قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل

الدكتور: دادن عبد الغني
جامعة قاصدي مرباح ورقلة

ملخص : إن الحديث عن مالية المؤسسة ليس بالأمر الهين، حيث يعد من المواضيع ذات التنظير المستمر، والصعبة في ذات الوقت، وأحيانا يصبح أمام المؤسسة هيكلة أموالها بالأمر الصعب والشائك؛ لما له من تداعيات ونتائج يجعلها في مفترق الطرق، وذلك بسبب تباين نظرات الأطراف المساهمة، فما هو السبيل الأيسر الذي يحقق للمؤسسة مكاسبها ولأطرافها أهدافهم على حد السواء؟

يتوقف الأداء المالي الإيجابي على قدرة المؤسسة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو ، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام. فمن هذا المنطلق يمكن اعتبار أن الهيكل المالي هو العنصر الأساسي و الركن الرئيسي في موضوع تقييم وقياس الأداء المالي للمؤسسة، لأنه يصعب الحديث عن مؤسسة اقتصادية من دون هيكل مالي.

الكلمات المفتاح : الضرائب، تكلفة التمويل،مالية المؤسسة، منحة الخطر، البورصة

I-تأثير الضرائب و الوفر الضريبي على مصادر التمويل.

يتوقف دور الضريبة على مدى تدخل الدولة في الحياة العامة ، وبالتالي لم بعد الهدف منها هو توفير الأموال فحسب، وإنما أصبحت زيادة على ذلك أداة لتحقيق اختيارات الدولة وأهدافها في المجال السياسي والاجتماعي والاقتصادي على غرار تنظيمه إلى أن أصبحت أداة من أدوات السياسة الاقتصادية. بعد صدور المقال التصحيحي سنة 1963 لـ "ميلر" حول زيادة الاستدانة (الاقتراض) من شأنها زيادة قيمة المؤسسة بسبب الوفر الضريبي للفوائد؛ كون أن هذه الأخيرة، تندرج ضمن صنف الأعباء، فتنخفض الأرباح الخاضعة للضريبة، فتدفع المؤسسة ضرائب أقل مما لو لم تكن هناك فوائد. ولكن أضاف في سنة 1977م أن هذه الخاصية (الوفر الضريبي) تتلاشى بسبب الضرائب الشخصية التي يدفعها المستثمرون حملة الأسهم (حملة الأسهم، السندات على الأرباح المحققة).[1]

في حين أن نظرية De Angelo & Masulis أدرجت الوفر الضريبي ضمن قائمة الأعباء الأخرى، بخلاف الفوائد، وهذا من خلال نموذجها المقدم سنة 1980م والذي يأخذ في الاعتبار كل من : ضرائب المؤسسة، وضرائب الأشخاص، كمتغير جديد، الوفرات الضريبية من الأعباء الأخرى (غير الفوائد) والمرتبطة بالاستثمار(الإهتلاكات+الإعفاءات الضريبية)، ويفترض النموذج أن الوفرات الضريبية الأخرى بديل تام للوفر الضريبي للفوائد، أي أن أي زيادة أحدهما، تكون على حساب الآخر، دلالة على عكسية العلاقة بين الوفرات الضريبية الأخرى وبين نسبة الديون، على اعتبار أن العلاقة طردية بين الديون وبين الوفر الضريبي.[2] وفي نفس المضمار توصلا " Dammon & Senbet" في سنة 1988م إلى نموذج يعتبر أن الاستثمار والوفرات الضريبية الأخرى المرتبطة به، هي عبارة عن متغيرات داخلية –بدلا من كونها خارجية- حسب ما ذهب إليه " De Angelo & Masulis" في قرار التمويل، ووفقا لهذا النموذج تتوقف العلاقة بين الوفرات الضريبية الأخرى والديون، ليس فقط على أثر[3] الإحلال وإنما أيضا على أثر الدخل،[4] وعليه لو كان تأثير الدخل أكبر من تأثير الإحلال فسوف تكون العلاقة بين الوفرات الضريبية الأخرى ونسبة الديون علاقة موجبة، والعكس صحيح.

II-أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة.

