كبديل كفاء لشراء عقد الحد الأقصى للفائدة.

وعند تحديد ثمن الخيار يؤخذ في الاعتبار طول مدة الخيار، سعر التعاقد وكذلك مدى تقلب أسعار الفائدة محل التعاقد وكما أن عقود الخيار يجري تقسيمها إلى نوعين أساسيين وهما حق خيار الشراء وحق خيار البيع، فإن هذا العقد يجري تقسيمها أيضا إلى نوعين: مبادلة خياريه للقباض ومبادلة خياريه للدفاع.

3- الجيل الثالث: مشتقات القروض.

لقد ظهر مصطلح مشتقات القروض لأول مرة سنة 1992 خلال ملتقى الرابطة الدولية لعقود المبادلة والمشتقات في الولايات المتحدة الأمريكية *ISDA،

(1) - فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، ص 08.

(2) - عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 107.

ولقد جاء هذا النوع من الأوراق المالية رغبة في الحصول على حماية أكثر من خطر عدم تسديد القروض، إضافة إلى النمو الكبير الذي عرفته المنتجات المالية الذي يسمح المشتقات في الولايات المتحدة الأمريكية بتعظيم التوليفة عائد /مخاطرة، كما أنها جاءت كذلك لظهور فئة جديدة من المستثمرين لديهم قابلية أكبر للمخاطرة مقابل عائد مجزي كما أنها تعتبر وسيلة لتنويع المحفظة الاستثمارية، إضافة إلى أنها تخفف العبء على الأموال الخاصة للبنوك في مواجهة أي تعثر في التسديد و بالتالي التخفيض في احتمال الوقوع في الإفلاس مشتق قرض كل أداة مشتقة تسمح بالحماية من خطر القرض للأصل محل التعاقد، هذا الأصل قد يكون سندا، أو قرضا بنكيا، أو مبادلات، وبما أنه توجد الكثير من أدوات التحوط ضد هذا الخطر، فمصطلح مشتقات القروض المقصود هنا هو مزيج خطر عجز أحد الطرفين لاحتياج أساسي للمتدخلين في أسواق رأس المال، و ذلك من خلال قدرتها على تغطية خطر القرض، فبدل بيع الأصل يباع فقط الخطر المرتبط بهذا الأصل.

3-1-1- أنواع القروض المشتقة: توجد عدة أنواع سنتطرق لأهمها.

3-1-1- عقود المبادلة على خطر التعثر *Contrats d'échange sur le risque de défant*:

عقد يوفر الحماية من التعثر المحتمل عن التسديد لمؤسسة ما تسمى هذه الأخيرة كيانا مرجعيا⁽¹⁾، وعلى أساس هذا النوع من العقود يقوم البنك بشراء حماية على خطر التغيير لأصل مرجعي ليكن حجم معين من القروض من بائع حماية على التعثر قد يكون بنكا أو شركة تأمين مقابل علاوة تدفع بصفة دورية لغاية تاريخ استحقاق هذا العقد، وفي حالة وقوع تعثر في التسديد يقوم بائع الحماية بتسديد قيمة الأصل المرجعي أو مبلغ محدد مسبقا.

وتتضمن عقود مبادلة المخاطر *CDSs** عقدا بين طرفين بحيث يتعهد المشتري بدفع نقدي بشكل دوري في مقابل تعهد البائع (مصدر الـ CDs) بتعويض المشتري عند حدوث خسائر تتعلق بأصل معين إما سند وإما سهم لشركة محددة، وهو يمثل على هذا الأساس وسيلة لتأمين المشتري ضد مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأصل محل التبادل مقابل رسوم محددة سلفا كما يمثل وسيلة للتحوط ضد مخاطر الاستثمار غير المتوقعة.

3-1-2- عقود الآجلة للمردودية الإجمالية:

ويوفر هذا العقد الحماية من تعثر عدم التسديد، إضافة إلى الحماية من تغيير في أسعار الفائدة في السوق، حيث يتحمل بائع الحماية عن طريق دفع عمولات طويلة فترة العقد، و على خلاف النوع الأول الذي يلغي

(1) -John Hull et autres, options –Futures et autres actifs dérivés, 5ème édition Paris édition Pearson 2005, P 721.

* - CDSs : Crédit Défaut Swaps.

خطر التعثر عن التسديد هذا النوع من المشتقات يلغي خطر التعثر عن التسديد ومخاطر السوق في آن واحد.

المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار بأدوات الهندسة المالية.

ينظر للمشتقات المالية على أنها أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم، وأداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية وخاصة أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرين بغيتهم في أسواق المشتقات والتي تمكن أولئك الراغبين في زيادة المخاطر.

ورغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف، وأسعار السلع، إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الريح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة و غير محتملة مما يتسبب في إحداث الأزمات.

المطلب الأول: استخدامات أدوات الهندسة المالية.

لوضع إستراتيجية الهندسة المالية يتوجب أخذ العناية بالتشغيل الفعال لمصادر وإستعمالات الأموال فضلا عن التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل.

1- إستراتيجية المضاربة:

1-1- تعريف المضاربة:

ترمي إستراتيجيات المضاربة إلى الاستفادة من عدم الموازنة السعرية، حقيقة كانت أم تصورية، فالمضاربة تعني " تحمل درجة عالية من المخاطرة ولكنها مدروسة بشكل أو بآخر أملا في تحقيق أرباح رأسمالية غالبا⁽¹⁾".

كما يمكن إعتبار المضاربة، عملية مالية تهدف إلى الاستفادة من تغيرات السوق عن طريق التنبؤ بتطورات أسعار الأصول والقيم من أجل تحقيق قيمة زائدة، فميزة المضاربة هي قبول الخطر والمقاومة حول التطورات المستقبلية لأصل معين⁽²⁾.

فهذه العملية تختلف تماما عن أنشطة وعمليات التغطية أو التحوط، حيث يختلف المتحوظون عن المضاربين في كونهم يتفادون التعرض للتقلبات والتحركات السعرية في السوق ويتخلون عن أي شكل من الأشكال المراهنة حول ارتفاع أو انخفاض السعر.

(1) - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 229.

(2) - <http://www.La documentation française fr revue - collection Problème -économique glossaire index html> consulté le 12/ 03/2013.

1-2- خصائص المضاربين:

يمكن استنتاج بعض الخصائص المميزة للمضاربين كما يلي:

- استعدادهم لتحمل مخاطر عالية.
- الغرض من التعامل بأدوات الهندسة المالية هو تحقيق الربح العالي.
- يقومون بعملية المضاربة اعتماداً على تنبؤاتهم.
- يعتمدون على الآجال القصيرة.
- يقومون بالبيع والشراء المستثمرين للعقود وعدم الاحتفاظ بها لفترات طويلة نسبياً.

1-3- استخدام المشتقات في المضاربة:

بما أن معرفة المتعاملين بفروق الأسعار أمر تقديري، يدخل في عدم المخاطرة والمجازفة، فإنه يتم استخدام أدوات الهندسة المالية كعمليات التغطية والخيارات، ويتم استخدام العقود المشتقة في المضاربة عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات بتلك الأصول أو الالتزامات.⁽¹⁾ يمكن استخدام العقود الآجلة للمضاربة، فالمستثمر الذي يعتقد أن قيمة الجنيه الإسترليني مثلاً سترتفع بالنسبة للدولار الأمريكي يمكنه أن يضارب عن طريق اتخاذ مركز طويل في عقد آجل.

فالمستثمر المتفائل يمكن أن يستخدم إستراتيجية المضاربة على احتمالات الصعود، أما المتشائم فيإمكانه استعمالها على احتمالات هبوط الأسعار.⁽²⁾

2- إستراتيجية التحوط والحكيم:

1-2- تعريف التحوط: التحوط هو توفير الحماية من خسائر محتملة ففي الأسواق المالية يرتكز تعريف التحوط على تقليل أو منع المخاطر (الخسائر المحتملة) نتيجة التقلبات السعرية، فإن القيام بالتغطية أو التحوط يعني اتخاذ مركز لموازنة بعض أنواع المخاطر، فهي ليست سلوك أو تصرف في أرباح شاذة متوقعة بل هي تغير الخطر المتأصل أو الملازم للأصل المراد امتلاكه. والتغطية هي العملية التي يبحث من خلالها أحد المستثمرين عن حماية مركز له في السوق الحاضرة باستخدام مركز مضاد⁽³⁾.

(1) - عملية احمد صلاح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعة الإسكندرية، مصر ، 2003، ص 222.

(2) - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 229.

(3) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 318.

2-2- إستراتيجية التحوط في المشتقات المالية:

إن الأهمية التي تحظى بها المشتقات كأدوات لإدارة المخاطر، بوصفها وليدة الهندسة المالية، تظهر من خلال دراسة أجريت عام 1993 على مجموعة من المؤسسات المالية، يطلق عليها مجموعة الثلاثين، حيث كشف عن أن 44% من تلك المؤسسات تعتقد أن المشتقات أدوات هامة للتحوط والتغطية ضد المخاطر، بينما تنظر إليها 37% من مفردات العينة على أنها حتمية، كما كشفت الدراسة أيضا أن 87% من تلك المؤسسات تستخدم عقود مبادلة أسعار الفائدة 64% تستخدم عقود مبادلة العملات، 78% تستخدم العقود الآجلة و العقود المستقبلية للتغطية ضد مخاطر أسعار الصرف، 40% تستخدم عقود الخيارات على أسعار الفائدة و 31% تستخدم عقود الخيارات على العملات⁽¹⁾.

ويتضح أن دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها فمثلا تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع والأودونات الخزانة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة ، وعندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة، حيث بإمكان المستثمر المحتاج إلى قرض معين مثلا أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية.

2-3- إستراتيجية التحكيم (المراجعة):

هي نوع من أنواع المضاربة، يتم تقييد أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق (أو عدم توازن) بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي، ففي واقع الأمر استخدام إستراتيجية المراجعة يجعل من المستبعد وجود تفاوت كبير بين أسعار أصل معين في أسواق مختلفة.

تهدف الهندسة المالية من خلال إستراتيجية التحكيم إلى ابتكار فرص تحكيم خالية من المخاطر والسبب في ذلك يرجع إلى عدم كفاءة الأسواق لأن التحكيم ذاته لا يتحقق في الأسواق ذات الكفاءة العالية ، ففي الأسواق تامة الكفاءة أو عالية الكفاءة لا يوجد تباين في السعر بين سوق و أخرى و هذا أمر نادر التحقيق إن لم يكن مستحيلا في الواقع⁽²⁾.

(1) - هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر : الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الثاني، المشتقات: العقود الآجلة و العقود المستقبلية، مرجع سبق ذكره، ص 29.
(2) - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 43.

3- إستراتيجية إدارة الأصول والخصوم:

3-1- تعريف إستراتيجية الأصول والخصوم:

يمكن تعريف إدارة الأصول والخصوم على أنها: فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه أصول المؤسسة، وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم، ومنذ زمن طويل كان من الأمر المسلم به أن محفظه خصوم أية مؤسسة كانت تخرج من نطاق المؤسسة، ولهذا ركزت إدارة هذه المؤسسات على اختيار مزيج محفظه الأصول.

إلا أن ذلك تغير تماما منذ السبعينات، حيث أعطت الأدوات المالية الجديدة والإستراتيجيات الحديثة يدا طليقة للمؤسسة على خصومها، وهناك خمسة مفاهيم أساسية لفهم إدارة الأصول والخصوم واستيعابها هي: السيولة، الهيكله، حساسية أسعار الفائدة، الاستحقاقات ومخاطر التوقف عن الدفع.

3-2- أهداف إستراتيجية إدارة الأصول و الخصوم:

يمكننا توضيح الكيفية التي تستخدمها الهندسة المالية في إدارة الأصول والخصوم بمؤسسات الأعمال من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (06): الهندسة المالية في إدارة الأصول و الخصوم.

السنة الحالية	المستقبل
إدارة الأصول	
إدارة بنود الأصول المتداولة	- إدارة الصفقات المالية القادمة. - إدارة الخيارات المالية.
إدارة بنود الأصول الثابتة	- إدارة التسويات المالية. - إدارة السيولة.
إدارة الخصوم	
إدارة بنود الخصوم المتداولة	- إدارة الائتمان. - إدارة محفظه الاستثمار.
إدارة بنود حقوق الملكية	- إدارة القروض. - إدارة أسعار الفائدة.
إدارة بنود الخصوم الثابتة	- إدارة الربحية. - إدارة المشتقات المالي.

المصدر: فريد النجار، البورصات و الهندسة المالي، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999 ص238.

محفظة البنك تتكون من مجموعة القروض ومجموعة الأوراق المالية التي استثمر البنك فيها أمواله، ويتمثل عائد تلك المحفظة المصدر الرئيسي الذي يعتمد عليه البنك لمواجهة الأعباء الأساسية كسداد الفوائد المستحقة على الودائع أو توزيعات أرباح المساهمين لذا فمن المتوقع أن يكون للنجاح في إدارة محفظة البنك آثار محمودة على قدر البنك على الاستطلاع بتلك الأعباء⁽¹⁾.

وتقتضي الإدارة الجيدة لمحفظة البنك ضرورة تحديد أهدافها، على إعتبار أن الأهداف هي الإطار الذي تصاغ على ضوئها السياسات الخاصة بالمحفظة و تشمل هذه الأهداف:⁽²⁾

- تحقيق أقصى عائد ممكن.
- ضمان تلبية حاجة البنك للسيولة.
- تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس.
- عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع كبار المودعين، إلا أنه من الملاحظ وجود تعارض بين هدف تحقيق أقصى عائد وبين الأهداف الثلاثة الأخرى، في الوقت الذي يسعى فيه البنك إلى تحقيق كافة هذه الأهداف، وفي هذا الصدد يشير جونسون Johnson إلى أن الربحية (تحقيق أقصى عائد) والسيولة (تجنب العسر المالي) هما هدفين متلازمين، ومع ذلك فهما يتعارضان، فمن ناحية ينبغي أن تقوم إدارة المحفظة باستثمار الموارد المالية المتاحة بما يضمن تحقيق أقصى عائد مع إبقاء قدر ملائم من الأموال السائلة لمواجهة الالتزامات، غير أن الاستغلال الكفاء للموارد المتاحة بما يحقق أقصى عائد، يقتضي استثمار كافة الموارد المالية بطريقة تمنع وجود أي أرصدة نقدية لا لزوم لها. فكل وحدة نقدية ينبغي أن تستثمر إما قروض أو في أوراق مالية أو أي في استثمار آخر.

المطلب الثاني: ابتكارات الهندسة المالية.

تعتبر منتجات الهندسة المالية ابتكارات لصناعة الهندسة المالية التي يمكن أن تحقق أهدافها وذلك باستخدام أدواتها المذكورة سابقا، فالتداخل الذي يجسد أهم الفروقات بين أدوات الهندسة المالية ومنتجاتها، ويمكن إدراج ابتكارات الهندسة المالية في ثلاثة عناصر أساسية:

- ابتكار أوراق مالية.
- ابتكار عمليات مالية.
- ابتكار حلول للمشاكل المالية المتعلقة بالشركات.

(1) - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 291.

(2) - المرجع السابق، ص 291.

1 - ابتكار أوراق مالية:

1-1- المنتجات التقليدية: هي تلك المنتجات التي تعتبر صناعة الهندسة المالية التي تحولت حالياً، بعد انتشارها إلى منتجات نمطية، إلى انحسار الربحية وتراجعها، ولعل ما يميز هذه المنتجات أنها تحولت من منتجات مربحة إلى سلع نمطية منخفضة الربحية، أو ربما خاسرة ويرجع ذلك إلى أن هذه المنتجات قد انتشرت إلى الحد الذي أصبح فيه العرض يفوق الطلب بشكل جعل الفروقات بين ما تقدمه مؤسسة ما ومنافسيها يتضاءل إلى حد كبير، وتحولت المنافسة فيما بينها إلى السعر بدلاً من النوعية وهذا ما أدى إلى انحسار الربحية وتراجعها.

و يمكن إجمال بعض تلك المنتجات فيما يلي:

- شهادات الإيداع القابلة للتداول والتي تعتبر شهادات شخصية يصدرها البنك، ولا تعطي لحاملها الحق في استيراد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى (عرضها للبيع في السوق الثانوي). وشهادات الإيداع القابلة للتداول تعتبر منتجاً مبتكراً للهندسة المالية كما اعتبرت فكرة هذه الشهادات منطلقاً لابتكار الكثير من المنتجات المالية الأخرى، من بينها شهادات الاستثمار القابلة للتداول⁽¹⁾.

- اتفاقيات إعادة الشراء والتي تمثل أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية و بيعها لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التوظيف.

- اليورو دولار، حيث يستخدم هذا المصطلح (اليورو - دولار) للإشارة إلى الدولارات الأمريكية تحتفظ بها المصارف في خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى الأخص المصارف الأوروبية.

ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض الدول الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار⁽²⁾.

- بطاقة الائتمان والتي تعتبر من أشهر الخدمات المصرفية التي تقدمها البنوك التجارية، وهي بطاقة خاصة يصدرها المصرف لعملية، تمكنه من الحصول على السلع والخدمات، من محلات وأماكن معينة، عند تقديمه لهذه البطاقة، و يقدم بائع السلع أو الخدمات بالتالي بتقديم الفاتورة الموقعة من العميل إلى المصرف مصدر الائتمان، فيسدد قيمتها له ويقوم المصرف للعميل كشف بإجمالي القيمة لتسديدها أو لخصمها من حسابه الجاري.

(1) - اشرف محمد دوابة دور الأسواق المالية في تدعيم، الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار الإسلام، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006 ص 144.

(2) - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، دار المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر 1999 ص 65.

1-2-1- المنتجات الحديثة:

1-2-1-1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

هي تلك السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للمؤسسة المصدرة للسند، ولقد قدم المهندسون الماليون تلك الورقة في محاولة لمد يد العون للمؤسسات التي تحدها الرغبة في إصدار أسهم عادية، غير أنها تجد صعوبة في ذلك، ربما لكونها قد تحولت حديثاً من شركة خاصة إلى شركة مساهمة وتوفر لها الحد الأدنى من حملة الأسهم للجمهور، يحدث هذا عادة بسبب نقص المعلومات المتاحة عنها، بشكل يجعل إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم هو البديل الأمثل.

1-2-2-1- رأس المال المخاطر:

وهي شركات ظهرت أول مرة في الثمانينات، وهي شركة متخصصة في تمويل عمليات على درجة عالية من المخاطر أملاً في الحصول على عائد مرتفع يتناسب مع تلك المخاطر، يتكون رأس المال المخاطر عادة من أسهم ممتازة مصحوبة بصكوك تعطي الحق في شراء أسهم عادية⁽¹⁾.

1-2-3-1- السندات ذات الكربون الصفري:

هي نوع من سندات الخصم، لا يحصل حاملها على فوائد دورية بل يحصل عليها ممثلة في الفرق بين السعر الذي يشتري به السند وقيمه الأصلية.

1-2-4-1- اليورو:

إن اليورو بالإضافة إلى كونه عملة، فهو في الوقت نفسه أداة مالية مستحدثة ساعدت على تقديم حلول لكثير من المشكلات المالية والاقتصادية، وتعتبر الهندسة المالية ناجحة إذا تحققت فيها الشروط اللازمة، ويمكننا ملاحظة أن كل هذه الشروط أو معظمها تحققت في العملة الأوروبية الموحدة وبهذا الخصوص يشير بعض الاقتصاديين إلى أن اليورو كان أحد الابتكارات المالية العالمية الأكثر أهمية في السنوات الأخيرة حيث أدى إلى:

_ تخفيض تكاليف المعاملات.

_ خفض مخاطر سعر الصرف.

_ خلق نظام مالي كفاء في المنطقة الأوروبية.

1-3-1- المنتجات المالية المركبة:

هي عبارة عن استثمار مركب يضم أو يجمع منتجين أو أداتين ماليتين مختلفين.

(1) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام المشتقات المالية و التوريق، مرجع سبق ذكره، ص 195.

قيمة هذا النوع من المنتجات المركبة تعتمد على العائد المرتبط، إما بواحد من الأدوات ضمن المنتج المركب أو العائد على كليهما معا، وبشكل عام يكون هدف الأداة الثانية هو العمل على تنمية رأس المال. في أبسط صورها تضم هذه الأدوات المركبة أداة مالية من ذوات الدخل الثابت، بالإضافة إلى أداة اختيارية أخرى، لذا يكون ضمن نفس المنتج أداة مالية تعمل كسندات عند انتهاء موعد السند. بينما تعتمد قيمة الأداة الاختيارية على قيمة الأصول التي تربطها والتي تكون عادة أكثر تقلبا، وفي حالة الأسهم عادة ما تتكون الأدوات المالية المركبة من سلة الأسهم ومؤشرات الأسهم المختلفة مثل أسهم الشركات الصناعية الكبيرة: (CAC40(FTSE)، Dow (Jones Industrial)، ومؤشرات (SFP500) هذه المنتجات توفر ميزة أو صفة التنويع التي تعتبر أبرز مفاتيح تخفيض المخاطرة، ويرتبط العائد على المنتجات المركبة دائما بأداء الأصول المرتبطة بها، وفي حال كانت هذه الأصول عبارة عن أسهم فإن أداء المنتجات المركبة يكون مرتبط بأداء الأسهم ومؤشرات الأسهم موضع الاستثمار.

2- العمليات المالية: تهدف الهندسة المالية من خلال ابتكار العمليات المالية إلى الأداء بصفة عامة ويمكن إجمال هذه الابتكارات في:

- ابتكارات تهدف إلى تخفيض تكلفة المعاملات.
- ابتكارات تتيح الفرصة لاستخدام الأساليب التكنولوجية الحديثة التي تستهدف سرعة تنفيذ المعاملات.
- ابتكارات تهدف إلى تخفيض الرصيد النقدي المعطل.

3- إبداع وابتكار حلول للمشاكل المالية:

هي مجموعة الأفكار المبتكرة التي تمكن المؤسسة من تحقيق الأهداف المشار إليها في أهداف الهندسة المالية، ومن الواضح أن ذلك يعني ضمنا عدم إمكانية حصرها، فهي تبدأ من الشركات المتعددة الجنسيات بوصفها شكلا من أشكال إعادة الهيكلة المالية.

1- فوائد أدوات الهندسة المالية:

هذه الأدوات أصبحت تعد نشاطا ماليا أساسيا في الأسواق المالية وإنما بدأت تكتسب أهمية متزايدة لكونها تبتدع طرقا جديدة لفهم وقياس إدارة المخاطر.

فأدوات الهندسة المالية يمكن أن تحقق العديد من الفوائد للمتعاملين بها إذا ما تم إستعمالها بصورة صحيحة، ومن أبرز هذه الفوائد نذكر ما يلي: (1)

(1)-Eugino Domingo Solons, Financial innovation and monetary policy, the 38th SEACEN Governors conference and 22nd meeting SEACEN Board of Governors on "Structural change and Goths prospects ASIA challenges to central banking" Manila 13 february 2003.

- **إدارة المخاطر:** يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية إبتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر، إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر صرف العملات الأجنبية وإدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدى من خلال عملية التحوط، إذ يمكن أن تستعمل المستقبليات والعقود الآجلة والخيارات للتحوط من مخاطر تقلب الأسعار والفوائد وأسعار صرف العملات الأجنبية، كما يمكن استعمال المبادلات وغيرها في إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة وتحديد مستويات تكاليف الفائدة وفق إستراتيجيات خاصة.

- **الاستثمار:** يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرص الإستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية ودخول المتعاملين في عمليات صناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية، فضلا عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين بما يخدم أغراضهم في بناء المحافظ.

- **التكلفة:** يسمح التعامل بأدوات الهندسة المالية بتقليل تكاليف المعاملات التقليدية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد، كما يمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا (القواعد) للعوائد المحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض، كما يمكن استعمالها في عمليات المراجعة (التحكيم) للحصول على هيكل تكاليف مناسب بالنسبة للمتعاملين.

- **السيولة:** تتمتع أغلب أدوات الهندسة المالية بسيولة عالية تمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم بصورة عامة، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز وإلغائها تبا لحاجته ورغباته.

- **الإقتصاد العام:** لقد أدى تعدد أدوات الهندسة المالية إلى إيجاد الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها.

إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع والأوراق المالية التي تشكل مبالغ ضخمة جدا، وما يتحقق نتيجة ذلك من إيجاد فرص العمل الواسعة وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة في الرسوم والعمولات وغيرها.

2- مخاطر أدوات الهندسة المالية:

لقد جاءت الهندسة المالية كانعكاس للابتكار، والذي حتما يساهم في الرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ومن ثم يعمل على زيادة مستوى الرفاهية، فإن هذه الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم استقرار بسبب طبيعة الابتكار نفسه، هذه الأدوات المالية تتمتع بمزايا كبيرة تشير في الوقت نفسه إلى حجم المخاطر التي تنتج عن استخدامها والتي تتعلق بنوعية الأهداف المطلوب تحقيقها وكذا سلامة الاحتياطات الواجب اتخاذها،

فسوء استعمال المشتقات وتحول أهداف التعامل بها إلى المضاربة بالتوقعات وعدم الالتزام بقواعد وأسس التسيير السليم لهذه الأنشطة بالإضافة إلى غياب رقابة فعالة أدت كلها إلى آثار كارثية في عديد المرات. كما أنه حتى التعامل مع آثار هذه الهزات نظرا لتعقد طبيعتها لم يعد بالأمر الهين، وهو الأمر الذي يؤكد على ضرورة إعادة تحديد دور هذه الأدوات ضمن الصناعة المالية والمصرفية بما يتطلبه من تأكيد على مزاياها واستعمالاتها الهادفة وتحجيم والحد من الاستخدامات غير المناسبة لها.

خلاصة الفصل

الهندسة المالية كمنهج لنظم التمويل المعاصرة تهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية التي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة، والهندسة المالية بحسب بعض المختصين أنها التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشكلات التمويل.

فالمهندس المالي يمتلك القدرة على تخفيض تكلفة المنتج المالي لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره من خلال تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقراراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات من جهة أخرى من أجل تحديد التركيبة التمويلية المثلى.

تمهيد

تعتبر عملية اتخاذ القرارات من حتميات العمل الإداري، فمسألة إتخاذ القرارات واحدة من أهم وأصعب المسؤوليات التي يمارسها المديرون، والتي يتميزون من خلالها من غيرهم من العاملين. تشكل المؤسسة مركزا لإتخاذ مجموعة من القرارات الإقتصادية والمالية، وتزداد فعالية هذه القرارات كلما منحت للمؤسسة إستقلالية التسيير، كما تترتب عنها مسؤوليات عدة تتحملها أطراف عديدة (المساهمين، العمال، المسيرين... إلخ) لذا يجب أن تتميز عملية إتخاذ القرارات بالدقة، ولا يتأتى ذلك إلا بالإستناد على أساس ومعايير عملية. من بين سلوكات المؤسسة في التسيير نجد السلوك المالي والذي يترجم السياسة المالية والمتضمن قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، إذ يعتبر قرار التمويل من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها المؤسسة وذو تأثير على بقائها وإستمراريتها، كما يقع على عاتق متخذ هذا النوع من القرارات مهمة المفاضة بين البدائل التمويلية وبالمقابل تواجه المؤسسة أيضا تحدي كبير والمتمثل في إيجاد مصادر تمويل كافية لتغطية إحتياجاتها المالية المتزايدة، لكن ما يزيد من الأمر صعوبة ليس نقص مصادر التمويل بل كثرة القيود التي تحيط بعملية إتخاذ القرار التمويلي والتي يفرضها المحيط المالي ويعتبر الخطر المالي خطر إضافي يضاف إلى خطر النشاط، ويتعلق بتشكيل مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة الإقتصادية في تمويل نفسها، فالمؤسسة التي تقتصر على إستخدام أموال الملكية في تمويل أصولها نجدها تتعرض فقط لمخاطر النشاط، و بمجرد لجوئها لإستخدام مصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة (أموال إستدانة، أسهم ممتازة) فإنها تصبح معرضة للخطر المالي، وذلك لكونها تصبح مجبرة على دفع مستحقات متمثلة في فوائد وتوزيعات ثابتة في تواريخ معينة دون مراعات إيجابية النتائج المحققة. وعليه سنحاول من خلال هذا الفصل التفصيل في عملية إتخاذ القرار وقرارات التمويل مع إدارة المخاطر لهذا إرتأينا أن نقسمه هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: مفهوم القرار وعملية إتخاذ القرار.

المبحث الثاني: إدارة المخاطر وقرارات إدارة المخاطر.

المبحث الثالث: المقاربات النظرية الأساسية للهيكل المالي والعوامل المؤثرة على قرار تركيبته.

المبحث الأول: مفهوم القرار وعملية اتخاذ القرار.

تأتي عملية إتخاذ القرار كعملية ديناميكية لتمثل المضمون العام لنشاط الإدارة على جميع مستوياتها التنظيمية، وتعتبر من المهام الأساسية للإدارة، بل هي الركيزة الأساسية في العمل الإداري. ويولي المدير الناجح عادة عملية إتخاذ القرارات المزيد من الأهمية، لأنه يدرك ما يترتب على القرارات التي يقوم بإتخاذها من آثار قصيرة وطويلة الأجل على المؤسسة. وسنتناول في هذا المبحث مفهوم وأهمية إتخاذ القرار، مراحل عملية إتخاذ القرار والأسباب المتبعة في إتخاذ القرار.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية إتخاذ القرار.

إن إتخاذ القرار هي محور العملية الإدارية، وهي عملية متداخلة في جميع وظائف الإدارة ونشاطاتها، فعندما تمارس الإدارة وظيفة التخطيط فإنها تتخذ قرارات معينة في كل مرحلة من مراحلها، وعندما تضع الإدارة تنظيم المهام المختلفة والمتعددة فإنها تتخذ مجموعة قرارات بشأن الهيكل التنظيمي، كذلك المدير عندما يمارس مهامه القيادية فإنه يتخذ مجموعة من القرارات وعندما تؤدي الإدارة وظيفة الرقابة فإنها أيضا تتخذ قرارات بشأن تحديد المعايير الملائمة لقياس نتائج الأعمال والعمل على تصحيح الأخطاء إن وجدت، وهكذا تجرى عملية إتخاذ القرار في دورة مستمرة مع إستمرار العملية الإدارية نفسها.

1- مفهوم القرار و إتخاذ القرار:

تعتبر عملية إتخاذ القرار المحك الرئيسي لقياس مهارة القائد الإداري، لأنها جوهر قيادته ودليل حكمته، أي أن كان مركزه في التنظيم الإداري للمؤسسة وتدخل في كل وظائفه التي يمارسها لبلوغ الأهداف المحددة، فالقرار الرشيد الذي يصدره القائد الإداري هو الأساس في تقرير مستقبل المؤسسة نجاحا أو فشلا أو إنحرافا، ولهذا فإن عملية إتخاذ القرار من أدق وأصعب العمليات الإدارية وتكمن دقتها في الحكمة التي تقود العمل نحو الهدف المسطر بينما صعوبتها تكمن في براعة الإختيار بين أفضل البدائل، وكلما زاد حجم المؤسسة وتضخمت مسؤولياتها كلما زادت عملية إتخاذ القرار صعوبة. ويرى بعض المفكرين أن إتخاذ القرار أساس الإدارة بل قلب الإدارة، ولذلك لا ينبغي النظر إلى القرار الإداري أنه مجرد إجراء شكلي للبدء في الأمور أو لحل المشاكل، أو أنه وسيلة للإختيار بين الحلول المختلفة فحسب ولكن ينبغي إعتبره أداة للتجديد والخلق والابتكار.

1-1- مفهوم اتخاذ القرار:

إن إتخاذ القرار هي أن تختار من بين عدة بدائل من الأهداف والسياسات والإجراءات والبرامج، فالغرض الأساسي من عملية إتخاذ القرار يتمثل في توجيه الأفراد إتجاه تحقيق هدف محدد في المستقبل، فإذا لم توجد بدائل للإختيار من بينها فبالتالي لا يوجد هناك مبرر لعملية إتخاذ القرار ولذلك عادة ما تعرف عملية إتخاذ القرار على انها العملية الخاصة بالإختيار بين البدائل المختلفة المتاحة من أجل تحقيق الأهداف بأعلى كفاية⁽¹⁾، وعليه يمكن بيان ماهية عملية إتخاذ القرارات من خلال تحديد الصفات المميزة لهذه العملية و التي نلخصها فيما يلي⁽²⁾:

- أنها عملية قابل للترشيد: ذلك أن هذه العملية تقوم على إفتراض أنه ليس بالإمكان الوصول الى ترشيد كامل للقرار، وإنما يمكن الوصول إلى حد المعقول من الرشد.

- أنها عملية تتأثر بعوامل إنسانية وإجتماعية: كون هذه العملية تتأثر بعوامل سيكولوجية نابعة من شخصية متخذ القرار والمرؤوسين وجميع الأشخاص الذين يساهمون في إتخاذ القرار أو يتأثرون به، كما أن هذه العملية تتأثر بعوامل إجتماعية نابعة من بيئة القرار، وسواء كانت هذه البيئة داخلية أو بيئة خارجية وهي بيئة المجتمع الذي تمارس المؤسسة نشاطها في إطاره.

- أنها عملية تشمل الماضي والمستقبل: يعتبر القرار الإداري وخاصة القرارات المتكررة إمتداد وإستمرار لقرارات أخرى سبق إتخاذها وأن القرار الإداري لا يتخذ بمعزل عن بقية القرارات التي سبق إتخاذها، بل يعتبر حلقة من سلسلة قرارات، كما تمتد عملية إتخاذ القرارات في المستقبل من كون آثار القرار تصل إلى المستقبل.

- أنها تقوم على المجهودات الجماعية المشتركة: هذه العملية تنتج عن جهد مشترك، يبرز من خلال مراحلها المتعددة من إعداد وتحضير وجمع معلومات وتحليلها وتقييمها وتنفيذ القرارات، وما يتطلبه تنفيذ القرار من جهود مشتركة.

- أنها عملية عمومية وشمولية: من حيث نوع القرارات وأسس وأساليب إتخاذها تكون عامة بالنسبة لجميع المؤسسات، فهي صالحة للتطبيق مؤسسات الإدارية على إختلاف أنماطها سواء كانت مؤسسات تجارية أو

(1) - ابراهيم العمري، الإدارة دراسة نظرية و تطبيقية، دار الجامعة المصرية، القاهرة، مصر، 1978، ص234.

(2) - المرجع السابق، ص 234.

(3) - نواف كنعان إتخاذ القرارات الادارية بين النظرية و التطبيق، مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 2003، ص، ص 87،91.

صناعية أو خدماتيه فهي تتميز بالشمول من حيث أن القدرة على إتخاذ القرارات ينبغي أن تتوفر في جميع من يستغلون المناصب الإدارية على إختلاف مستوياتها العليا الوسطى والمباشرة.

- أنها عملية ديناميكية مستمرة: و تبرز صفة الحركية في هذه العملية من خلال كون هذه العملية تنتقل من مرحلة لأخرى إلى الهدف المنشود لحل مشكلة محل القرار.

- أنها عملية مقيدة: هذه العملية مقيدة وليست مطلقة تتسم بالبطء، أحيانا، وهذه الصفة نابعة من كون متخذ القرار يخضع لقيود متعددة وهو بصدد إتخاذ القرار بعضها نابع من المرؤوسين أو غيرهم ممن يمسهم القرار، وكونها أيضا تستغرق وقتا طويلا لإتخاذ القرار بسبب تعقد المشكلة محل القرار أحيانا، أو سبب ما يتطلبه إتخاذ القرار من دراسات ومناقشات، وخاصة إذا كان إتخاذه يتم عن طريق اللجان.

- أنها عملية صعبة ومعقدة: حيث تتضمن نشاطات عديدة تقتضيها مراحلها المتعددة وما تتطلبه هذه النشاطات من قدرات ومهارات لإنجازها.

1-2- تعريف عملية إتخاذ القرار:

تعددت آراء كتاب الإدارة في تعريفهم لاتخاذ القرارات بحيث أصبح لكل منهم مفهوم خاص إذ عرف

Nigro إتخاذ القرار بأنه " الإختيار المدرك بين البدائل المتاحة في موقف معين".⁽¹⁾

من هذا التعريف يتبين أن عملية إتخاذ القرار تتعلق بوجود مشكلة تتطلب حلا معيناً، حيث تتعدد الحلول التي تطرح للنقاش والتي يتم دراستها وتقييمها حتى يتم إختيار الحل الأكثر ملائمة والذي يتم وضعه عن وعي وإدراك وبعد دراسة وتفكير مع إمكانية تنفيذه بأقل تكلفة وأكبر عائد، ويرى حسين حريم أنه من المفيد التمييز بين القرار وعملية إتخاذ القرار، فالقرار هو سلوك وتصرف واعي من بين عدة بدائل، إنه إختيار واعي من بديلين فأكثر، ثم تحليلها يتبعه فعل أو إجراء لتنفيذ هذا الإختيار، أما عملية اتخاذ القرار فتتضمن سلسلة من الخطوات المترابطة المؤدية إلى قرار وتنفيذ هذا القرار ومتابعته⁽²⁾.

ويعرف محمد عبد الفتاح الصيرفي إتخاذ القرار بأنه "عملية عقلانية تتبلور في الإختيار بين بدائل متعددة ذات مواصفات تتناسب مع الإمكانيات المتاحة والأهداف المطلوبة"⁽³⁾.

(1) - نواف كنعان، مرجع سبق ذكره، ص 83.

(2) - حسين حريم، مبادئ الادارة الحديثة، النظريات - العمليات - وظائف المنظمة، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 87.

(3) - محمد عبد الفتاح الصيرفي، مفاهيم إدارية حديثة، الدار العملية الدولية ودار الثقافة، عمان، الأردن الطبعة الأولى، 2003، ص 60.

1-3- عناصر عملية اتخاذ القرار:

من المعروف أن المؤسسة تعمل في بيئة دائمة التغيير، وحتى يواكب المدير هذا التغيير مهما كان نوعه ووقته ومكانه لابد له أن يتخذ بشأنه قرار يمكنه كسب هذا التغيير إلى جانبه ويكون أثره إيجابيا لا سلبيا، فيمكن القول بأن المشاكل تبرز للمدير نتيجة لوجود حاجة لإجراء التعديلات الضرورية والمتعلقة بأحد أنشطة المؤسسة. في وجه التحديات في البيئة التي تعمل بها ومن هنا تتضح عناصر عملية اتخاذ القرار:⁽¹⁾

- **متخذ القرار:** سواء كان فردا مديرا للمؤسسة أو جماعة وتكون له السلطة الكاملة بموجب القانون في إتخاذ القرار ضمن الهرم التنظيمي في أي مستوى إداري بالمؤسسة.

- **موضوع القرار:** وهو المشكلة التي يتم بشأنها إتخاذ القرار لأجل معالجة ووضع حل مناسب.

- **الأهداف والدوافع:** القرار المتخذ هو سلوك ناتج عن دافع معين لإشباع حاجة، وهو المبرر لإتخاذ القرار، وكلما زادت أهمية إشباع الحاجة زادت أهمية القرار المتخذ.