تتوقف قيمة المؤسسة على مستوى التدفقات النقدية التي يولدها الأصل الاقتصادي، وعلى أساس المعدل الذي يتم به رسملة تلك التدفقات، والمتمثل في تكلفة الأموال، وعلى هذا الأساس فإن للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة[5]، فمن خلال التدفقات النقدية المحققة (Richesse) أو بتأثير تكلفة الأموال أو هما معا، ولكن للهيكل المالي عدة أشكال وتوليفات، فمن حيث الشكل يحقق إدراج القروض ضمن قائمة الهيكل المالي وفرات ضريبية بمقدار فوائد تلك القروض، وبالتالي قيمة المؤسسة. كما هو شأن التمويل بأقل تكلفة

لنفس العنصر (القروض)، مما يساعد إيجابيا على تحيين Actualisation التدفقات النقدية بشكل يساهم في تعظيم تلك التدفقات عن ما لو كان معدل تكلفة الأموال أعلى، وبالتالي التأثير على قيمة المؤسسة. بينما من حيث الوسط الاقتصادي، فهناك مؤسسات تعتمد على الاستدانة بهدف الاستفادة من الوفرات الضريبية مقابل : تكلفة الإفلاس، تكلفة الوكالة ،حجز الأرباح...الخ وهي من المواضيع المثيرة للجدل ولازالت محل البحث.

III أثر تكلفة الاستدانة على قيمة المؤسسة,

قد تواجه المؤسسات الاقتصادية التي تمول جزء من أصولها عن طريقة الاستدانة مخاطر الإفلاس الناجمة عن التماطل في دفع فوائد القروض عند تواريخها المحددة؛ الأمر الذي يدفع الدائنين والمقرضين بإتباع المسلك القانوني وقد يؤدي الأمر إلى إشهار إفلاسها.

أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثر إيجابي من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بالقدر التي تحققه من الوفرات الضريبية،[6] ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين، ثم تبدأ ظهور مخاطر الإفلاس مصطحبة معها تكاليف الإفلاس، حيث تتضمن تكلفة الإفلاس مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة، قبل إشهار إفلاسها، أضف إلى ذلك انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بالدفترية، ولا تنتهي التكاليف عند هذا الحد، بل تشمل أيضاً النفقات و كافة الإجراءات القانونية والإدارية الناجمة من تبعات الأمر[7].

وحرصاً من الدائنين و المقرضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس[8] فإنهم يلجئون منذ الوهلة الأولى بنقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما ينذر بارتفاع تكلفة الأموال،[9] ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال. ويتجلى مما سبق وجود علاقة تأثيرية بين نسبة الاستدانة / حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطالب به المساهمون.

IV البورصة وسياسة التمويل بالنسبة للمؤسسة والحكومة والدولة.

وُجدت البورصة كضرورة حتمية ألزمتها المعاملات الاقتصادية فيما بين المؤسسات والشركات، وجاءت لتلبي رغباتهم لما لها من أهمية خاصة في حماية المستثمرين، وإرساء العدالة، ومن ثم فإن البورصة وسيلة لمجابهة الاحتياجات وعلى رأسها تمويل الاستثمارات طويلة الأجل[10]، مما مكن اقتصاديات هذه الدول بحظ وافر من الانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية. هذا، وقد تبين أن الأسواق المالية تعد من أهم الآليات التمويلية للتنمية[11] في المجتمعات، بما يضمن تعبئة الفائض، توجيه الادخار نحو الاستثمارات المنتجة، وتغطية عجز الميزانية للدولة. بل بات دورها لتصبح مؤشرا من مؤشرات التنمية،[12] و باعتبار أن الدور الجديد للدولة في الحياة الاقتصادية، تارة حمائي، وتارة رقابي وتوجيهي و في كثير من الأحيان تدخلي[13] وخصوصا مما تملكه من حق وأدوات للرقابة على البورصة الرسمية،[14] وذلك بتأثيرها على التسعيرات وحجم التبادلات، من خلال معدل الفائدة في سوق السندات ، معدل الضرائب ، حقوق التسجيل، الطوابع (الرسوم، علاوة عملية الخوصصة، والتأميم).فإنه يتزايد هذا الدور الجديد للدولة الحديثة، موازاة مع نمو حجم النفقات العمومية، كالأجور ورواتب الموظفين، الإعانات الاجتماعية، التحفيز، الإعفاءات، تحويلات السلع، والخدمات الخاصة بالتسيير، الأمر الذي يكلف الدولة توفير إيرادات عمومية لتغطية نفقاتها، مما يزيد من حجم النفقات العامة، بهدف إشباع أفضل لحاجات أفراد المجتمع، والى أكبر فعالية للدولة باعتبار أن النفقات العمومية، أنها وسيلة في يد الدولة لتحقيق أهدافها وتنفيذ برامجها، حيث تؤثر في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، ومن هنا فإنه من المفيد للدولة معرفة النتائج المترتبة عن النفقات وليس حجمها فقط.[15] إلى جانب ذلك تقوم الحكومة بإصدار سندات يتم تداولها في البورصة، بنية القضاء على هذا العجز، ويسمى هذا الأسلوب، التمويل بالعجز على غرار تعبئة الفائض وترشيد الاستثمار،وإعادة توزيع الثروة والمداخل وتحقيق الرفاه والرخاء.

V-حساب تكاليف مصادر التمويل عن طريق البورصة (الأسهم).

V-1- بالأسهم الممتازة

$$C=D/V(1-T) \ldots(01)$$

الأرباح	D
تكلفة السهم	C
قيمة السهم	V
معدل مصاريف الخصم وتكلفة الإصدار	T

V-2- بالأسهم العادية

في حالة ثبات الأرباح

$$T=D_0/V \ldots (02)$$

في حالة نمو الأرباح بانتظام[16]

$$T=(D/V)+g \ldots (03)$$

D0(1+g)	D1
معدل السنوي لنمو الأرباح	g
الأرباح المحتجزة*معدل العائد لحقوق الملكية	g

V-3-تكلفة الأرباح المحتجزة

$$C=i+f(tp-i) \ldots (04)$$

سعر الفائدة	i
الخطر المنتظم الذي يتعرض له السهم العادي	f
عائد محفظة السوق	tp

من خلال الجدول رقم (01) يتبين وجود ثلاث أسس (B,C,D) لتقييم تكلفة الأموال:

B : يعتمد الأسلوب التاريخي على المبالغ التاريخية، وهذا أمر صعب، لأن مصادر التمويل متغيرة من حيث النوعية، ومن حيث التوليفة، إلا إذا كان الهيكل المالي ثابت، وبالتالي يضلل قرارات المؤسسة كون التكلفة التاريخية أقل من التكلفة السوقية.

C : بالرغم أنه أكثر واقعية من الأسلوب السابق إلا أن الأسلوب السوقي يعاني من تحديد القيمة الحقيقية السوقية للأرباح.

D : تظل تكلفة الأموال وفقا لهذا الأسلوب ثابتة بصرف النظر عن الهيكل المالي الفعلي، أكان يماثل الهيكل المستهدف أم لا. وقد يؤدي إلى المبالغة في تكلفة الأموال ويترتب عن ذلك إحجام وتضييع المؤسسة لفرص استثمارية متاحة أمامها أو العكس؛ قبول قرارات كان ينبغي رفضها من عدمها مسبقا.

يشير الجدول أدناه إلى انتقال الاقتصاديات الأوربية من التمويل بالمديونية إلى التمويل بالأسهم في الأسواق المالية[17] وبالأخص "رومانيا" التي طورت تمويلها عقب الحرب العالمية الثانية، في حين أن فرنسا فقدت السيطرة على مستوى الاقتصاد الكلي حيث تصنف في المقدمة لانفجار مساهمي المؤسسات المسعرة في البورصة.

الجدول رقم (02) يبين انتقال التمويل من المديونية إلى التمويل بالأسهم في الأسواق المالية الأوروبية.

الأسلوب الحدي : يتم تقدير تكلفة الأموال وفقا لهذا الأسلوب، على أساس وزن كل عنصر في تمويل الاقتراحات الاستثمارية، أي أن التكلفة متغيرة بتغير وزن كل عنصر (معامل الترجيح)، على أساس التوجه نحو المصادر الأقل كلفة بالمرة .
تلجأ المؤسسة حتما إلى المصادر ذات التكلفة أقل، مما يقودنا إلى التساؤل عن مدى ثبات تكلفة القروض وعدم مطالبة المقرضين بالزيادة ؟ مدى ثبات تكلفة الوكالة ؟ الأكثر من ذلك، هل تظهر تكلفة الإفلاس أم ترتفع في حالة وجودها ؟
إن توجه المؤسسة نحو المزيد من الموارد المالية من شأنه الرفع من تكلفة الأموال، نظرا لعدة اعتبارات أهمها[18] :

- زيادة الاستدانة، من شأنها زيادة المخاطر المالية (كخطر العسر المالي وخطر التوقف عن التسديد وخطر الإفلاس)، الأمر الذي يحد من رغبة المؤسسة في الحصول على قروض إضافية.