- **المعلومات والبيانات:** حتى تتم دراسة المشكلة وتحديد أبعادها بشكل واضح لابد من جمع المعلومات والبيانات بخصوصها، سواء كانت هذه المعلومات والبيانات ليست ضرورية قبل إتخاذ القرار فقط وإنما بعد إتخاذه أيضا وذلك للتأكد من عملية تنفيذه وتحقيق الأهداف المرجوة.

- **التنبؤ:** ويعني التنبؤ بما سيكون عليه المستقبل، وخاصة عندما تتعلق المشكلة بأمر مستقبلي يحتاج فيها متخذ القرار إلى معلومات وبيانات محتمل حدوثها مستقبلا.

- **البدائل:** إتخاذ القرار عادة ما يتضمن إختيارا واحدا من مجموعة بدائل متاحة وهو الذي يمثل حلا للمشكلة التي من شأنها أن يتم إتخاذ القرار فيها، فتعدد البدائل يعطي الفرصة للإختيار الأفضل.

- **القيود:** تتم عملية إتخاذ القرار ضمن قيود تفرضها البيئة المحيطة على متخذ القرار، ولا مفر لمتخذ القرار من تقييم هذه القيود ودراستها لتفادي سلبياتها والإستفادة من إيجابياتها ومن هنا يشير وينر إلى أن القرار عبارة عن إختيار بديل من بين بديلين أو أكثر، أما عملية صنع القرار فتتكون من سلسلة خطوات متتابعة تبدأ بالمشكلة وتنتهي بتقييم فعالية البديل الذي تم إختياره⁽²⁾.

2- أهمية عملية اتخاذ القرار: بإعتبار أن الإدارة في الممارسة والتطبيق العملي ماهي إلا تصرف واتخاذ قرارات وتفكير إبتكاري يستهدف تنمية القرار المناسب لمواجهة موقف معين⁽³⁾.

(1) - المهدي الطاهر غنية، مبادئ إدارة الأعمال، المفاهيم والأسس والوظائف، الطبعة الأولى، دار الكتب الوطنية، ليبيا، 2003، ص ص48،

49.

(2) - حسين حريم، مرجع سبق ذكره، ص 225.

(3) - أسامة فريد و حسن الجندي، صناعة القرارات الإدارية، منشورات جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، ص 07.

لذلك فإن عملية إتخاذ القرار هي المحور الأساسي والفعال والحلقة الرئيسية في العملية الإدارية التي لا تتكامل بدورها، فوظائف التخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة لن يتحقق وجودها وتنفيذها إلا إذا تم اتخاذ قرارات بشأنها وبشأن جميع النشاطات الأخرى في المؤسسة والأفراد والمعاملين والمتعاملين معها حتى مع البيئة الخارجية التي تحيط بها.⁽¹⁾

وتعتبر عملية اتخاذ القرار عامل مشترك في كل مكونات العملية الإدارية، كما أنها تمتد إلى كل جوانب إلى تحقيق العديد من الأهداف المعقدة والمتشابكة، مما زاد من المشاكل. الهيكل التنظيمي للمؤسسة وبالتالي تزداد أهميتها بالنسبة لأهداف المؤسسة وأوجه أنشطتها والحجم الذي وصلت إليه المؤسسة، والعمليات التنفيذية العديدة التي تمارس داخلها، ومن هنا ينبغي على متخذ القرار التركيز على أسس وأساليب إتخاذ القرار يمثل مايجب التركيز على أسس وإجراءات تنفيذ ما يصدر من قرارات ولقد جعل علماء الإدارة من اتخاذ القرار الإداري موضوعا رئيسيا من دراساتهم وأصبح يحتل جزءا بارزا في معظم كتب الإدارة العامة وإدارة الأعمال، وعلم النفس الإداري، ومما زاد من أهمية القرار ودوره في تحقيق أهداف الإدارة وما تشهد التنظيمات الإدارية الحديثة من مشكلة تعدد وتعقد أهدافها، ووجود التعارض بين هذه الأهداف أحيانا، إذا لم يعد التنظيم الإداري يسعى لتحقيق هدف واحد كما كان من قبل، وإنما عليه أن يسعى إلى تحقيق العديد من الأهداف المعقدة والمتشابكة، مما زاد من المشاكل التي تواجه قيادة هذه التنظيمات مما استبعد ذلك من إتخاذ العديد من القرارات لمواجهة هذه المشاكل. ومن الملاحظ أن إتخاذ القرار كنشاط يغطي كافة مجالات العمل داخل المؤسسة ويتم على كافة المستويات، مما يدعو إلى القول في النهاية أن الإدارة هي سلسلة من القرارات المتزامنة والمتعاقبة لأن القرارات يمكن أن تتخذ في أكثر من موقع إداري في ذات الوقت. وهي أيضا متعاقبة لأنه في كل موقع أو مستوى إداري يتم إتخاذ القرارات في صورة سلسلة متصلة، كما تجدر الإشارة إلى أن أهمية القرارات في المؤسسة تزداد ونطاق شمولها يتسع كلما ارتفع مستوى السلطة الإدارية التي تتخذ القرار داخل الهيكل التنظيمي للمؤسسة⁽²⁾.

المطلب الثاني: إدارة عملية إتخاذ القرار.

1- أنواع القرارات:

تتعدد أنواع القرارات بتعدد المعايير التي يمكن إتخاذها أساسا للتصنيف، حيث يمكن تصنيف القرارات إلى عدة مجموعات على النحو التالي:

(1) - نادية أيوب، نظرية القرارات الإدارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 1993، ص 09.

(2) - أسامة فريد وحسن الجندي ، مرجع سبق ذكره ، ص07

1-1- أنواع القرارات و فقا للوظائف الأساسية في المؤسسة:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

- قرارات تتعلق بالعنصر البشري: وتتضمن القرارات التي تتناول مصادر الحصول على العاملين وطرق الإختيار والتعيين وغير ذلك.
- قرارات تتعلق بالوظائف الإدارية ذاتها: كالقرارات الخاصة بالأهداف المراد تحقيقها والإجراءات الواجب إتباعها والسياسات وبرامج العمل.
- قرارات تتعلق بالانتاج: وتتضمن القرارات الخاصة بتحديد حجم الإنتاج وطرقه وسياسات الإنتاج وغير ذلك من القرارات الانتاجية⁽¹⁾.
- قرارات تتعلق بالتسويق: وتتضمن القرارات الخاصة بتخطيط المنتجات وتحديد منافذ التوزيع وتحديد الاسعار.
- قرارات تتعلق بالتمويل: كالقرارات الخاصة بتحديد الهيكل المالي ومقدار رأس المال الثابت.

1-2- أنواع القرارات و فقا لأهميتها:

و تنقسم إلى ثلاثة أنواع:

- 1-2-1- القرارات الاستراتيجية: تتصف بأنها مرتبطة بالمستقبل لذلك فهي ترتبط بالخطط طويلة المدى التي تؤثر على المؤسسة بأكملها،⁽²⁾ وتعالج مشكلات جديدة وغامضة وغير مألوفة وتتوفر على معلومات قليلة، كما أنها تتطلب إجتهد وتفكير إبداعى، وإن الإدارة العليا هي المسؤولة على إتخاذ هذا النوع من القرارات.

1-2-2-1- القرارات التكتيكية:

وتتعلق بمشكلات روتينية متكررة، حيث تتوفر المعلومات، كما أنها تعني بتحقيق أهداف قصيرة الأجل، ورسم سياسات للوصول إلى الأهداف التي وضعتها القرارات الإستراتيجية والإدارة الوسطى هي المسؤولة عن اتخاذها.

1-2-3-1- القرارات التشغيلية: هي تلك القرارات التي تتعلق بتحديد وسائل الإستخدام الأمثل لعناصر الإنتاج

وتحديد أفضل أساليب الإنتاج التي تعمل على زيادة الأرباح أو تخفيض التكاليف وسياسات التسعير والتوزيع.

(1) - احمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 125.

(2) - رضا صاحب أبو أحمد على، سنان كاظم الموسري، الإدارة لمحات معاصرة، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى عمان، الأردن،

1-3- أنوع القرارات وفقاً لإمكانيات برمجتها:

وفقاً لهذا المعيار يوجد نوعين من القرارات.

1-3-1- قرارات قابلة للبرمجة: في هذا النوع من القرارات تكون القواعد التي تحكم اتخاذ القرار واضحة ولا تتطلب جهداً كبيراً في جمع المعلومات ووضع البدائل والإختيار بينها، ويمكن برمجة هذه القرارات آلياً، بحيث يتم وضعها بدون تدخل العنصر البشري، وتعد درجة البرمجة في هذه الحالة تامة⁽¹⁾.

1-3-2- قرارات غير قابلة للبرمجة:

تكون القرارات غير قابلة للبرمجة إذا كانت تواجه مواقف مستخدمة أو غير متوقعة، ويتطلب اتخاذها جهداً أكبر، لكن الإختيار يعتبر أصعب والبدائل عديدة وتتطلب جمع الكثير من المعلومات لوضع هذه البدائل وإختيار أفضلها.

1-4- أنوع القرارات وفقاً لظروف إتخاذها.

ويمكن التفرقة بين ثلاثة مواقف عند إتخاذ القرار:

1-4-1- قرارات في حالة التأكد التام:

وهي القرارات التي يتم اتخاذها في حالة التأكد التام من طبيعة المتغيرات ونوعيتها والعوامل التي تؤثر في إتخاذ القرار والقدرة على تنفيذه، وبالتالي فإن آثار القرار ونتائجه تكون معروفة بصفة مسبقة.

1-4-2- قرارات في حالة المخاطرة:

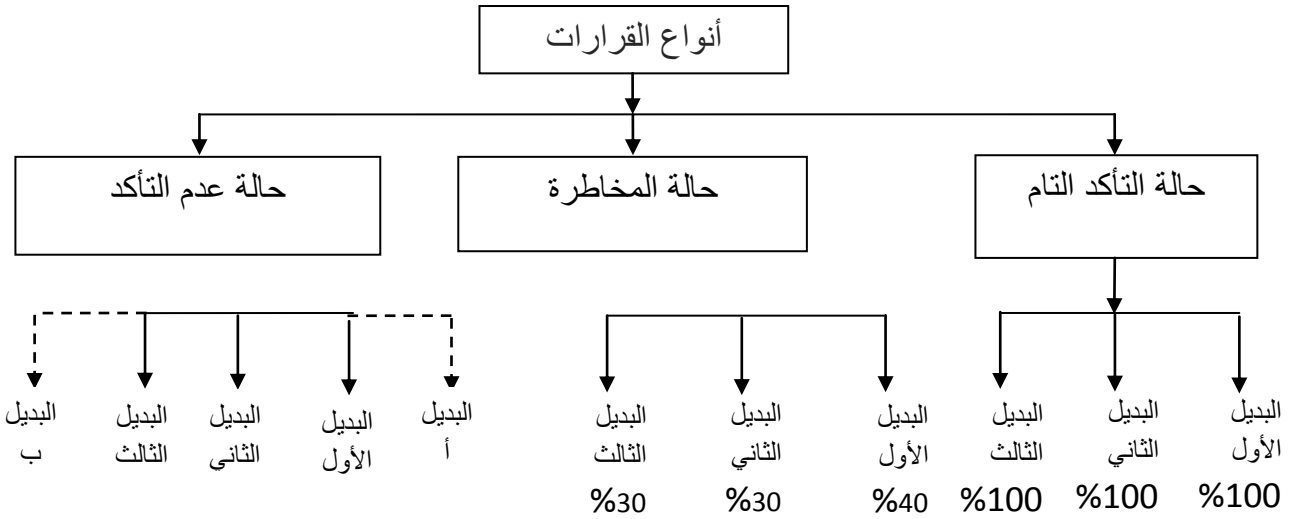
إن معظم القرارات التي تتخذ في حالة ظروف المخاطرة ترجع لنقص المعلومات، كما أن البدائل معلومة بإحتمالات حدوثها.

1-4-3- قرارات في حالة عدم التأكد:

هذا النوع هو الأكثر صعوبة لأن البدائل وإحتمالات حدوثها والعوائد المحتملة من كل بديل غير معروفة.

(1) - جمال الدين لعويسات، الإدارة و عملية اتخاذ القرار ، دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2003، ص 28.

شكل رقم (14): أنواع القرارات حسب ظروف اتخاذها.



المصدر: خليل ابراهيم العبد، إدارة الأعمال مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعة، الاسكندرية، مصر، ص241.

1-5-1- أنواع القرارات وفقا للنمط القيادي لم اتخاذها:

يمكن تصنيف القرارات وفقا لهذا المعيار إلى نوعين:

1-5-1-1 القرارات الانفرادية: وهذه القرارات يتم إتخاذها من قبل المدير بشكل إنفرادي، ويعلمها على

العاملين دون إعطائهم فرصة للمشاركة في اتخاذها.

1-5-1-2 القرارات الديمقراطية (القرار بالمشاركة):

وهي القرارات التي يتم اتخاذها عن طريق المشاركة، من خلال إشترك المستويات المختلفة في المؤسسة وكل

من يعينهم أمر القرار من خارج التنظيم، وتتميز مثل هذه القرارات بفاعليتها ورشدها، ذلك لان مشاركة

العاملين في وضعها يساعد على قبولهم لها وعدم معارضتهم لها بعد صدورها.

2- خطوات عملية اتخاذ القرار:

تمر عملية اتخاذ القرار بمراحل متعددة، تتعلق بحل مشكلة معينة وإزالة المعوقات التي تعترض الأهداف

التنظيمية، وحتى يحقق القرار النتائج المنشودة، لابد أن يكون فعالا في حل المشكلات أو في تجنبها ويقترح

إتباع الخطوات الآتية في عملية اتخاذ القرارات.

2-1- تحديد المشكلة:

إن أول خطوة في عملية اتخاذ القرار هي التعرف على المشكلة ومعرفة مسبباتها ودراسة أعراضها وجمع

المعلومات عنها وتحليلها لتحديد الأهداف المراد تحقيقها، حيث يتم التمييز بين الأعراض والأسباب.

وتعرف المشكلة - في مجال عملية إتخاذ القرار - بأنها إنحراف عن الهدف المحدد مسبقاً، أو هي حالة عدم التوازن بين ما هو كائن وبين ما يجب أن يكون.⁽¹⁾ وهنا تصبح أهم خطوة هي تعريف المشكلة وتحديد لها لأن سلامة القرار وعلاج المشكلة يتوقف على مدى الدقة في تحديدها، كما أن التحديد الخاطئ للمشكلة يتسبب في ضياع الجهد وفشل حل المشكلة وربما المساعدة على تفاقمها وتعميدها.

إن تحديد المشكلة أمر غاية الأهمية لأننا نسير بدونها بلا هدف واضح، كما أن عدم وضوح المشكلة وفهمها يؤدي إلى ضياع قدر كبير من الوقت والجهد في تجميع معلومات غير ملائمة لحل المشكلة موضوع الدراسة، ولا بد من معرفة الظروف المختلفة المحيطة بالمشكل لأن القرار الذي سيتخذ يتأثر بها. و يمكن تقسيم المشاكل إلى ثلاثة أقسام:

- **المشاكل التقليدية:** وهي التي تتكرر بصورة دائمة.

- **المشاكل الحيوية:** وهي التي تتعلق بالخطط والسياسات التي تتبعها المؤسسة.

- **المشاكل الطارئة:** وهي التي تحدث دون توفر مؤشرات بحدوثها ولكي يصل المدير متخذ القرار إلى تعريف دقيق للمشكلة، يجب أن يحدد موطن الداء، أو التعرف على العامل المؤثر والفعال في هذه المشكلة وهي ما يسمى في رأي بيتر بدراكر بالعنصر الحرج، وهو ذلك العنصر الذي لا بد من تعديله أو تغييره قبل كل شئ وأي شئ آخر.

2-2- تحديد البيانات و المعلومات اللازمة و تحليلها:

في هذه المرحلة يتم جمع المعلومات المتعلقة بالمشكلة وتحليلها، ومن أكثر الأخطاء التي تقع عند اتخاذ القرارات سببها عدم وجود المعلومات الكافية أو جمع معلومات خاطئة أو وجود معلومات كثيرة لاعلاقة لأكثرها بالمشكلة.

2-3- تطوير البدائل:

يقصد بالبديل الحل أو الوسيلة الممكنة والمتاحة للتعامل مع المشكلة وحلها وتوجد بدائل لحل أي مشكلة⁽²⁾. فمن النادر وجود بديل واحد لأي عمل، حتى أنه يمكن القول أن توفير بديل فقط يعني خطأ في هذا البديل، ويعتمد تطوير البدائل على التخيل والإبتكار، وإجراء البحوث والدراسات العلمية المرتبطة بالمشكلة، وإستخدام الأساليب العلمية التي تمكن من إكتشاف البدائل وتنميتها.

(1) - نواف كنعان، مرجع سبق ذكره، ص 117.

(2) - حسين حريم، السلوك التنظيمي سلوك الأفراد والجماعات في منطقة الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 231.

2-4- تقييم البدائل:

بعد الحصول على البدائل المناسبة يتم تقييمها، ولا ينبغي أن تتم عملية التقييم بعد كل بديل، لأن ذلك يؤثر سلباً على عدد الحلول التي يمكن تطويرها، وفي هذه المرحلة تتم معرفة نقاط قوة وضعف كل بديل وعوائده وتكاليفه، ومزاياه وسلبياته، وإن تقييم البدائل يعتمد على مجموعة من المعايير حسب طبيعة المشكلة والوقت المتاح لحلها.

ومن المعايير التي يمكن استخدامها في تقييم البدائل مايلي:⁽¹⁾

- الأهداف التي يحققها كل بديل، تعطي أوزان أو درجات للأهداف، أهداف مهمة وأخرى أقل أهمية، وأهداف واجبة أي لا بد من تحقيقها وأهداف مرغوبة أي يفضل تحقيقها.
- مدى إتفاق كل بديل مع أهداف المؤسسة وسياساتها وخططها ونظمها وفلسفتها، وتوافقه مع مجموعة من الإعتبارات الحاكمة التي تحدها.
- المنفعة أو المكاسب التي يمكن تحقيقها وتتمثل هذه المكاسب في القيمة أو الفائدة المحصلة من الموارد المتاحة بإتباع كل بديل.
- درجة المخاطرة المتوقعة من إتباع البديل، وتعني المخاطرة إحتمال عدم تحقيق المنفعة أو المكاسب المذكورة أي إحتمال عدم تحقيقه للأهداف المرجوة من تطبيقه.
- مقدار الجهود اللازم بذله في تنفيذ البديل، وعليه تتم المقارنة على أساس هذا السؤال، أي البدائل يعطي نتائج أحسن بمجهود أقل.
- كفاءة البديل، أي مدى استغلاله للموارد المتاحة، فيفضل البديل الذي يحقق التشغيل الإقتصادي الأمثل للموارد الموجودة من أموال ومعدات وطرق وأساليب ووقت وطاقات، وهنا يجب أن يؤخذ في الإعتبار ندرة أو محدودية الموارد الإنسانية مثل الأشخاص الذين سينفذون القرار، ومقدار ونوع مهارتهم وتنافسهم وفهمهم وتفكيرهم.
- المعلومات المتاحة عن الظروف البيئية المحيطة ، ومدى مساعدتها لتنفيذ البديل ونجاحه، أو تعطيلها له وإعاقة نتائجه.
- مدى النقص في المعلومات التي بني عليها الحل ومقدار الخطأ الذي يمكن أن يترتب على هذا النقص، ومدى إحتمال عدم تحقيق النتائج المحدودة.
- التوقيت ودرجة السرعة المطلوبة في الحل، والموعود الذي يراد فيه الحصول على النتائج المطلوبة.

(1) - محمد عبد الوهاب على، إتخاذ القرارات في المملكة العربية السعودية، منشورات الإدارة العامة، الرياض، السعودية، 1979، ص ص 42-44.

- إعتبارات أخرى مثل قوانين المجتمع وأعرافه ونظمه و تقاليده.

2-5- إختيار البدائل:

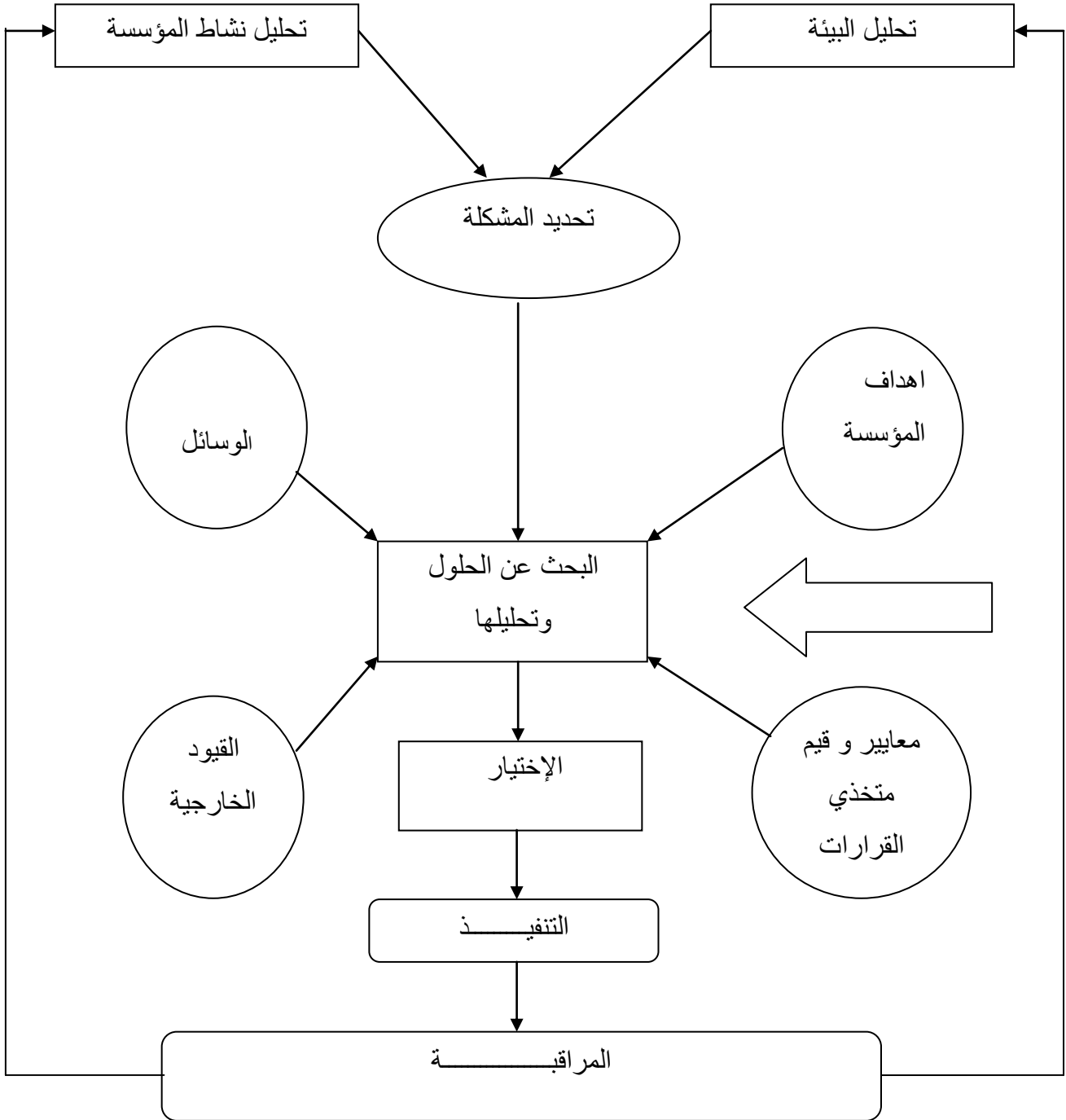
في الإختيار بين البدائل المختلفة يمكن إستخدام ثلاثة منطلقات لإتخاذ القرارات وهي: الخبرة، التجربة، البحث والتحليل⁽¹⁾ وإن الإعتقاد على الخبرة كأساس لإتخاذ القرار أخذ إهتمام أكبر مما يستحق، فالإداريون المتمرسون يعتقدون بأن إنجازاتهم وأخطائهم تشكل دليلاً يمكن إستخدامه لمعرفة المستقبل وإن البعض ينادي بأسلوب التجربة كطريقة علمية بأن يتم تجربة البدائل المختلفة لإستكشاف ما يحدث، ويعتقد الكثير بأن هذه الطريقة لا بد أن تستخدم بصورة أوسع لأنها تعطي الجواب الأكيد من العيوب كالنفقات الكبيرة والوقت الذي تستغرقه في البحث والتحليل.

2- متابعة تنفيذ القرار وتقييمه:

لا تنتهي عملية إتخاذ القرارات بنقلها إلى الجهات المسؤولة عن تنفيذها بل لا بد من التأكد من فاعليتها عن طريق المتابعة المستمرة لتنفيذها حتى تتأكد الإدارة من سلامة القرارات وقدرتها على تحقيق أهدافها.

(1) - رضا صاحب أبو حمد آل علي، سنان كاظم المرسوي، مرجع سبق ذكره، ص 271

شكل رقم (14): مراحل عملية اتخاذ القرار .



source : Auriac et al, Economie d'entreprise ,T.1, Techniplus , Paris ;1995 ,P 101.

المطلب الثالث: أساليب اتخاذ القرار.

تتعدد أساليب إتخاذ القرارات وتتنوع صعوبة إتخاذها أو سهولتها بالنسبة للجهد والتكلفة والوقت والدقة وتقدير النتائج، وقد نعتمد في تنفيذ خطوات عمليات إتخاذ القرارات على العديد من الأساليب منها الأساليب الكيفية ومنها الأساليب الكمية.

1- الأساليب الكيفية:

نقصد بالأساليب الكيفية أو الأساليب غير الكمية أو كما يطلق عليها أيضا بالأساليب التقليدية، تلك الأساليب التي تفتقر للتدقيق والتمحيص العلمي والتي لا تتبع المنهج العلمي في عملية اتخاذ القرار، وتعود جذور هذه الأساليب إلى الإدارة القديمة التي كانت تستخدم أسلوب التجربة والخطأ في حل مشكلاتها معتمدة إعتقادا كليا على مجرد الخبرة السابقة والتقدير الشخصي للإدارتين⁽¹⁾.

وتوجد العديد من الأساليب الكيفية التي تستخدم في إتخاذ القرارات و أهمها:

1-1- الحكم الشخصي أو البديهية:

إن المعيار في اتخاذ القرار من وجهة نظر الحكم الشخصي هو نظرة المدير للأمر وتقديره لها، والتي تبنى عادة على أسس شخصية غير موضوعية، وتتطلق من التكوين النفسي والأفضلية والتأثر بمجريات الأحداث، ويستند المدير إلى معلومات سابقة عند اتخاذه للقرارات في هذه الحالة⁽²⁾.

1-2- الحقائق:

تعد الحقائق أسس ممتازة في إتخاذ القرارات فحين تكون الحقائق متوفرة فإن القرارات المتخذة تصبح ذات جذور قوية ومنطقية، غير أن المشكلة هي أن هذه الحقائق قد لا تكون متوفرة في كل وقت يجب إتخاذ قرار إزاء موقف أو مشكلة، الأمر الذي قد يؤدي أحيانا بالمدير إلى إتخاذ قرارات رغم عدم توفر الحقائق والأدلة المؤيدة، وإن توفر الحقائق في إتخاذ القرار لا يغني عن الحكم الشخصي من قبل المدير.

1-3- التجربة (الخبرة):

يمر متخذ القرار بالعديد من التجارب أثناء أدائه لمهامه الإدارية يخرج منها بدروس مستفادة من النجاح والفشل، وهذه الدروس المستفادة من التجارب الماضية غالبا ما تكسب متخذ القرار مزيدا من الخبرة التي تساعد في الوصول إلى إتخاذ قرارات سليمة. ولا تقتصر الخبرة على المدير متخذ القرار، بل يمكنه الإستفادة من خبرات المديرين الآخرين وتجاربيهم في حل المشاكل الإدارية، والاستفادة أيضا من المديرين السابقين الذين أحيلوا على التقاعد، وعادة ما يستخدم أسلوب الخبرة في القرارات المتكررة والبسيطة.

(1) - نواف كنعان، مرجع سبق ذكره، ص 181

(2) - جمال الدين لعويسات، مرجع سبق ذكره، ص 73 .

إلا أن من أبرز المآخذ على هذا الأسلوب، أن هناك بعض المخاطر قد تترتب على إعتقاد المدير على خبرته السابقة في إتخاذ قراراته ذلك لأن مثل هذه الخبرة قد يشوبها أخطاء أو فشل، كما أنها في الغالب تتأثر بمستوى إدراك المدير للأسباب الحقيقية لخطئه أو فشله، يضاف إلى ذلك أن المشكلات الماضية قد تكون مختلفة عن المشكلات الحاضرة، وفي مثل هذه الحالة يصبح من غير المناسب تطبيق الدروس المستفادة من تجارب الماضي على تجارب الحاضر.

1-4- الآراء:

إن الإعتقاد على الآراء الخارجية هو أسلوب ديمقراطي في إتخاذ القرارات وهو أسلوب لا ينتهجه كل المديرين ولكنه يظل أسلوب أفضل في إتخاذ القرارات، وإن القرار المبني على المشاركة وإعطاء الرأي يشجع العناصر المعنية بتنفيذه كل في المجال الذي يخصه، غير أن هذا الأسلوب قد لا يكون الوسيلة المثلى في إتخاذ القرارات العاجلة والتي لا تحتل المداولة والتأخير.

2- الأساليب الكمية:

في هذه الأساليب يتم الإعتقاد على النماذج الرياضية والحاسبات الإلكترونية التي تقوم بتحليل البيانات والمعلومات بهدف الوصول إلى القرار المناسب في معزل عن الإجتهادات والخبرات والآراء الشخصية، وهي أساليب تهدف إلى تقنين القرارات بمقاييس كمية رقمية بغرض الوصول إلى إتخاذ القرار المناسب، وهناك العديد من الأساليب والطرق الكمية والإحصائية التي تستخدم القرارات وأهم هذه الطرق ما يلي:

2-1- بحوث العمليات:

تعتبر بحوث العمليات المدخل العلمي لإتخاذ القرارات الخاصة بعمليات المؤسسة، حيث تطبق بحوث العمليات على الحالات التي تعني بإدارة وتنسيق التعليمات والأنشطة، ويشمل ذلك جميع أنواع الأنشطة والعمليات في المؤسسات، وتتبع بحوث العمليات الطريقة العلمية في حل المسائل، والتي تبدأ بالملاحظة الدقيقة وتحديد المسألة ثم بناء النموذج العلمي الذي عادة ما يكون نموذجاً رياضياً على أن يمثل بقدر الإمكان جميع الأبعاد الحقيقية للمسألة في الواقع العلمي، وتهدف بحوث العمليات للوصول إلى الحل الأمثل، وهذا يعني أن الحل الذي يتم التوصل إليه أفضل الحلول ولا يوجد بديل آخر يعطي نتائج أفضل⁽¹⁾، وإن إستخدام هذا الأسلوب لا يزود المدير بقرار نهائي ولكن يساعده في إتخاذ القرارات في ضوء الحلول التي يصنعها والتي يمكن المقارنة بينها على أسس رقمية، ذلك لأن رشد الحل يعتمد على مدى قدرة النموذج الرياضي على تمثيل المشكلة محل القرار وتدلليل الصعوبات التي تعترض الصياغة الرياضية للمشكلة، كما

(1) - محمد أسعد عبد الوهاب النيداني، مقدمة في بحوث العمليات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1998، ص35.

يعتمد على توفير القدرات والمهارات اللازمة في متخذ القرار والتي تمكنه من تشخيص المشكلة وجمع البيانات وتحليلها وتقييمها وإتخاذ الخطوات اللازمة لتنفيذ الحل.

2-2 - نظرية الإحتمالات:

إن تطبيق نظرية الإحتمالات في مجال إتخاذ القرارات يساعد متخذ القرار في موقف وحالات عدم التأكد وحالات المخاطرة في تحديد درجة إحتمال حدوث أحداث معينة تؤثر في تنفيذ القرار، أو في تحقيق النتائج المطولة.

2-3 - نظرية المباريات:

في مجال الإدارة يعتبر هذا الأسلوب فريد ومفيد في حل المشاكل التي تتعلق بالمنافسة، ويقوم هذا الأسلوب على مجموعة من الإفتراضات وهي أن الهدف الحقيقي للفرد هو تحقيق أقصى عائد أو أقل خسارة، وأن الفرد يتصرف من واقع المنطق والمعقولية وأن الشخص الآخر في الطرف المنافس ينتهج نفس هذه القواعد ويتصرف بنفس هذا المنطق.

وتحت هذه الظروف فإن نظرية المباريات تهئى لمستخدمها الحل الأمثل في ظروف معينة ومن خلال تطوير استراتيجية تحقق له أقصى عائد وأقل خسارة⁽¹⁾.

2-4 - أسلوب شجرة القرارات:

تعتبر شجرة القرارات من أكثر الأساليب إستعمالا لمعالجة مشكلات إتخاذ القرارات في حالة المخاطرة، ويعتمد هذا الأسلوب في التحليل على التمثيل البياني لجميع البدائل المتاحة ونتائجها المتوقعة وإحتمالات تحقيقها. وتتكون شجرة القرارات من عدد من المراحل تختلف باختلاف حجم ونوع المسألة، وهناك نوعان من المراحل، مرحلة احتمالات ومرحلة قرارات⁽²⁾ وتتكون كل مرحلة من مجموعة من الفروع والجذور، ويتمثل كل فرع في مرحلة الإحتمالات، حالة من الحالات، أو نتيجة من النتائج المتوقعة لبدل ما، ويمثل الجذر في أي مرحلة من المرحلتين نقطة تجميعية تضم مجموعة البدائل في مرحلة القرارات أو مجموعة الحالات في مرحلة الإحتمالات، وتعتبر شجرة القرارات تطوير شجرة الإحتمالات، والتي تحتوي على مراحل إحتمالات فقط بينما تحتوي شجرة القرارات على مراحل قرارات بالإضافة إلى مراحل الاحتمالات.

(1) - جمال الدين لعويسات ، مرجع سبق ذكره ، ص 86.

(2)-Boualem Benmazouy ,Recherche opérationnelle de gestion ,Edition Atlas ,Alger ,1995 ;p208.

2-5- أسلوب دراسة الحالات:

يساعد هذا الأسلوب على تطوير وتحسين قدرات ومهارات المديرين على التحليل والتفكير الإبتكاري لحل المشاكل الإدارية التي تواجههم، ويقوم هذا الأسلوب على تعريف وتحديد المشكلة محل القرار والتفكير في أسبابها وأبعادها وجوانبها المختلفة، أو تصور الحلول البديلة لها إستنادا على المعلومات المتاحة عن المشكلة و يمكن لمتخذ القرار الإسترشاد بمجموعة من الأسئلة في دراسة الحالة أو المشكلة محل القرار.

2-6- البرمجة الخطية:

تعتبر البرمجة الخطية من أهم الأساليب الكمية المستخدمة في إتخاذ القرارات الإدارية و أكثرها إستخداما، حيث تهتم بمشكلة تخصيص الموارد المحدودة مثل الأموال والمعدات والمواد والأفراد على أوجه الإستخدام غير المحدودة بشكل يحقق الإنتفاع الأمثل منها ضمن القيود المفروضة على الإدارة ورغم إعتقاد عملية إتخاذ القرارات على أساليب عملية تساعدها على تحقيق الفعالية والوصول إلى الحل السليم والمناسب إلا أنه هناك العديد من المعوقات التي تقف حاجزا أمام عملية اتخاذ القرارات.

المبحث الثاني: إدارة المخاطر وقرارات إدارة المخاطر.

إختلفت وتعددت المفاهيم المرتبطة بإدارة المخاطر ونظرا لإختلاف الزوايا التي ينظر منها، وكذا إرتبط مفهومها بمفاهيم أخرى كالتأمين وغيرها، بالإضافة إلى التطورات التي طرأت على التعريف نتيجة مامربه من مراحل تاريخية ساهمت في بلورته في عدة أشكال وأصناف متعددة.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول إدارة المخاطر.

1 - مفهوم إدارة المخاطر:

لقد بدأ إستخدام مصطلح إدارة المخاطر منذ أوائل الخمسينات ضمن مطبوعات عام 1956 "هارفارد بيزنس ريفيو" وقد حددت هذه المطبوعات ضرورة تواجد مدير مخاطر في المؤسسة والهدف من هذه المطبوعات هو تحديد برنامج عملي لإدارة المخاطر وعموما حددت خطوات إدارة المخاطر في⁽¹⁾:

-تقرير الأهداف.

- التعرف على المخاطر.

- دراسة البدائل وإختيار أداة التعامل مع المخاطرة.

-تنفيذ القرار.

- التقييم والمراجعة.

(1) - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003، ص 16.

ويقصد بإدارة المخاطر المنهج أو المدخل العلمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى حد أدنى⁽¹⁾.

كما هي عبارة عن تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف وذلك عن طريق. إكتشاف الخطر وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مجابهته مع إختيار أنسب هذه الوسائل لتحقيق الهدف المطلوب⁽²⁾.

و يري Hamilton CR (1998) إدارة المخاطر هي نشاط يمارس بشكل يومي سواء على مستوى الأفراد أو المنظمات، لأن أي قرار ترتبط نتائجه بالمستقبل، وطالما أن المستقل غير مؤكد فلا بد من الإعتماد بشكل ما على مبادئ إدارة المخاطر، وأوضح Hamilton أن إدارة المخاطر تتضمن الأنشطة التالية:⁽³⁾

- تجميع المعلومات عن الأصول الخطرة بالمؤسسة.
- تحديد التهديدات المتوقعة لكل أصل.
- تحديد مواطن الخلل الموجودة بالنظام والتي تسمح للتهديد بالتأثير في الأصل.
- تحديد الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة إذا حدث التهديد المتوقع.
- تحديد الأساليب والأدوات البديلة التي يمكن الاعتماد عليها لتقليل أو تجنب الخسائر المحتملة.
- تحديد الأساليب والأدوات التي قررت المؤسسة الاعتماد عليها في إدارة المخاطر المحتملة.

2- هيكيل وتنظيم إدارة المخاطر:

2-1 - سياسة إدارة المخاطر:

على سياسة إدارة المخاطر بالمؤسسة أن تضع منهجها وميولها إتجاه المخاطر، ويجب على المؤسسة أن تشير إلى أي متطلبات قانونية فيما يخص بيان سياسة المؤسسة مثل الصحة والسلامة ترتبط عمليات إدارة المخاطر بمجموعة مندمجة من الأدوات والتقنيات يتم استخدامها في المراحل المختلفة للنشاط وللعمل بشكل فعال، تتطلب عملية إدارة المخاطر.

- إلتزام الرئيس التنفيذي ومدراء المؤسسة.
- توزيع المسؤوليات داخل المؤسسة.
- تخصيص الموارد الملائمة لتدريب وتطوير الوعي بالمخاطر من قبل أصحاب المصلحة.

(1)- طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص 50.

(2)- أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر والتأمين دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص55.