- غالبا ما تعتمد المؤسسة على قدرة تمويلها الذاتية CAF أو على أرباحها المحتجزة كمصدر للتمويل، ولكن لا تكفي دائما للتغطية، عندها تلجأ المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة تصاحبها تكاليف الإصدار، فضلا عن ارتفاع تكاليف الوكالة، وسعيا من قِبَل المؤسسة في بناء هيكل مالي بتكلفة معقولة تواكب حاجاتها المتنامية في تمويل أصولها، يترتب عليها تحديد التوليفة المثالية للتمويل من حيث المضمون والنسب، بناء على البنية المالية للهيكل المالي، وعقب ذلك يتم تحديد تكلفة كل مصدر في شكل فئات بمعدلات متفاوتة لنفس المصدر، بناءا على أساس التفاوض في حالة القروض[19]؛ وعلى ضوء توقع معدل المردودية الذي قد يطالب به المساهمون تتحدد المستويات المختلفة من كل مصدر عند القدر الذي تتغير فيه تكلفة المصدر(breaking point) نقطة الانعطاف أو درجة المرونة ونحسب كما يلي :
P=Financement /Taux

يتم ترتيب مستويات التمويل حسب تكاليفها ونقاط الانعطاف بشكل يجعل تكاليف الأموال بنمط تصاعدي، ويعرف هذا الأسلوب بالتكلفة الحدية المرجحة بالأوزان.

الشكل رقم (01) يوضح أسلوب التسعير الحدي لتكلفة رأس المال.

VI-إشكالية تقدير تكلفة الأموال والملكية.[20]

VI-1-الأسلوب المهجن VAA، DCF .

طريقة حساب تكلفة رأس المال تجمع بين أسلوب Valeur Actualisée Ajustée VAA، وأسلوب DCF, Discount Cash-flow[21]،حيث أن الصيغة الرياضية تربط تكلفة رأس المال بـ رأس المال والديون.

$$WACC = Ku - Kb\left(\frac{B}{B+S}\right)^{T} \quad \ldots\ldots (05)$$

K_u تكلفة الأموال الخاصة دون الديون.
K_b تكلف الديون.
T نسبة المصاريف المالية،Taux D'imposition Marginal sur les Frais Financière.
B القيمة السوقية للديون.
Sالقيمة السوقية للأموال الخاصة.
وحسب مبدأ Hershey يمكن تقديرKu انطلاقا منWACC وفقا لأسلوب APV.

$$Ku = WACC + Kb\left(\frac{B}{B+S}\right)^{T} \quad \ldots (06)$$

VI-2- حسب مدغلياني وميلر.

$$K=\alpha+\beta(Re-Rcp)+\varepsilon\dots(07)$$

ε : الخطأ.

K: متوسط تكلفة الأموال.

(Re-Rcp) : الرافعة المالية.

وأثبتت الدراسة أن العلاقة بين متوسط تكلفة الأموال والرافعة المالية غير معنوية[22] $K=\alpha+\beta(D/C)+\varepsilon\dots(15.3)$ واقتراحا نموذجا آخر $Kq=\alpha+\beta(D/C)+\varepsilon$ (16.3) ووجدا علاقة موجبة، أي زيادة الرافعة تزيد من تكلفة الملكية، وهي نفسها وجهة نظر التقليديين، حيث أن زيادة الديون إلى مستوى معين؛ تؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية، ولكن بدرجة بسيطة، وبعد هذا المستوى من الديون تكون تكلفة التمويل كبيرة جدا وقام ميلر ومدغلياني بما يلي:

$$Kq=\alpha+\beta_1(D/C)+\beta_2(D/C)^2+\varepsilon\dots(08)$$

توجد علاقة معنوية مع الرافعة وكذا معنوية سالبة مع مربع الرافعة، أي أن زيادة الرافعة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الملكية، وبالمقابل أي زيادة في تكلفة الملكية تصاحبها انخفاض تكلفة الاستدانة بنفس القدر ومن ثم تظل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة.

VI-3- حسب Weston(1963)[23]

$$K=\alpha+\beta_1(D/C)+\beta_2(VE)+\beta_3(g)+\varepsilon\dots(09)$$

VE: حجم المؤسسة.

g: معدل نمو الأرباح.