(3)- Hamilton C,R ,New trends in Risk managemant Inforrmation Systems seority vol 7 n°=1,1998,P.70-78

2-2- دور مجلس الإدارة:

- يأخذ مجلس الإدارة في الحسبان عند تقييم نظام الرقابة الداخلية مايلي:
- طبيعة ومدى حجم الأخطار المقبولة التي تستطيع المؤسسة تحملها ضمن نشاطها الخاص.
- احتمالية تحقق تلك الأخطار.
- كيفية إدارة الأخطار غير المقبولة.
- قدرة المؤسسة على تخفيض احتمال تحقيق المخاطر وتأثيره على النشاط.
- تكاليف وعوائد المخاطر وأنشطة التحكم في المخاطر المطبقة.
- الآثار الضمنية لقرارات مجلس الإدارة على المخاطر.

2-3- دور وحدات العمل:

وتتضمن مايلي:

- تتحمل وحدات العمل المسؤولية الأولى في إدارة المخاطر على أساس يومي.
- تعتبر وحدات العمل مسؤولة عن نشر الوعي بالمخاطر داخل نشاطهم، كما يجب تحقيق أهداف المؤسسة من خلال نشاطهم.
- يجب أن تصبح إدارة المخاطر موضوع للإجتماعات الدورية للإدارة وذلك للأخذ في الحسبان مجالات التعرض للخطر لوضع أولويات العمل في ضوء تحليل فعال للخطر.
- يجب أن تتأكد إدارة وحدة العمل من شمول إدارة المخاطر ضمن المرحلة الذهنية للمشروعات وحتى إنتهاء المشروع.

2-4- دور وظيفة إدارة المخاطر:

- إعتماد على حجم المؤسسة، قد يتحمل وظيفة إدارة المخاطر أعباء إضافية، وتتحمل من مدير للخطر يعمل جزء من الوقت إلى قسم إدارة المخاطر يعمل طول الوقت، ويجب أن تتضمن وظيفة إدارة المخاطر مايلي:
- وضع سياسة وإستراتيجية لإدارة المخاطر.
- التعاون على المستوى الاستراتيجي والتشغيلي فيما يخص إدارة المخاطر.
- بناء الوعي الثقافي للخطر داخل المؤسسة ويشمل التعليم الملائم.
- إعداد سياسة وهيكل للخطر داخليا لوحدات العمل.
- تصميم ومراجعة عمليات إدارة المخاطر.

- التنسيق بين أنشطة مختلف الوظائف التي تقدم النصيحة فيها بخص نواحي إدارة المخاطر داخل المؤسسة.

- تطوير عمليات مواجهة المخاطر والتي تتضمن برامج الطوارئ واستمرارية النشاط.

- إعداد التقارير عن المخاطر وتقديمها لمجلس الإدارة وأصحاب المصلحة.

2-5- دور المراجع الداخلي:

قد يختلف دور المراجع الداخلي من مؤسسة لأخرى وعمليا قد يتضمن دور المراجع الداخلي كل أو بعض مايلي:

- تركيز عمل المراجع الداخلي على الأخطار الهامة، التي تم تحديدها بواسطة الإدارة، ومراجعة عمليات إدارة المخاطر داخل المؤسسة.

- منح الثقة في إدارة المخاطر.

- تقديم الدعم الفعال والمشاركة في عمليات إدارة المخاطر.

- تسهيل أنشطة تحديد وفحص الأخطار وتعليم العاملين بإدارة المخاطر والمراجعة الداخلية.

- تنسيق عملية إعداد تقرير المخاطر المقدم لمجلس الإدارة ولجنة المتابعة الداخلية... إلخ، بغرض تحديد الدور الأكثر ملائمة لمؤسسة معينة، على المراجع الداخلي التأكد من عدم الإخلال بالمتطلبات المهنية الخاصة بتحقيق الاستقلالية والموضوعية.

2-6- الموارد و التطبيق:

يجب توفير الموارد الضرورية لتطبيق سياسة إدارة المخاطر بالمؤسسة، وذلك على كل مستوى إداري داخل كل وحدة عمل بالإضافة إلى وظائف التشغيل الأخرى بالمؤسسة، ويجب تعريف بوضوح أدوار المشاركين في إستراتيجية تنسيق إدارة المخاطر، وهذا التعريف الواضح مطلوب أيضا للمشاركين في مراجعة ومتابعة إجراءات التحكم وتسهيل عمليات إدارة المخاطر. يجب أن يتم دمج أنشطة إدارة المخاطر داخل المؤسسة عن طريق العمليات الإستراتيجية والموازنة.

3- أدوات و خطوات إدارة المخاطر:

3-1- أدوات إدارة المخاطر:

يتمثل الجزء الجوهري من وظيفة إدارة المخاطر في تصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها تقليل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي المترتب على الخسائر، ويمكن تصنيف التقنيات العريضة المستخدمة في إدارة المخاطر على:

- التحكم في المخاطرة:

وتشمل أساليب التحكم في المخاطرة التقليل من المخاطر والمداخل المختلفة لها، وذلك من خلال منع حدوث الخسائر و مجهودات الرقابة و التحكم و أيضا الوقاية.

- تمويل المخاطرة:

يعتمد تمويل المخاطر على ضمان إتاحة الأموال لتعويض الخسائر التي تحدث، ويأخذ تمويل المخاطر بدرجة أساسية شكل الإحتفاظ أو التحويل (الإحتفاظ بجزء من المخاطر ونقل أو تحويل جزء آخر).

3-2-2- خطوات إدارة المخاطر⁽¹⁾:

تتضمن عملية إدارة المخاطر مجموعة من الخطوات التالية:

3-2-1- تقرير الأهداف و الغايات:

وهي الخطوة الأولى لإدارة المخاطر وتتمثل أساسا في ما تريد المؤسسة أن يفعله برنامج إدارة المخاطر الخاص بها بدقة للحصول على أقصى فائدة من النفقات المرتبطة بإدارة المخاطر.

وهناك العديد من الأهداف المختلفة والمتنوعة لوظيفة إدارة المخاطر، وتشمل الحفاظ على بقاء المؤسسة وتقليل التكاليف المرتبطة بالمخاطر إلى الحد الأدنى ومع ذلك فالهدف الأول لإدارة المخاطر هو ضمان إستمرارية وجود المؤسسة ككيان في الاقتصاد وتساهم إدارة المخاطر في بلوغ أهداف المؤسسة عن طريق ضمان ألا تحول الخسائر المرتبطة بالمخاطر البحتة و بين بلوغ أهدافها.

3-2-2- فحص الخطر:

يعرف فحص الخطر بأنه جمع إجراءات تحليل و تقييم الخطر.

أ - تحليل الخطر: يتضمن تحليل الخطر بدوره تعريف الخطر، وصف الخطر، تقدير الخطر:

- يهدف تعريف الخطر إلى تحديد تعرض المؤسسة لعدم التأكيد، وهذا ما يتطلب معرفة جوهرية بالمؤسسة والسوق التي تشارك فيه والبيئة القانونية والثقافية التي تتواجد ضمنها ويتطلب ذلك الفهم السليم لأهداف المؤسسة الإستراتيجية والتشغيلية، ويشمل ذلك العوامل الحيوية لضمان نجاح المؤسسة وإقتناء الفرص وتجنب التهديدات المرتبطة بتحقيق تلك الأهداف ويجب أن تتم عملية تعريف المخاطر بأسلوب منهجي لضمان تعريف جميع الأنشطة ويجب كذلك تحديد التغيرات المصاحبة لتلك الأنشطة وتصنيفها حسب أهميتها.

ويمكن تصنيف أنشطة وقرارات المؤسسة بعدة طرق ومنها مايلي:

● إستراتيجية والتي تهتم بالأهداف الإستراتيجية طويلة الأجل للمؤسسة.

(1) - تقرير الجمعية المصرية لإدارة للمخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 03.

• **تشغيلية** وتهتم بنواحي النشاط اليومي التي تواجهها المؤسسة خلال سعيها نحو تحقيق الأهداف الإستراتيجية.

• **مالية** وتهتم بالإدارة الفعالة والرقابة على النواحي المالية للمؤسسة وتأثير العوامل الخارجية مثل مدى توافر الإئتمان وأسعار الصرف و تحركات أسعار الفائدة.

• **الإدارة المعرفية** والتي تهتم بالإدارة الفعالة والرقابة على مصادر المعرفة.

• **التوافق مع القوانين** يهتم بنواحي الصحة والسلامة والبيئة والمواصفات التجارية وحماية المستهلك وحماية نظم المعلومات والتوظيف والنواحي القانونية.

- يهدف وصف الخطر إلى عرض الأخطار التي تم تعريفها بأسلوب منهجي مثل إستخدام الجداول، ويمكن إستخدام جداول منفصلة لوصف المخاطر لتسهيل عملية وصف وفحص المخاطر، وإستخدام أسلوب مصمم بطريقة جيدة ضروري للتأكد من إجراءات تعريف ووصف وفحص الأخطار بطريقة شاملة، و إذا أخذنا في الحسبان نتائج واحتمالات كل خطر يتضمنها الجدول، يصبح من الممكن إعطاء الأولوية للأخطار الرئيسية والتي تحتاج إلى التحليل بطريقة أكثر تفصيلا.

- يمكن تقدير المخاطر بأسلوب كمي أو شبه كمي أو نوعي من حيث إحتمال التحقيق والنتائج المحتملة، مثل النتائج من حيث التهديدات أو فرص النجاح قد تكون مرتفعة أو متوسطة أو منخفضة إلا أنها تتطلب تعريفات مختلفة من حيث التهديدات وفرص النجاح.

على سبيل المثال، العديد من المؤسسات تجد أن تقييم النتائج والإحتمالات كمستوى مرتفع أو متوسط أو منخفض كافي تماما لإحتياجاتها ويمكن تمثيلها كمصفوفة 3×3 بينما قد تجد مؤسسات أخرى أن تقييم النتائج والإحتمالات بإستخدام مصفوفة 5×5 يعطيهم أفضل تقييم.

و هناك عدة طرق مستخدمة في تحليل المخاطر :

أ₁- **تحديد الأخطار وتقويم المخاطرة**: يتم تحديد الأخطار وتقويم المخاطر من خلال ثلاثة مراحل وهي:

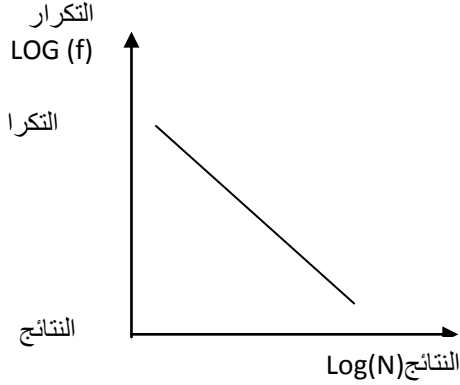
- التعرف على الخطر من خلال تحديد الأحداث الكامنة للخطر المسببة لحدوث إصابة أو وفاة أو فقدان إقتصادي.

- التأهيل، حيث يتم إيجاد التكرار وتحليل نتائج الأحداث لتأهيل مقدار المخاطر المحتمل حدوثها ويتم ذلك من خلال إيجاد:

• نتائج الحدث بتحليل النتائج المحدثة لخطر غير مرغوب فيه.

- التكرار وهو إيجاد احتمالات تكرار حدوث الحدث من الخطر ويتمثل عدد مرات حدوث الحدث ومعدلات تكراره.

شكل رقم (15): العلاقة بين تكرار ونتائج الحدث.



H	1	2	3
M	4	5	6
L	7	8	9
	L	M	H

المصدر: عبد العزيز بن محمد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

وتمثل هذه القيمتان بعلاقة لوغاريتمية كل منها مبين في الشكل رقم (15) ونظرا لصعوبة إيجاد معادلة يتم إعداد مصفوفة بعدد من الصفوف والأعمدة وفقا لما ينطوي عليه الخطر وطريقة التحكم بها.

- القياس الكمي، حيث يتم تحديد الخطر ويعبر بقيمة الخطر بأنها القيمة المتوقعة لمجموعة من النتائج المتعاقبة غير المرغوب بها ويمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

(i) : حدث متتالي i

x_i : نتيجة لحدث غير مرغوب.

f_i : تكرار حدوث الحدث.

m_i : التدابير الوقائية (التخفيف/ التحسين).

أ₂- استخدام طرق تحليل الأخطار:

هناك عدة طرق يتم استخدامها لتحديد الخطر وتقييم المخاطر وتشمل مايلي:

- التحليل الحثي (طريقة المصفوفة):

- التحليل بالتعليل الاستنتاجي (طريقة شجرة الخطر).

- تحليل نمط و تأثير الفشل.

- تحليل الخطر وقابلية الإجراء.

- طرق أخرى مثل قائمة الفحص، مؤشر الحريق و الانفجار.

ب- تقييم الخطر:

بعد أن يتم التعرف على المخاطر، فإنه من الضروري إجراء مقارنة بين تقدير الأخطار ومقاييس الخطر التي تم إعدادها بواسطة المؤسسة، مقاييس الخطر قد تتضمن العوائد والتكاليف ذات العلاقة والمتطلبات القانونية والعوامل الإجتماعية والإقتصادية والبيئية، واهتمامات أصحاب المصلحة لذلك يستخدم تقييم الخطر لإتخاذ قرارات اتجاه الأخطار ذات الأهمية وفيما إذا كان الخطر يجب قبوله أو معالجته.⁽¹⁾ تنص عملية تقييم المخاطر على قياس الحجم المحتمل لتأثير الخطر وإحتمال حدوث الخطر، ويصنف كل من الإحتمال والتأثير كالتالي:⁽²⁾

عالي، متوسط، منخفض، كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (07): تقييم درجات الخطر.

الاحتمال التأثير	عالي	متوسط	منخفض
عالي	عالي جدا	عالي	متوسط
متوسط	عالي	متوسط	منخفض
منخفض	عالي	متوسط	منخفض جيدا

المصدر: المرجع السابق ص 13.

(1) - الجمعية المصرية لإدارة الأخطار، معيار إدارة الخطر، مرجع سبق ذكره، ص 09.

(2) - عاطف عبد المنعم، محمد محمود الكاشف، سيد كاسب، تقييم و إدارة المخاطر، مركز تكوير الدراسات العليا والبحوث، جامعة القاهرة، مصر،

2008، ص 13.

إن المخاطر التي تتطوي على خسارة من شأنها أن تؤدي إلى كارثة مالية، لذلك يجب ترتيب المخاطر في صورة تصنيف عام بدلا من ترتيبها عدديا إذا كان (1)

- **المخاطر الحرجة:** كل ظروف التعرض للخسارة التي تكون فيها الخسائر المحتملة ذات حجم سوف ينتج عنه الإفلاس.

- **المخاطر الهامة:** المحتملة فيها الإفلاس ولكنها سوف تلزم المؤسسة على الإقتراض لمواصلة العمليات.

- **المخاطر غير الهامة:** ظروف التعريف على المخاطر التي يمكن تعرض الخسائر المحتملة اعتمادا على الأصول الحالية للمؤسسة أو دخلها دون أن يتسبب في ضائقة مالية، إن توزيع ظروف التعرض للمخاطر على واحدة من هذه الفئات الثلاث يتطلب تقرير مبلغ الخسارة المالية التي قد تنتج من تعرض معين للمخاطرة، وتقييم قدرة المؤسسة على إستيعاب مثل هذه الخسائر غير المؤمن ضدها الممكن تحملها دون اللجوء إلى الإقتراض والوقوف على القدرة الإئتمانية القصوى للمؤسسة.

المطلب الثاني: أدوات إدارة المخاطر المالية.

تتناول إدارة المخاطر المالية العلاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار وبين المخاطر التي تصاحب هذا الاستثمار وذلك بما يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة يرى Williams Smith, Young (1995) أن إدارة المخاطر المالية بالمؤسسة تتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، وقياسها والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها، وأن الغرض الرئيسي لإدارة المخاطر المالية للمؤسسة يتمثل في تمكين المؤسسة من التطوير وتحقيق أهدافها بشكل أكبر فعالية وكفاءة.

1- مفهوم الخطر المالي:

ويرى Williams Smith, Young (1995)، أن الخطر هو التقلب المحتمل في النواتج، أن الخطر مفهوم موضوعي ويمكن قياسه كميا، وأنه يخلق خسائر محتملة حيث يمكن أن يترتب على التصرف الذي يصاحبه الخطر مكاسب أو خسائر ولا يمكن التنبؤ بأنهما سوف يحدث فعلا.

فالخطر المالي يعني أن هناك فرصة لحدوث خسارة مالية، وأن مصطلح الخطر يستخدم للإشارة إلى التغيير الذي يمكن أن يحدث في العوائد المصاحبة لأصل معين.

حالة المخاطر تشير إلى احتمال حدوث خسارة أو احتمال حدوث شئ غير مرغوب فيه، وأن المخاطر المالية تنشأ من جانب التمويل بالمؤسسة ، وتزداد مع زيادة الإعتماد على الديون.

(1) - طارق حماد عبد العال، إدارة المخاطر: أفراد - إدارات - شركات بنوك مخاطر الإئتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2007، ص 61.

- ويري بهاء الدين سعد (1987) أن حالة المخاطر تشير إلى عدم التأكد من تحقيق نتيجة معينة، وأن المخاطر المالية ترتبط بإستخدام الديون في تمويل إحتياجات المؤسسة، وأن لهذه المخاطر المالية جانبين:
- الأول يتصل بالعسر المالي أو التوقف عن سداد الالتزامات المالية.
 - الثاني يتصل بتقلب الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.
- ومن خلال التعاريف السابقة نستخلص مايلي:
- مفهوم الخطر يرتبط بالمستقبل، وهذا الأخير غير مؤكد.
 - الخطر المالي يمكن قياسه كمياً وأنه يرتبط بالحالة التي يتصف بها المتغير المالي موضع الإهتمام.
- 2- أنواع المخاطر المرتبطة بنشاط المؤسسة:**
- يمكن تصنيف المخاطر المرتبطة بنشاط المؤسسة إلى ثلاثة تصنيفات.
- 1-2: أنواع المخاطر حسب مصدر الخطر:** تواجه المؤسسات المعاصرة مجموعة متنوعة من المخاطر المالية في جميع الوظائف، وهذه المخاطر نلخصها في الجدول الموالي:

جدول رقم (08): أنواع المخاطر حسب مصدر الخطر.

تعريفها	أنواع المخاطر
وهي المخاطر المرتبطة بالصناعة و المجال الأساسي الذي تعمل فيها المؤسسة.	مخاطر لأعمال: Business Risks
وهي المخاطر المرتبطة بالنظم الداخلية (الأفراد العاملين بهذه النظم) بالمؤسسة.	مخاطر التشغيل: Opérational Risks
وهي المخاطر المرتبطة بالوظائف الإدارية والممارسات التي تقوم بها إدارة المؤسسة.	مخاطر الإدارة: Management Risks
وهي المخاطر الناشئة عن الدخول في اتفاقيات تعاقدية مع أطراف أخرى مع عدم التأكد بالوفاء بالالتزامات إتجاه هذه الاطراف.	مخاطر القانونية: Legal Risks
وهي المخاطر المرتبطة بفشل الطرف الآخر في الوفاء بالالتزامات التي تعهد بها.	مخاطر الائتمان: Credit Risks
وهي المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة (صعودا أو هبوطا) في الأسعار بالسوق وهي تنقسم، مخاطر سعر العملية (او سعر الصرف) إلى مخاطر سعر الفائدة ، مخاطر، مخاطر أسعار السلع	مخاطر الأسعار: Price Risks
وهي المخاطر الناتجة عن فشل المؤسسة في الوفاء بأعباء الديون وفقا للشروط المتفق عليها مع الممولين أو المقرضين.	مخاطر الأموال: Funding Risks
وهي المخاطر الناتجة عن الخطأفي التغطية أو الفشل في تحقيق التغطية الكافية للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.	مخاطر التركيز: Concentrate Risks
و هي المخاطر الناتجة عن الخطأ في التغطية أو الفشل في تحقيق التغطية الكافية للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.	مخاطر التغطية: Hedging Risks
وهي المخاطر الناجمة عن المخاطر الحكومية مثل الضرائب، التسعير، الجمارك، التأمين.	مخاطر السياسية: Political and country Risks

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مجموعة من المراجع.

2-2 أنواع المخاطر حسب إرتباطها بالمؤسسة:

هذا التصنيف تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية التمويل، وتنقسم المخاطر حسب إرتباطها بالمؤسسة إلى مجموعتين من المخاطر هما:

• مخاطر منتظمة: Systematic Risks

وهي المخاطر العامة التي تتعرض لها جميع المؤسسات بالسوق بصرف النظر عن خصائص المؤسسة، من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية... إلخ، وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية، مثل الظروف الإقتصادية أو السياسية، ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنوع، لذا تسمى أيضا المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، أو مخاطر السوق. ويشير Feancis,J.1986 إلى أن المؤسسات التي تتسم بإرتفاع المخاطر المنتظمة لعائد أسهمها هي تلك المؤسسات التي تنتج سلعا أساسية، مثل شركات إنتاج المعدات وشركات مقاولات إنشاء الطرق الكبرى، والشركة التي يتميز هيكلها المالي بإرتفاع نسبة الإقتراض، في الوقت الذي تتسم فيه مبيعاتها بالموسمية، مثل شركات الطيران إضافة إلى المؤسسات الصغيرة نسبيا التي تنتج سلعا يحتمل أن تتعرض بسرعة للتقادم، مثل شركات إنتاج الكمبيوتر ففي مثل هذه المؤسسات تكون المبيعات والأرباح وأسعار الأسهم مساير للمستوى العام للنشاط الإقتصادي، ومن هنا ترتفع نسبة المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها مثل تلك المؤسسات.

• مخاطر غير منتظمة: Unsystematic Risks

وهي المخاطر الخاصة التي تواجه مؤسسة معينة، نتيجة خصائص وظروف تلك المؤسسة، ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر، بالإعتماد على إستراتيجية التنوع، ولذلك تسمى أيضا المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع، أو المخاطر الفريدة، حيث أنها تخص مؤسسة معينة، فالمؤسسات التي تتسم بإنخفاض نسبة المخاطر المنتظمة وإرتفاع نسبة المخاطر غير المنتظمة هي تلك المؤسسات التي تنتج سلعا غير معمرة، ففي مثل هذه المؤسسات يكون الارتباط ضعيف بين كل من المبيعات والأرباح وأسعار الأسهم وبين المستوى العام للنشاط الإقتصادي.

2-3 - أنواع المخاطر حسب الميزة التنافسية المعلوماتية:

يمكن تقسيم المخاطر التي تواجه المؤسسة من حيث الميزة التنافسية المعلوماتية إلى:

• **مخاطر المالية: Financial Risks**

وهي المخاطر الناشئة عن متغيرات لا تتوافر لدى المؤسسة عنها ميزة تنافسية معلوماتية ويجب على المؤسسة أن تتبع إستراتيجيات جيدة لإدارة هذه المخاطر لأجل تغطيتها أو تجنبها، أو السيطرة عليها، لأن تحمل هذه المخاطر لا يحقق للمؤسسة أية عوائد إقتصادية وهي مخاطر ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة ولكنها ترتبط بالسوق الذي تعمل فيه المؤسسة.

• **مخاطر الأعمال: Business Risks**

وهي تلك المخاطر التي يجب على المؤسسة تحملها لأجل أداء النشاط الأساسي الذي تعمل فيه، ولا بد وأن تمتلك المؤسسة بعض المزايا التنافسية المعلوماتية بالنسبة للمتغيرات التي تنشأ عنها هذه المخاطر، إذ أن هذه المتغيرات تمثل عناصر أساسية للقيام بنشاط المؤسسة، وتوليد التدفقات النقدية بها، فضلا عن أن المؤسسة تحقق عوائد إقتصادية مقابل تحمل هذه المخاطر.

3- أدوات قياس المخاطر المالية:

يمكن تحديد العديد من المقاييس الإحصائية أو المالية للتغيير الكمي عن المستوى النسبي للخطر ويمكن تصنيف تلك الأدوات في مجموعتين:

- مجموعة المقاييس التي تعتمد على الأدوات الإحصائية.
- مجموعة المقاييس التي تعتمد على أدوات التحليل المالي.

3-1- الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية:

وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الإهتمام، أو قياس درجة حساسية إتجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر ومن أهم هذه الأدوات:

• **المدى: Range**

والذي يتمثل في أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الإهتمام، ويمكن إستخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على إرتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الإهتمام.

• **التوزيعات: Probability Distributions**

وهي أداة كمية أكثر تفصيلا من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد التوزيع الإحتمالي لهذه القيم، وإستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة،

وبما يمكن من المفاضلة فيها بينها، وكلما كان التوزيع الإحتمالي أكثر إتساع نحو الطرفين كان ذلك مؤشرا على إرتفاع مستوى الخطر.

• الانحراف المعياري: Standard Deviation

يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية إستخداما كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على إرتفاع مستوى الخطر.

• معامل الاختلاف: Coefficient of variation

هو مقياس نسبي أو معياري لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاسا بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاسا بالقيمة المتوقعة) ولذلك يصبح معامل الإختلاف أكثر دقة وتفصيلا عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر، إن معامل الإختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، وكلما إرتفعت قيمته دل ذلك على إرتفاع مستوى الخطر.

• معامل بيتا: Beta Coefficient

وهو مقياس لمدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر، فمثلا يمكن قياس درجة حساسية عائد سهم معين للتغيرات في عائد السوق، أو للتغيرات في أسعار الفائدة بالبنوك، ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي إرتفاع مستوى الخطر.

3-2- أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية:

وهي تعتمد على قياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزامات المالية اتجاه الغير وبخاصة الدائنين: في الآجال المحددة لإستحقاقها، وتحقق تدفقات نقدية صافية للمساهمين ويعتمد قياس المخاطر المالية بالمؤسسة على مجموعة النسب والمؤشرات تقريبية على الحالة المتوقعة للمؤسسة من حيث التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة، وبالتالي هوامش الربح أو مؤشرات التغطية لإلتزامات المؤسسة ومن أهم النسب أو المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في هذا الصدد:

✓ نسبة المديونية.

✓ نسبة التداول.

✓ درجة الرافعة الكلية (مؤشر حساسية ربح السهم للتغير في المبيعات).

✓ نسبة حق الملكية إلى إجمالي الديون.

✓ نسبة التمويل طويل الأجل في هيكل التمويل.

✓ نسبة التمويل طويل الأجل إلى الأصول طويلة الأجل.

✓ نسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول.

وهناك العديد من الأدوات المالية المركبة (تجمع بين أكثر من مؤشر مالي واحد في نموذج قياسي) لأجل قياس المخاطر المالية بالمؤسسة، وخاصة خطر العسر المالي أو الإفلاس ومن أشهر الأدوات المالية المركبة ما يعرف بنموذج (Z)، و الذي طوره Altman, E, I عام 1968 م.

4- أدوات إدارة المخاطر المالية:

يمكن تحديد ثلاثة إستراتيجيات رئيسية لإدارة المخاطر المالية:

4-1- إستراتيجية ترك الموقف مفتوح:

ويقصد بذلك الإحتفاظ بمستوى الخطر على ما هو عليه ويمكن أن تعتمد الشركة على هذه الإستراتيجية حينما يكون مستوى الخطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، وتندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسة قبول الخطر.

4-2- إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة:

ويقصد بذلك تحديد مستويات الخطر التي يمكن تحملها بالمؤسسة (والتي لا ترغب المؤسسة في تحمل أكثر منها) ثم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنية المخاطر بالمؤسسة حتى هذا المستوى المقبول. ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تخفيض الخطر مثل التنوع في خطوط منتجات الشركة (هيكل الإستثمار)، والتغير في مستوى الرافعة التشغيلية تبعاً لظروف الشركة (هيكل الاستثمار) والتغير في مستوى الرافعة المالية (هيكل التمويل) واستخدام الأدوات المالية المشتقة للحماية ضد مخاطر الأسعار.

4-3- إستراتيجية تغطية كل الخطر:

ويقصد بذلك تحديد مصدر الخطر بالنسبة للشركة، أي تدنية الخطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر مثل التغطية الكاملة أو التأمين ضد الخطر باستخدام أدوات الهندسة المالية، تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين، والتجنب التام للأنشطة التي ينشأ عنها الخطر.

المطلب الثالث: القرار التمويلي وقرارات إدارة المخاطر.

لا يأخذ الإستراتيجيون في الحسبان كل البدائل الإستراتيجية الممكنة التي قد تقيد المؤسسة الإقتصادية، لأن هناك عدد لا نهائي من الإجراءات الممكنة من طرف تطبيق تلك الإجراءات لذا ينبغي التوصل إلى مجموعة معقولة من الإستراتيجيات البديلة الجذابة،

كما أن لا بد من تحديد المزايا والعيوب والتكلفة والمنفعة المرتبطة بكل إستراتيجية فعلية اتخاذ القرار هي الإختيار العقلاني للبدل الإستراتيجي الذي تسعى من ورائه المؤسسات تحقيق العوائد المتوقعة من وراء أهدافها.

وإدارة المخاطر الحديثة نشأت مع إدخال نظرية القرار (وهي فرع من علم الإدارة) في قرارات الأعمال.

1- قرارات إدارة المخاطر:

1-1- حالات وظروف اتخاذ القرارات:

بشكل عام هناك ثلاث حالات أو ظروف يتم في ظلها اتخاذ القرارات، وتعتمد هذه الحالات على مدى توفر المعلومات ودقتها، ولكل منها مقدار محدد من إمكانية التوقع المستقبلي بالنتائج.

1-1-1- إتخاذ القرارات في حالة التأكد:

في هذه الحالة تكون المعلومات كافية و أكيدة لدى القرار وتسمح له بمعرفة نتائج قراره وبعد هذا القرار من أسهل القرارات التي يتم إتخاذها، حيث تتوفر المعرفة الكاملة للظروف التي يتم اتخاذ القرار فيها، أي لا يوجد التأثير العالم الخارجي على النتائج فنكون متأكدين من نتيجة كل بديل، فإذا كانت المشكلة تتعلق بالوصول إلى الحد الأدنى من التكاليف فإننا نختار أقل البدائل تكلفة وإذا كانت تتعلق بالحصول على الحد الأقصى من الأرباح فإننا نختار أعلى البدائل ربحا إن حالة التأكد تكون فيها بيئة القرار مستقرة وبسيطة، حيث تحتوي على عدد قليل من العوامل والمؤثرات المشابهة والتي تبقى خلال فترة اتخاذ القرار وخلال تنفيذه، ويتم اتخاذ القرارات في حال التأكد، إذا ما كان هناك حالة واحدة لطبيعة كل قرار، ويكون احتمال حدوث الحالة الطبيعية هذه مساويا للواحد.

حيث في هذه الحالة تكون مشكلة اتخاذ القرار هي بمثابة إختيار البديل الذي يحقق أعلى ربح⁽¹⁾، و في هذه الحالة على متخذ القرار معرفة ودراية دقيقة بالظروف البيئية المحيطة بالقرار⁽²⁾، وتحقق هذه الحالة حينما لا يكون هناك شك إطلاقا بالنسبة للحدث المتوقع وحينما يكون هناك ربح واحد للحدث الممكن حدوثه، وبالتالي في هذه الحالة تتكون مصفوفة الربح من عمودين أحدهما للبدائل والآخر للربح المتوقع، والهدف هنا هو إختيار البديل الذي يحقق أقصى ربح وأقل تكلفة⁽³⁾.

(1) - جمعة إسماعيل إبراهيم، وآخرون، المحاسبة الادارية و نماذج بحوث العمليات في إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003 ص ص 41-43.

(2) - ديبان السيد عبد المقصود، النماذج الكمية في المحاسبة الإدارية و اتخاذ القرارات، دار المعرفة الجامعية، الأردن، 2003، ص 14.

(3) - نور احمد عبد العال، أحمد رجب المحاسبة الإدارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1993، ص 32.

وتكون كل المعلومات اللازمة لإتخاذ القرار معروفة بتأكد كامل، مع وجود استقرار وعدم غموض أو إلتباس وبالتالي تكون النتائج مضمونة ومؤكدة، كذلك قد تتوفر لبعض القرارات معلومات كاملة بشكل محدد لا تتخلله أي من ظروف عدم التأكد، ويعتبر متخذ القرار في حالة تأكد إذا كان في الإمكان وتحديد النتائج من هذه القرارات بدقة كاملة.

1-1-2- إتخاذ القرارات في حالة المخاطرة:

يجب أن تتوفر معلومات جزئية للظاهرة محل إتخاذ القرار، ورغم أن القرار المتخذ يكون في ظل نقص المعلومات لكن تسمح للإداري بتقدير نتائج قراره ولو على وجه الإحتمال. إن هذه الحالة تستعمل تراكم الخبرات والمعلومات السابقة لذلك يمكن استعمال هذه الأخيرة كنموذج الإحتمال كمعيار لإتخاذ القرار، حيث تتحدد توقع حدوث كل نتيجة محتملة. وتحسب القيمة المتوقعة لكل قرار كمايلي: مجموع حدث كل حالة في احتمال حدوثها ويتم إختيار القرار (البديل) الذي يحقق أكبر قيمة متوقعة.

وتكون بيئة القرار هنا مستقرة ومعقدة وتحتوي على عدد كبير من العوامل والمؤثرات التي تؤثر على عملية إتخاذ القرار، وهذه العوامل تكون مختلفة ولكنها تبقى ثابتة خلال عملية إتخاذ القرار وأثناء تنفيذ القرار كما في القرارات التشغيلية⁽¹⁾.

وينتطلب هذا الأمر ثلاث شروط أساسية:

- ✓ غالبا ما تكون الظروف والمؤثرات ساكنة، أي لم تتغير.
- ✓ يواجه كل قرار أكثر من نتيجة واحدة.
- ✓ توفير خبرات واسعة ومعلومات سابقة يمكن إستعمالها في تحديد إحتمال كل نتيجة ممكنة.
- ✓ إن القرارات المتخذة في حالة المخاطرة تتميز بأن بيئة القرار يشوبها نوع من الغموض وعدم الوضوح، إذ أن البيئة واقعة تحت تأثير نوعين من المؤثرات وهي:
 - **المؤثرات الداخلية:** وهي الظروف التي تكون تحت سيطرة متخذ القرار في المؤسسة، خاصة عندما يتعلق الأمر بإستخدام عناصر الإنتاج (كالمواد الأولية واليد العاملة، والطاقة التشغيلية المتاحة...إلخ).
 - **المؤثرات الخارجية:** وهي الظروف التي تكون خارجة عن سيطرة متخذ القرار في المؤسسة لكنها تتعلق بظروف غير واضحة للمؤسسة.

(1) - المنصور كايسر نصر، نظرية القرارات الإدارية مفاهيم وطرائق كمية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2000، ص53.

يلجأ متخذ القرار من أجل إختيار البديل الأفضل إلى الإستعانة بعدد من المعايير التي تساعد على إختيار البديل الأفضل، الذي يؤدي في النهاية إلى تعظيم العائد أو تقليل التكاليف المرتبطة بهذا القرار ومن هذه المعايير:

- معيار القيمة المالية المتوقعة (EMV).

- معيار خسارة الفرصة البديلة (EOL).

- معيار القيمة المتوقعة للمعلومات الكاملة (EVPI).

1-1-3- اتخاذ القرارات في حالة عدم التأكد: هذه الوضعية تتميز بغياب تام للمعلومات، فيكون متخذ القرار في هذه الظروف في وضعية المخاطرة، وبمعنى أنه يقوم بتقدير الإحتمالات وإتخاذ القرارات بالمفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة، مع العلم أنه على دارية بكل البيانات المتعلقة بالأرباح والنتائج، وتتحقق حالة عدم التأكد في اتخاذ القرار عندما لا يتمكن متخذ القرار من تحديد إحتمالات تحقق أي حالة من حالات المستقبل المحيط ببدائل القرار إما لعدم توفر البيانات أو صعوبة الحصول عليها وإرتفاع تكلفتها أو عدم معرفة متخذ القرار بهذه البيانات⁽¹⁾.

توجد هناك عدد من المعايير التي يجب أن تؤخذ في الإعتبار عند القيام بعملية اتخاذ القرار، مثل إحتمال أي بديل إعتقادا على الرأي الشخصي والخبرة. وحساب القيمة المتوقعة بناء على ذلك، وتتلخص هذه المعايير في مايلي :

- معيار التفاؤل Optimistic Criteria.

- معيار Wald (معيار التشاؤم) Wald Criteria.

- معيار Savage (معيار الندم) Savage Criteria.

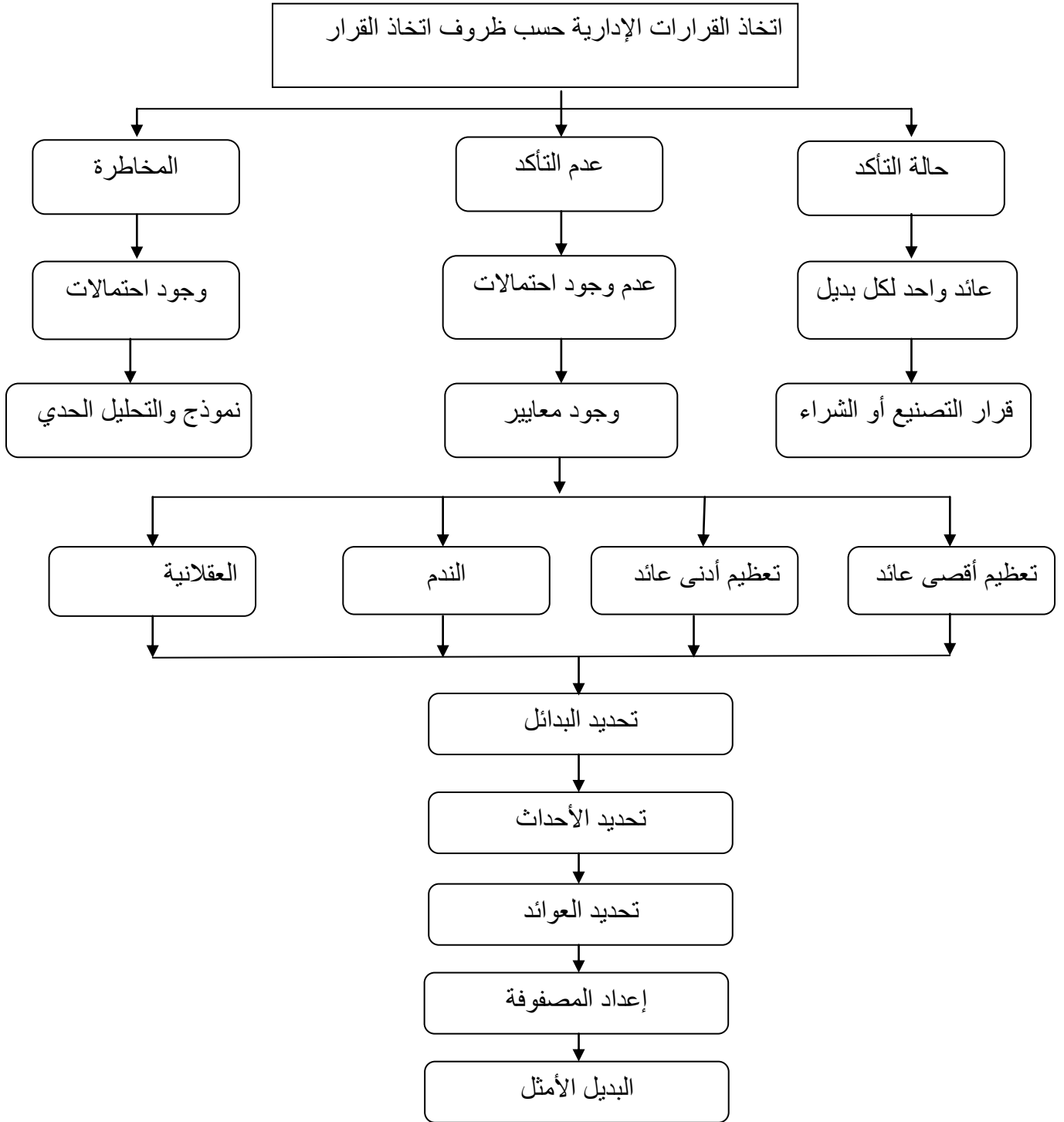
- معيار Laplace (معيار العقلانية) Laplace Criteria.

- معيار Horwitez (معيار الواقعية) Horwitez Criteria.

(1) - العبيدي محمود الفضل مؤيد، بحوث العمليات وتطبيقاتها في إدارة الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الوراق للنشر و التوزيع عمان، الأردن،

والشكل التالي يوضح اتخاذ القرارات حسب ظروف اتخاذ القرار :

شكل رقم (16): اتخاذ القرارات الإدارية حسب ظروف اتخاذ القرار.



المصدر: البركي كريمة، نورية اسماعيل، اتخاذ القرار في ظل عدم التأكد و المخاطرة، ورقة عمل لنيل درجة الماجستير، اكااديمية الدراسات العليا،

مدرسة العلوم المالية و الادارية طرابلس، 2009، ص 02.

1-2 - مفهوم القرار التمويلي:

لقد تطرقنا سابقا لمفهوم التمويل على أنه الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن إستخدامها من جانب الأفراد والمؤسسات والحكومات.⁽¹⁾

على مستوى المؤسسة فالتمويل هو عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعتها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة فالمقصود بعملية التمويل هو بالتمويل هو البحث عن الموارد اللازمة للقيام بالمشاريع. أما القرار التمويلي فإنه لا يحدد مصادر التمويل وكيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع والمصدر، فيجب علي المسير المالي قبل إتخاذ القرار التمويلي وبعده أن يتأكد من أن الأموال المطلوبة ممكن⁽²⁾:

- توفيرها في الوقت المناسب.

- توفيرها خلال فترات زمنية مناسبة.

- توفيرها بأقل تكلفة ممكن.

- استثمارها في المجالات الأكثر فائدة.

والقرار التمويلي هو إختيار المزيج التمويلي المناسب لمصادر التمويل المختلفة سواء بالأموال الخاصة أو الأموال المقترضة بما يقود إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم من خلال انعكاساته في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية أي ما يطلق عليه إختيار الهيكل المالي الأمثل⁽³⁾.

كما يجب الأخذ بعين الإعتبار جملة متغيرات تعتبر أساسية عند اتخاذ القرار التمويلي وهي⁽⁴⁾:

- هيكل التمويل المطلوب.

- المرونة.

- التكلفة.

- الزمن.

لذا يمكن القول أن القرار التمويلي هو البحث عن المصادر المناسبة للحصول على الأموال وتقييم وإختيار تلك المصادر للحصول على المزيج الأمثل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية الإحتياجات والإلتزامات المالية للمؤسسة.

(1) - خوني رابح، حساني رقية، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلها الطبعة الأولى، إتراك للنشر و التوزيع، مصر، 2008، ص 95.

(2) - عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2009، ص 393.

(3) - النعمي عدنان تاية، الخرشنة ياسين كاسب، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة، الأردن، 2007، ص 136.

(4) - الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوارق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 48.

2-2- القيود المتحكمة في فرار التمويل:

تحيط بعملية اتخاذ القرارات التمويلية قيود عديدة يفرضها المحيط المالي وقيود داخلية متعلقة بأهداف الربحية والمر دودية وكذا قيود التوازن المالي ومن جملة هذه القيود⁽¹⁾.

2-2-1- القيود الكلاسيكية: Les contraintes classiques

وتتشكل من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، والذي رغم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة وذات تأثير على قرار إختيار المصدر التمويلي.

أ- قاعدة التوازن المالي الأدنى: Règle de l'équilibre Financiers minimum

ومحتواها أن الإستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة فيجب أن تمول مثلا الإستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة كما يتوجب أن تمول إستخدامات الإستغلال بإستخدام موارد الإستخدام.

إن الإخلال بهذه القاعدة يثير عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وإنخفاض حاد في رأس المال العامل.

ب- قاعدة الإستدانه العظمي (الاستقلالية المالية): Règle de l'endettement maximum (l'autonomie financier)

إن مجموع الديون المالية، بإستثناء الإعتمادات البنكية الجارية، يجب ألا يفوق الأموال الخاصة ونعبر عن هذه القاعدة بالعلاقة التالية:

الإستقلالية = الأموال الخاصة / الديون المالية.

ويجب أن تكون النسبة أكبر من الواحد.

الإستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة.

ويجب أن تكون النسبة أقل من الواحد.

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة.

ويجب أن تكون النسبة أكبر من النصف.

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية فإذا كان قرار الإستدانه يجعل أموال المقرضين أعلى من مساهمة المالكين فإن هذا القرار غير عقلاني من منظور الاستقلالية المالية.

⁽¹⁾– Jean Barreau ,Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye ,Gestion Financières, manuel et application ,Edition Dunod ;Paris , 13^eédition, PP 394 - 396

ج- قاعدة القدرة على السداد: Règle de la capacité de remboursement

مفادها أن الديون المالية يجب أن تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوي المتوسطة القدرة.

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

هذه القاعدة مكملة للقاعدة السابقة، إذ تعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة ودائنيها والتي تقل عن ثلاثة سنوات، وتترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدامها قدرتها على التمويل الذاتي، أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية.

عدم الإلتزام بهذه القاعدة يعني الإستمرار في الإستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية وذلك مؤشر عن زيادة إحتمال القدرة على السداد وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال إستحقاقها، وبالتالي إرتفاع إحتمال الإفلاس. كما تعتبر هذه النسبة أساس للمراقبة الداخلية من طرف متخذ القرار المالي وأساس للمراقبة الخارجية من طرف المقرض.

د- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي: Règle du minimum D'autofinancement

هذه القاعدة مفادها أنه يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الإستدانة.

وتهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر التمويل للمؤسسات الإقتصادية، وإذا مولت هذه الأخيرة أحد مشاريعها (100%) بواسطة القرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، وإذا مول المشروع كلية بموارد ذاتية فإن ذلك يفوت فرص الإستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الإستدانة.

2-2-2- قیود أخرى:

إلى جانب القيود الكلاسيكية السابقة توجد قيود أخرى:

أ- الطبيعة القانونية للمؤسسة: Le statut Juridique

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر تمويلي يتوافق وينسجم مع هذا الشكل فمثلا يمكن للشركة العمومية إصدار أوراق الإكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين ... إلخ.

ب- حجم المؤسسة: La taille

للحجم أثر في إختيار مصادر التمويل، ومن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل وكلما قل حجمها كلما قلص من إمكانية ذلك فمثلا المؤسسات الصغيرة لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للإكتتاب العام لأن حجمها لايتطلب رأس مال كبير، وبالتالي فهي تميل أكثر للإقتراض والتمويل الذاتي والتنازل عن الإستثمارات وأشباه الأموال الخاصة ... إلخ.

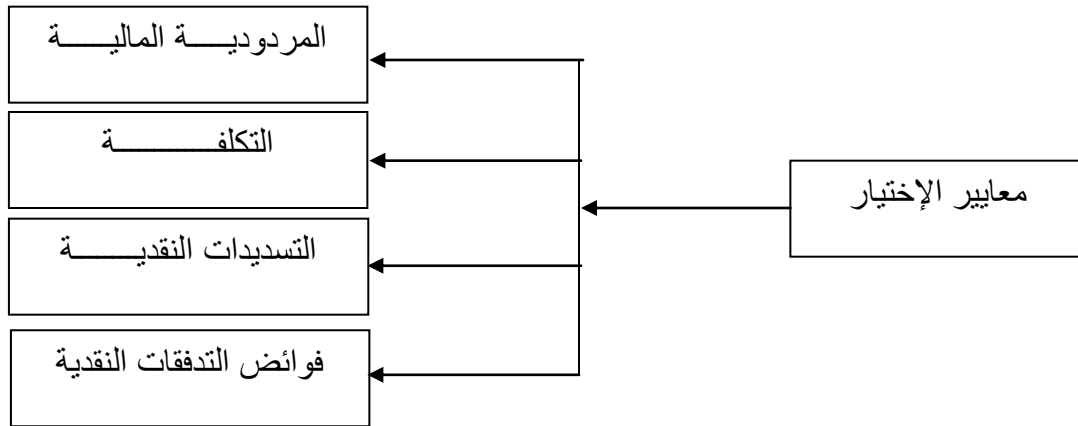
ج - حالة سوق المال: L'état du marché Financier

بعد الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق المالية سنة 1987 وبين 1997 و 1998 أصبح الإستثمار في الأوراق المالية يشكل خطرا لمصدرها والمستثمرين فيها على حد سواء، لذا فإن حالة السوق المالي يؤثر على إمكانية تنويع مصادر تمويل المؤسسة فإذا كانت السوق غير مشجعة للإصدار أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة أهمها الإعتماد على النظام البنكي والإئتمان التجاري، وعلى العكس في حالة السوق الطبيعية والمشجعة، فأمام المسير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل أو خارج السوق.

2-3- معايير إختيار مصادر التمويل:

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المالية الكمية، والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية.

شكل رقم(17): معايير إختيار مصادر التمويل.



المصدر: من اعداد الباحثة بالإعتماد على مجموعة من المصادر.

2-3-1- المردودية المالية:

العديد من المؤسسات تضع كهدف عام والمتمثل في تعظيم الأرباح و بالتالي تنامي أرباح الأسهم والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية والتي تحسب اعتمادا على العلاقة التالية⁽¹⁾:

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.

كما يمكن حساب المردودية المالية بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي (الاستقلالية المالية):

$$T_f = (1-\theta) \cdot [T_e + (D/K)(T_e - i)]$$

حيث:

T_f : المردودية المالية.

θ : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

T_e : المردودية الاقتصادية.

$\frac{D}{K}$: نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.

i : تكلفة الإستدانة.

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية.

2-3-2- التكلفة: تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، ومن أجل تدنية تكلفة التمويل لأبد من قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، تكلفة التمويل الذاتي...إلخ.

ثم يمكن تجميع هذه التكاليف و تحديد التكلفة الإجمالية للتمويل و المعبر عنها بالتكلفة المرجحة لرأس المال⁽²⁾.

حيث

P : الأموال الخاصة.

(1) – Ibidem,P 396

(2) – Abdellah Boughaba , Analyse et évaluation de projets , Edition Berti ,Paris , 1998

K_e : تكلفة الأموال الخاصة.

K_0 : التكلفة المتوسطة المرجحة.

E : الديون.

K_i : تكلفة الإستدانة.

تستخدم التكلفة المرجحة لرأس المال كألية لإتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيل التمويل

2-3-3- التسيديتات النقدية الحقيقية:

و تعني الأخذ في الحسابان الوفورات الضريبية ذات الصلة بمصدر التمويل المقترح، يسمح هذا المعيار بالمقارنة بين الصيغ المتنوعة للتمويل وحساب التسيديتات النقدية المخصومة والأخذ بالصيغة التمويلية التي تحقق أقل قيمة حالية للتسيديتات النقدية.

2-3-4- فوائض النفقات النقدية:

على إعتبار يمكن حساب التسيديتات النقدية المرتبطة بنمط التمويل، ويمكن أيضا تقييم التدفقات النقدية الإضافية، والتي تأمل المؤسسة تحقيقها وذلك في ظل الأخذ بعين الإعتبار طريقة التمويل ومدى تأثيرها على الفوائض النقدية المحققة ثم خصم هذه الفوائض النقدية.

تتخذ المؤسسة مجموعة من القرارات والتي يترتب عليها بقائها وإستمراريتها، ومن أهمها قرار التمويل الذي تحكمه مجموعة من القيود التي يفرضها المحيط المالي والقيود الداخلية المتعلقة بأهداف الربحية والمردودية وكذا قيود التوازن المالي، وإن الهدف الأساسي للإدارة المالية في المؤسسة هو تعظيم قيمتها وللتوصل إلى ذلك لابد من تحقيق هدفين هما في الأصل متعارضين السيولة والربحية وخلق نوع من التوازن بينهما، ويمكن للسياسة المالية أن تؤثر على القرارات الإستثمارية، وذلك عن طريق أثرها على تكاليف الحصول على القروض وبالتالي تأثيرها على الهيكل المالي مما يؤثر على قيمة المؤسسة، وتسمح تقنية أثر الرافعة المالية في حدود معينة من تفسير إختيار مصادر التمويل.

المبحث الثالث: المقاربات النظرية الأساسية للهيكل المالي والعوامل المؤثرة على قرار تركيبته.

المطلب الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

2- نظريات الهيكل المالي:

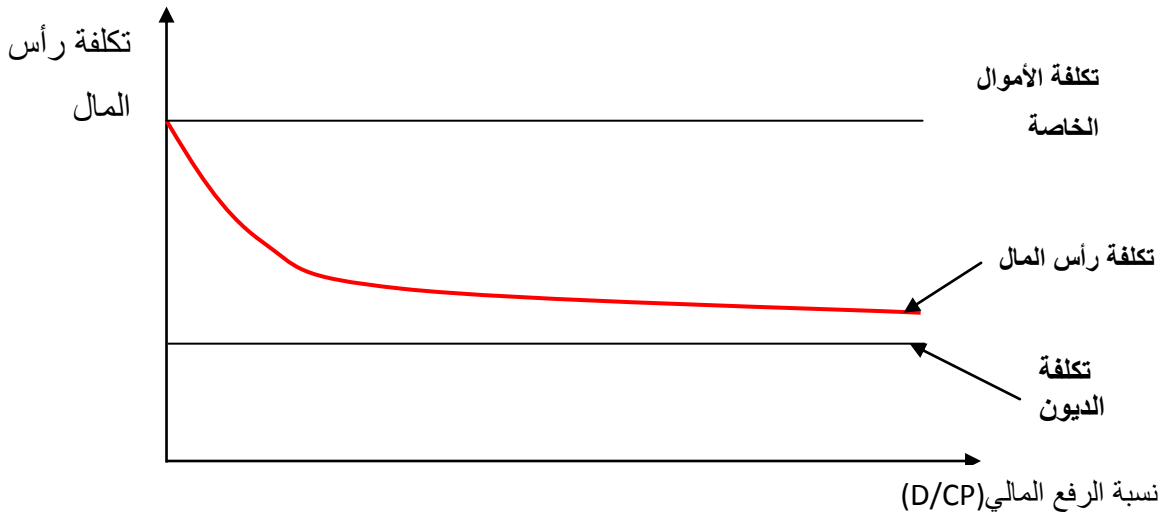
يعتبر إختيار الهيكل التمويلي المناسب للمؤسسة من أهم وأصعب المسائل التي تواجهها، لذا إهتم الكثير من الإقتصاديين والأكاديميين بهذا الموضوع، مما نتج عنه ظهور العديد من النظريات المفسرة للهيكل المالي.

2-1-1- المنظور التقليدي:

2-1-1-2- نظرية الربح الصافي:

تعتمد نظرية الربح الصافي على أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الإقتراض) في هيكل رأس المال لا يترتب عليها إرتفاع أو إنخفاض في تكلفة الأموال الخاصة أو القروض أي أن هذا المدخل التقليدي يفترض أن تكلفة كل من الأموال الخاصة و الديون ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وطالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الإعتقاد على الإقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الأموال الخاصة يؤدي إلى إنخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي إرتفاع قيمة المؤسسة⁽¹⁾.

شكل رقم (18): العلاقة بين نسبة الديون و تكلفة الأموال حسب نظرية الربح الصافي.



المصدر: الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، المرجع السابق، ص431.

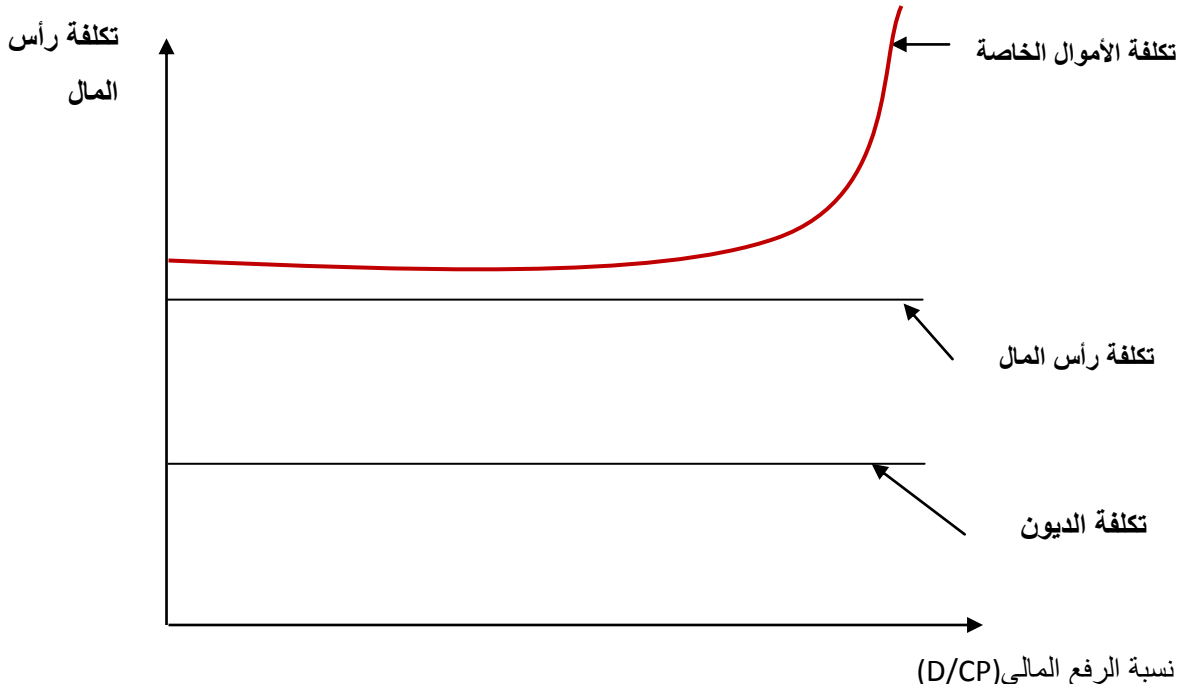
من خلال هذا الشكل نلاحظ أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، وتستمر هذه التكلفة في الإنخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية إلى الديون، وبالتالي فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون.

(1) - الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، قرياقص رسمية ذكي مرجع سبق ذكره، ص 431.

2-1-2- نظرية ربح الاستغلال:

تقوم هذه النظرية على فرضية أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة الهيكل المالي في المؤسسة، وذلك رغم أنه يفترض أيضا أن تكلفة الديون ثابتة لانتغير مع تغير نسبة الديون بينما تكلفة الأموال الخاصة (العائد الذي يطلبه المساهمون) سترتفع مع كل زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة تكلفة الأموال الخاصة، ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة يعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تكلفة الإئستدانة ناتج من زيادة الإعتداع على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة، مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة، وهذا ما يبينه الشكل التالي: (1)

شكل رقم (19): العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الإئستدانة حسب نظرية ربح الاستغلال.



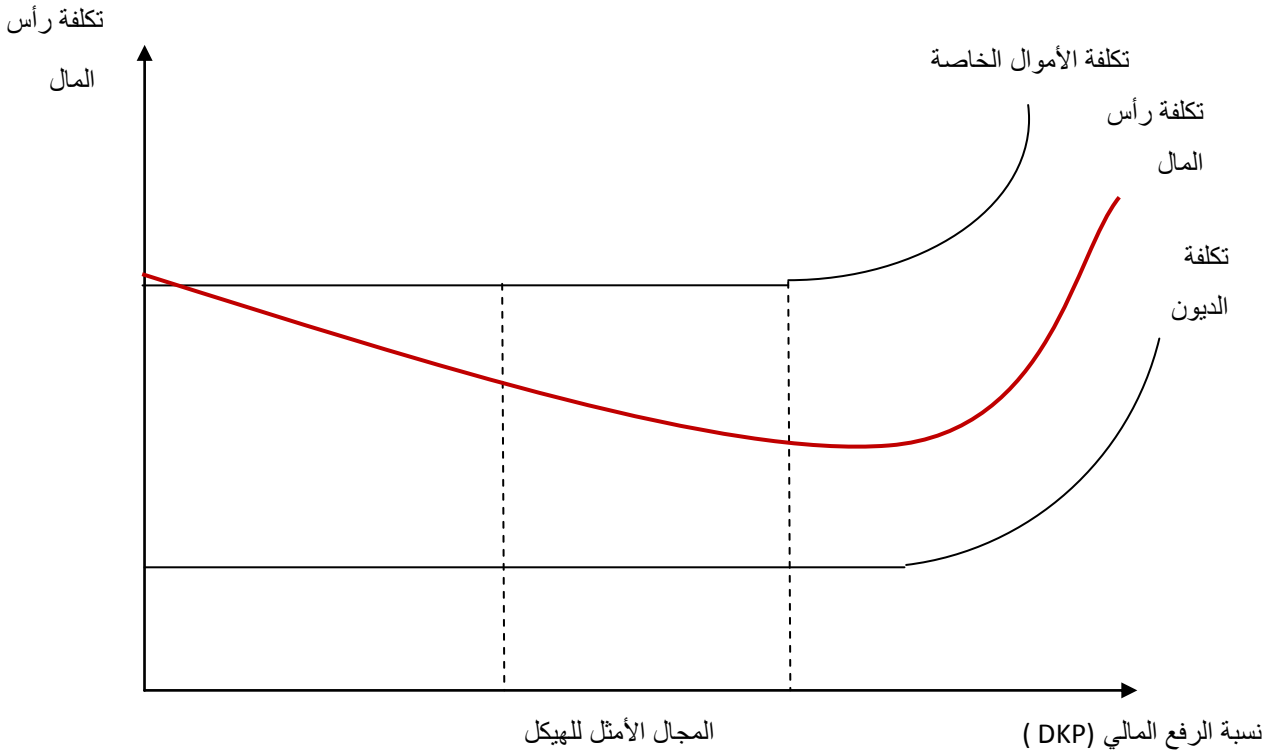
2-1-3- النظرية التقليدية:

تؤكد هذه النظرية على وجود هيكل مالي أمثل، ينشأ عن نقطة إئستدانة مثلى ويتكون من تشكيلة مميزة من الأموال الخاصة والديون، هذه التشكيلة تجعل من تكلفة رأس المال في حدها الأدنى لتكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى، إذ أن تكلفة الديون تظل ثابتة لمستويات عالية من نسبة الإئستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة،

(1) - المرجع السابق، ص، ص 436، 473.

إلا أن هذه التكلفة تبدأ بالإرتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من نسبة المديونية وأن تكلفة الأموال الخاصة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الإستدانة وذلك بسبب زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون، ينتج عن ذلك مجال أمثل تكون فيه تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتين ونسبة الأموال الخاصة أكبر من نسبة الديون وبالتالي إرتفاع نسبة الإستدانة سوف يؤدي إلى إنخفاض تكلفة رأس المال، ويتضح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (20): العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة راس المال حسب المنظور التقليدي.



المصدر: الزبيدي حمزة محمود، مرجع سبق ذكره، ص 550.

2-2- نموذج Modiglianiet Miller

أعطى هذا النموذج أهمية كبيرة بالنسبة للنظرية المالية الحديثة، حيث أكد الباحثان على إنعدام الهيكل الأمثل للمؤسسة، ففي ظل سوق مالي كفاء، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، واستندت هذه النظرية إلى جملة من الفرضيات غير واقعية:

- كفاءة أسواق رأس المال.

- تماثل توقعات المستثمرين.

- غياب الضرائب على أرباح الشركات وغياب خطر الإفلاس.

- إمكانية قيام الأشخاص والمؤسسات بالإقراض والإقتراض بدون حدود وبدون خطر.

- توزع المؤسسة كل أرباحها تجنباً للتفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال. توصل الباحثان أن تكلفة رأس المال المؤسسة (M.M) مستقلة عن هيكلها المالي، وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل لتعظيم قيمة المؤسسة في حالة عدم الضرائب، أما في حالة وجود الضريبة على ربح المؤسسات فإن قيمة المؤسسة المستدينة تفوق قيمة المؤسسة غير المستدينة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

2-3- نظرية التوازن:

2-3-1 - تكلفة الإفلاس:

هناك علاقة طردية غير مباشرة بين الإقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه المساهمون على الإستثمار مصدرها تكلفة الإفلاس، وتقوم هذه العلاقة على إفتراض عدم وجود الضرائب، وفي وجود الضرائب تترك زيادة نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة أثراً متضادين على تكلفة الأموال، فزيادة نسبة الإقتراض يترتب عليها تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفرات الضريبية، كما يترتب عليها (بعد نقطة معينة) ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال وبالتالي تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس.⁽¹⁾

2-3-2 - تكلفة الوكالة:

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المالية للإستدانة إلى الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل المثالي، فاللجوء الأمثل للمديونية هو ذلك الذي يسمح بتدنيه لتكاليف الوكالة الاجمالية بما فيها التكاليف المرتبطة بالمديونية، وتلك المرتبطة باللجوء لمساهمين آخرين،

(1) - هندی منير إبراهيم ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 168، 177 .

ويكون هذا الطرح مقبولا في الحالة التي يكون فيها المدراء مساهمين وبالتالي لهم نفس إنشغالات الملاك، ومستوى المديونية الأمثل هو ذلك الذي يدني مجموعة تكاليف الوكالة المرتبطة بالتمويل الخارجي كما أنه يمكن في الحالة التي لا يكون فيها مدراء المؤسسة مساهمين، حيث يكونون حساسون أيضا للمكافآت والإمميزات الأخرى التي يحصلون عليها، في هذه الحالة الهيكل المالي لا يغير بشكل مباشر من ثروتهم غير أن اللجوء إلى الاستدانة يزيد من مخاطر الافلاس في المؤسسات ويدفع المدراء إلى محاولة تحسين أدائهم من أجل تفادي هذا الوضع الذي قد يؤدي إلى فقدان مناصب عملهم، أي أن هناك اعتماد متبادل غير مباشر بين مصالح المدراء و الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

المطلب الثاني: المنظور الحديث لنظريات الهيكل المالي.

1- النظرية الحديثة للمشروع:

1-1- نظرية الإشارة (نظرية عدم تماثل المعلومات):

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى ROSS سنة 1977، تقوم هذه النظرية أساسا على قاعدة عدم التماثل أو التناظر للمعلومات التي يتصف بها السوق (الأسواق المالية)، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة المتغيرات الحقيقية، فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالية تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءا وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة ومن بين هذه المؤشرات هيكل رأس المال سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة.⁽¹⁾

إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما:

- نفس المعلومة موزعة في جميع الإتجاهات، إذ أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.

- حتى وإن كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

1-1-1- تعريف المعلومات غير المتماثلة:

المعلومات غير المتماثلة، تعني بأن المدراء لديهم معلومات عن عمليات ومستقبل المؤسسات أكثر من المستثمرين وبافتراض أن المدير المالي يقوم بأخذ القرارات التي تعظم ثروة أصحاب المؤسسة (المساهمين)،

(1) - قريشي يوسف، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص

بالتالي فإن المعلومات غير المتماثلة يمكن أن تؤثر على قرارات المدير المالي والمتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة.⁽¹⁾

تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي (الإقتراض) عندما تتوقع ظروفًا مستقبلية مشجعة، وذلك بسبب عدم رغبتها في وجود من يشاركها النمو المحتمل، أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا سيئة في المستقبل، فإن المؤسسة تفضل اللجوء إلى جذب تمويل من مساهمين جدد للمشاركة في تحمل الصعوبات المحتملة. غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة، فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الإقتراضية، لأن زيادة المديونية بشكل كبير من الصعب الحصول على المزيد من التمويل المقترض⁽²⁾.

1-1-2- مفهوم نظرية الإشارة:

تعتبر الإشارة قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها، وليست مجرد إشارة تستعمل بأشكال عديدة، أو مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير⁽³⁾.

تقترح هذه النظرية نموذجًا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين، من A، B، المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B، ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجًا للإستدانة، فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد لها القدرة على الإستدانة والعكس بالعكس.⁽⁴⁾ والواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجًا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لا بد من الإشارة إلى أنه⁽⁵⁾:

- يتساءل المستثمر أولاً من الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.
- يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة و سياسته في الإتصال.
- يراعي مراقبة وحكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

(1) -Patrick navatte ,Finance D'entreprise et théorie des options ,Gestion economica , Paris , Janvier . 1998 .P 63

(2) - (عدنان تاية النعيمي ، سعدون مهدي السامي، اسامة عزمي سلام شفري نوري موسى، الإدارة المالية المتقدمة، النظرية و التطبيق الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة عمان، الأردن ، ص 432

(3) -Pierre Vernimmen ,Finance D'entreprise 8emmedition ,Par Pascal quiry et Yann le fur editions Dollaz ,Paris ,2010.

(4) - عبد الوهاب دادن، الجدال القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث العدد 2010/07، جامعة ورقلة، ص 319.

(5) - عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث العدد 2006/04 كلية الحقوق و العلوم الإقتصادية، جامعة ورقلة، ص 112.

1-2- نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل:

تفترض هذه النظرية وجود ترتيب تفضيلي طبيعي لنموذج تمويل المؤسسة، فحسبها تفضل المؤسسات تمويل إستثماراتها عن طريق التمويل الذاتي أولاً، وتلجأ بعد ذلك إلى الإستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل إستثنائي.

فإذا كانت نظرية الإشارات تؤدي بالمسير إلى إختيار هيكل تمويل معين يعتمد على الإستدانة من أجل الإشارة إلى قيمة المؤسسة، فإن نظرية التدرج في مصادر التمويل تبين اللجوء إلى المصادر الخارجية بما في ذلك الإستدانة،⁽¹⁾ ما هو إلا إشارة لانخفاض مردودية المؤسسة، و قيد ناتج عن قلة الموارد الداخلية ومن ثم فإن اللجوء إلى الإستدانة ما هو إلا إشارة أيضاً لانخفاض قيمة المؤسسة.

1-2-1 - النموذج Myers et Majluf 1984 Myers :

يفترض أن المؤسسة تلجأ عند تمويل الاستثمارات الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي)، ثم الديون الأقل مخاطرة، وفي النهاية إصدار الأسهم العادية، وخلص إلى أسباب إتباع المؤسسة للإلتقاط التدريجي لمصادر التمويل وهي:

- إصدار أسهم عادية من قبل المؤسسات خاصة الكبيرة منها يتم تفسيره من قبل المستثمرين في السوق كأخبار سيئة، لذا يصاحب ذلك انخفاض في أسعار الأسهم الحالية.
- أي زيادة أو نقص في توزيعات الأرباح له محتوى إعلامي للسوق المالي ولذلك لا يمكن إستخدام أموال التوزيعات في تمويل الاحتياجات المالية في حالة كفاية التمويل الذاتي.
- عدم وجود مصاريف إصدار للتمويل الذاتي وإنخفاض مصاريف إصدار السندات مقارنة بمصاريف إصدار الأسهم العادية.
- إصدار أسهم عادية جديدة من شأنه زيادة العبء الضريبي الذي يتحمله حملة الأسهم العادية في حين أن إصدار سندات يؤدي إلى توفير ضريبي للمؤسسة.
- إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى فقدان المساهمين الحاليين للسيطرة على المؤسسة من خلال تغير شكل الملكية وحقوق التصويت.

(1) - العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2010 - 2011، ص 65.

1-2-2- نموذج Williamson 1988:

يفترض Williamson أن أطراف التعاقد لهم رشادة محدودة وانتهازيون وأن الأصول تتميز بدرجة خاصة وتلعب خصوصية الأصول حسه دورا كبيرا في إختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل ذو خصوصية فإن اللجوء إلى الرفع من رأس المال يبدو أكثر فعالية من الاستدانة، فمثلا إذا كان الأصل الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولا أكثر من قبل المساهمين منه من قبل المقرضين لأن هذا الأصل قد لا يولد المردودية المنتظرة في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص تكون الإستدانة المصدر الأكثر ملائمة لأنه من المحتمل أن يولد إيرادات بشكل منتظم⁽¹⁾.

المطلب الثالث: العوامل المؤثر على قرار تركيبية الهيكل المالي.

تتحكم في عملية إختيار بنية الهيكل التمويلي للمؤسسة الإقتصادية عدة عوامل، منها ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي للمؤسسة، ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة نفسها⁽²⁾. يراعى في قرار إختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة تحقيق الهدف الرئيسي لملاكها والتمثل في تعظيم القيمة السوقية لمؤسستهم ولاشك أن هذا الهدف لا بد أن يمر عبر الموازنة بين حجم المخاطر المحتملة، وكذا مستوى العائد المتوقع أو المطلوب من طرف أصحاب رؤوس الأموال.

1- محددات الهيكل المالي⁽³⁾:

1-1- بنية الأصول:

يتدخل في تحديد بنية الهيكل التمويلي للمؤسسة أنواع الأصول التي تملكها، فكلما كانت حصة الأصول المادية التي يمكن استخدامها كضمان ذات أهمية في المؤسسة، كلما كان المقرضون على إستعداد لمنح قروض أكثر.

ويري (1990) Berger et udell أن الضمانات تؤدي دوراها ما في قروض البنوك و أن حوالي 70% من القروض التجارية والصناعية، يتم اتخاذها على أساس الضمانات، وهذا راجع إلى أن الأصول المادية قلما تخضع إلى عدم تناظر المعلومات، كذلك في حالة تصفية المؤسسة تفقد قيمة أقل مقارنة بما تفقده الأصول غير المادية.

(1) - بن ساسي إلياس، قرشي يوسف، التسيير المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 392، 393 .

(2) - مليكة زغيب و نعيمة غلاب، الملتقى الوطني تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية ، سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية - جامعة محمد خيضر بسكرة يومي 22، 21 نوفمبر 2006، ص 08.

(3) - المرجع السابق، ص 08.

بالإضافة إلى هذا ففي حالة تضارب المصالح بين الدائنين والمساهمين بين كل من Jensen et Mecklin(1976) أن مشكلة الإستثمار المفرط تكون أقل خطورة عندما تحصل الشركة على حصة معتبرة من الموجودات الثابتة المادية، حيث تمثل هذه الأخيرة ضمانات بالنسبة للدائنين، وكذلك يجد Titamans et Wessels(1988) وأعمال Hovahimian (2001) و Kremp (1999) , Raj in et Zingales(1995) علاقات إيجابية وبلغية بين الضمانات ومستوى الإستدانة. تعتبر بنية الأصول - الضمانات - من محددات الهيكل المالي القليلة التي تحضى بإجماع معظم النماذج النظرية فيما يخص دورها الايجابي في تحسين القدرة الإقتراضية للمؤسسة.

1-2- المردودية الاقتصادية:

إن أثر المردودية على مستوى الإستدانة يعتبر موضوع جدال نظري بين مختلف النظريات المهمة بالهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية فمن منظور نظرية عدم تناظر المعلومات، فإن الشركات الأكثر مردودية هي التي تحرر أكثر نسبة من التمويل الذاتي ومنه بروز علاقة سلبية بين المردودية والإستدانة ، وهذا ما يثبت النتائج المتوصل إليها من قبل Fama et French (1999) Rajin Zingales(1995), Harris et Raviv (1991),Booth et al (2001) , Michaelas(1999)

كذلك تؤكد لنا نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل POT أن المؤسسات الأكثر مردودية قلما تلجأ إلى التمويل عن طريق الإستدانة، وإنما تعتمد على التمويل الذاتي بالدرجة الأولى، وفي إطار النظرية المرجحة فإن العلاقة بين الاستدانة والمردودية قد تكون إيجابية حيث تفضل المؤسسات ذات المردودية العالية اللجوء إلى الإستدانة لأن المصاريف المالية الناتجة عن إستخدام أموال الإستدانة يتم حسمها من نتائجها الخاضعة لضريبة الأرباح.

1-3- فرص النمو:

يعتبر (1988) Timan et Wessels أن فرص نمو المؤسسة مثل الأصول المنشأة للقيمة ولكن لا يمكن إستخدامها كضمانات لأنها ليست واضحة التحديد دائما تعتبر فرص نمو المؤسسة دافع للمسيرين للإستثمار على نحو دون الأمتل وفي بعض الأحيان الاستيلاء على ثروة الدائنين نظرا للمردودية في إختيار الإستثمار المستقبلي وعليه فإن إرتفاع معدلات النمو من المتوقع أن تكون على إرتباط بالإستدانة على نحو سلبي حيث يعكس إرتفاع معدلات النمو إحتياجات التمويل، وكلما كانت معدلات النمو كبيرة كلما تعرضت المؤسسة لمشكلة تمويل أكبر.

ومن منظور نظرية الوكالة وحسب Myers(1977) فإن تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين في حالة وجود فرص نمو كثيرة تكون عالية جدا وهذا ما يتسبب بعلاقة سلبية بين مستوى الاستدانة وفرص النمو،

وتؤكد الأعمال الميدانية لكل من Heshmati(2001), Graham (2000), Gul(1999), Booth et al(2001)، سلبية هذه العلاقة.

1-4- حجم المؤسسة:

يعتبر حجم المؤسسة الإقتصادية من بين أهم العوامل المحددة لإختيار بنية هيكلها التمويلي، والذي يقاس باللوغاريتم النبيري لمجموع مبيعاتها خلال دورة مالية معينة $\ln(Ventes)$ ، إلا أن كيفية تأثير حجم المؤسسة الإقتصادية على تركيبة هيكلها التمويلي تبقى مبهمة يشير كل من Rajan et Zingales(1995) إلى أن المؤسسات الكبرى تعتمد على التنوع، وبالتالي تقلل من المخاطرة، وهذا ما يضعف احتمال تعرضها للإفلاس، الشيء الذي يمكنها من اللجوء إلى الإستدانة بسهولة، ومن جهة أخرى فإن الحجم الكبير هو مرادف للمعلومات المتوفرة والمتناظرة، ما يمكن أن يعزز الأولوية التي يتخذها المسيريون بخصوص التمويل عن طريق إستخدام أموال الملكية وهذا ما يغني المؤسسة عن اللجوء إلى أموال الإستدانة، ما يجعل العلاقة بين حجم المؤسسة ومعدل الإستدانة عكسية كذلك يشير كل من Ang Chua et Mc.conne.T (1982) أن التكاليف المباشرة للإفلاس تكون أكثر إرتفاعا بالنسبة للوحدات الصغرى مقارنة بالمؤسسات الكبرى، ويمكن أن ينجر عن ذلك معدلا ضعيفا لإستدانة المؤسسات صغيرة الحجم، وبمعنى آخر فإن المراقبة التي يمارسها المحللون الخارجيون على المؤسسات الكبرى يجعل من تكاليف الوكالة تنخفض والتي لها علاقة بمشكلات عدم تناظر المعلومات.