حيث توصل إلى علاقة سالبة معنوية بين تكلفة الأموال و الرافعة، مما يعني زيادة الرافعة، تؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال وهو رأي التقليديين.

$$Kq=\alpha+\beta_1(D/C)+\beta_2(VE)+\beta_3(g)+\varepsilon\dots(10)$$

كما توصل إلى وجود علاقة سالبة غير معنوية أي غياب العلاقة بين الرافعة وتكلفة الملكية وهو رأي التقليديين في تحمل جزء من المخاطرة المالية في حدود معقولة.

VI-4- حسب Barges(1963)

$$K=\alpha+\beta_1(D/C)+\beta_2(D/C)^2+\varepsilon\dots(11)$$

وتوصل الى وجود علاقة سالبة معنوية بين تكلفة الأموال والرافعة المالية، وعلاقة موجبة معنوية بين تكلفة الأموال ومربع الرافعة، وهو أيضا المنظور التقليدي.

VI-5- حسب wippern(1966)

$$Kq=\alpha+\beta_1(D/C)+\beta_2(TCS)+\beta_3(t_B)+\beta_4(VE)+\varepsilon\dots(12)$$

Bi: معاملات الانحدار.

t_B: معدل التوزيعات.

TCS:معدل النمو الداخلي.

توجد علاقة موجبة بين الرافعة المالية وتكلفة الملكية، وان المؤسسات تحقق عائد من الهيكل المالي المناسب (أي الوفر الضريبي).

6-VI– حسب Davenport(1971).

$$K=\alpha+\beta_1(g)+\beta_2(Actif)+\beta_3(V_B)+\beta_4(D/C)+\beta_5(D/C)^2+\varepsilon \ldots(13)$$

V_B: تغير وتقلب الأرباح.

تأكد هذه الصيغة على وجود علاقة سالبة معنوية بين الرافعة وتكلفة الأموال وعلاقة موجبة معنوية، مع $(D/C)^2$وهو التوجه التقليدي.

7-VI- حسب Pandey(1981).

$$K=\alpha+\beta_1(D/C)+\beta_2\log(Actif)+\beta_3(TCS)+\beta_4(t_B)+\beta_5(L)+\beta_6(V_B)+\varepsilon\ldots(14)$$

L: السيولة.

وأعطت النتائج أن معامل انحدار الرافعة المالية سالب معنوي، وهو الرأي التقليدي وينفي وجهة "ميلر ومدغلياني".

8-VI- حسب وجهة ميلر ومدغلياني.(1966).

(قيمة المؤسسة–الوفر الضريبي)=α+β1 (EBE*مكمل الضريبة) +β2 (معدل نمو الأصول)+الخطأ (15) . وبالتالي الوفر الضريبي له تأثير ايجابي على قيمة المؤسسة، من خلال زيادة الرافعة المالية وانخفاض تكلفة الأموال، وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة حسب ما ذهب إليه جمهور الباحثين وعلى رأسهم "ميلر ومدغلياني".

9-VI- حسب باندي.

تكلفة الأموال =EBE (1–الضريبة)/قيمة المؤسسة–قيمة الوفر الضريبي... (16)

حيث أثبت معنوية العلاقة السالبة بين الرافعة وتكلفة الأموال.

VII--إشكالية تحديد و تقدير معدل المردودية المطلوب.

نظرا لكون معدل المردودية الذي يطالب به المساهمون هم بحد ذاته تكلفة التمويل بالأسهم إلا أنه تباينت وجهات نظر الباحثين في كيفية ضبطه وتقديره بشكل دقيق

1-VII- نموذج Fama-Frenche حول إشكالية تحديد معدل المردودية.

يقترح النموذج تفسير مردودية الورقة بثلاثة عوامل مستقلة عن المتغيرات الكلية وهي عبارة عن دراسة ميدانية تطبيقية خالية من التنظير.[24] مردودية السوق، مؤشر الرسملة البورصية /الأموال الخاصة، فرق الرسملة بين المؤسسات الكبيرة والصغيرة كمؤشر التصفية (الحجم، حجم المبادلات والتعاملات، الفرق بين سعر الشراء والبيع)

2-VII- نموذج J.Hamom & B.Tacquillat

أقر وجود منحة التصفية للمؤسسات ذات الرسملة الكبيرة وذات دلالة في المؤسسات ذات رسملة صغيرة.

$$K=r_f+B(Km-r_f)+\lambda.prime\ldots(17)$$

3--VII- نموذج Chaos

حسب هذا الباحث، فإنه ليس منطقيا تحديد نقطة المردودية وإنما نحول حولها صعودا وهبوطا من خلال دالته المعروفة بـ les fonctions chaotiques

$$V_n=4V_n-(1-V_{n-1})\ldots(18)$$

والشكل رقم (02) يبين دالة chaotiques.