بالإضافة إلى ما بينه Ang (1982) و Warner (1977) عن وجود اقتصاديات السلم في مجال تكاليف الإفلاس الذي يتناسب عكسيا مع حجم المؤسسة، لأن تنوع النشاطات تقلص من تطاير التدفقات النقدية ينتج عن ذلك أن المؤسسات كبيرة الحجم يمكنها أن تكون أكثر إستدانة يشير و Ferri et Jons (1979) كذلك أن المؤسسات الكبرى التي تكون عامة مسعرة في البورصة تسهل عليها، هل عليها عملية الحصول على احيياجاتها المالية من خلال السوق المالي ما يجعلها في وضعية أكثر إرتياح فيما يخص اختيار مصادر التمويل، بالإضافة إلى ما تم التطرق إليه فيما يخص علاقة المؤسسة بهيكلها التمويلي نجد الباحث Chanchen Hsieh (1985) الذي قام بوضع نموذج ديناميكي لبنية هيكل تمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية، حيث وجد علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة ومستوى إستدانتها، وخلص إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم تلجأ إلى قروض طويلة الأجل بينما المؤسسات الصغيرة تكفي بالقروض قصيرة الأجل⁽¹⁾.

(1) – Sherichan Titman ;Robert Wessels ; the determinants of capital Sstructure choice The journal finance VOL 43.n°1Mars . 1988 .p 6

1-5- مخاطر الأعمال (النشاط):

مخاطر النشاط هو احتمال تقلب نتيجة إستغلال المؤسسة الإقتصادية لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه هذه الأخيرة ومن بين أهم العوامل المؤثرة على مخاطر النشاط نجد العمليات الصناعية و التجارية التي تقوم بها المؤسسة الاقتصادية، الإنتاج وتصريف المنتجات (التسويق) تقاس مخاطر النشاط بدرجة تقلب صافي ربح العمليات عبر الزمن، أو بدرجة الاختلافات في التدفق النقدي لمجموع مشاريع المؤسسة عن تدفقها المتوقع، ويتم قياس مخاطر النشاط عادة بإستخدام أساليب إحصائية معروفة تعتمد في الأساس على مقاييس التشتت، إذ يمكن تحديد خطر النشاط بالمؤسسة من خلال معرفة التغيير في صافي ربح العمليات عن المتوسط، فكلما زاد تقلب صافي ربح العمليات بزيادة تشتته عن المتوسط، زادت المخاطر. يقاس مخاطر النشاط بالاعتماد على مقياس الإنحراف المعياري، نقوم بإتباع الخطوات الآتية:

الخطوة الأولى: يتم حساب التوقع الرياضي لهذا التوزيع وذلك بعد القيام بالتنبؤ بالأحداث المستقبلية وحساب التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات عن طريق المعادلة التالية:

حيث أن :

\bar{r} : متوسط القيمة المتوقعة لربح العمليات.

r_i : أرباح العمليات المحتملة.

p_i : إحتمال تحقق أرباح العمليات.

n : عدد الأرباح المحتملة.

الخطوة الثانية: بعد حساب التوقع الرياضي، يتم حساب تباين التوزيع الاحتمالي، حيث أنه كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير مادل ذلك على عدم تجانسها وعلى ارتفاع درجة تشتتها، ويتم حساب التباين وفقا للمعادلة التالية:

الخطوة الثالثة: حساب الانحراف المعياري بحساب الجذر التربيعي للتباين وفقا للمعادلة التالية:

تستخدم صيغة التباين وفقا للمعادلة رقم (2) في حالة توفر بيانات مستقبلية متوقعة حول صافي الربح المتوقع للمؤسسة الاقتصادية، أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية فإن التباين والانحراف المعياري يحسبان بالاعتماد على المعادلة التالية:

حيث أن :

\bar{r} : المتوسط الحسابي لصافي ربح العمليات للسنوات السابقة.

وعليه الانحراف المعياري لصافي الربح يعد مقياسا لدرجة خطر النشاط في المؤسسة الاقتصادية، فكلما ارتفع الانحراف المعياري دل ذلك على درجة خطر تشغيله مرتفعة، كما أن تسجيله لقيم صغيرة هو دليل على ضعف الخطر التشغيلي في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.

1-6- الضريبة:

منذ دراسة (Modigliani et Miller (1963 تحل الضريبة مكانا هاما في تطوير النظريات التي تتعلق بالبنية المثلى للهيكل المالي ويرى (De Angello et Masulis (1980 أن المؤسسات التي تخضع لمعدل ضريبة ليس لها علاقة بالاستدانة، من المتوقع أن تولي إعتبارا أقل للميزة الجبائية للإستدانة، ووفقا لهذه الحالة يمكن أن نتوقع وجود علاقة غير معتبرة بين معدل الضريبة على الأرباح ونسبة الاستدانة، وفي الوقت ذاته إرتباط قوى بين معدل الضريبة والميزات الجبائية التي ليس لها علاقة بالاستدانة.

ومن أجل إختيار أثر الضريبة على قرار التمويل يمكن اعتماد مقياسين هما:

-المقياس الأول: (Kim et Sorensen (1986

ويتم تمثيله بقسمة الضريبة المدفوعة على الربح قبل الفائدة والضريبة $\frac{Tax}{EBIT}$ ، ويهدف إلى قياس ما تشكله الضرائب المدفوعة من طرف المؤسسة الاقتصادية مقارنة مع نتيجة إستغلالها المحققة، وكلما كانت هذه النسبة عالية دل ذلك على أهمية الضريبة في التأثير على قرار التمويل يستخدم هذا المقياس في تقييم أثر الميزات الجبائية.

- المقياس الثاني: (Titman et Wessels (1988

التي ليس لها علاقة بالاستدانة على قرارات التمويل ، ويتم تمثيله بنسبة أعباء الإهلاك الى إجمالي الأصول

$$\frac{Amort}{\sum Actif}$$

1-7- عمر المؤسسة: يعتبر عمر المؤسسة من بين العوامل المؤثرة في عملية اختيار تركيبة هيكلها المالي حيث هناك إجماع لمعظم الباحثين في مجال الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية حول هذا المحدد، إلا أنه هناك اختلاف بين هؤلاء الباحثين في كيفية تأثيرة:

- **الفريق الأول** من الباحثين المؤيدين لعلاقة ايجابية بين عمر المؤسسة ومستوى الاستدانة، هناك العديد من الأبحاث الميدانية لاثبات هذه العلاقة الإيجابية بين عمر المؤسسة ومستوى الاستدانة، حيث يشير كل من (1994) Edward et Fisher على وجود علاقة ايجابية بين عمر المؤسسة الاقتصادية ومعدل إستدانتها، ويعتمدان في تفسير هذه العلاقة على الثقة التي تكسبها المؤسسة لدى الجهة المقرضة، بحيث تتعزز هذه الثقة توافقا وعمر المؤسسة ما يمكن هذه الأخيرة من الحصول على قروض بشروط ميسرة ومعدلات منخفضة، ما يشجع المؤسسة الاقتصادية الاعتماد على القروض كمصدر تمويلي أساسي في هيكلها المالي.

- **الفريق الثاني** من الباحثين المؤيدين لعلاقة سلبية بين عمر المؤسسة و مستوى الإستدانة حيث تؤكد دراسة كل من (1993) Colin – Sedillot et Bourdieu أن هناك علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ومعدل إستدانتها ويفسر هذا بالإعتماد على فرضية أن المؤسسة الأكبر عمرا تتمكن من خلال مدة تواجدها من جمع وتكوين مبالغ هامة من أموال المكية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي وهذا ما يجعلها في غنى عن اللجوء إلى أموال الإستدانة.

1-8- قطاع النشاط:

يشير كل من (1991) Harris et Raviv إلى أن المؤسسات المنتمية إلى نفس القطاع يكون لها في العادة هيكل مالي متشابه إلى حد بعيد، وتؤكد دراسة أجراها كل من (1981) Welsh, (1989) Vander Wijst أن المؤسسات التي تشتغل في القطاع الصناعي تحتاج إلى أموال ضخمة نتيجة للحجم الكبير للإستثمارات المتمثل في الآلات والتجهيزات... إلخ، ما يجعلها تلجأ إلى أموال الإقتراض من أجل تلبية إحتياجاتها المالية، ويمكنها فعل ذلك بسهولة كون أن إستثماراتها تتمثل في عناصر مادية يستخدمها المقرض كضمانات مقابل المبالغ المقرضة.

من جهة أخرى نجد دراسات إهتتمت بمسألة تمويل المؤسسات الإقتصادية الناشطة في قطاع الخدمات ومن بين هذه الدراسات نجد دراسات كل من (1994) et Ridinet (1989) Hirish حيث تؤكد هذه الدراسات الميدانية بأن المؤسسات الخدمية تتميز بلجوئها المحدود للاستدانة مقارنة بالمؤسسات الصناعية وهذا نتيجة لعدم امتلاكها لأصول مادية كبيرة يعتمد المقرضون عليها في شكل ضمانات عند منحهم القروض لمثل هذه المؤسسات الخدمية،

وهذا ما يجعل إمكانيتها في الحصول على أموال استدانة ضعيفة. كذلك يرى كل من (Erger et Udell(1998 أن المؤسسات الناشطة في قطاع يتميز بمعدلات نمو مرتفعة ومخاطر عالية تتجه في أغلب الحالات نحو الإعتماد على أموال الملكية في تمويل عملياتها، أما المؤسسات التي تنشط في قطاع يتميز بمعدلات نمو ضعيفة ومخاطر منخفضة عادة ما نجدها تعتمد معدلات إستدانة مرتفعة.

2- الرفع و الهيكل المالي:

2-1- الرفع التشغيلي:

إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الإعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة حيث تزيد الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة.

فالرفع التشغيلي هو المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي للمؤسسة، أي أنه يفترن بوجود تكاليف ثابتة يتطلب توفير المال اللازم لتغطيتها إن الفكرة الأساسية التي يقوم على أساسها الرفع التشغيلي تتعلق بوجود تكاليف ثابتة تشغيلية، وكلما زادت نسبة حضور هذا النوع من التكاليف في هيكل تكاليف المؤسسة كلما اتسمت هذه الأخيرة بدرجة عالية من الرفع التشغيلي، ومن أجل الفهم الجيد للرافعة التشغيلية يجدرنا التطرق إلى مفهوم عتبة المردودية ومعامل الرفع التشغيلي.

2-1-1- عتبة المردودية:

يقوم مفهوم عتبة المردودية على تحليل العلاقة بين التكاليف وحجم النشاط، و يمكن تعريف عتبة المردودية أو رقم الأعمال الحرج بأنه رقم الأعمال الذي لا تحقق عنده المؤسسة لا ربح و لاخسارة كما عرفها البعض على أنها تهدف إلى التعريف على حجم الإنتاج أو المبيعات الذي تتساوى عنده التكلفة الكلية مع الإيراد الإجمالي ونموذج عتبة المردودية يعتمد على مجموعة من الفرضيات نذكر منها:

- إمكانية الفصل بين التكاليف الثابتة و المتغيرة.
- الثبات المطلق للأعباء الثابتة.
- ثبات أسعار البيع أي أنها تتحدد في السوق و هي خارجة عن إدارة المؤسسة، و عليه فإن تغيير في رقم الأعمال لا يمكن أن يحدث إلا بتغير في مستوى النشاط.
- تناسب التكاليف المتغيرة مع حجم النشاط أي أن التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة تبقى ثابتة و الصيغة الرياضية لإيجاد عتبة المردودية.

حيث أن:

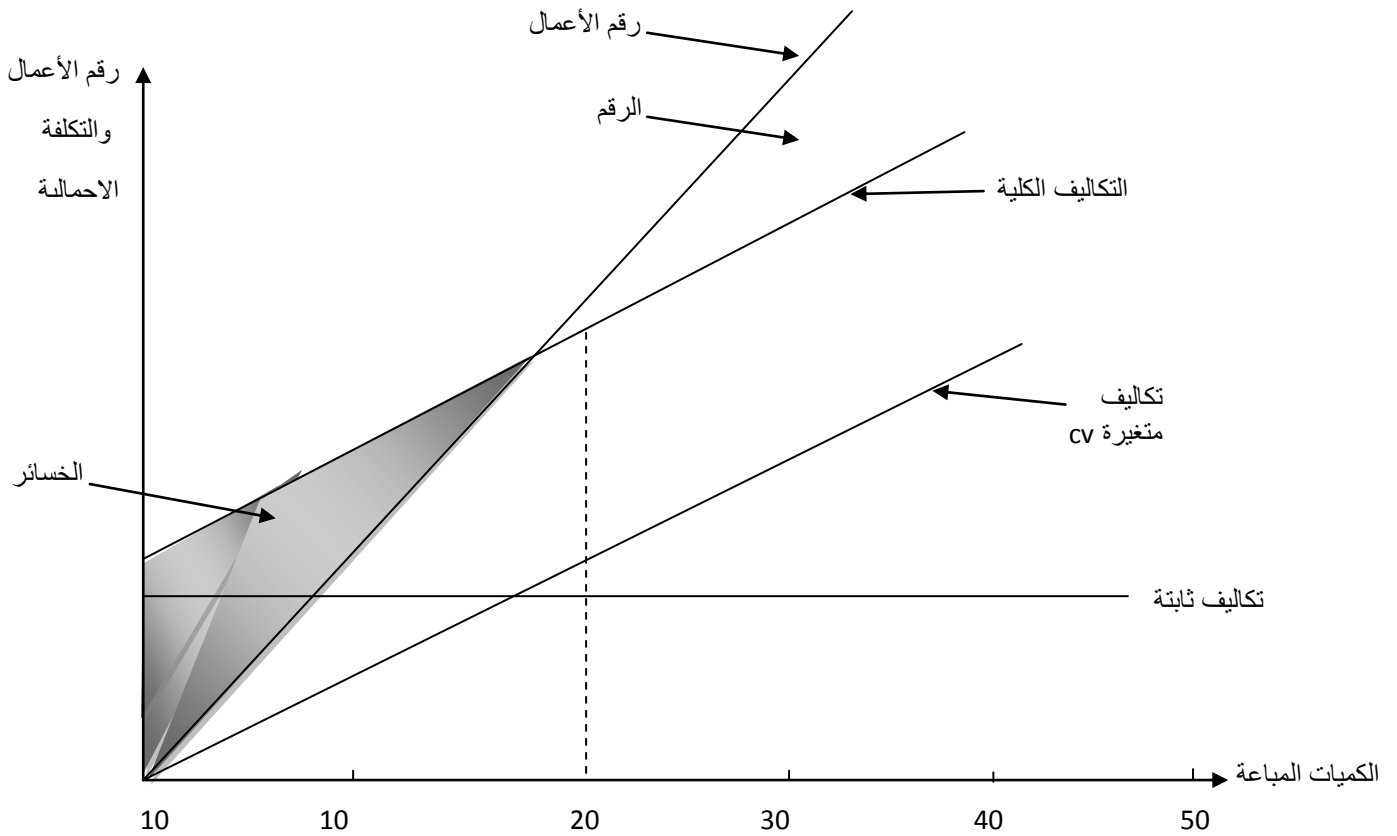
Q^* : الكمية المباعة التي تحقق عتبة المردودية.

CF : التكاليف الثابتة.

CV : التكاليف المتغيرة للوحدة.

PU : سعر البيع الوحدوي.

شكل رقم (21): التمثيل البياني لعتبة المردودية.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مثال تطبيقي.

2-1-2- معامل الرفع التشغيلي:

يسمح لنا معامل الرفع التشغيلية بشرح علاقة تطور رقم أعمال المؤسسة و نتائجها الاستغلالية نتيجة تكاليفها الثابتة، والصيغة الرياضية لمعامل الرفع التشغيلي على النحو التالي⁽¹⁾:

(1) -W.W.W.Zone Cours.hec.ca.com, Comprendre le levier d'exploitation ,HEC Montreal 2014/12/11 , consulté le 11/12/2014.

$$CLE = \frac{\Delta Y/Y}{\Delta Q/Q}$$

علما أن: $\Delta CF=0$

حيث أن:

Y : صافي ربح العمليات.

P_u : السعر الودودي للوحدات المباعة.

CLE : معامل الرفع التشغيلي.

Q : كمية الإنتاج المباع.

من خلال ملاحظتنا للصيغة الرياضية للرفع التشغيلي المعادلة رقم (2)، نلاحظ أن المقام يتكون من هامش التكلفة المتغيرة مطروحا منها التكاليف الثابتة الكلية، وهذا يعني أن ارتفاع التكاليف الثابتة يؤدي إلى زيادة الرفع التشغيلي، وبالتالي أي زيادة في حجم المبيعات تؤدي إلى زيادة أكبر في صافي ربح العمليات، مما يعظم ثروة المساهمين والعكس صحيح.

إن درجة الرفع التشغيلي تتميز بأهمية بالغة، خاصة إذا كان يمكن للمؤسسة أن تتسم بالمرونة فيما يخص تركيبية هيكل تكاليفها (تكاليف ثابتة ومتغيرة)، فمثلا في حالات الرواج تستبدل التكاليف المتغيرة بالتكاليف الثابتة وفي فترات الكساد نستبدل التكاليف الثابتة بالتكاليف المتغيرة.

2-1-3- تأثير الرفع التشغيلي على تحديد الهيكل المالي:

إن الرفع التشغيلي يؤثر في كافة مصادر التمويل من خلال تأثيره في تكلفتها، فالرفع التشغيلي من شأنه أن يؤدي إلى الرفع من مخاطر المؤسسة، الشيء الذي يدفع بأصحاب الأموال سواء كانوا ملاكا أو مقرضين للمطالبة بمعدل أعلى للعائد تعويضا لهم عن تلك المخاطر، كما أن للرفع التشغيلي تأثيرا خاصا على تركيبية الهيكل المالي، فكلما ارتفعت درجة الرفع التشغيلي أدى ذلك إلى زيادة تقلب صافي ربح العمليات الذي يمثل جزء منه مكافأة أو عائد لأصحاب مصادر التمويل، وعليه فإن أي انخفاض كبير في عوائد المؤسسة يجعل هذه الأخيرة في وضعية صعبة لتسديد ما عليها من التزامات إتجاه المقرضين وأصحاب الأسهم الممتازة مما يؤدي إلى زيادة تقلب ربحية السهم وارتفاع احتمالات إفلاس المؤسسة.

ويصبح من الأفضل للمؤسسة في هذه الحالة تخفيض حجم التمويلات ذات الدخل الثابت في هيكل تمويلها حتى توفر لنفسها هامش أمان يجعلها قادرة على مواجهة التزاماتها إذا ما انخفضت إيرادات المبيعات أو حدث ارتفاع في التكاليف مع ثبات العوامل الأخرى، وفي الوقت ذاته يمكن أن يكون للرفع التشغيلي محفزا للمؤسسة للجوء إلى مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة خاصة في حالات الإنعاش الإقتصادي وارتفاع مبيعات المؤسسة واستقرارها.

2-2- الرفع المالي:

ويقصد بالرفع المالي اعتماد المؤسسة على الإقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها التمويلية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهما ممتازة لسد الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة، التي ستقوم الشركة بدفعها للمساهمين الممتازين وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.⁽¹⁾ فالرافعة المالية تشمل قياس إجمالي الالتزامات لطويلة وقصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، فالبعض قد اعتبر الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون أو الإلتزامات طويلة الأجل فقط. وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة مع ثبات العوامل الأخرى على حالها، ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة، مما يعني أن تغييرا بمعدل معين في صافي ربح العمليات يترتب عليه تغير أكبر في صافي الربح بعد الضريبة أي صافي الربح المتاح للملاك، أو ما يطلق عليه ربحية السهم.

2-2-1- تأثير الرفع المالي على تحديد الهيكل المالي:

الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة، فكلما زاد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية في التمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح هذا الأخير فعالا إذا إستطاعت المؤسسة إستثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة فإنها ستتعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي وإن الرفع المالي إذا ماتم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الإقتراض يحقق الميزات التالية⁽²⁾:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الإقتراض و مردود الاستثمار.
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.
- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (ما عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقترضين).

(1) - رشاد العطار، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة، عمان، الأردن، 2001، ص 57.

(2) - عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص 89.

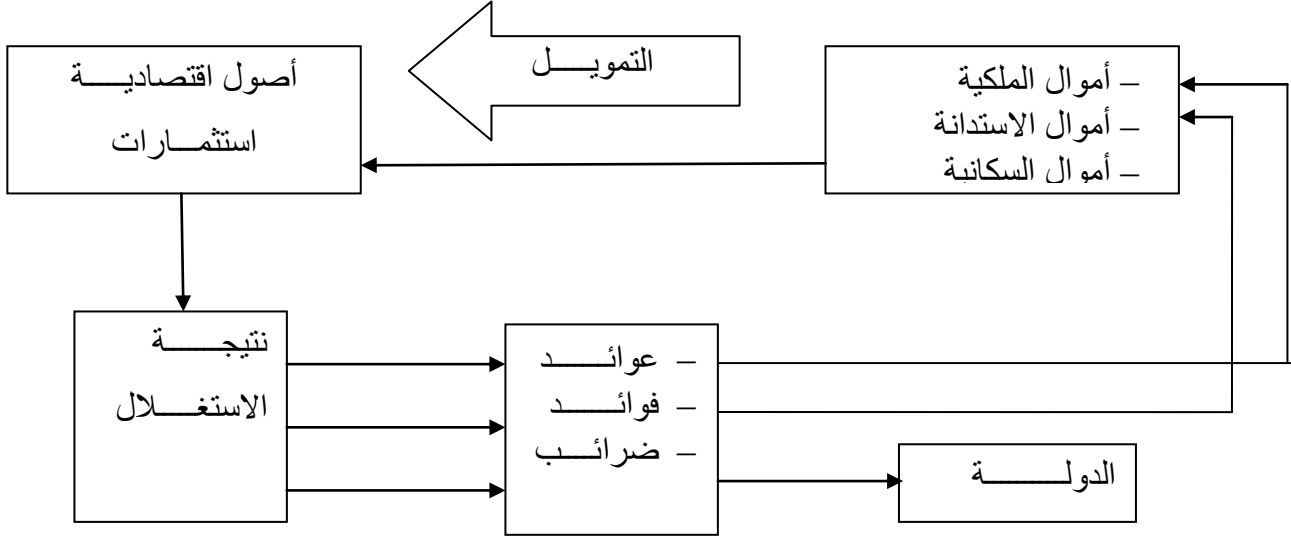
- الإستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة.
- في فترات التضخم يتم إقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.
- الإقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الإقتراض.
- وهناك مجموعة من السلبيات للرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أقل من تكلفة الإقتراض وهي:

- إنخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الإقتراض.
- إحتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.
- في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.
- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية و الحد من قدرتها على الإقتراض .
- إن الرافعة المالية والتي يطلق عليها تسمية المتاجرة بالأموال ترتبط إرتباط وثيقا بقدرة الإدارة المالية على تشغيل الأموال ذات التكاليف الثابتة مثل القروض والأسهم الممتازة بطريقة تمكنها من زيادة ربحية السهم العادي، وعليه يمكن إعتبار أثر الرفع المالي ملائما عندما تتمكن المؤسسة من جني أرباح عن أصولها تفوق تكلفة الأموال ذات الدخل الثابت التي استخدمتها.

2-2-1- الصياغة الرياضية للرافعة المالية:

- تستخدم المؤسسة الاقتصادية في عملية تمويل أنشطتها تشكيلة من أموال الملكية وأموال الاستدانة، تستثمر هذه الأموال في شكل أصول، بحيث أن هذه الأصول تولد نتائج توزع بدورها بين المساهمين، المقرضين والدولة.

شكل رقم (22): توزيع النتيجة الاقتصادية للمؤسسة الاقتصادية.



source: Pascal Quiry et Yann Le Fur ; Finance D'entreprise Dalloz ,Paris ,2008,P310

من أجل فهم أثر الرافعة المالية ننطلق من المقارنة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، بحيث أننا نجد الفرق يعود الى تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، ففي حالة خلو الهيكل المالي من أموال الإستهانة، فإن المردودية الاقتصادية تتساوى مع المردودية المالية، ومنه يعرف الفرق بين المردودية الاقتصادية بأثر الرافعة المالية ويمكن كتابة الصيغة الرياضية للرافعة المالية وذلك إنطلاقاً من صيغة المردودية المالية والاقتصادية.

- تقاس المردودية الاقتصادية وفقاً للمعادلة التالية

بحيث:

R_e : المردودية الاقتصادية

RE : نتيجة الاستغلال

t : معدل الضريبة على الأرباح

$Actif$: الأصول الاقتصادية

من خلال صيغة حساب المردودية الاقتصادية المعادلة رقم (1) يمكن أن نستخلص أن المردودية الاقتصادية تقيس مساهمة الأصول في تكوين النتيجة.

كذلك يمكن التعبير عن المردودية الاقتصادية باستخدام كل من هامش الاستغلال ومعدل دوران الأصول وهذا كما يلي:

بحيث:

CA : رقم الأعمال.

من خلال المعادلة رقم (2) نستخلص أن المردودية الاقتصادية من الممكن أن تكون نتيجة لهامش استغلال ضعيف ومعدل دوران كبير للأصول، وهذا الحال ينطبق على المؤسسات الناشطة في القطاع التجاري، كذلك يمكن أن تكون المردودية الاقتصادية نتيجة لهامش استغلال مرتفع ومعدل الدوران ضعيف (كثافة رأسمالية مرتفعة) وهذا ما تتميز به في أغلب الأحيان المؤسسات الصناعية.

- تقاس المردودية المالية وفقا للمعادلة التالية:

حيث :

R_f : المردودية المالية.

RN : النتيجة الصافية.

CP : أموال الملكية.

وتتمثل المردودية المالية في العلاقة بين النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسة وأموال الملكية المستخدمة وتسمى كذلك بمردودية الأموال الخاصة.

والهدف من وراء حساب المردودية المالية هو إيجاد المردودية المتاحة للمساهمين وانطلاقا من الصيغة الرياضية للمردودية الاقتصادية و المردودية المالية يمكن الصياغة الرياضية للرافعة المالية.

بحيث :

D : قيمة الاستدانة الصافية في المؤسسة علما أن

$$D = \text{Actif} - CP$$

$$i' = i(1 - t)$$

من العلاقة رقم (5) تتمكن من تجزئة مكونات المردودية المالية ألى جزأين :

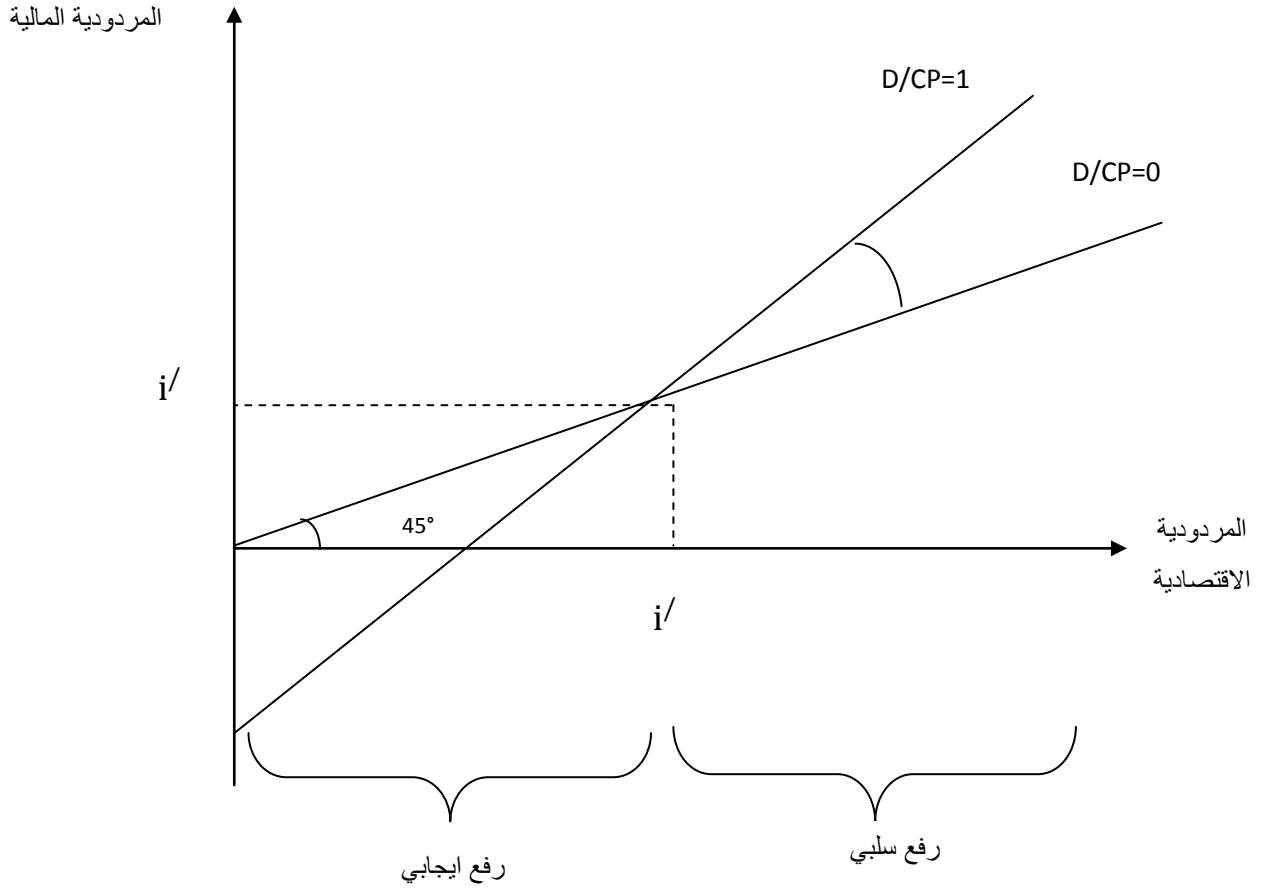
1- المردودية الاقتصادية R_e .

2- أثر الاستدانة على المردودية الاقتصادية $(R_e - i')$.

وعليه فإن:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الاستدانة (أثر الرفع المالي)}$$

شكل رقم (23): تأثير الرفع المال على المردودية المالية بدلالة المردودية الاقتصادية.



Ressource :Idem ,P25

ويختلف أثر الرفع المالي حسب نتيجة الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة الحقيقي على الديون.

1- $(R_e - i') > 0$ فإن الأثر يكون موجبا وذلك لأن معدل المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الإستدانة، وعليه فإن المردودية المالية ترفع بزيادة الاستدانة.

2- إذ كان $(R_e - i') < 0$ فإن الأثر يكون سالبا، وذلك لأن معدل الفائدة يمتص كل المردودية الاقتصادية ونتيجة لذلك تتخفض المردودية المالية بزيادة الاستدانة وهذا ما يسمى بأثر ماسوا (effet⁽¹⁾ massue).

3- إذا كان $(R_e = i' = 0)$ أي $(R_e = i' = 0)$ فإن الأثر يكون معدوما، وعليه لا تؤثر زيادة الاستدانة على المردودية الصافية و هذه الحالة نادرة عمليا.

وكذلك يتأثر الرفع المالي بنسبة الاستدانة على أموال الملكية $\frac{D}{CP}$ في الهيكل المالي.

(1) – J.Barreau Et J.Delehay, Gestion financiere 10^{eme} édition , Dunod , Paris 2002,P 25.

خلاصة الفصل

تتخذ المؤسسة مجموعة من القرارات والتي يترتب عليها بقائها وإستمراريتها، فالتفكير في إيجاد مصادر التمويل المناسبة لتنفيذ مشروع المؤسسة يضع هذه الأخيرة في البحث عن مصادر تمويل تتميز بالإستقرار والمرونة والتكلفة المناسبة، كما يجب أن يتناسب العائد المتوقع من الاستثمار والمخاطر المصاحبة له ومع تكلفة التمويل.

ولعل القرار التمويلي تحكمه مجموعة من القيود التي يفرضها المحيط المالي والقيود الداخلية المتعلقة بأهداف الربحية والمردودية وكذا قيود التوازن المالي، وتزداد مهمة المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة صعوبة في حالة تفاوت درجة المخاطرة المصاحبة لكل مصدر من مصادر التمويل، وهذا ما سنتطرق له في الفصل الرابع من خلال دراسة العلاقة بين ترشيد القرار التمويلي وإدارة المخاطر المالية.

تمهيد

بعد استعراض أهم المفاهيم النظرية الخاصة بعملية اتخاذ القرارات التمويلية وإدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، والدور الفعال الذي يمكن أن يلعبه متخذ القرار التمويلي الرشيد في التقليل من المخاطر المالية المصاحبة لعملية اتخاذ القرار التمويلي، سيتم في هذا الفصل تقديم وصف مفصل للمنهجية والإجراءات المتبعة في انجاز الدراسة، بهدف الإطلاع على الواقع الحقيقي للمؤسسة الجزائرية من خلال دراسة حالة مؤسسات الصناعات الغذائية لمدينة عنابة.

كما تم السعي من خلال هذه الدراسة إلى إبراز أهمية واقع اتخاذ القرار التمويلي وإدارة المخاطر المالية بالمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وسنحاول من خلال هذه الدراسة تحديد أهمية ودور القرار التمويلي على إدارة المخاطر المالية من خلال آراء فئة من الإطارات، و ذلك لأن فئة الإطارات أكثر الأفراد المؤهلين لاتخاذ القرارات وخاصة التمويلية منها وإصدار الأوامر وتوفير المعلومات اللازمة لذلك، وبالتالي تهم رأيهم الخاص حول القرار التمويلي وإدارة المخاطر في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة، حيث وجهنا لهم استبيان يضم مجموعة من الأسئلة لنحدد العلاقة بين القرار التمويلي وإدارة المخاطر المالية. كما تم عرض نتائج الدراسة وتحليلها من أجل الإجابة على أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: منهجية الدراسة الميدانية والأدوات المستخدمة.

المبحث الثاني: تحليل بيانات الاستبيان.

المبحث الثالث: اختبار الفرضيات.

المبحث الأول: منهجية الدراسة الميدانية والأدوات المستخدمة.

يشتمل هذا المبحث الجانب المنهجي للدراسة الميدانية من خلال شرح منهج الدراسة وبيان مجتمع وعينة الدراسة، كما تم شرح نموذج الدراسة، وإعداد الأداة الرئيسية للدراسة (الاستبيان) وفحص مصداقيتها وثباتها، وبيان الأساليب الإحصائية المستخدمة في معالجة النتائج.

المطلب الأول: إجراءات الدراسة

1- منهج الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة النظرية والتطبيقية يتم معالجة هذا الموضوع باعتماد المنهج الوصفي، حيث يعرف المنهج بأنه: "الطريقة التي يتبعها الباحث في دراسته للمشكلة لاكتشاف الحقيقة"⁽¹⁾ ويعرف المنهج الوصفي بأنه: "طريقة من طرق التحليل والتفسير بشكل علمي منظم من أجل الوصول إلى أغراض محددة لوضعية اجتماعية أو مشكلة اجتماعية"⁽²⁾.

كما يعرف المنهج الوصفي بأنه: "أسلوب من أساليب التحليل الذي يعتمد على معلومات كافية ودقيقة عن ظاهرة أو موضوع محدد من خلال فترة زمنية معلومة، وذلك من أجل الحصول على نتائج علمية وتفسيرها بطريقة موضوعية بما ينسجم مع المعطيات الفعلية للظاهرة"⁽³⁾.

بالنسبة للدراسة الراهنة فالمنهج الوصفي يسمح بشرح أبعاد وواقع اتخاذ القرارات والقرارات التمويلية وأهم أساليب تطويرها وعلاقتها بإدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، حيث يسعى إلى جمع بيانات كافية عن الموضوع في ميدان البحث بالاستعانة بكافة الطرق المستخدمة للحصول على المعلومات في الدراسات الوصفية مثل المقابلة، الملاحظة، استمارة البحث وتحليل الوثائق والسجلات، ليتم بعدها تحليل ما تم جمعه من بيانات بهدف تحديد مدى مساهمة نظم المعلومات في اتخاذ القرارات وأساليب تطويرها، فالمنهج الوصفي طريقة لوصف الظاهرة المدروسة وتصويرها كمياً عن طريق جمع معلومات مقننة عن المشكلة وتصنيفها وتحليلها وإخضاعها للدراسة.

(1) - عمار بوحوش، محمد محمود الذنبيات، منهج البحث العلمي وطرق إعداد البحوث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص99.

(2) - المرجع السابق، ص 139.

(3) - علي غريب، أبجديات المنهجية في كتابة الرسائل الجامعية، مطبعة سيرتا، قسنطينة، 2006، ص84.

1- مجالات الدراسة:

تقسم مجالات الدراسة إلى المجال المكاني، المجال الزمني، المجال البشري كما يلي:

1-2- المجال المكاني: اقتضت الدراسة على مؤسسات اقتصادية تنتمي إلى قطاع الصناعات الغذائية لمدينة عنابة، لأهمية هذا القطاع في الاقتصاد الوطني الجزائري، كما أنها تتميز بتجمعها في مناطق صناعية واحدة مما تسهل إتمام الدراسة.

2-2- المجال الزمني: تمت الدراسة الميدانية من النصف الثاني لسنة 2015 إلى النصف الأول من سنة 2016، حيث خصص جزء من الوقت للتعرف على المؤسسات والاتصال بها مباشرة لشرح مضمون الأسئلة والغرض من الدراسة، أما الجزء الآخر فخصص لاستقبال واسترداد استمارات الأسئلة حتى يمكن تفرغها وتحليلها فيما بعد، حيث تدور الدراسة حول أهمية ترشيد القرار التمويلي وعلاقتها بإدارة المخاطر، و من أجل انجاز هذه الدراسة تم عرض أهمية ترشيد القرار التمويلي و مساهمته في التقليل من المخاطر المالية.

2-3- المجال البشري: اقتضت هذه الدراسة على فئة مديري الإدارة العليا، ورؤساء الدوائر والمصالح ونوابهم بالمؤسسات الاقتصادية لمدينة عنابة، باعتبار أن هذه الفئة هي المعنية أكثر من غيرها بعملية اتخاذ القرار و القرار التمويلي، كما أن المستوى التعليمي لها مرتفع مما يمكن من فهم أسئلة الاستبيان.

1- أدوات جمع المعلومات و تحليلها:

تتمثل أدوات جمع المعلومات و تحليلها فيما يلي:

3-1- الدراسة النظرية: تم الحرص من خلالها على الإطلاع على مختلف الدراسات والبحوث والمجلات والمقالات التي لها علاقة بموضوع البحث ومن خلال ما تناولته المراجع العربية والأجنبية.