VIII-بناء نموذج توازن الأصول المالية حسب نظرية ميلر.

يحاول النموذج إيجاد العلاقة بين المردودية المطلوبة للأصل المالي والخطر المنتظر المقاس بالمعامل β[25]،وتعطى العلاقة بالشكل الآتي:[26]

$$E(R) = r + \frac{\sigma_i M}{\sigma^2 M}[E(RM) - r] = r + \beta[E(RM) - r] \quad \ldots(26.3)$$

E(Ri):المردودية المتوقعة للأصل المالي i.

r:المعدل الخالي من الخطر.

E(r.m): المردودية المتوقعة للحافظة في السوق.

$\sigma_i M$:التباين المشترك لمردودية الأصل i ومردودية السوق.

$\sigma^2 M$ مستوى تباين السوق.

$$\beta = \frac{\sigma_i M}{\sigma^2 M} \ldots (19)$$

حسب نموذج MEDAF فإن مردودية الأصل المالي بدون الخطر r مرفوعة (معظمة=majouré) بمنحة الخطر حيث تتبع هذه الأخيرة(المنحة) مستوى الخطر $\beta = \frac{\sigma_i M}{\sigma^2 M}$ وسعر الخطر الناتج عن الفرق بين المردودية المتوقعة [E(RM)-r] والمعدل الخالي من الخطر.

VIII-1-شكل النموذج في حالة غياب الضرائب.[27]

$E(K_N)=r+\beta_N[E(RM)-r]$..... (20)

$E(K_E)=r+\beta_E[E(RM)-r]$..... (21)

من (28.3) و (29.3) يمكن استنتاج العلاقة بين β_E،β_N .

$$E(RM) - r = \frac{E(K_E) - r}{\beta_E} = \frac{E(K_N) - r}{\beta_N} \quad (22)$$

$$\beta_E = \beta_N \frac{E(K_E) - r}{E(K_N) - r} \quad \ldots. (23)$$

نلاحظ أن :

$$E(K_E) = \frac{E(X) - rD}{C}; E(K_N) = \frac{E(X)}{C} = \frac{E(X)}{V} \ldots (24)$$

C=V لأن المؤسسة خالية من الاستدانة.

$$\beta_E = \beta_N \frac{\frac{E(X) - rD}{C} - r}{\frac{E(X)}{V} - r} = \beta_N \frac{E(X) - rD - rC}{C} \cdot \frac{V}{E(X) - rV} \ldots (25)$$

$$\beta_E = \beta_N \frac{[E(X) - rV]V}{[E(X) - rV]C} = \beta_N \frac{V}{C} \quad \ldots (26)$$

$$\beta_E = \beta_N (1 + \frac{D}{C})$$

بتعويض قيمة β_E في المعادلة 2 نحصل على:

$$E(K_E) = r + [E(RM) - r][\beta_N \left(1 + \frac{D}{C}\right)] \quad \ldots (27)$$

$$E(K_E) = r + \beta_N [E(RM) - r] + \beta_N \, {}^{D}\!/_{C} [E(RM) - r]$$

أي الخطر الاستغلال مضاف إليه الخطر المالي.

وعليه فمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين هو :معدل العائد بدون خطر+منحة خطر الاستغلال+منحة الخطر المالي.

$$E(K_E) = r + \beta_N [E(RM) - r] + \beta_N \, {}^{D}\!/_{C} [E(RM) - r][1 - T] \quad \ldots (28)$$

وفيما يلي تطور منحة الخطر[28] في المؤسسات الأوربية. والشكل رقم (03) يوضح تطور منحة الخطر في أوروبا.

VIII-2-تحديد معدل المردودية.