3-2- الدراسة الميدانية:

ركزت الدراسة في جانبها الميداني على استخدام الأدوات التالية:

3-2-1- الاستبيان: هو عبارة عن النموذج الذي تدون عليه الأسئلة التي يوجهها الباحث إلى وحدة الدراسة والإجابة التي يحصل عليها⁽¹⁾، وأن الجهد الأكبر في الاستبيان ينصب على بناء فقرات جيدة والحصول على استجابات كاملة، ومن الأهمية أن تكون أسئلة الدراسة وفرضياتها واضحة كي يكون بالإمكان بناء فقرات بشكل جيد⁽²⁾، كما أن الاستبيان يتم من خلال طرح جملة من الأسئلة المتعلقة بموضوع الدراسة على أفراد العينة، وذلك بغرض جمع البيانات التي تمكن من تحديد واقع نظم المعلومات للوصول إلى تحديد أهميتها ومدى مساهمتها في اتخاذ القرارات وأهم أساليب تطويرها.

(1) - شفيق أحمد العتوم، طرق الإحصاء باستخدام SPSS، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2008، ص23.

(2) - منذر الضامن، أساسيات البحث العلمي، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص91.

3-2-2- الملاحظة: حيث يتم التركيز على سلوكيات الأفراد أثناء اتخاذهم للقرارات وخاصة القرارات التمويلية ومدى إدراكهم للمخاطر المالية و التقليل منها باتخاذ القرار التمويلي الرشيد.

3-2-3- المقابلة: تعرف على أنها تفاعل لفظي يتم بين فردين في موقف المواجهة يحاول أحدهما (الباحث) أن يعرف بعض المعلومات أو التغيرات لدى الآخر (المبحوث) والتي تدور حول خبراته أو آرائه ومعتقداته، وتكون ذات الصلة بالظاهرة قيد الدراسة⁽¹⁾.

وفي دراستنا هذه سنعتمد أسلوب المقابلة مع مختلف الأطراف من مسؤولين، وهذا من أجل الإجابة على بعض الأسئلة المتعلقة بموضوع الدراسة والتي تتمثل في محاولة حصر أهمية اتخاذ القرار التمويلي ومدى مساهمة القرار التمويلي الأمثل في التقليل من المخاطر.

3-2-4- الوثائق والسجلات: يتم أيضا جمع المعلومات والبيانات من خلال الإطلاع على الوثائق والقوانين والسجلات المختلفة من أجل إثراء الموضوع أكثر.

3-2-5- الأدوات الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات: لغرض التحقق من صحة فرضيات الدراسة تم استخدام الأدوات الإحصائية، من خلال الاعتماد على النسب المئوية للتكرارات لوصف عينة الدراسة، ولإعطاء متغيرات الدراسة أهميتها تم الاعتماد على المتوسطات الحسابية، بالإضافة إلى استخدام الانحراف المعياري لقياس مدى تشتت أراء عينة الدراسة حول الوسط الحسابي وذلك عن طريق استخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) Statistical Package for Social Sciences.

يعتبر برنامج (SPSS) من البرامج المهمة في تحليل بيانات البحوث العلمية في مختلف مجالات العلوم التربوية الاجتماعية والاقتصادية⁽²⁾، كما أن نظام (SPSS) هو من الأنظمة المتقدمة التي تستخدم في إدارة البيانات وتحليلها في مجالات متعددة ومنها التطبيقات الإحصائية⁽³⁾، ويحتوي البرنامج على مجموعة كبيرة من الاختبارات الإحصائية تتدرج من الإحصاء الوصفي البسيط مثل التكرارات والمتوسط الحسابي والانحراف المعياري إلى الإحصاء الاستدلالي الأكثر تعقيدا مثل تحليل التباين وتحليل الانحدار⁽⁴⁾، ولتحليل بيانات الدراسة باستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS)، تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية، ومن أهم هذه الأساليب ما يلي:

(1) - علي غريب، أجدبيات المنهجية في كتابة الرسائل الجامعية، مرجع سبق ذكره، ص 119.

(2) - ماجدة محمد الخياط، أساليب البحث العلمي، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص 209.

(3) - شفيق أحمد العنوم، طرق الإحصاء باستخدام SPSS، مرجع سبق ذكره، ص 67.

(4) - رضا عبد الله أبو سريع : تحليل البيانات باستخدام برنامج spss، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 13.

- 1- معامل ارتباط ألفا كرونباخ للتأكد من ثبات أداة الدراسة.
 - 2- إجراء اختبار كولمجروف- سمرنوف (Kolmogorov-Smirnov Z)، لمعرفة هل بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، وهو اختبار ضروري لاختبار الفرضيات لأن معظم الاختبارات العلمية تشترط أن يكون توزيع البيانات طبيعياً.
 - 3- التكرارات والنسب المئوية لوصف خصائص عينة الدراسة.
 - 4- المتوسطات والانحرافات المعيارية للتعرف على مدى توافر البنية التحتية اللازمة لتطبيق اتخاذ القرارات، وتحديد علاقة إدارة المخاطر باتخاذ القرارات التمويلية، ومدى تأثير القرار التمويلي السليم في فعالية إدارة المخاطر، (الهدف هو إعطاء تحليل تفسيري عن مدى إجابة المبحوثين والعوامل الأكثر تقديراً).
 - 5- اختبار One sample T-test للعينة الواحدة: يستخدم اختبار العينة الأحادية بشكل أساسي لمقارنة المتوسط المحسوب مع المتوسط الفرضي المحدد بشكل مسبق⁽¹⁾، وذلك للتعرف على مدى الدلالة الإحصائية لتقدير أفراد العينة لدور نظم المعلومات في اتخاذ القرارات، وأساليب تطويرها.
- 4- تحديد مجتمع و عينة الدراسة:**

استهدفت الدراسة عينة من مؤسسات قطاع الصناعات الغذائية لمدينة عنابة، ولاختيار عينة الدراسة اعتمدت الباحثة على أسلوب الحصر الشامل وذلك للأسباب التالية:

- 1- مجتمع البحث صغير.
 - 2- مجتمع البحث مركز في منطقة جغرافية محدودة.
 - 3- احتمال رفض بعض المفردات التعاون مع الباحثة، بالإضافة إلى احتمال عدم تعاون بعض المؤسسات. أدى ذلك إلى استخدام الباحثة أسلوب الحصر الشامل حتى نتحصل على أكبر عدد من الاستثمارات الصحيحة لتمثيل هذه المؤسسات في الدراسة،
- حيث تم توزيع (54) استمارة على عينة الدراسة المتمثلة في الإطارات والمكونة من جميع مديري الإدارة العليا رؤساء المصالح والدوائر ونوابهم استرد منها (39) أي بنسبة استرداد بلغت (72.22%) وهي تمثل عدد الاستثمارات المكتملة (39) استمارة، ويوضح الجدول رقم(09) عينة الدراسة وعدد الاستثمارات الموزعة والمستلمة من الإطارات.

(1)- سليم أبو زيد، التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام برمجية spss، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 243.

جدول رقم (09): عينة الدراسة وعدد الاستمارات الموزعة والمستلمة من الإطارات.

المؤسسات	الاستمارات الموزعة	الاستمارات العائدة	نسبة الاستمارات المسترجعة	الاستمارات المستبعدة	الاستمارات المكتملة
ملبنة الايدوغ	07	06	85.71	00	06
الشركة الصناعية للمصبرات سييوس	02	02	100	00	02
محبوبة للعجائن الغذائية	03	03	100	00	03
بونة للقهوة	06	03	50.00	00	03
ملبنة المائدة	03	02	66.66	00	02
الشامية	02	02	100	00	02
مطاحن بلدي (سميد بلدي)	03	03	100	00	03
مجمع بوصبيح (الملكية للمصبرات الغذائية)	03	02	66.66	00	02
قهوة حرة	02	00	00	00	00
العجائن مقرونة	02	00	00	00	00
General bonoise	02	02	100	00	02
مطاحن سيدي ابراهيم	03	02	66.66	00	02
مصبرات سوامع البهجة	03	03	100	00	03
بسكويت السنابل السبعة	04	01	25.00	00	01
ليانة	03	03	100	00	03
اليد الذهبية	02	01	50.00	00	01
سلمى دقيق	02	02	100	00	02
العالمية للمشروبات بونة	02	02	100	00	02
المجموع	54	39	72.22	00	39

المصدر: من إعداد الباحثة.

5-الأداة الأساسية للدراسة:

شملت الدراسة الميدانية مجموعة من الخصائص المتعلقة بمجتمع الدراسة بالإضافة إلى محاور وأبعاد متعلقة بموضوع الدراسة.

5-1- تصميم و تطوير الأداة الأساسية للدراسة: يتوقف تحديد الأسئلة المراد الإجابة عنها من طرف أفراد مجتمع الدراسة على طبيعة المشكلة محل الدراسة والتساؤلات التي تثيرها، ولذلك وجب مراعاة أن تقدم الأسئلة المطروحة إجابات حول أهم العوامل التي تم تناولها في الجزء النظري والتساؤلات التي تثيرها الدراسة وأهدافها، حيث تم استخدام استمارة الأسئلة كأداة أساسية ترمي إلى الإلمام بأهم المتغيرات التي تناولناها في الجزء النظري، إذ تضمنت 55 سؤالاً موجهاً إلى إطارات وموظفي الإدارة المالية لمؤسسات الصناعات الغذائية لمدينة عنابة، وقسمت الاستمارة إلى خمسة محاور يضم كل منها عدداً من الأسئلة حول جانب معين من الموضوع محل الدراسة (أنظر تفاصيل أسئلة الاستمارة في الملحق رقم 03)، كما تم تصميم الأسئلة بالاعتماد على الأدبيات النظرية المتعلقة بموضوع الدراسة بالإضافة إلى الاعتماد على بعض الدراسات المشابهة.

5-2- نوعية الأسئلة المستخدمة: لقد استخدمت الأسئلة القياسية لمعرفة اتجاهات المستجوبين فيما يتعلق ببعض العناصر خاصة تلك المتعلقة بدور ترشيد القرار التمويلي في إدارة المخاطر المالية، وفي هذا الشأن تم استخدام مقياس (ليكرت) ذو خمسة درجات "غير موافق بشدة، غير موافق، محايد، موافق، موافق بشدة" من أجل تحديد مدى موافقة المستقضي منه على عدد من الجمل المتعلقة بموضوع البحث، ولكي يمكن تحديد وتحليل نتائجها فيما بعد، وقد كانت إجابات معظم فقرات الاستبيان وفق مقياس ليكرت الخماسي كما هو مبين في الجدول الموالي:

جدول رقم (09): الإجابات حسب مقياس ليكرت الخماسي

التصنيف	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
الدرجة	1	2	3	4	5

المصدر: من إعداد الباحثة.

5-3- صدق أداة الدراسة:

لقد تم اختبار الصدق الظاهري لأداة الدراسة عن طريق عرض الاستبيان على عدد من الأساتذة المحكمين المختصين في مجال الإدارة المالية، وبناءً على توصيات أعضاء لجنة التحكيم المبينة أسمائهم في الملحق رقم (03) وملاحظاتهم تم إجراء التعديلات، حيث تم حذف بعض الفقرات وإضافة فقرات جديدة وإعادة صياغة بعضها الآخر، حتى استقر الاستبيان على وضعه النهائي.

5-4- ثبات أداة الدراسة:

يقصد بثبات الاستبيان أن هذا الأخير يعطي نفس النتائج في حالة ما تم إعادة توزيعه أكثر من مرة تحت ظروف مماثلة، ويعني الثبات أيضا أنه إذا ما طبق اختبار ما على مجموعة من الأفراد ورصدت درجات كل منهم ثم أعيد تطبيق الاختبار نفسه على المجموعة نفسها، وتم الحصول على الدرجات نفسها يكون الاختبار ثابتا تماما، كما يعرف الثبات بأنه مدى الدقة والاتساق للقياسات التي يتم الحصول عليها مما يقبسه الاختبار، ومن أكثر الطرق استخداما في تقدير ثبات المقياس هي طريقة معادلة ألفا كرونباخ، وفي هذه الدراسة تم التحقق من الثبات من خلال استخدام معامل ألفا كرونباخ، والذي يأخذ قيما تتراوح بين الصفر (لا يوجد ثبات في البيانات) والواحد الصحيح (يوجد ثبات تام في البيانات)، أي أن قيمة المعامل تعني زيادة مصداقية البيانات في عكس نتائج العينة على مجتمع الدراسة، ولقد تم استخدام اختبار (ألفا كرونباخ) لقياس مدى ثبات أداة الدراسة للمحور الأول والثاني والثالث والرابع والخامس كل على حدة ولهذه المحاور مجتمعة، والجدول التالي يوضح معاملات ثبات أداة الدراسة ترشيد القرار التمويلي على إدارة المخاطر المالية.

جدول رقم (11): معاملات ثبات أداة الدراسة لدور ترشيد القرار التمويلي على إدارة المخاطر المالية.

المحور	معدل الثبات
تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة	0.792
مدى وعي و إدراك المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة لأهمية إدارة المخاطر المالية.	0.851
العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المالية و ترشيد القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة	0.865
العلاقة بين أنظمة التمويل و إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.	0.520
العلاقة بين السياسات التمويلية و ادارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة	0.807
المجموع الكلي	0.910

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من الجدول أعلاه أن أعلى معامل ثبات (0.865) كان من نصيب معامل ثبات محور العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المالية وترشيد القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة، ويليه معامل ثبات (0.851) معامل ثبات محور العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المالية وترشيد القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة، ثم يليه معامل ثبات (0.807) معامل ثبات محور العلاقة بين السياسات التمويلية وإدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة،

وبعدها يأتي معامل ثبات (0.792) معامل ثبات محور تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة، وأخيراً معامل ثبات محور العلاقة بين أنظمة التمويل وإدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة (0.520).

هذه المعاملات على العموم معاملات ثبات مرتفعة، وهذا ما يعكسه معامل الثبات الكلي للاستبيان (0.910) وهو ما يعتبر ملائماً لتحقيق أهداف الدراسة، وعلى ذلك يتسم المقياس بدرجة عالية من الثبات، مما يمكن تطبيق الاستبيان على عينة البحث بقدر كبير من الثقة، وإمكانية استخدامها كأداة للدراسة الميدانية.

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة

1- متغيرات الدراسة:

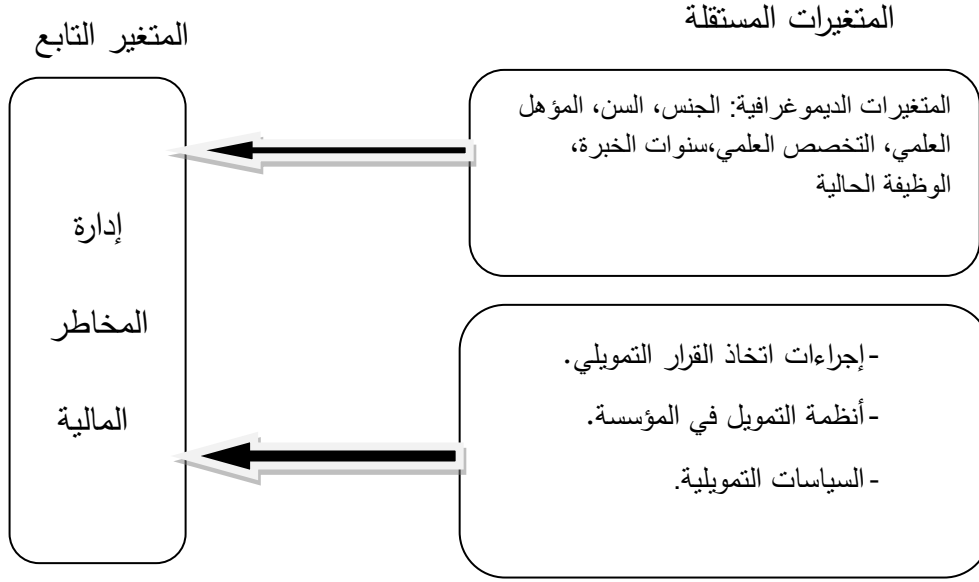
هناك متغيرين أساسيين في هذه الدراسة المتغير الأول ترشيد القرار التمويلي ويمثل المتغير المستقل، أما المتغير الثاني إدارة المخاطر المالية ويمثل المتغير التابع، كما يلي:

1-1- المتغيرات المستقلة: تكونت من مجموعتين وهي:

- المعلومات الشخصية و الوظيفية لمتخذي القرار التمويلي المتمثلة في الجنس، السن، المؤهل العلمي، التخصص العلمي، سنوات الخبرة، الوظيفة الحالية.
- أهمية و دور ترشيد القرار التمويلي.

1-2- المتغير التابع: يتمثل في إدارة المخاطر المالية. والشكل رقم (24) يوضح متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة كما يلي:

شكل رقم (24): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة.

2- ميدان الدراسة:

1-2- تقديم قطاع الصناعات الغذائية:

1-1-2- واقع الصناعات الغذائية في الجزائر: يعتبر قطاع الصناعات الغذائية في الجزائر من القطاعات المهمة في الاقتصاد الجزائري، وتأتي أهميته من كونه يعد أحد الفروع الأساسية لقطاع الصناعات التحويلية التي بدورها تساهم مباشرة في زيادة الإنتاج المحلي والدخل الوطني، كما أنه يعد حلقة وصل بين القطاعين الزراعي والصناعي، وكذلك تكمن أهميته في علاقته المباشرة بإنتاج الغذاء في شكله الخام كونه يعتبر أحد المدخلات الأساسية لها.

تعد الصناعات الغذائية أحد أهم قطاعات الصناعات التحويلية الرئيسية الهامة و الدعائم الأساسية لتكوين البعد الاقتصادي الاستراتيجي، حيث أنها تساهم بشكل فعال في تأمين الاكتفاء الذاتي من المنتجات الغذائية⁽¹⁾.

2-1-2- مفهوم الصناعات الغذائية: تعرف الصناعات الغذائية كالآتي:

"هي الفرع الصناعي الذي يقوم بتحويل الخامات الزراعية وفقا لمواصفات محددة لهذا تعمل هذه الصناعات على بقاء المنتجات الغذائية صالحا للاستعمال أطول مدة ممكنة بفضل طرق التحويل والحفظ والتصبير والتكييف والاستعمال تماشيا مع الشروط الجيدة للمستهلك والتي يفرضها التطور التاريخي"⁽²⁾.

(1) - إنعام قرشي، الصناعات الغذائية بدولة الإمارات بين الواقع و تحقيق الأمن الغذائي، مجلة آفاق اقتصادية، مجلد 28، عدد 109، 2007، ص 17.

(2) - عيون عبد الكريم، جغرافيا الغذاء في الجزائر، المؤسسة الوطنية للكتاب الجزائري، جامعة الجزائر، 1985، ص 212.

"هي مجموع المؤسسات التي تهتم أساسا بتحويل المواد الزراعية بالمعنى العام من أجل الاستهلاك الغذائي النهائي، وهي تعد جزء هاماً من النظام الغذائي الذي يضم بدوره أيضاً النشاطات المصنفة عادة في الزراعة، كالتوزيع الغذائي، النقل، التجارة، المقاهي، مطاعم وكذلك إنتاج وسائل الخاصة المصنفة من طرف قطاعات أخرى: جرارات، أسمدة، تجهيزات صناعية⁽¹⁾".

2-1-3- ملامح قطاع الصناعات الغذائية في الجزائر: تضم الصناعات الغذائية مجموعة واسعة من المنتجات الغذائية، و قد شهد تذبذباً من سنة لأخرى من حيث نمو الناتج، و هذا من خلال الصعوبات التي يواجهها و بالخصوص القطاع العام، و عدم قدرته على التكيف مع المحيط الجديد، أين فسح المجال في مختلف الفروع إلى القطاع الخاص عن طريق المؤسسات المتوسطة ليجوز أكثر و يتبوأ مكانة خاصة في الاقتصاد الوطني.

2-2- أهم النشاطات المكونة للصناعات الغذائية في الجزائر:

يمكن الوقوف على أهم النشاطات المكونة للصناعات الغذائية في الجزائر حسب المشرع الجزائري كما يبينها الجدول الموالي:

جدول رقم (12): أهم النشاطات المكونة للصناعات الغذائية في الجزائر.

الفروع	الحليب و مشتقاته	المشروبات	المصبرات	الطحين	المواد الغذائية	السكريات	الزيوت و الدهون
	الجبن	شراب الليمون	الطماطم	الدقيق	العجائن الغذائية	الشوكولاتة	الزيوت
	ياغورت	شراب غازي	الهريسة	القهوة	عطور غذائية	السكريات	لب الزيتون
	مواد حليبية	الصودا	السمك	علف خليط	خضر و فواكه	حلويات	زيت الزيتون
النشاطات		العصير	الخضر			حلويات جافة	الخل
		شراب كحولي	غير	الزيتون		بسكويت	
		مياه معدنية	المصبرات				
		مشروبات أخرى					

المصدر: وزارة الصناعة، تقرير خاص بالثلاثي الأول لسنة 2011.

⁽³⁾-Mourad Boukella et Ahmed Bouaita, les evolution recentes dans le secteur des dynamique et pesanteurs, cahiers du cread n 61, 3em2 trimestre, 2002, p-p 5-29.

2-3- أهمية الصناعات الغذائية في الاقتصاد الوطني:

تعد الصناعات الغذائية من بين الصناعات الإستراتيجية الحساسة والأكثر حيوية وديناميكية في الاقتصاد الوطني، فهي تشارك في تكوين الثروة للدولة وكذلك في توفير الغذاء الذي أصبح يتميز بفاتورة باهظة الثمن ومن أبرز ما يتأثر به الاقتصاد الوطني.

يعود الاهتمام الحكومي المتنامي اتجاه هذا القطاع الحيوي لعدة أسباب أهمها:

- هذا القطاع يمثل الأمن الغذائي للوطن.
 - مشاركة قطاع الصناعات الغذائية في القيمة المضافة للاقتصاد الوطني مهمة جدا، يمثل حوالي 38.5% من القيمة المضافة خارج قطاع المحروقات.
 - ارتفاع الفاتورة الغذائية التي تستمر في التزايد قيمتها.
- ### 2-4- قطاع الصناعات الغذائية لولاية عنابة:

جدول رقم (12): قطاع الصناعات الغذائية لمدينة عنابة.

القطاع الغذائي

اسم المؤسسة	العلامة	المنتجات	الطاقة الإنتاجية
إنتاج الحليب و مشتقاته (المليبنا)			
ش ذ أ ملبنة الإيدوغ	الإيدوغ	حليب مبستر + لبن + كوممبار	250 000 لتر/السنة
م ذ ش و ذ م م ملبنة المائدة	المائدة	حليب مبستر + لبن + رايب	11 542 800 لتر/السنة
م ذ ش و ذ م م حمدان علي	المراعي	حليب مبستر + لبن + حليب طازج	1 959 569 لتر/السنة

المطاحن

سيبوس		السميد العادي + السميد الممتاز	95 812,5 طن/السنة
		الفرينة	123 187,5 طن/السنة
		نخالة	82 125 طن/السنة
سلمى	ش ذ م م و ذ ش و سلمى دقيق	السميد الممتاز	7500 طن/السنة
		السميد العادي	5500 طن/السنة
		الفرينة	11300 طن/السنة
مطاحن سيدي ابراهيم	ش ذ م م مطاحن سيدي	السميد العادي + السميد	19777,6 طن/السنة

الفصل الرابع: الجانب المنهجي للدراسة وتحليل البيانات و اختبار الفرضيات

		الممتاز		ابراهيم
طن/السنة	23949	الفريضة		
طن/السنة	12287,5	نخالة		
طن/السنة	5499 ,78	السميد	اليد الذهبية	ش ذ م م اليد الذهبية
طن/السنة	1913,72	نخالة		
طن/السنة	41975	السميد	ليانة	ش ذ م م ليانة
طن/السنة	33726	نخالة		
طن/السنة	273750	سميد + فريضة	بلدي	ش ذ م م بلدي

صناعة المعلبات

طن/السنة	2600	مركز الطماطم + هريسة + معجون الفواكه + عصير الفواكه	ميمية + شين آب	ش ذ م م جنرال بونواز
طن/السنة	1000	مركز الطماطم + هريسة + معجون الفواكه	البهجة	ش ذ م م معلبات صومعة
طن/السنة	700	مركز الطماطم + صلصة الطماطم + هريسة + معجون الفواكه	SIPA	ش ذ م م الشركة الصناعية للمواد الغذائية
طن/السنة	27	عجائن غذائية	محبوبة	ش ذ م م محبوبة

إنتاج المياه المعدنية و المشروبات المختلفة

ش ذ م م العالمية للمشروبات ADC	بونة	مشروبات غازية	192000	لتر/اليوم
ش ذ م م FB DRINK	راوية	مشروبات غازية	400	لتر/اليوم
ش تضامن HBS	راوية	مشروبات غازية	250	لتر/اليوم
ش تضامن الإخوة ببشة	فانتاسيا	مشروبات غازية	375	لتر/اليوم
كروشي محرز	دريم جوهرة	مشروبات غازية	75	لتر/اليوم
عطافي بوعزيز	إسلام بوني	مشروبات غازية	5400	لتر/اليوم
خنوس عبد الوهاب	يسرى	مشروبات غازية	1500	لتر/اليوم
طاهر عبيدي	طاهر عبيدي	مشروبات غازية	1500	لتر/اليوم
ش تضامن الإخوة ببشة	فانتاسيا	مشروبات غازية	375	لتر/اليوم
شنافي رايح	نسمة	مشروبات غازية	4800	لتر/اليوم
فريوخ محمد	النخلة	مسكر الفواكه (SIROP)	110	لتر/اليوم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على وثائق المؤسسات .

المبحث الثاني: تحليل بيانات الاستبيان.

يعتمد تفسير نتائج أسئلة الدراسة للمعلومات الشخصية وأسئلة المحور الأول على التكرارات والنسب المئوية، أما تفسير نتائج باقي الأسئلة فيعتمد أساساً على قيمة الوسط الحسابي، حيث تم تحديد معيار عند مناقشة النتائج وفقاً للدرجات المعطاة لفئات الإجابة وبطريقة رياضية على النحو التالي:

$$\text{المدى} = \text{أكبر قيمة لفئات الإجابة} - \text{أصغر قيمة لفئات الإجابة} = 5 - 1 = 4$$

$$\text{طول الفئة} = \text{المدى} / \text{عدد الفئات} = 4 / 5 = 0.80$$

المطلب الأول: تحليل البيانات الشخصية والوظيفية.

تضمن تحليل خصائص عينة البحث من خلال ستة متغيرات أساسية تتمثل في متغير الجنس، متغير السن، المؤهل العلمي، التخصص العلمي، سنوات الخبرة، الوظيفة الحالية، وللتحليل تم حساب التكرارات والنسب المئوية.

بناءً عليه يكون الحكم بالنسبة لباقي الأسئلة كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (14): تقسيم مدى المتوسط لإجابات أفراد العينة عن أسئلة الدراسة

تقسيم مدى المتوسط	درجة التوافر	الاتجاه (درجة الموافقة)
1.80-1	غير متوافر بشدة	تميل الإجابات إلى (لا أوافق بشدة: منخفضة جداً)
2.60-1.81	غير متوافر	تميل الإجابات إلى (لا أوافق: منخفضة)
3.40-2.61	متوافر لحد ما	تميل الإجابات إلى (محايد: متوسطة)
4.20-3.41	متوافر	تميل الإجابات إلى (أوافق: مرتفعة)
5-4.21	متوافر بشدة	تميل الإجابات إلى (أوافق بشدة: مرتفعة جداً)

المصدر: من إعداد الباحثة.

1- تحليل البيانات الشخصية والوظيفية:

1-1- تحليل خصائص العينة من حيث متغير الجنس: اعتمدت الباحثة في تحليل خصائص عينة البحث

من حيث متغير الجنس على تكوين فئتين كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (15): توزيع أفراد العينة حسب الجنس.

الجنس	عدد الأفراد	النسبة المئوية
ذكور	33	84.6
إناث	06	15.4
المجموع	39	100

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن معظم أفراد العينة بنسبة (84.6%) من الذكور بعدد يقدر بـ (33) ونسبة قليلة (15.4%) من الإناث بعدد يقدر بـ (06) مما يدل على أن معظم مناصب الإدارة المالية بالمؤسسات محل الدراسة يحتلها ذكور، وهذا يعكس أن المؤسسات الاقتصادية في قطاع الصناعات الغذائية تستخدم نسب أعلى من الذكور مقارنة بالإناث، مما يدل على أن معظم المناصب الحساسة بالمؤسسات محل الدراسة محتكرة من قبل الذكور ويرجع ذلك إلى أن هذه المؤسسات بوصفها صناعية أين يتم اللجوء في غالب الأحيان إلى توظيف الذكور وبالتالي التدرج في المناصب الإدارية حتى الوصول إلى مراكز اتخاذ القرار و بالتالي اتخاذ القرارات التمويلية.

1-2- تحليل خصائص العينة من حيث متغير السن: اعتمدنا في تحليل خصائص عينة البحث من حيث متغير السن على تكوين أربعة فئات عمرية كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (16): توزيع أفراد العينة حسب متغير السن.

النسبة المئوية	التكرار	السن
17.9	07	أقل من 30 سنة
43.6	17	من 30 سنة إلى أقل من 40 سنة
20.5	08	من 40 سنة إلى أقل من 50 سنة
17.9	07	أكثر من 50 سنة
100	39	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

نلاحظ أن أكثر نسبة من الإطارات تتحصر في فئة العمر (من 30 سنة إلى أقل من 40 سنة) حيث بلغت نسبتهم (43.6%) بعدد يقدر بـ (17) و هي أعلى فئة لأفراد عينة الدراسة تليها مباشرة فئة العمر (من 40 سنة إلى أقل من 50 سنة) بنسبة (20.5%) و بعدد يقدر بـ (08)، و بعدها فئة العمر (أكثر من 50 سنة) بنسبة (17.9%) و بعدد يقدر بـ (07) التي تتساوى مع فئة العمر (أقل من 30 سنة).

يعود استحواذ فئة العمر (من 30 سنة إلى أقل من 40 سنة) وفئة العمر (من 40 سنة إلى أقل من 50 سنة) على أكبر عدد من الإطارات المستجوبة إلى كون الإطار لا يبدأ عمله في هذا المنصب إلا بعد فترة طويلة تسمح له بالترقية، ولهذا سجلنا ضمن عينة الإطارات التي تقل أعمارهم عن (30 سنة) نسبة قليلة.

مما سبق يتضح أن متوسط أعمار أفراد مجتمع الدراسة على العموم متوسط مما يخدم أهداف الدراسة، وكلما كان هناك تقدم في السن يكون هناك مجال لزيادة الخبرات لدى أفراد مجتمع الدراسة وتفعيل دور ترشيد القرار التمويلي على إدارة المخاطر المالية.

1-3- تحليل خصائص العينة من حيث متغير المؤهل العلمي: يعتمد تحليل خصائص العينة من حيث

متغير المؤهل العلمي على تشكيل أربعة فئات كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (17): توزيع أفراد العينة حسب متغير المؤهل العلمي.

النسبة المئوية	التكرار	المستوى التعليمي
00	00	تقني سامي
84.6	33	ليسانس
15.4	06	ماجستير
00	00	دكتوراه
100	39	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان و الاعتماد على نتائج spss

من خلال الجدول يلاحظ أن أكبر نسبة تحمل درجة الليسانس أي بنسبة تقدر بـ (84.6%) وبعده يقدر بـ (33)، ثم تليها درجة الماجستير بنسبة تقدر بـ (15.4%) وبعده يقدر بـ (06).

و تدل هذه النتائج على أن أفراد العينة المختارة هم من ذوي الكفاءات العلمية والعالية التي تمكنهم من اتخاذ القرارات خاصة التمويلية منها بكفاءة عالية، ويمكنهم إدراك ما يحيط ببيئة عملهم والقدرة على استطلاع المتغيرات المستقبلية في مجال عملهم.

1-4- تحليل خصائص العينة من حيث متغير التخصص العلمي: تم تحليل خصائص العينة من حيث

متغير التخصص العلمي على تشكيل خمسة فئات للتخصص العلمي كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (18): توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص العلمي.

النسبة المئوية	التكرار	التخصص العلمي
20.5	08	مالية و مصرفية
15.4	06	تسيير
38.5	15	اقتصاد
20.5	08	محاسبة
5.1	02	أخرى تذكر
100	39	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من خلال الجدول السابق أن أعلى نسبة من أفراد العينة والتي تقدر بـ (38.5%) يحملون تخصص الاقتصاد، ثم يليها تخصصي مالية و مصرفية، ومحاسبة بنسبة تقدر (20.5%) ثم تخصص التسيير بنسبة (15.4%)، كما يظهر من خلال هذه النتائج أن جميع أفراد العينة يحملون تخصصات علمية تقع في مجال عملهم، وهذا ما يؤكد أن إدارة الموارد البشرية في المؤسسات محل الدراسة حريصة على استقطاب التخصصات المطلوبة لأداء الوظائف بكفاءة عالية.

1-5- تحليل خصائص العينة من حيث متغير سنوات الخبرة: تم تحليل خصائص العينة من حيث سنوات

الخبرة المهنية على تشكيل أربعة فئات كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (19): توزيع أفراد العينة حسب متغير سنوات الخبرة.

الخبرة المهنية	التكرار	النسبة المئوية
5سنوات فأقل	11	28.2
10-06 سنوات	13	33.3
15-11 سنة	04	10.3
أكثر من 15 سنة	11	28.2
المجموع	39	100

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يوضح الجدول أعلاه ارتفاع مستوى الخبرة لدى أفراد عينة الدراسة بشكل ملحوظ، حيث بلغت نسبة الإطارات التي بلغت خدمتهم من 6 إلى 10 سنوات (33.3%)، وكذلك بالنسبة للفئة التي بلغت سنوات خبرتهم أكثر من 15 سنة حيث قدرت نسبتهم بـ (28.2%)، هذا ما يدل على ارتفاع الخبرة لدى أفراد عينة الدراسة، وإلمامهم أكثر بأساليب العمل وتقنياته، مما يعطي مؤشرا إيجابيا حول مصداقية الإجابات التي يعطونها بوصفهم مطلعين كفاية على مجال عملهم ما يجعلهم أكثر إدراكا لمدى تأثير القرار التمويلي الرشيد على التقليل من المخاطر بالمؤسسات محل الدراسة.

1-6- تحليل خصائص العينة من حيث الوظيفة الحالية:

جدول رقم (20): توزيع أفراد العينة حسب متغير الوظيفة الحالية.

الوظيفة الحالية	التكرار	النسبة المئوية
مسير مالي	07	17.9
مدير مالي	05	12.8
رئيس قسم المالية	09	23.1
نائب رئيس قسم المالية	11	28.2
أخرى تذكر	07	17.09
المجموع	39	100

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن أعلى نسبتين من أفراد العينة والتي تقدر بـ (28.2%) و (23.2%) و هي نسبتين تمثل نواب قسم المالية ورؤساء قسم المالية على التوالي، مما تشير هذه النتائج إلى الدور الكبير الذي يقوم به كل من رؤساء أقسام المالية ونوابهم في عملية اتخاذ القرار التمويلي.

2- تحليل بيانات ترشيد القرار التمويلي مع إدارة المخاطر المالية:

2-1- تحليل بيانات المحور الأول (تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية):

جدول رقم (21): تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية.

العبرة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الاتجاه
تبنى القرارات في مؤسستكم على المعرفة التامة للحقائق.	3.95	1.075	مرتفعة
لدى مؤسستكم القدرة على اتخاذ القرارات في جميع الظروف.	4.15	0.988	مرتفعة
مستعدون لتحمل مسؤولية الفشل إذا اتخذتم قرارات و كانت خاطئة	3.82	0.914	مرتفعة
عند اتخاذكم للقرارات تتابعونها للتأكد من أن المسؤولين عن تنفيذها يعرفون ما هو مطلوب منهم.	3.82	0.914	مرتفعة
يرجع الخطأ في اتخاذ القرارات إلى الاعتقاد بأن المعلومات المتوفرة موثوقة و دقيقة و لا داعي للتحقق من صحتها.	3.05	1.213	متوسطة
تتخذون القرار التمويلي في مؤسستكم بطريقة علمية تحتاج دائما إلى التحديث و التطوير	2.87	1.105	متوسطة
زيادة قدرة موظفي المالية على اتخاذ القرار التمويلي عبر التدريب و التعليم و التأهيل المستمر .	3.18	1.097	متوسطة
تستخدم مؤسستكم الأساليب الرياضية و بحوث العمليات كأداة من أدوات اتخاذ القرار التمويلي	2.51	1.097	منخفضة
المجموع	3.41	0.67	مرتفعة

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن المتوسط العام لتقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية (3.41)، وهو متوسط يقع ضمن الفئة الرابعة من فئات المقياس الخماسي (3.41-4.20)، وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة مرتفعة، وهو ما يعني أن أفراد العينة و بصفة عامة يوافقون و بدرجة مرتفعة على أن لديهم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في جميع الظروف.

يتضح كذلك من خلال هذا الجدول أن متوسطات تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة تتراوح بين (2.51-4.15) أي أن هناك تفاوت في درجة الموافقة، فهناك البعض يوافق بدرجة مرتفعة جدا والبعض يوافق بدرجة منخفضة.

بالنسبة للعبارات التي تكون فيها آراء أفراد عينة الدراسة مرتفعة فهي مرتبة كما يلي:

جاءت في المرتبة الأولى (لدى مؤسستكم القدرة على اتخاذ القرارات في جميع الظروف) بمتوسط حسابي (4.15) وانحراف معياري (0.98) هذا يدل على أن أصحاب القرار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة يتمتعون بقدرة مهمة على اتخاذ القرارات و خاصة التمويلية منها والتي تخضع لمعايير معقدة يجب معرفتها ليكون القرار التمويلي مناسب في جميع الظروف الداخلية و الخارجية المحيطة بالمؤسسة.

يليهما في المرتبة الثانية (تبنى القرارات في مؤسستكم على المعرفة التامة للحقائق) بمتوسط حسابي (3.95) و انحراف معياري (1.07)، و هذا أساس اتخاذ القرار فهو يبني على الحقائق المسلم بها.

أما في المرتبة الثالثة نجد (مستعدون لتحمل مسؤولية الفشل إذا اتخذتم قرارات وكانت خاطئة) بمتوسط حسابي (3.82) وانحراف معياري (0.91)، مما يدل على أن أصحاب القرار يتحملون المسؤولية الكاملة في حالة ما إذا كانت القرارات غير سليمة. وفي نفس المرتبة وبنفس المتوسط الحسابي والانحراف المعياري نجد (عند اتخاذكم للقرارات تتابعونها للتأكد من أن المسؤولين عن تنفيذها يعرفون ما هو مطلوب منهم) وهذا ما يدعم العبارة السابقة لأنه كلما كانت المتابعة والمراقبة الجيدة للقرارات كلما كانت القرارات مناسبة.

أما بالنسبة للعبارات التي توافق عليها أفراد عينة الدراسة بدرجة متوسطة هي مرتبة كما يلي:

جاءت في المرتبة الأولى (زيادة قدرة موظفي المالية على اتخاذ القرار التمويلي عبر التدريب والتعليم والتأهيل المستمر) بمتوسط (3.18) وانحراف معياري (1.09) وتأتي في المرتبة الثانية (يرجع الخطأ في اتخاذ القرارات إلى الاعتقاد بأن المعلومات المتوفرة موثوقة ودقيقة ولا داعي للتحقق من صحتها) بمتوسط (3.05) وانحراف معياري (1.21)، أما في المرتبة الثالثة نجد (تتخذون القرار التمويلي في مؤسستكم بطريقة علمية تحتاج دائما إلى التحديث والتطوير) بمتوسط حسابي (2.87) وانحراف معياري (1.01).