طالما أن المساهمون، أحد الأطراف الهامة في المؤسسة، فإنه من البديهي أن تسعى هذه الفئة نحو الاهتمام بمعدل المردودية المطلوب على النحو الذي يخدم مصالحهم.[29]

يفترض النموذج رشادة المستثمرين، وتماثل المعلومات المتعلقة بالأسهم أمام المستثمرين وأن الأسواق كفؤة، حيث يسعى كل مستثمر إلى تعظيم العوائد عند مستوى محدد من الخطر، عن طريق تشكيل محفظة السوق، ويحاول النموذج ربط العلاقة بين السهم والسوق، لمعرفة العوائد المتأتية من السهم بدلالة معرفة خطر السهم،[30] وعليه فحسب مبدأ الرشادة فإن الهدف يكمّن في تدنية الخطر الكلي الذي يحتوي على الخطر النظامي (متغير)وخطر السوق (ثابت نسبيا).

$$K=R_f+\beta(Km-R_f)\ldots (29)$$

حيث يقيس معامل بيتا β درجة حساسية الورقة ،ويقيس أيضا خطر التنويع .

من المتفق عليه أن الورقة المالية (السهم)تستمد قيمتها السوقية من خلال التدفقات النقدية المتوقعة، والتي يتم تحيينها بالمعدل المفروض من قبل المساهمين أي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة (الأرباح الموزعة Dividende) لكن يمكن تسجيل بعض الانتقادات لهذا النموذج أهمها :

النموذج MEDAF ما هو إلا تطوير لنظرية المحفظة حيث أن الخطر قائم لا محال، ولكن يمكن تدنئته بفضل سياسة التنويع، ولكن إذا تم تنويع المحفظة بعدد كبير من الأوراق المالية (N)، يصبح الأمر أكثر تعقيدا، من حيث التطبيق والحساب. مما يعطي قياس خاطئ في حالة تذبذب أسعار الأوراق، في حين أن السوق ربما تكون مستقرة وليس فيها خطر، أي غياب العلاقة بين مردودية الورقة ومردودية السوق.

VIII-3-إشكالية تحديد المعدل الخالي من الخطر.

يفترض النموذج وحدانية معدل استحداث المعدل الخالي من الخطر خلال فترة الدراسة، وهذا ما يتنافى مع الواقع، فكل فترة لديها معدل خاص بها، الأمر الذي يجعل تطبيق ,MEDAF أمر صعب للغاية. وحسب" R.ROLl " تتشكل المحفظة من خلال كل الأصول التي يمكن اقتنائها ولا يمكن حصرها في الأوراق المالية فقط.و تبنى توقعات الورقة المالية على أساس توقعات الحافظة السوقية، وخطر الورقة، وليس من السهل مشاهدة هذه التوقعات، في حين أن التوقعات تبنى على أساس البيانات التاريخية ومدى تأثير المتغيرات، الاقتصاد الكلي وعلى هذا الأساس فهو نموذج تقديري يحسب المردودية المتوقعة على أساس الخطر المتوقع، لذا يستوجب حساب معامل بيتا β توقعي أيضا بدلا من التاريخي (لتفادي عدم التجانس،وعدم الاستقرار). والشكل رقم يوضح(04) مستوى معدل المردودية الداخليTRIبملايين الأورو.

VIII-4-نموذجَ Arbitrage Pricing Tehory APT

يفترض ROSS أن منحة الخطر يتحكم فيها عدة عوامل، بما فيها الاقتصادية وبالتالي منحة خطر الورقة تحسب كالآتي[31]:

$$R_j-R_f=b_1(r_{r1}-r_f)+b_2(r_{r2}-r_f)+b_n(r_{rn}-r_f)\ldots\ldots\ldots (30)$$

النموذج لا يعطي قائمة محدودة للعوامل ولكن دراسة الباحث اقتصرت على العوامل التالية:[32]

- تغير مؤشر الإنتاج الصناعي؛
- تغير معدل الفائدة الحقيقي في المدى القصير؛
- تغير معدل التضخم في المدى القصير؛
- تغير معدل التضخم في المدى الطويل؛
- والسؤال المطروح : ما هي المعاملات ؟
- ما هي قيمة المعاملات ؟

وإذا كانت قيمة $b=0$ فهل يعني انعدام منحة الخطر ؟

VIII-5- التجارب العالمية والجزائرية في مؤسسات رأس المال المخاطر.

VIII-5-1- مفهومها : تعد مؤسسات رأس المال المخاطر من أهم المؤسسات المعاصرة في التدعيم المالي والفني للمشاريع الاستثمارية [33]، لما لها من قدرة في تسيير المخاطر بأسلوب يضمن تحقيق أهدافها المرسومة.[34] أما النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر، فتنسب إلى الجنرال الفرنسي Doriot الذي أسس في أمريكا سنة 1946أول مؤسسة بخصوص هذا الشأن، تدعى American research and développement لغرض تمويل المؤسسات الناشئة في المجال الإلكتروني،أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل سنة 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر،لتمدد في عملية التوسع في جميع إرجاء العالم، واحتلت بذلك مكانة بالغة الأهمية في تمويل المؤسسات العصرية .