أما عبارة (تستخدم مؤسستكم الأساليب الرياضية و بحوث العمليات كأداة من أدوات اتخاذ القرار التمويلي) بمتوسط حسابي (2.51) و انحراف معياري (1.09) جاءت في العبارة الأخيرة و هذا راجع لعدم استخدام المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة للأساليب الرياضية كنماذج التنبؤ التحليل الاحصائي، و استخدام الأساليب التقليدية لاتخاذ القرارات.

2-2- تحليل بيانات المحور الثاني (مدى وعي وإدراك المؤسسة الاقتصادية لأهمية إدارة المخاطر المالية): تعتبر عملية إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية من أهم العمليات، لذا سيتم معرفة مدى وعي وإدراك المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة لأهمية إدارة المخاطر المالية وذلك من خلال إجابات أفراد العينة في الجدول الموالي:

جدول رقم (22): مدى وعي و إدراك المؤسسة الاقتصادية لأهمية إدارة المخاطر المالية.

العبارة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	درجة الموافقة
البيئة التي تعمل فيها مؤسستكم تشكل مصدر خطر	2.44	1.071	منخفضة
عند تحديد خطر معين تعمل مؤسستكم على توفير الموارد البشرية و المادية لمواجهة	3.44	1.188	مرتفعة
تأخذ مؤسستكم دراسة المخاطر المالية بعين الاعتبار في عملية صياغة الإستراتيجية الخاصة بها	3.46	1.047	مرتفعة
تقوم مؤسستكم بمحاولات لتحديد و اكتشاف المخاطر المالية التي يمكن أن تؤثر فيها	3.38	1.184	متوسطة
تقوم مؤسستكم بوضع نظم خاصة لإجراءات إدارة المخاطر المالية	2.95	1.050	متوسطة
تعطي مؤسستكم أهمية لأدوات التحليل الاستراتيجي باعتبارها تعمل على اكتشاف الفرص و التهديدات المحيطة بالمؤسسة	2.74	1.141	متوسطة
تستخدم مؤسستكم طرق كمية إحصائية في اكتشاف المخاطر المالية قبل وقوعها	2.59	1.117	منخفضة
يقوم متخذ القرار التمويلي في مؤسستكم بتقييم كافة المخاطر التي تواجه مختلف الأنشطة بصورة مستمرة و منتظمة	3.46	1.232	مرتفعة
مؤسستكم تعمل على تطوير عمليات مواجهة المخاطر و التي تتضمن برامج الطوارئ و استمرارية النشاط	2.77	0.872	متوسطة
مؤسستكم تعمل على بناء الوعي الثقافي للمخاطر المالية و ذلك عن طريق تصميم و مراجعة عمليات إدارة المخاطر	2.90	0.852	متوسطة
لدى مؤسستكم القدرة على التنبؤ بالإفلاس و مخاطر التعثر المالي	3.23	1.366	متوسطة
المجموع	3.03	0.70	متوسطة

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من الجدول رقم (22) أن المتوسط الحسابي العام لمدى الوعي و الإدراك لأهمية إدارة المخاطر المالية بلغ (3.03)، و هو متوسط يقع ضمن الفئة الثالثة من فئات المقياس الخماسي (2.61-3.40) وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة متوسطة، و هو ما يعني أن أفراد العينة و بصفة عامة، يوافقون بدرجة متوسطة على أن لديهم وعي كافي لأهمية إدارة المخاطر المالية.

كما يتضح كذلك من خلال الجدول رقم (22) أن متوسطات الوعي و الإدراك لأهمية إدارة المخاطر المالية تتراوح بين (2.77) و (3.46) أي أن أغلب أفراد العينة يوافقون بدرجة متوسطة على إدراكهم ووعيهم لأهمية إدارة المخاطر المالية، إذا استثنينا عبارتي " البيئة التي تعمل فيها مؤسستكم تشكل مصدر خطر بمتوسط حسابي (2.44) و انحراف معياري (1.07)، و " تستخدم مؤسستكم طرق كمية إحصائية في اكتشاف المخاطر المالية قبل وقوعها " بمتوسط حسابي (2.59) وانحراف معياري (1.14)، مما يدل على عدم استخدام المؤسسات لبرامج نظم المعلومات للتنبؤ بالمخاطر المالية.

2-3- تحليل بيانات المحور الثالث (العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر وترشيد القرارات التمويلية)

لمعرفة العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر وترشيد القرارات التمويلية سيتم من خلال إجابات أفراد العينة في الجدول الموالي:

جدول رقم (23): العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر وترشيد القرارات التمويلية.

العبارة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	درجة الموافقة
توجد بمؤسستكم مواطن خلل تزيد من المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية	2.72	1.099	متوسطة
لدى مؤسستكم القدرة على مواجهة جميع المخاطر المالية المصاحبة للقرارات التمويلية	3.33	0.898	متوسطة
لدى مؤسستكم القدرة على قياس المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية	3.49	1.189	مرتفعة
لدى مؤسستكم القدرة على إدارة المخاطر المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية	3.64	0.932	مرتفعة
لدى مؤسستكم القدرة على تقييم المخاطر المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية	3.56	1.119	مرتفعة
يتم اتخاذ القرار التمويلي الأنسب في مؤسستكم بناءا على مستوى المخاطر المصاحبة للبدائل التمويلية	3.72	0.999	مرتفعة
يستطيع متخذ القرار التمويلي الحصول على المعلومات التي تخص المخاطر المالية المرتبطة بالبديل التمويلي	3.46	1.072	مرتفعة
يقوم متخذ القرار التمويلي بتحديد مستوى المخاطر المالية المقبولة من طرف مؤسستكم	3.56	1.165	مرتفعة
يساهم متخذ القرار التمويلي بشكل كبير و بدور استشاري في تقليل المخاطر المالية	3.44	1.021	مرتفعة
يتركز عمل متخذ القرار التمويلي على المخاطر المالية الهامة التي يتم تحديدها من قبل الإدارة العليا لمؤسستكم	3.46	1.072	مرتفعة
يقوم متخذ القرار التمويلي باقتراح الوسائل و الآليات المناسبة للتعامل مع المخاطر المالية	3.62	1.016	مرتفعة
يناقش متخذ القرار التمويلي فعالية التقليل من المخاطر المالية مع الإدارة بشكل دوري	3.31	0.863	متوسطة
المجموع	3.4423	0.65621	مرتفعة

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS

يتضح من الجدول السابق أن المتوسط العام لترشيد القرارات التمويلية و التقليل من المخاطر المالية بلغ (3.44) وهو متوسط يقع ضمن الفئة الرابعة من فئات المقياس الخماسي (3.41-4.20)، وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة مرتفعة، وهو ما يعني أنه وبصفة عامة، يوافقون وبدرجة مرتفعة على أنه كلما كانت القرارات التمويلية مناسبة كلما انخفضت المخاطر المالية، وذلك من خلال القدرة على مواجهة وقياس وإدارة وتقييم المخاطر المالية.

غير أن أفراد العينة كانت إجاباتهم محايدة بالنسبة لتواجد مواطن خلل تزيد من المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية، و كذلك بالنسبة القدرة على مواجهة جميع المخاطر المالية المصاحبة للقرارات التمويلية، و مناقش متخذ القرار التمويلي فعالية التقليل من المخاطر المالية مع الإدارة بشكل دوري، بمتوسط حسابي (2.72)، (3.33)، (3.31) على التوالي، وهي متوسطات تقع ضمن الفئة الثالثة من فئات المقياس الخماسي، وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة متوسطة، وهي ما يعني أن أفراد العينة محايدون حول مستوى المخاطر، والقدرة على مواجهتها ومناقشتها بشكل دوري مع الإدارة.

وبالنسبة لتطبيق إدارة المخاطر المالية لترشيد القرارات التمويلية فهي مرتبة كما يلي:

المرتبة الأولى " يتم اتخاذ القرار التمويلي الأنسب في مؤسستكم بناء على مستوى المخاطر المصاحبة للبدائل التمويلية " بمتوسط حسابي (3.72) وانحراف معياري (0.99)، و هذا ما يدل على انه كلما كان القرار التمويلي أنسب كلما انخفض مستوى المخاطر المالية، يليها في المرتبة الثانية " لدى مؤسستكم القدرة على إدارة المخاطر المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية " بمتوسط حسابي (3.64) وانحراف معياري (0.93)، و بعدها في المرتبة الثالثة " يقوم متخذ القرار التمويلي باقتراح الوسائل والآليات المناسبة للتعامل مع المخاطر المالية " بمتوسط (3.62) و انحراف معياري (1.01)، أما المرتبة الرابعة فكانت " يقوم متخذ القرار التمويلي بتحديد مستوى المخاطر المالية المقبولة من طرف مؤسستكم " بمتوسط (3.56) وانحراف معياري (1.01)، مما يدل على أن متخذ القرار التمويلي في المؤسسات محل الدراسة يعمل دائما على تحديد مستوى للمخاطر المالية التي يمكن التعامل معها، أما في المرتبة الخامسة نجد " لدى مؤسستكم القدرة على قياس المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية " بمتوسط (3.49)، وانحراف معياري (1.18)، وفي المرتبة السادسة "يستطيع متخذ القرار التمويلي الحصول على المعلومات التي تخص المخاطر المالية المرتبطة بالبديل التمويلي" و"يناقش متخذ القرار التمويلي فعالية التقليل من المخاطر المالية مع الإدارة بشكل دوري " بمتوسط حسابي (3.46) وانحراف معياري (1.07)،

وهذا راجع إلى أن قدرة متخذ القرار التمويلي في الحصول على المعلومات الخاصة بالمخاطر المالية المرتبطة بالبديل التمويلي الأنسب منخفضة نوع الماء مما يدل على عدم وجود الشفافية حول البدائل التمويلية المتاحة في السوق، وكذلك بالنسبة لعمل متخذ القرار التمويلي المركز على المخاطر المالية الهامة التي يتم تحديدها من قبل الإدارة العليا وهذا بسبب غياب المعلومات الهامة حول المخاطر المالية. كنتيجة لما سبق، فإنه كلما كان القرار التمويلي مناسب كلما أدى ذلك إلى انخفاض في مستوى المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات، وذلك من خلا التحكم في مستوى إدارة المخاطر المالية وكيفية تحديدها وقياسها و تقييمها للوصول إلى البديل التمويلي الأمثل الخالي من المخاطرة المالية.

4-2- تحليل بيانات المحور الرابع (العلاقة بين أنظمة التمويل و إدارة المخاطر المالية):

جدول رقم (24): العلاقة بين أنظمة التمويل و إدارة المخاطر المالية.

العبارة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	درجة الموافقة
لحساسية وظيفة التمويل يصعب اتخاذ القرار التمويلي الذي يضمن مستوى منخفض من المخاطر المالية في مؤسستكم	2.79	1.056	متوسطة
تعتمد مؤسستكم على بدائل تمويلية كثيرة و مختلفة المخاطر	1.95	0.916	منخفضة
المصادر التمويلية المتاحة لدى مؤسستكم تلبى الاحتياجات المالية بشكل كامل وتجنبها المخاطر المالية	3.31	1.321	متوسطة
تعتمد مؤسستكم على بدائل تمويلية متنوعة حسب الحالة العامة للسوق الحالي والمستقبلي	2.15	1.268	منخفضة
تتبنى مؤسستكم أنظمة تمويلية بديلة لتحل محل التمويلات الكلاسيكية (القروض) ذات المخاطر المالية العالية	2.33	1.132	منخفضة
لجوء مؤسستكم للاستدانة المطلقة يؤدي إلى مخاطر تركيبة الهيكل المالي	3.87	1.174	مرتفعة
لجوء مؤسستكم للاستدانة يفقدها استقلالها و منطقتها المالي	3.90	1.273	مرتفعة
لجوء مؤسستكم للاستدانة ينعكس سلبا على معدل نموها	3.90	1.501	مرتفعة
تفضل مؤسستكم توجيه استثماراتها وفقا للعائد الافتراضي (سعر الفائدة) بدلا من العائد الحقيقي (الدخل)	2.97	1.088	متوسطة
التمويلات المستحدثة متوسطة و طويلة الأجل تعرض مؤسستكم إلى مخاطر التقلب في سعر الفائدة السائد	3.33	1.034	متوسطة
تؤخذ مؤسستكم في الحسبان البيئة المالية المتغيرة عند اتخاذ القرار التمويلي	3.05	1.191	متوسطة
المجموع	3.0513	0.39998	متوسطة

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من هذا الجدول أن المتوسط الحسابي العام للعلاقة بين أنظمة التمويل و إدارة المخاطر المالية قد بلغ (3.05)، وهو متوسط يقع ضمن الفئة الثالثة من فئات المقياس الخماسي (2.61-3.40) وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة متوسطة، وهو ما يعني أن أفراد العينة يوافقون بدرجة متوسطة على أن الأنظمة التمويلية لها علاقة بإدارة المخاطر المالية، يتضح كذلك من الجدول أن متوسطات علاقة الأنظمة التمويلية وإدارة المخاطر المالية تتراوح بين متوسطة ومنخفضة بين (1.95-3.33) أي أنه هناك تفاوت في اللجوء إلى البدائل التمويلية المختلفة في ظل وجود التمويل التقليدي (البنكي)،

وهذا راجع إلى غياب تمويلات حديثة كالسوق المالي النشط وتقنيات تمويلية حديثة كالتمويل برأس المال المخاطر والتمويل التاجيري وعقد الفاتورة لتحل محل التمويل البنكي الذي تحكمه شروط متقلة لكاهل المؤسسات الاقتصادية كالفوائد المرتفعة والضمانات والإجراءات القانونية والإدارية المعقدة، إذ نجد " تعتمد مؤسستكم على بدائل تمويلية كثيرة ومختلفة المخاطر " بمتوسط حسابي (1.95) وانحراف معياري (0.91) " تعتمد مؤسستكم على بدائل تمويلية متنوعة حسب الحالة العامة للسوق الحالي والمستقبلي " بمتوسط حسابي (2.15) وانحراف معياري (1.26) " تتبنى مؤسستكم أنظمة تمويلية بديلة لتحل محل التمويلات الكلاسيكية (القروض) ذات المخاطر المالية العالية " بمتوسط حسابي (2.3) و انحراف معياري (1.13)، متوسطاتها تقع ضمن الفئة الثانية (1.81-2.60) وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة منخفضة حيث اعتمدت إجابات أفراد عينة الدراسة عبارة لا أوافق وهذا ما يعكس فعلا الواقع التمويلي للمؤسسات محل الدراسة في جميع ظروف السوق فهي تعتمد على نفس المصدر التمويلي الأموال الخاصة بالإضافة إلى القروض البنكية.

إلا أن " لجوء مؤسستكم للاستدانة المطلقة يؤدي إلى مخاطر تركيبة الهيكل المالي " بمتوسط حسابي (3.87) و انحراف معياري (1.17) " لجوء مؤسستكم للاستدانة يفقدها استقلالها و منطقتها المالي " و " لجوء مؤسستكم للاستدانة ينعكس سلبا على معدل نموها " بمتوسط حسابي (3.09) و انحراف معياري (1.27)، و هذا منطقي لأن التوجه للاستدانة فعلا يفقد المؤسسات الاقتصادية استقلالها المالي و يؤدي إلى انخفاض معدل نموها بسبب التكاليف المتزايدة التي ترجع لأقساط الفوائد المرتفعة مما يؤدي إلى اختلال التركيبة التمويلية.

2-5- تحليل بيانات المحور الخامس (العلاقة بين السياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية)

جدول رقم (25): العلاقة بين السياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية.

العبارة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	درجة الموافقة
تطبق مؤسساتكم سياسات تمويلية تؤثر سلبا على عملية اتخاذ القرارات التمويلية	2.26	0.966	منخفضة
تقوم مؤسساتكم بدراسات دورية لسياسات التمويل للتعرف على مستوى دقة القرارات التمويلية	2.69	0.977	متوسطة
المخاطرة في سياسات التمويل لدى مؤسساتكم محدودة و مسيطر عليها	3.54	1.166	مرتفعة
تتجنب مؤسساتكم الاختلالات المالية على مستوى الخزينة و الوصول إلى أعلى درجات اليسر المالي	4.10	0.882	مرتفعة
تختار مؤسساتكم الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق مستويات عليا من المردودية	4.03	0.843	مرتفعة
تختار مؤسساتكم الهيكل المالي على أساس دراسة اقتصادية لتكلفة رأس المال	3.79	0.864	مرتفعة
تضمن مؤسساتكم المستوى الأمثل من السيولة المالية لتواجه الاستحقاقات المالية و تتفادى مخاطر التوقف عن الدفع	4.15	0.709	مرتفعة
تعمل مؤسساتكم على تخفيض تكاليف الاستدانة لتحقيق مردودية عالية	4.08	1.061	مرتفعة
تضع مؤسساتكم تعظيم الأرباح كهدف أساسي و الذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية	4.08	1.178	مرتفعة
الطبيعة القانونية لمؤسساتكم يوافقها شكل تمويلي معين	3.77	1.266	مرتفعة
حجم مؤسساتكم له علاقة في اختيار مصادر التمويل	3.97	1.063	مرتفعة
معدل نمو المؤسسة له أثر في اختيار مصادر التمويل	3.92	1.222	مرتفعة
عمر المؤسسة له أثر في اختيار مصادر التمويل	4.00	1.170	مرتفعة
المجموع	3.7219	0.57174	مرتفعة

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

من الجدول أعلاه أن المتوسط العام للعلاقة بين السياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية بلغ (3.72) وهو متوسط يقع ضمن الفئة الرابعة من فئات المقياس الخماسي (3.41-4.20) وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة مرتفعة، وهو ما يعني أن وبصفة عامة يوافقون وبدرجة مرتفعة على أن السياسات التمويلية المنتهجة من قبل المؤسسات محل الدراسة لها علاقة بإدارة المخاطر المالية.

وجاءت في المرتبة الأولى من حيث درجة التوافر " تضمن مؤسستكم المستوى الأمثل من السيولة المالية لتواجه الاستحقاقات المالية وتتفادى مخاطر التوقف عن الدفع " بمتوسط حسابي (4.15) وانحراف معياري (0.70)، مما يدل على أن كل المؤسسات محل الدراسة تحقق مستوى لا بأس به من السيولة لمواجهة المستحقات المالية في أجلها و تتفادى التعثر والتوقف عن السداد. وفي المرتبة الثانية " تتجنب مؤسستكم الاختلالات المالية على مستوى الخزينة و الوصول إلى أعلى درجات اليسر المالي " بمتوسط حسابي (4.10) و انحراف معياري (0.88) مما يدل على أن الهدف الأساسي لهذه المؤسسات هو المحافظة على أعلى درجة من اليسر المالي. و في المرتبة الثالثة " تعمل مؤسستكم على تخفيض تكاليف الاستدانة لتحقيق مردودية عالية " و " تضع مؤسستكم تعظيم الأرباح كهدف أساسي و الذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية " بمتوسط حسابي (4.08) و انحراف معياري (1.06) مما يؤكد أن المؤسسات محل الدراسة تهدف إلى إتباع سياسة تمويلية من شأنها تخفيض التكاليف و تعظيم الأرباح.

في المرتبة الرابعة " عمر المؤسسة له أثر في اختيار مصادر التمويل " بمتوسط (4.00) و انحراف (1.17)، و في المرتبة الخامسة " حجم مؤسستكم له علاقة في اختيار مصادر التمويل " بمتوسط (3.97) و انحراف (1.06)، و في المرتبة السادسة " معدل نمو المؤسسة له أثر في اختيار مصادر التمويل " بمتوسط (3.92) و انحراف معياري (1.22). أما المرتبة السابعة " الطبيعة القانونية لمؤسستكم يوافقها شكل تمويلي معين " بمتوسط (3.77) و انحراف معياري (1.26)، حيث يعتبر كل من عمر المؤسسة وحجمها ومعدل نموها و حتى الطبيعة القانونية من بين أهم العوامل المحددة لاختيار بنية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية و المؤثرة في عملية اختيار تركيبة هيكلها المالي.

المبحث الثالث: اختبار الفرضيات

لغرض اختبار هذه الفرضيات، تم استخدام اختبار "T للعينة الواحدة" (One Sample T Test) حيث

تتمثل قاعدة القرار لقبول أو رفض فرضيات الدراسة باستخدام اختبار "T" للعينة الواحدة فيما يلي:

- إذا كانت قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T الجدولية، ومستوى الدلالة أقل من أو تساوي 0.05 فإننا نرفض الفرضية الأساسية ونقبل الفرضية البديلة.
- إذا كانت قيمة T المحسوبة أقل من قيمة T الجدولية، ومستوى الدلالة أكبر من أو تساوي 0.05 فإننا نقبل الفرضية الأساسية ونرفض الفرضية البديلة.
- كما تم استخدام المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية.

1- اختبار الفرضية الأولى:

قامت الباحثة باختبار هذه الفرضية الرئيسية من خلال مقارنة المتوسطات الحسابية، وكانت الفرضية الأولى: هناك قدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

حيث كان المتوسط الحسابي العام لتقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية (3.41) وهو متوسط يقع ضمن الفئة الرابعة من فئات المقياس الخماسي (3.41-4.20) وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة مرتفعة مما يدل على أن أفراد العينة، وبصفة عامة يوافقون وبدرجة مرتفعة على أن لديهم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في جميع الظروف.

إلا أنه عدم استخدام أصحاب القرار للأساليب الرياضية وبحوث العمليات كأداة من أدوات اتخاذ القرار التمويلي راجع إلى قلة البرامج التدريبية ذات العلاقة بالأساليب الكمية الرياضية وعدم وجود قسم خاص يعتني بشؤون الأساليب الإحصائية والرياضية، وعدم توفر المتخصصين في هذا المجال.

2- اختبار الفرضية الثانية:

قامت الباحثة باختبار هذه الفرضية الرئيسية من خلال مقارنة المتوسطات الحسابية وكانت الفرضية الثانية: يوجد وعي وإدراك في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة لأهمية المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية.

حيث كان المتوسط الحسابي العام لمدى وعي وإدراك لأهمية إدارة المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة (3.03) وهو متوسط يقع ضمن الفئة الثالثة (2.61-3.40) وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة متوسطة وهو ما يدل على أن أفراد العينة وبصفة عامة يوافقون وبدرجة متوسطة على وعيهم و إدراكهم لأهمية إدارة المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات

التمويلية وهذا راجع لكون أصحاب القرار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة يمتلكون معرفة متوسطة للأساليب العلمية الحديثة والطرق الكمية الإحصائية لاكتشاف المخاطر المالية قبل وقوعها، وكذلك جل هذه المؤسسات لا تعمل على بناء الوعي الثقافي للمخاطر المالية بالتصميم والمراجعة الدائمة لإدارة المخاطر المالية، وهذا ما تؤكد عبارات المحور الخاص بإدارة المخاطر المالية.

بالإضافة إلى أنه عبارة (تستخدم مؤسستكم طرق كمية إحصائية في اكتشاف المخاطر المالية قبل وقوعها)، بمتوسط حسابي (2.59) و انحراف معياري (1.11) وهو متوسط يقع ضمن الفئة الثانية (1.81-2.60) وهي الفئة التي تشير إلى درجة موافقة منخفضة وهو ما يدل على أن أفراد العينة يوافقون و بدرجة منخفضة على استخدام الطرق الكمية والإحصائية في اكتشاف المخاطر المالية قبل وقوعها.

3- اختبار الفرضية الثالثة:

لاختبار الفرضية الثالثة سيتم استخدام اختبار T .

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات التمويلية و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

نتائج اختبار هذه الفرضية موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (26): نتائج اختبار T للقرارات التمويلية و إدارة المخاطر المالية.

القرار	مستوى الدلالة	درجة الحرية	T قيمة الجدولية	T قيمة المحسوبة	الفقرة
دال	0.000	38	2.02	6.746	فقرات الفرضية الثالثة

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتبين من الجدول السابق أن قيمة T المحسوبة تساوي (6.746) وهي أكبر من قيمة T الجدولية والتي تساوي (2.02) كما أن مستوى الدلالة يساوي 0.00 وهو أقل من 0.05. وعليه، وتبعاً لقاعدة القرار، فإننا نرفض الفرضية الأساسية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات التمويلية وإدارة المخاطر المالية.

4- نتائج اختبار الفرضية الرابعة: لاختبار الفرضية الرابعة سيتم استخدام اختبار T .

تنص الفرضية الرابعة على ما يلي:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين البدائل التمويلية المتاحة وإدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

نتائج اختبار هذه الفرضية موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (27): نتائج اختبار T للبدائل التمويلية المتاحة وإدارة المخاطر المالية.

الفقرة	T قيمة المحسوبة	T قيمة الجدولية	درجة الحرية	مستوى الدلالة	القرار
فقرات الفرضية الرابعة	9.409	2.02	38	0.020	دال

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتبين من الجدول السابق أن قيمة T المحسوبة تساوي (9.409) وهي أكبر من قيمة T الجدولية والتي تساوي (2.02) كما أن مستوى الدلالة يساوي 0.020 وهو أقل من 0.05. وعليه، وتبعاً لقاعدة القرار، فإننا نرفض الفرضية الأساسية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين البدائل التمويلية المتاحة وإدارة المخاطر المالية.

5- اختبار الفرضية الخامسة: لاختبار الفرضية الخامسة سيتم استخدام اختبار T.

تنص الفرضية الخامسة على ما يلي:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السياسات التمويلية وإدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

نتائج اختبار هذه الفرضية موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (28): نتائج اختبار T للسياسات التمويلية وإدارة المخاطر المالية.

الفقرة	T قيمة المحسوبة	T قيمة الجدولية	درجة الحرية	مستوى الدلالة	القرار
فقرات الفرضية الخامسة	6.318	2.02	38	0.000	دال

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات التي جمعت بالاستبيان وبالاعتماد على نتائج SPSS.

يتبين من الجدول السابق أن قيمة T المحسوبة تساوي (6.318) وهي أكبر من قيمة T الجدولية والتي تساوي (2.02) كما أن مستوى الدلالة يساوي 0.000 وهو أقل من 0.05. وعليه، وتبعاً لقاعدة القرار، فإننا نرفض الفرضية الأساسية ونقبل الفرضية البديلة، وهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السياسات التمويلية وإدارة المخاطر المالية.

خلاصة الفصل

تعد دراسة الجانب التطبيقي في مجالات القرار التمويلي وإدارة المخاطر المالية ضرورة ملحة لمعرفة مدى تحقيق متخذ القرار التمويلي لدرجات مخاطرة متدنية، ومن ثم تحديد العلاقة بين القرار التمويلي الرشيد وإدارة المخاطر المالية وبالتالي تحقيق أفضل عائد تطمح له المؤسسات الاقتصادية. وقد تبين أن القدرة على اتخاذ القرار التمويلي لدى أفراد عينة الدراسة مرتفعة على العموم، لكن عدم استخدام الأساليب الرياضية والإحصائية انعكس سلباً على القرار التمويلية التي تتخذها المؤسسات محل الدراسة. غير أن وعي وإدراك أصحاب القرار لدى أفراد عينة الدراسة متوسطة على العموم، وهذا أيضاً أثر سلباً على عمليات مواجهة المخاطر المالية والتنبؤ بالفشل المالي وحتى الإفلاس. أما العلاقة بين ترشيد القرار التمويلي وإدارة المخاطر المالية فجاءت ايجابية أي أنه كلما كان القرار التمويلي مناسب كلما قلت درجة المخاطر المالية.

تلعب المؤسسات الاقتصادية دورا حيويا في عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية للدول المتقدمة و النامية على حد سواء، و بغض النظر عن النشاط الذي تمارسه هذه المؤسسات، فإن عملية اتخاذ القرارات التمويلية و إدارة المخاطر المالية لها أثر كبير على الاقتصاد الوطني، حيث يعتبر القرار التمويلي في المؤسسة الاقتصادية من أهم و أصعب القرارات التي تتخذها المؤسسة، و ذو تأثير على بقاءها و استمراريتها، كما يقع على عاتق متخذ هذا النوع من القرارات مهمة المفاضلة بين البدائل التمويلية، و بالمقابل تواجه المؤسسة أيضا تحدي كبير و المتمثل في إيجاد مصادر تمويل كافية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة، لكن ما يزيد من الأمر صعوبة ليس نقص مصادر التمويل بل كثرة القيود التي تحيط بعملية اتخاذ القرار التمويلي و التي تفرضها البيئة التمويلية المتغيرة، و يعتبر الخطر المالي خطر إضافي يضاف إلى خطر النشاط و يتعلق بتشكيل مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة الاقتصادية في تمويل نفسها.

من هذا المنطلق جاءت إشكالية الدراسة المتمثلة في محاولة التعرف على واقع اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية و إدارة المخاطر المالية من خلال التطبيق على مؤسسات الصناعات الغذائية لولاية عنابة و ذلك من خلال تحقيق مجموعة من الأهداف الفرعية المتمثلة في التعرف على تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة، و مدى وعي و إدراك المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة لأهمية إدارة المخاطر المالية، و كذلك العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر و ترشيد القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة، بالإضافة إلى العلاقة بين البدائل التمويلية المتاحة و إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة، و العلاقة بين السياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.

و لقد اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث اشتملت الدراسة على جانبين نظري و ميداني و تكون مجتمع الدراسة من جميع إطارات الإدارة المالية بمؤسسات الصناعات الغذائية لولاية عنابة. و استخدم الاستبيان كأداة لجمع البيانات للإجابة عن أسئلة الدراسة و اختبار فرضياتها، و تم توزيع (54) استبيان على عينة الدراسة استرد منها (39) بنسبة استرداد (72.22%).

نتائج الدراسة:

خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج قسمناها إلى نتائج نظرية و أخرى تطبيقية و التي من خلالها قمنا بقبول أو رفض كل فرضية وفي ما يلي تلخيص لهذه النتائج:

أولاً- نتائج نظرية:

- غياب سوق مالي منوع يسمح بالمفاضلة بين مجموعة من بدائل التمويل (الأسهم و السندات) أدى إلى سيطرة سوق النقد ممثلا في البنوك التجارية في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية اعتمادا على قروض مصرفية تقليدية، بمعنى عدم وجود تنوع في مصادر التمويل بنفس القدر الموجود في الدول المتقدمة، بالإضافة إلى الغياب التام للتقنيات الحديثة للتمويل.
- طبيعة البيئة المالية و النظام البنكي الجزائري في سياسة تمويله للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حيث خلصت الدراسة إلى أن كل من المتغيرات: حجم المؤسسة، معدل، النمو، عمر المؤسسة، الطبيعة القانونية، مستوى الضمانات، تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، إذ أن هذه المؤشرات تعتمد عليها البنوك في دراسة ملفات إقراض المؤسسات ثم اتخاذ قرار التمويل من عدمه و بالتالي الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة و ليست مختارة.
- النظرية المالية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية لكن تعتبر غير كافية لذلك، و السبب أن النظريات المفسرة للهياكل التمويلية بنيت على افتراضات ربما غير متوفرة حتى في الدول المتقدمة نفسها و التي كانت تمثل أرضية لميلاد تلك النظريات (الولايات المتحدة الأمريكية).
- العوامل المحددة لسياسة أو قرارات التمويل للمؤسسة الاقتصادية تعكس إلى حد بعيد طبيعة النظام و البيئة المالية الجزائرية.
- المؤسسة الاقتصادية الجزائرية أكثر إفراطا في استخدام الديون و أقل كفاءة في الاستفادة منها، و الإصلاحات التي عرفت كالتطهير المالي ساهمت في ترشيد قراراتها التمويلية.
- لمسايرة عصر العولمة المالية توجب ابتكار أدوات تمويلية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة تسهل عملية نقل و توزيع المخاطر مما يساعد في توفير التمويل اللازم.

ثانيا - نتائج تطبيقية:

- لدى متخذي القرارات التمويلية القدرة على اتخاذ هذه القرارات بدرجة مرتفعة، إلا أنه عدم استخدام الأساليب الإحصائية و الرياضية و بحوث العمليات كأداة من أدوات اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى فشل هذه القرارات.
- لدى أصحاب القرار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة وعي و إدراك لأهمية إدارة المخاطر المالية بدرجات متوسطة و هذا راجع لاستخدامهم المحدود للأساليب العلمية الحديثة والطرق الكمية الإحصائية لاكتشاف المخاطر المالية.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات التمويلية و إدارة المخاطر المالية.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين البدائل التمويلية المتاحة و إدارة المخاطر المالية.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السياسات التمويلية و إدارة المخاطر المالية.

توصيات الدراسة:

- إن النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة قادتنا إلى اقتراح جملة من التوصيات حيث أن تجسيدها من شأنه أن يعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني:
- تفعيل دور السوق المالي في الجزائر من خلال تشجيع المؤسسات الاقتصادية للانضمام إلى البورصة، مما يسمح لهذه المؤسسات بتوزيع المخاطرة بين مختلف مصادر التمويل (إصدار أسهم و اقتراض).
 - ضرورة تكيف برامج تمويلية تستجيب لمتطلبات و احتياجات المؤسسات الاقتصادية بمختلف قطاعاتها و تفعيل التمويلات المستحدثة ك رأس المال المخاطر و التمويل بعقد الفاتورة... الخ.
 - تكيف النظام المصرفي الجزائري مع متطلبات اقتصاد السوق من خلال تطوير أساليب و أدوات التمويل لتنمashi و ظروف البيئة المالية المتغيرة في ظل العولمة المالية.
 - العمل على ضرورة مواجهة و إدارة وقياس و تقييم المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية.
 - يجب اتخاذ القرار التمويلي المناسب بناء على مستوى المخاطر المصاحبة للبدائل التمويلية.
 - ضرورة العمل على الحصول على المعلومات اللازمة التي تخص المخاطر المالية المرتبطة بالبديل التمويلي.

- القيام ببعض الدراسات الميدانية حول ترشيد القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية.
- تحفيز البنوك الجزائرية بتنويع منتجاتها المالية (صيغ التمويل) بما يتلاءم و خصوصية مؤسسات الصناعات الغذائية التي تتميز بارتفاع مستوى المخاطر مثل التمويل بالمشاركة في الربح و الخسارة دون الالتزام بفائدة ثابتة و الذي يعرف في أسواق المال رأس المال الغربية بأسلوب التمويل - المخاطر (رأس مال-مخاطر capital risque).

آفاق الدراسة:

- لقد تضمنت الدراسة العديد من المواضيع الهامة و التي لم نتمكن من معالجتها نظرا لحدود الدراسة الموضوعية إضافة إلى صعوبة الحصول على المعلومات لذلك نقترحها لتكون مواضيع بحث مستقبلية.
- حاولنا من خلال هذه الدراسة استخلاص العلاقة بين السياسات التمويلية (قرارات التمويل) للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية و إدارة المخاطر المالية حيث كشفت النتائج أنه كلما كان هناك ترشيد للقرار التمويلي كل ما كان هناك سيطرة على المخاطر المالية، بالتالي يمكن تصور صياغة نظرية سلوكية لتفسير السياسة أو القرارات التمويلية تتلاءم و البيئة الجزائرية خاصة فيما يتعلق بالقيم الاجتماعية و العوامل الثقافية و الظروف الاقتصادية.
 - كشفت نتائج الدراسة أنه هناك سياسة تمويلية تعتمد على القروض البنكية في أغلب الأحوال، و للمقارنة و بعد تفعيل دور السوق المالي في الجزائر نتصور إجراء دراسة مماثلة على عينة من المؤسسات المصنفة في البورصة.

قائمة المراجع و المصادر

أولاً: المراجع العربية

1- الكتب:

- 33- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2000.
- 1- أحمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، 2008.
- 50- محمد محمود يونس، مبارك عبد النعيم محمد، اقتصاديات التنمية و التخطيط، دار النهضة العربية، بيروت، سنة 1985.
- 67- محي الدين عمرو، التخلف و التنمية، دار النهضة العربية، بيروت.
- 47- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2009.
- 27- سد الهواري، إدارة المالية منهج اتخاذ القرارات، مكتبة عين شمس الطبعة السادسة 1996.
- 21- دريد كامل بل شبيب، مقدمة في إدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 51- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في الأعمال و المال، الدار الجامعية مصر، 1999.
- 52- محمد صالح الحناوي، و إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية الإسكندرية، سنة 1999.
- 28- سمير محمد عبد العزيز، التمويل التاجيري، مطبعة الإشعاع الفنية الإسكندرية، الطبعة الأولى، سنة 2000.
- 32- صخر أحمد الخصاونة - عقد التأجير التمويلي- دراسة مقارنة في القانون الأردني مع الإشارة إلى أحكام الفقه الإسلامي، دار وائل للنشر الأردن، الطبعة الأولى 2005.
- 60- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، مركز الدلتا للطباعة ، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية ، مصر، الطبعة الثانية 2005 ، ص 523.
- 29- سمير محمود عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 2001.

- 36- عبد الغفار، رسمية قرياقص، السواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001.
- 53- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن، الطبعة الأولى.
- 15- جبار محفوظ، الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2002.
- 61- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف الإسكندرية، 1998.
- 2- أسامة محمد الغولي، مجدي محمد شيهاب، مبادئ النقود و القروض، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1997.
- 49- فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، جدار الكتاب العالمي للنشر و التوزيع، عالم الكتاب الحديث للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2006، الأردن.
- 62- منير هندي، إدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1996.
- 63- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث، في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- 39- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 38- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية، الدورة، الأهمية الآثار، مقالة منشور على الموقع
- 48- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، الإسكندرية، مصر مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1999.
- 37- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003.
- 30- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر 2001.
- 64- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 18- حسني على خريوش و آخرون، الأسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات، دار نهان، عمان، الأردن.
- 47- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية دار طيبة للنشر، القاهرة، مصر، 2002.

- 53- محمد كمال الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني و أهم محدداته مؤسسة المعارف، بيروت، لبنان، 2002.
- 65- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر (الجزء الثالث: عقود الخيارات)، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- 54- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 55- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، وجمال العبد، تقييم الأسهم و السندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 45- فيصل بالحسي وهذه عبو، مخاطر المشتقات المالية، جامعة حسيبة بن علي، الشلف، الجزائر، 2007.
- 56- محمد الحناوي و نهال فريد مصطفى و السيدة عبد الفتاح إسماعيل و السيدة الصيفي، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 14- برايان كويل، مبادلة العملات، دار الفاروق، القاهرة، مصر الطبعة الأولى، 2005.
- 3- أسعد حميد عبيد العلي، إستراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الكرك، الأردن، 2005.
- 25- زهرة يونسى محمد سودة، تنظيم عقود الاختبار في الأسواق المالية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006.
- 68- مائير كوهين، الأسواق و المؤسسات المالية - الفرص و المخاطر، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2007.
- 40- عملية احمد صلاح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 4- أشرف محمد دوابة دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار الإسلام، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- 66- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، دار المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.

- 69- نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية و التطبيق، مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 19- حسين حريم، مبادئ الإدارة الحديثة، النظريات - العمليات - وظائف المنظمة، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 57- محمد عبد الفتاح الصيرفي، مفاهيم إدارية حديثة، الدار العملية الدولية ودار الثقافة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
- 6- المهدي الطاهر غنية، مبادئ إدارة الأعمال، المفاهيم و الأسس و الوظائف، الطبعة الأولى، دار الكتب الوطنية، ليبيا، 2003.
- 5- أسامة فريد و حسن الجندي، صناعة القرارات الإدارية، منشورات جامعة عين شمس، القاهرة، مصر.
- 70- نادية أيوب ، نظرية القرارات الإدارية ، منشورات جامعة دمشق ، سوريا ، 1993.
- 24- رضا صاحب أبو أحمد على، سنان كاظم الموسري، الإدارة لمحات معاصرة، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى عمان، الأردن، 2001.
- 16- جمال الدين لعويسات، الإدارة و عملية اتخاذ القرار، دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2003.
- 58- محمد عبد الوهاب علي، اتخاذ القرارات في المملكة العربية السعودية، منشورات الإدارة العامة، الرياض، السعودية، 1979.
- 59- محمد أسعد عبد الوهاب النيداني، مقدمة في بحوث العمليات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 34- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003.
- 7- أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر و التأمين دار حامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007.
- 43- عاطف عبد المنعم، محمد محمود الكاشف، سيد كاسب، تقييم و إدارة المخاطر، مركز تكوين الدراسات العليا و البحوث، جامعة القاهرة، مصر، 2008.
- 35- طارق حماد عبد العال، إدارة المخاطر: أفراد - إدارات - شركات - بنوك - مخاطر الائتمان و الاستثمار و المشتقات و أسعار الصرف الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 17- جمعة إسماعيل إبراهيم، و آخرون، المحاسبة الإدارية و نماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

- 22- دبيان السيد عبد المقصود، النماذج الكمية في المحاسبة الإدارية و اتخاذ القرارات، دار المعرفة الجامعية، الأردن، 2003.
- 71- نور أحمد عبد العال، أحمد رجب المحاسبة الإدارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1993.
- 9- المنصور كايسر نصر، نظرية القرارات الإدارية مفاهيم وطرائق كمية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن 200 ص53
- 10- العبيدي محمود الفضل مؤيد، بحوث العمليات وتطبيقاتها في إدارة الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الوراق للنشر و التوزيع عمان، الأردن، 2004.
- 20- خوني رايح، حساني رقية، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلها الطبعة الأولى، إتراك للنشر و التوزيع، مصر، 2008.
- 47- عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2009.
- 11- النعيمي عدنان تاية، الخرشة ياسين كاسب، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة، الأردن، 2007.
- 12- الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
- 31- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا - عمليا - مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، مصر، 2000.
- 23- رشاد العطار، الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة، عمان، الأردن، 2001.
- 41- عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الثانية، المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2000.
- 13- بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، التسيير المالي دروس و تطبيقات، الطبعة الأولى دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
- 42- عدنان تاية النعيمي، سعدون مهدي السامي، أسامة عزمي سلام شفري نوري موسى، الإدارة المالية المتقدمة، النظرية و التطبيق الطبعة الثانية، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن.
- 2- الرسائل العلمية:**
- 1- العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.

3- المقالات و الملتقيات العلمية:

1- بلعوج بولعيد، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ورقة مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغير والمتوسطة ودورها في التنمية الأغواط 8-9 أبريل 2010

2- عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية الشلف جامعة حسبية بن بوعلي، يومي 17 و 18 أبريل 2006.

3 - مليكة زغيب و نعيمة غلاب، الملتقى الوطني تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر و الدول النامية - جامعة محمد خيضر بسكرة يومي 21،22 نوفمبر 2006.

4 - محمد فرحي، التمويل المستديم للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق تعبئة المدخرات العائلية، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، يومي 17 و 18 أبريل 2006.

5- عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث العدد 2010/07، جامعة ورقلة.

6- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث العدد 2006/04 كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة.

4- قوانين و أوامر و تقارير:

- 1- الأمر 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بالاعتماد الايجاري.
- 2 - المادة رقم 10 من الأمر 96-09 المتعلق بالاعتماد الايجاري في الجزائر.

ثانيا: المراجع الأجنبية

1- الكتب الفرنسية:

- 1- Lue Bernet – Rollande ,Principe de Technique Bancaire , Aunod , Paris,1995.
- 2- Pierre Vernimmen,Finance d'entreprise 3ème édition Dolloz , Paris 1998.
- 3- Hervé Hutin ,toute la finance d'entreprise en pratique , 2 éme édition organisation , Paris ,2003.

- 4- Natlalie Morgnes ,Financement et coût du Capital de l'entreprise , Economica , Paris , 2003.
- 5- Jean Richard Sulger , Sémiyon Adéléke , Finance à long terme . 2^{ème} édition , Paris , 2001.
- 6-A. Dahi : « Le hasard boursier entre la finance néoclassique et la finance comportementale », séminaire, 24-25oct2008, FSEG, Université d'Annaba
- 7- B. Jacquillat ; B. Solnik : « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques », 3^o Edition, Dunod, Paris, 1997.
- 8- F. Mishkin : Monnaie, banque et marchés financiers , 7^o Edition, Pearson édition, France - Paris, 2004
- 9-P. Spieser : « Information économique et marchés financiers », Economica, Paris, 2000
- 10- M Lemoune et Autres : Les grandes questions d'économie et Finance Internationale , décodes l'actualité , ouvertures économiques 1^{er} édition , Paris 2007.
- 11-H, Bourguinat JTeiletche , M Dupy , Finance internationale ,Paris , 2007
- 12 – A. Dahi le hasard boursier entre la finance néoclassique et la finance comportementale Séminaire 24 -25 octobre 2008 FSEG Université Badji mohktar Annaba
- 13 - F. Mishkim, Monnaie banque et marchés financières ,7^o édition, France Paris, 2004
- 14- S. pieser Information économique et marchés financiers económico, Paris, 2000
- 15 Finnerty DJ,Financial engineering in corporate finance, An overview, Financial management, 1988, vol 17.
- 16- Jurgen Topper , Financial Engineering with finite elements England , John wiley sons ltd , 2005.
- 17– A Beltas, la titrisation : Instrument efficace pour la gestion du risque du crédit ,Edition , l'egende Alger ,2007
- 18- A. jobst ,Qu'est que la titrisation ? finance et développement Septembre 2008.
- 19- P.Navatte ,Finance d'entreprise des options , Paris , 1998.
- 20-Richel –Henry Boucget ,George Langlois et Patrick Salin ,Gestion et Finance internationales Pearson éducation 10^e édition , France
- 21– Le wis Mandelle and Thomas O'Brein ,Investments, Macmillan Publishing ,N.Y,1992,
- 22- Christophe ,Ghazot et Patrick :Lesswaps concepts et application ,2^E edition economica 1999.
- 23– John Hull et autres, options –Futures et autres actifs dérivés ,Séme édition Paris édtition Pearson 2005
- 24– Hamilton C,R ,New trends in Risk management Information Systems seurity vol 7 n°=1,1998.

25- Jean Barreau ,Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye ,Gestion Financières, manuel et application ,Edition Dunod ;Paris ,
13^eédition,

26- Abdellah Boughaba , Analyse et évaluation de projets , Edition Berti ,Paris , 1998

27-Patrick navatte ,Finance D'entreprise et théorie des options ,Gestion economica , Paris ,
Janvier . 1998 .

28-Pierre Vernimmen ,Finance D'entreprise 8^{ème} edition ,Par Pascal quiry et Yann le fur
editions Dollaz ,Paris ,2010.

29- Sherichan Titman ;Robert Wessels ; the determinants of capital Structure choice The
journal finance VOL 43.n=°1Mars . 1988. - Eugino Domingo Solons Financier innovation and
montary policy the 38th SEACEN Governors conference and 22nd reeting SEACEN Board of
Governors on ‘‘ Structural change and goths prospects ASIA challenges to central banking ‘‘
ranila 13 february 2003.

30- Boualem Benmazouy ,Recherche opérationnelle de gestion ,Edition Atlas ,Alger ,1995.

31- J.Barreau Et J.Delehaye,Gestion financière 10^{ème} édition , Dunod , Paris 2002,P 25.

2- الكتب الانجليزية:

1- Horne ,Vanj, Financial Management and Policy 9 Th ; ed ; prentice Hall , Newjersey ,
1989.

2- Kolb , burton A.and Demong F Principles of Financial Management 2 nd ed Planta .Jnc ,
Texas 1988.

3- Brigham , Eugene F Financial Management M Theory and Practige 3^{ed}The Dryden press
Inc , N York 1982.P93.

ثالثا: المواقع الالكترونية

1- O.B. Sébastien Capron , V.Guinaudeau, P. Piveteau : « Innovation et globalization
financière : théorie et manifestations », [http:// team.univ-
paris1.fr/teampers/bachelier/.../tpm2009.pdf](http://team.univ-paris1.fr/teampers/bachelier/.../tpm2009.pdf), consulté le 20/11/2012

2- N. Achouri : « Les implications de la finance comportementale en matière de désigne des
produits financiers »,
[http://www.programmefinance.com/teletudiant/Achouri%20Implication%20de%20la%20fina
nce%20comportementale.pdf](http://www.programmefinance.com/teletudiant/Achouri%20Implication%20de%20la%20finance%20comportementale.pdf), consulté le 26/03/2010

3 - A. Orléan : « Efficience informationnelle versus finance comportementale : éléments pour
un débat », <http://www.pse.ens.fr/orléan/depot/publi/marchesfi.pdf> , consulté le 26/03/2010-

4- N. Aktas : « La finance comportementale : un état de lieux »,
http://www.cnamdegfin.fr/IMG/aktas_Reflet_et_Persp.pdf, consulté le 26/03/2010.

- 5- M. Lemoune et Autres : « Les grandes questions d'économie et finance internationale : Décodes l'actualité », Ouvertures économiques, 1^o Edition, Paris, 2007.
- 6- N. Achouri, les implications de la finance comportementale en matière de désignation des produits financiers
[http : www programme finance , com/ teletudiant / Achouri % 20 l'implication20 % de20 % la 20% finance20 % comportementale Pdf P 2](http://www.programme-finance.com/teletudiant/Achouri%20l'implication%20de%20la%20finance%20comportementale) consulté le 20 03 2013
- 7- N. Aktas La finance comportementale : Un état de lieux [http : www cnamdegfin fr IMG .aktas – Reflet – et- Perp](http://www.cnamdegfin.fr/IMG/aktas-Reflet-et-Perp) consulté le 20 03 2013.
- 8- J. Amiot , B. Quynh , D. Nguyen : Innovation et globalisation financière : Théories et manifestations [http : team U Paris 1 , Fr teamperso defever TD M1 polmonetaire Expose final – 07 sujet 1 Nguyen 20% Vanessa P F](http://team.u-paris1.fr/teamperso/defever/TD_M1_monetaire/Expose_final-07_sujet1_Nguyen20%20Vanessa_P_F) consulte le 24 11 2012.
- 9- [htt : islamfin go – forum. net / montada – f3/ topic – t2 htm/](http://islamfin.go-forum.net/montada-f3/topic-t2.htm/) consulté le 24/02/ 2015
- 10- [http :www .La documentation française fr revue – colletions Problème –économique glossaire index shtml .](http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revue-collections/Probleme-économique-glossaire/index.shtml) consulté le 12 03 2013.
- 11- W.W.W. Zone Cours.hec.ca.com, Comprendre le levier d'exploitation ,HEC Montreal 2014/12/11

الملاحق

القسم الثاني
البند الملزمة في عقد الاعتماد
الإيجاري للأصول المنقولة

المادة 11 : يجب أن يشير عقد الاعتماد الإيجاري للأصول المنقولة الموافق للاعتماد الإيجاري المالي، تحت طائلة فقد هذه الصفة، إلى مدة الإيجار ومبلغ الإيجار وحق الخيار بالشراء الممنوح للمستأجر عند انتهاء العقد، وكذا إلى القيمة المتبقية من سعر اقتناء الأصل المؤجر.

*** مدة الإيجار وعدم قابلية إلغاء العقد**

المادة 12 : يتم تحديد مدة الإيجار الموافقة للفترة غير القابلة للإلغاء باتفاق مشترك بين الأطراف.

يمكن أن توافق مدة الإيجار المدة المتوقعة للعمر الاقتصادي للأصل المؤجر، كما يمكن أن تحدّد استنادا إلى قواعد الاستهلاك المحاسبية و/أو الجبائية المحددة عن طريق التشريع والمتعلقة بالعمليات الخاصة بالاعتماد الإيجاري.

*** عقوبة فسخ العقد خلال فترة الإيجار غير القابلة للإلغاء**

المادة 13 : إن فسخ عقد الاعتماد الإيجاري خلال الفترة غير القابلة للإلغاء من قبل طرف من الأطراف، تمنح الطرف الآخر حق التعويض الذي يمكن تحديده بمبلغه ضمن العقد في إطار بند خاص، أو في حالة انعدام ذلك، عن طريق الجهة القضائية المختصة وفقا للأحكام القانونية المطبقة على الفسخ التعسفي للعقود.

ما عدا القوة القاهرة أو حالة تسوية قضائية أو إفلاس أو حل مسبق للمستأجر ينجر عنه تصفية هذا الأخير، عندما يتعلق الأمر بشخص معنوي، وبصفة عامة، ماعدا حالة عدم قدرة حقيقية للمستأجر على الوفاء، شخصا طبيعيا كان أو معنويا، فإنه يترتب عن فسخ عقد الاعتماد الإيجاري خلال الفترة غير القابلة للإلغاء، في حالة ما إذا تسبب فيه المستأجر، دفع التعويضات المنصوص عليها في الفقرة السابقة لصالح المؤجر، بحيث لا يمكن أن يقل مبلغ التعويضات عن

على إيجارات ولمدة ثابتة، لصالح طرف يدعى "المستأجر"، محلا تجاريا أو مؤسسة حرفية من ملكه، مع الوعد من جانب واحد بالبيع لصالح "المستأجر" وبمبادرة منه عن طريق دفع سعر متفق عليه يأخذ بعين الاعتبار، على الأقل جزئيا، الأقساط التي تم دفعها بموجب الإيجارات، مع انعدام إمكانية المستأجر في إعادة تأجير المحل التجاري أو هذه المؤسسة الحرفية لصاحب الملكية الأول.

الفصل الثالث

التكليف القانوني لعقد الاعتماد

الإيجاري - خصائصه ومحتواه

القسم الأول

التكليف القانوني لعقد الاعتماد الإيجاري

المادة 10 : لا يمكن أن يدعى العقد الإيجاري كذلك، مهما كانت الأصول التي تعلق الأمر بها ومهما كان عنوان العقد، إلا إذا حرر بكيفية تسمح بالتحقق دون غموض بأنه:

- يضمن للمستأجر الاستعمال والانتفاع بالأصل المؤجر خلال فترة دنيا وبسعر محدد مسبقا، وكأنته صاحب ملكية هذا الأصل،

- يضمن للمؤجر قبض مبلغ معين من الإيجار مدة تدعى "الفترة غير القابلة للإلغاء"، لا يمكن، خلالها، إبطال الإيجار إلا إذا اتفق الطرفان على خلاف ذلك،

- يسمح للمستأجر، في حالة الاعتماد الإيجاري المالي فقط، وعند انقضاء الفترة غير القابلة للإلغاء الخاصة بالإيجار، أن يكتسب الأصول المؤجرة مقابل دفع قيمة متبقية تأخذ بعين الاعتبار الإيجارات التي تم قبضها، في حالة ما إذا يقرر مزاوله حق الخيار بالشراء، دون أن يحد ذلك من حق الأطراف المتعاقدة في تجديد الإيجار لفترة ومقابل قبض إيجار يتفق عليه، ولا من حق المستأجر في استرجاع الأصل المؤجر عند نهاية الفترة الأولية من الإيجار.

- وإما أن يعيد تجديد الإيجار لفترة ومقابل دفع إيجار تتفق عليه الأطراف،

- وإما أن يرد الأصل المؤجر للمؤجر.

القسم الثالث

الشروط الاختيارية الخاصة

في عقد اعتماد إيجاري للأصول المنقولة

المادة 17: يمكن أن ينص عقد الاعتماد الإيجاري، باختيار من الأطراف المتعاقدة، على الشروط المتعلقة بما يأتي:

- التزام المستأجر بمنح المؤجر ضمانات أو تأمينات عينية أو فردية،

- إعفاء المؤجر من المسؤولية المدنية تجاه المستأجر أو تجاه طرف آخر في كل المرات التي لا يحدد فيها القانون هذه المسؤولية، على أساس أنها من النظام العام، ويترتب عنها بطلان الشرط التعاقدية الخاص بها،

- إعفاء المؤجر من الالتزامات الملقاة عادة على عاتق صاحب ملكية الأصل المؤجر. وبصفة عامة، يعد مقبولا قانونا كل بند يجعل من المستأجر يتكفل بوضع الأصل المؤجر ويحمل النفقات والمخاطر كذلك الالتزام بصيانة هذا الأصل وإصلاحه والالتزام باكتتاب تأمين.

المادة 18: يمكن أن يحتوي عقد الاعتماد الإيجاري أيضا اشتراط ما يأتي:

- تنازل المستأجر عند فسخ الإيجار أو تخفيض سعر الإيجار في حالة إتلاف الأصل المؤجر لأسباب عارضة أو بسبب الغير،

- تنازل المستأجر عن ضمان الاستحقاق وعن ضمان العيوب الخفية،

- إمكانية المستأجر بمطالبة المؤجر بتبديل الأصل المؤجر في حالة ملاحظة قدم طرازه خلال مدة عقد الاعتماد الإيجاري للأصول المنقولة.

المبلغ الخاص بالإيجارات المستحقة المتبقية، إلا إذا اتفقت الأطراف على خلاف ذلك ضمن العقد.

وفي الحالات الواردة في الفقرة السابقة، يمارس حق المؤجر في الإيجارات من خلال استرجاع الأصل المؤجر، وكذلك ممارسة امتيازها على أصول المستأجر القابلة للتحويل نقدا، وعند الاقتضاء، على أمواله الخاصة، قصد استرداد الإيجارات المستحقة غير المدفوعة والتي ستستحق في المستقبل.

* الإيجارات والقيمة المتبقية للأصل المؤجر

المادة 14: ماعدا وجود اتفاق مخالف بين الأطراف، ومهما كانت مدة الفترة غير القابلة للإلغاء الواردة في المادة 12 من هذا الأمر، يتضمن مبلغ الإيجارات الذي يجب أن يدفعه المستأجر للمؤجر ما يأتي:

- سعر شراء الأصل المؤجر مقسما إلى مستحقات متساوية المبلغ تضاف إليها القيمة المتبقية التي يجب دفعها عند مزاولة حق الخيار بالشراء،

- أعباء استغلال المؤجر المتصلة بالأصل، موضوع العقد،

- هامش يطابق الأرباح أو الفوائد المكافئة للمخاطر المترتبة على القرض والموارد الثابتة المخصصة لاحتياجات عملية الاعتماد الإيجاري.

المادة 15: تحدد الإيجارات حسب نمط متناقص أو خطي استنادا إلى مناهج محددة عن طريق التشريع.

تدفع الإيجارات حسب دورية تختارها الأطراف المعنية بعقد الاعتماد الإيجاري.

* الاختيار الممنوح للمستأجر عند انتهاء فترة الإيجار غير القابلة للإلغاء

المادة 16: يمكن المستأجر، عند انقضاء فترة الإيجار غير القابلة للإلغاء وبتقدير منه فقط:

- إما أن يشتري الأصل المؤجر مقابل دفع قيمته المتبقية كما تم تحديدها في العقد،

القسم الثاني

البند الملزمة في عقد الاعتماد
الإيجاري للأصول المنقولة

المادة 11 : يجب أن يشير عقد الاعتماد الإيجاري للأصول المنقولة الموافق للاعتماد الإيجاري المالي، تحت طائلة فقد هذه الصفة، إلى مدة الإيجار ومبلغ الإيجار وحق الخيار بالشراء الممنوح للمستأجر عند انتهاء العقد، وكذا إلى القيمة المتبقية من سعر اقتناء الأصل المؤجر.

* مدة الإيجار وعدم قابلية إلغاء العقد

المادة 12 : يتم تحديد مدة الإيجار الموافقة للفترة غير القابلة للإلغاء باتفاق مشترك بين الأطراف.

يمكن أن توافق مدة الإيجار المدة المتوقعة للعمر الاقتصادي للأصل المؤجر، كما يمكن أن تحدّد استنادا إلى قواعد الاستهلاك المحاسبية و/أو الجبائية المحددة عن طريق التشريع والمتعلقة بالعمليات الخاصة بالاعتماد الإيجاري.

* عقوبة فسخ العقد خلال فترة الإيجار
غير القابلة للإلغاء

المادة 13 : إن فسخ عقد الاعتماد الإيجاري خلال الفترة غير القابلة للإلغاء من قبل طرف من الأطراف، تمنح الطرف الآخر حق التعويض الذي يمكن تحديده بمبلغه ضمن العقد في إطار بند خاص، أو في حالة انعدام ذلك، عن طريق الجهة القضائية المختصة وفقا للأحكام القانونية المطبقة على الفسخ التعسفي للعقود.

ما عدا القوة القاهرة أو حالة تسوية قضائية أو إفلاس أو حل مسبق للمستأجر ينجر عنه تصفية هذا الأخير، عندما يتعلّق الأمر بشخص معنوي، وبصفة عامة، ماعدا حالة عدم قدرة حقيقية للمستأجر على الوفاء، شخصا طبيعيا كان أو معنويا، فإنه يترتب عن فسخ عقد الاعتماد الإيجاري خلال الفترة غير القابلة للإلغاء، في حالة ما إذا تسبّب فيه المستأجر، دفع التعويضات المنصوص عليها في الفقرة السابقة لصالح المؤجر، بحيث لا يمكن أن يقلّ مبلغ التعويضات عن

على إيجارات ولمدة ثابتة، لصالح طرف يدعى "المستأجر"، محلا تجاريا أو مؤسسة حرفية من ملكه، مع الوعد من جانب واحد بالبيع لصالح "المستأجر" وبمبادرة منه عن طريق دفع سعر متفق عليه يأخذ بعين الاعتبار، على الأقل جزئيا، الأقساط التي تم دفعها بموجب الإيجارات، مع انعدام إمكانية المستأجر في إعادة تأجير المحل التجاري أو هذه المؤسسة الحرفية لصاحب الملكية الأول.

الفصل الثالث

التكليف القانوني لعقد الاعتماد

الإيجاري - خصائصه ومحتواه

القسم الأول

التكليف القانوني لعقد الاعتماد
الإيجاري

المادة 10 : لا يمكن أن يدعى العقد الإيجاري كذلك، مهما كانت الأصول التي تعلّق الأمر بها ومهما كان عنوان العقد، إلا إذا حرر بكيفية تسمح بالتحقق دون غموض بأنه:

- يضمن للمستأجر الاستعمال والانتفاع بالأصل المؤجر خلال فترة دنيا ويسعر محدد مسبقا، وكأنه صاحب ملكية هذا الأصل،

- يضمن للمؤجر قبض مبلغ معين من الإيجار مدة تدعى "الفترة غير القابلة للإلغاء"، لا يمكن، خلالها، إبطال الإيجار إلا إذا اتفق الطرفان على خلاف ذلك،

- يسمح للمستأجر، في حالة الاعتماد الإيجاري المالي فقط، وعند انقضاء الفترة غير القابلة للإلغاء الخاصة بالإيجار، أن يكتسب الأصول المؤجرة مقابل دفع قيمة متبقية تأخذ بعين الاعتبار الإيجارات التي تم قبضها، في حالة ما إذا يقرر مزاوله حق الخيار بالشراء، دون أن يحد ذلك من حق الأطراف المتعاقدة في تجديد الإيجار لفترة ومقابل قبض إيجار يتفق عليه، ولا من حق المستأجر في استرجاع الأصل المؤجر عند نهاية الفترة الأولية من الإيجار.

المبلغ الخاص بالإيجارات المستحقة المتبقية، إلا إذا اتفقت الأطراف على خلاف ذلك ضمن العقد.

وفي الحالات الواردة في الفقرة السابقة، يمارس حق المؤجر في الإيجارات من خلال استرجاع الأصل المؤجر، وكذلك ممارسة امتيازها على أصول المستأجر القابلة للتحويل نقداً، وعند الاقتضاء، على أمواله الخاصة، قصد استرداد الإيجارات المستحقة غير المدفوعة والتي ستستحق في المستقبل.

* الإيجارات والقيمة المتبقية للأصل المؤجر

المادة 14 : ماعدا وجود اتفاق مخالف بين الأطراف، ومهما كانت مدة الفترة غير القابلة للإلغاء الواردة في المادة 12 من هذا الأمر، يتضمّن مبلغ الإيجارات الذي يجب أن يدفعه المستأجر للمؤجر ما يأتي :

- سعر شراء الأصل المؤجر مقسماً إلى مستحقات متساوية المبلغ تضاف إليها القيمة المتبقية التي يجب دفعها عند مزاولة حق الخيار بالشراء،

- أعباء استغلال المؤجر المتصلة بالأصل، موضوع العقد،

- هامش يطابق الأرباح أو الفوائد المكافئة للمخاطر المترتبة على القروض والموارد الثابتة المخصصة لاحتياجات عملية الاعتماد الإيجاري.

المادة 15 : تحدّد الإيجارات حسب نمط متناقص أو خطّي استناداً إلى مناهج محددة عن طريق التشريع.

تدفع الإيجارات حسب دورية تختارها الأطراف المعنية بعقد الاعتماد الإيجاري.

* الاختيار الممنوح للمستأجر عند انتهاء فترة الإيجار غير القابلة للإلغاء

المادة 16 : يمكن المستأجر، عند انقضاء فترة الإيجار غير القابلة للإلغاء وبتقدير منه فقط :

- إما أن يشتري الأصل المؤجر مقابل دفع قيمته المتبقية كما تمّ تحديدها في العقد،

- وإما أن يعيد تجديد الإيجار لفترة ومقابل دفع إيجار تتفق عليه الأطراف،

- وإما أن يردّ الأصل المؤجر للمؤجر.

القسم الثالث

الشروط الاختيارية الخاصة

في عقد اعتماد إيجاري للأصول المنقولة

المادة 17 : يمكن أن ينصّ عقد الاعتماد الإيجاري، باختيار من الأطراف المتعاقدة، على الشروط المتعلقة بما يأتي :

- التزام المستأجر بمنح المؤجر ضمانات أو تأمينات عينية أو فردية،

- إعفاء المؤجر من المسؤولية المدنية تجاه المستأجر أو تجاه طرف آخر في كلّ المرات التي لا يحدّد فيها القانون هذه المسؤولية، على أساس أنّها من النظام العام، ويترتب عنها بطلان الشرط التعاقدية الخاص بها،

- إعفاء المؤجر من الالتزامات الملقاة عادة على عاتق صاحب ملكية الأصل المؤجر. وبصفة عامة، يعدّ مقبولاً قانوناً كلّ بند يجعل من المستأجر يتكفل بوضع الأصل المؤجر ويتحمّل النفقات والمخاطر كذلك الالتزام بصيانة هذا الأصل وإصلاحه والالتزام باكتتاب تأمين.

المادة 18 : يمكن أن يحتوي عقد الاعتماد الإيجاري أيضاً اشتراط ما يأتي :

- تنازل المستأجر عند فسخ الإيجار أو تخفيض سعر الإيجار في حالة إتلاف الأصل المؤجر لأسباب عارضة أو بسبب الغير،

- تنازل المستأجر عن ضمان الاستحقاق وعن ضمان العيوب الخفية،

- إمكانية المستأجر بمطالبة المؤجر بتبديل الأصل المؤجر في حالة ملاحظة قدم طرازه خلال مدة عقد الاعتماد الإيجاري للأصول المنقولة.

جامعة باجي مختار - عنابة -

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



استبيان دراسة بعنوان:

البدائل التمويلية للمؤسسة الاقتصادية في ظل العولمة المالية - ترشيد القرار التمويلي مع إدارة المخاطر -

سيدتي / سيدي،

يهدف هذا الاستبيان إلى التعرف على العلاقة بين ترشيد القرار التمويلي و إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، و ذلك كبحث أكاديمي استكمالا لمتطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه علوم في الاقتصاد.

نرجو من سيادتكم مساعدتنا في إتمام هذا العمل العلمي بتعاونكم معنا عن طريق الإجابة على هذا الاستبيان الذي وضعناه بين أيديكم من أجل السماح لنا بانجاز هذه الدراسة، كما نحيطكم علما بأن هذه المعلومات تستخدم في إطار البحث العلمي فقط و ليس لأغراض أخرى، و نؤكد استعدادنا لتزويدكم بنتائج هذه الدراسة إذا رغبتم في ذلك.

ملاحظة هامة: نرجو منكم الإجابة بوضع علامة (X) أمام الإجابة المناسبة.

المشرف:

أ. د كمال حمانة

إعداد الطالبة:

أ. علية ضياف

مع الشكر المسبق على سعة الصدر و على الوقت المخصص لملء الاستبيان.

Olaya.adem@yahoo.fr

الجزء الأول: المعلومات الشخصية و الوظيفية

1- الجنس: ذكر أنثى

2- السن:

أقل من 30 سنة
من 30 سنة إلى أقل من 40 سنة
من 40 سنة إلى أقل من 50 سنة
أكثر من 50 سنة

3- المؤهل العلمي:

تقني سامي
ماجستير
ليسانس
دكتوراه

4- التخصص العلمي:

مالية و مصرفية
اقتصاد و تسيير
إدارة أعمال
محاسبة

أخرى تذكر.....

5- سنوات الخبرة:

5 سنوات فأقل
من 6 سنة إلى 10 سنوات
من 11 سنة إلى 15 سنة
أكثر من 15 سنة

6- الوظيفة الحالية:

مسير مالي
مدير مالي
رئيس قسم المالية
نائب رئيس قسم المالية

أخرى تذكر.....

الجزء الثاني: ترشيد القرار التمويلي مع إدارة المخاطر المالية

من فضلكم وضع علامة [X] بخانة واحدة فقط تناسب إجاباتكم على كل عبارة مما يلي:

ر.ع	العبارات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
(08-1)	المحور الأول: تقييم القدرة على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.					
01	تبنى القرارات في مؤسستكم على المعرفة التامة للحقائق.					
02	لدى مؤسستكم القدرة على اتخاذ القرارات في جميع الظروف.					
03	مستعدون لتحمل مسؤولية الفشل إذا اتخذتم قرارات و كانت خاطئة.					
04	عند اتخاذكم للقرارات تتابعونها للتأكد من أن المسؤولين عن تنفيذها يعرفون ما هو مطلوب منهم.					
05	يرجع الخطأ في اتخاذ القرارات إلى الاعتقاد بأن المعلومات المتوفرة موثوقة و دقيقة و لا داعي للتحقق من صحتها.					
06	تتخذون القرار التمويلي في مؤسستكم بطريقة علمية تحتاج دائما إلى التحديث و التطوير.					
07	زيادة قدرة موظفي المالية على اتخاذ القرار التمويلي عبر التدريب و التعليم و التأهيل المستمر.					
08	تستخدم مؤسستكم الأساليب الرياضية و بحوث العمليات كأداة من أدوات اتخاذ القرار التمويلي.					
(19-09)	المحور الثاني: مدى وعي و إدراك المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة لأهمية إدارة المخاطر المالية.					
09	البيئة التي تعمل فيها مؤسستكم تشكل مصدر خطر.					
10	عند تحديد خطر معين تعمل مؤسستكم على توفير الموارد البشرية و المادية لمواجهةته.					
11	تأخذ مؤسستكم دراسة المخاطر المالية بعين الاعتبار في عملية صياغة الإستراتيجية الخاصة بها.					
12	تقوم مؤسستكم بمحاولات لتحديد و اكتشاف المخاطر المالية التي يمكن أن تؤثر فيها.					
13	تقوم مؤسستكم بوضع نظم خاصة لإجراءات إدارة المخاطر المالية .					
14	تعطي مؤسستكم أهمية لأدوات التحليل الاستراتيجي باعتبارها تعمل على اكتشاف الفرص و التهديدات المحيطة بالمؤسسة.					
15	تستخدم مؤسستكم طرق كمية إحصائية في اكتشاف المخاطر المالية قبل وقوعها.					
16	يقوم متخذ القرار التمويلي في مؤسستكم بتقييم كافة المخاطر التي تواجه مختلف الأنشطة بصورة مستمرة و منتظمة.					
17	مؤسستكم تعمل على تطوير عمليات مواجهة المخاطر و التي تتضمن برامج الطوارئ و استمرارية النشاط.					
18	مؤسستكم تعمل على بناء الوعي الثقافي للمخاطر المالية و ذلك عن طريق					

					تصميم و مراجعة عمليات إدارة المخاطر .
					19 لدى مؤسستكم القدرة على التنبؤ بالإفلاس و مخاطر التعثر المالي.
					المحور الثالث:العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر و ترشيد القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.
					20 توجد بمؤسستكم مواطن خلل تزيد من المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية.
					21 لدى مؤسستكم القدرة على مواجهة جميع المخاطر المالية المصاحبة للقرارات التمويلية
					22 لدى مؤسستكم القدرة على قياس المخاطر المالية المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية.
					23 لدى مؤسستكم القدرة على إدارة المخاطر المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية.
					24 لدى مؤسستكم القدرة على تقييم المخاطر المصاحبة لاتخاذ القرارات التمويلية.
					25 يتم اتخاذ القرار التمويلي الأنسب في مؤسستكم بناءا على مستوى المخاطر المصاحبة للبدائل التمويلية.
					26 يستطيع متخذ القرار التمويلي الحصول على المعلومات التي تخص المخاطر المالية المرتبطة بالبديل التمويلي.
					27 يقوم متخذ القرار التمويلي بتحديد مستوى المخاطر المالية المقبولة من طرف مؤسستكم.
					28 يساهم متخذ القرار التمويلي بشكل كبير و بدور استشاري في تقليل المخاطر المالية.
					29 يتركز عمل متخذ القرار التمويلي على المخاطر المالية الهامة التي يتم تحديدها من قبل الإدارة العليا لمؤسستكم.
					30 يقوم متخذ القرار التمويلي باقتراح الوسائل و الآليات المناسبة للتعامل مع المخاطر المالية.
					31 يناقش متخذ القرار التمويلي فعالية التقليل من المخاطر المالية مع الإدارة بشكل دوري.
					المحور الرابع: العلاقة بين أنظمة التمويل و إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.
					32 لحساسية وظيفة التمويل يصعب اتخاذ القرار التمويلي الذي يضمن مستوى منخفض من المخاطر المالية في مؤسستكم.
					33 تعتمد مؤسستكم على بدائل تمويلية كثيرة و مختلفة المخاطر.
					34 المصادر التمويلية المتاحة لدى مؤسستكم تلبي الاحتياجات المالية بشكل كامل و تجنبها المخاطر المالية.
					35 تعتمد مؤسستكم على بدائل تمويلية متنوعة حسب الحالة العامة للسوق الحالي و المستقبلي
					36 تتبنى مؤسستكم أنظمة تمويلية بديلة لتحل محل التمويلات الكلاسيكية (القروض) ذات المخاطر المالية العالية.
					37 لجوء مؤسستكم للاستدانة المطلقة يؤدي الى مخاطر تركيبة الهيكل المالي.
					38 لجوء مؤسستكم للاستدانة يفقدها استقلالها و منطقتها المالي.

					لجوء مؤسستكم للاستدانة ينعكس سلبا على معدل نموها.	39
					تفضل مؤسستكم توجيه استثماراتها وفقا للعائد الافتراضي (سعر الفائدة) بدلا من العائد الحقيقي (الدخل).	40
					التمويلات المستحدثة متوسطة و طويلة الأجل تعرض مؤسستكم الى مخاطر التقلب في سعر الفائدة السائد..	41
					تؤخذ مؤسستكم في الحسبان البيئة المالية المتغيرة عند اتخاذ القرار التمويلي.	42
					المحور الخامس:العلاقة بين السياسات التمويلية و ادارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.	(43- 55)
					تطبق مؤسستكم سياسات تمويلية تؤثر سلبا على عملية اتخاذ القرارات التمويلية.	43
					تقوم مؤسستكم بدراسات دورية لسياسات التمويل للتعرف على مستوى دقة القرارات التمويلية.	44
					المخاطرة في سياسات التمويل لدى مؤسستكم محدودة و مسيطر عليها.	45
					تتجنب مؤسستكم الاختلالات المالية على مستوى الخزينة و الوصول الى أعلى درجات اليسر المالي.	46
					تختار مؤسستكم الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق مستويات عليا من المردودية.	47
					تختار مؤسستكم الهيكل المالي على أساس دراسة اقتصادية لتكلفة رأس المال.	48
					تضمن مؤسستكم المستوى الأمثل من السيولة المالية لتواجه الاستحقاقات المالية و تتفادى مخاطر التوقف عن الدفع.	49
					تعمل مؤسستكم على تخفيض تكاليف الاستدانة لتحقيق مردودية عالية.	50
					تضع مؤسستكم تعظيم الأرباح كهدف أساسي و الذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية..	51
					الطبيعة القانونية لمؤسستكم يوافقها شكل تمويلي معين.	52
					حجم مؤسستكم له علاقة في اختيار مصادر التمويل.	53
					معدل نمو المؤسسة له أثر في اختيار مصادر التمويل.	54
					عمر المؤسسة له أثر في اختيار مصادر التمويل.	55

قائمة بأسماء المحكمين

الرقم	اسم الأستاذ	الرتبة العلمية	المؤسسة
01	أ.د. مليكة زغيب	أستاذة التعليم العالي	جامعة قسنطينة
02	د. احسن طيار	أستاذ محاضر أ	جامعة سكيكدة
03	د. الهام بوغليطة	أستاذة محاضرة أ	جامعة سكيكدة
04	أ. سهيلة العيون	أستاذة مساعدة قسم أ	جامعة سكيكدة

Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	39	97,5
	Exclus ^a	1	2,5
	Total	40	100,0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,792	8

Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	39	97,5
	Exclus ^a	1	2,5
	Total	40	100,0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,851	11

Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	39	97,5
	Exclus ^a	1	2,5
	Total	40	100,0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,865	14

Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	39	97,5
	Exclus ^a	1	2,5
	Total	40	100,0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,520	11

Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	39	97,5
	Exclus ^a	1	2,5
	Total	40	100,0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,807	13

Test d'échantillons simple

	Test de levene de variance sur légalité variances				
	F	Sig	t	ddi	Sig (bilatérale)
متوسط المحور الاول Hypothèse de variance égales	3.027	.090	5.492	38	.000
Hypothèse de variance inégales			4.072	5.792	.007
Hypothèse de variance égales	2.216	.145	2.445	38	
Hypothèse de variance inégales			1.723		
Hypothèse de variance égales	.000	1.000	6.746	38	0.000
Hypothèse de variance inégales			1.544	1.601	.168
Hypothèse de variance égales	2.910	.096	9.409	38	.020
Hypothèse de variance inégales			3.146	2.423	.011
Hypothèse de variance égales	1.015	.320	6.318	38	0.000
Hypothèse de variance inégales			.746	.851	.482