وفيما يلي مستوى معدل مردودية رأس المال الخطر في أوروبا خلال الفترة الممتدة من 1986 الى 2001، والشكل رقم(05) يوضح مردودية راس المال الخطر؛ الجدول رقم (03) يوضح بعض النسب المئوية لرأس المال الخطر.

عموما يعتبر نشاط هذا النوع من المؤسسات ضعيفا، مقارنة مع تداعيات اقتصاد السوق، لذا بات من الضروري على أن يأخذ بنك الجزائر على عاتقه مهمة إقامة مؤسسات الوساطة المالية المتخصصة في رأس المال الخطر –، في إطار مشروع إصلاح المنظومة المصرفية– نظرا لندرة هذا النوع، وعلى سبيل المثال مؤسسة Finalep و مؤسسة Sofinance، كما أنها لا تتحلى بروح مخاطرة كافية، حيث نأخذ على سبيل المثال مؤسسة Sofinance التي تأسست بتاريخ 2002/01/09 لا تتجاوز نسبة مساهمتها 35%من رأس المال الشركة، وهو نسبة زهيدة فضلا عن اقتصارها في تمويل أنشطة محدودة في الصناعات التحويلية: للمواد الغذائية، صناعة الألبسة، وتحويل الخشب، واستغلال الثروات المنجمية، مع العلم أن قطاع الصناعات التحويلية قطاع واعد في الجزائر، ودرجة المخاطرة فيه ضعيفة، وأن نسبة الإقبال علية ضعيفة هي الأخرى حسب إحصائيات مؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

قد تواجه مؤسسات رأس مال خطر عدة صعوبات، كانخفاض مستوى الإيرادات، أو التذبذب في السيولة، أو ارتفاع معدل المخاطرة، لذا بات على الحكومة تشجيع ومساندة هذا القطاع بالطرق المباشرة وغير المباشرة.

التدعيم غير المباشر: وتتمثل في مدى نجاعة الشروط الكيفية والتنظيمية والحوافز الضريبية، ومدى بساطة وسهولة اللوائح والتنظيمات الصادرة عن المشرع بخصوص هذا الشأن.

التدعيم المباشر : ويتخذ أشكالا عديدة منها[35]:

التمويل المباشر للمشروعات، يكتسي دور تدخل الدولة بحصة في المشروع بُعد معنوي وبُعد مالي في آن واحد في النهوض بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة، كما هو الشأن في التجربة الألمانية حول مساهمة الدولة رؤوس أموال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة النشطة في القطاع التكنولوجي، وتجربة الحكومة المصرية في سنة 1991 في تمويل المشروعات الناشئة للصندوق الاجتماعي للتنمية، والتجربة الفرنسية سنة 1996 في نفس الإطار من خلال إنشاء صناديق عامة أو مشتركة لرأس المال الخطر: ولا يهم إن كانت هذه الصناديق عامة أو خاصة بقدر ما يهم تفعيل دورها ودفع حركة التنمية ومن أمثلة ذلك:

- الصناديق التي تم إنشائها في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1957؛
- الصناديق التي تم إنشائها في ألمانيا سنة 1995؛
- الشركة البلجيكية العامة لتسير الصناديق التي أنشأت سنة 1980؛
- الصندوق الأوروبي للاستثمار الذي أسس من قبل المجموعة الأوروبية سنة 1994 إلى جانب التجارب الفرنسية كتأسيس الوكالة الوطنية للابتكار ،ولا يتوقف الأمر عند حد التمويل فقط بل يتجاوز أحيانا ذلك ليأخذ شكل المساهمة في رأس المال كما هو الحال بالنسبة للصندوق الفرنسي لرأس المال المخاطر الذي أسس سنة 1998.

VIII-5-2- دور بقية الأعوان الماليين في الاقتصاد،

إلى جانب ما تقدم تلعب هذه الفئة دورا حاسما في عملية التفعيل كصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي ،وشركات الأمين....الخ، نظرا للحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة ولكون أن السوق التقليدي للتمويل لا يرضى بالمجازفة في التمويلات الخطرة[36] فضلا عن عدم كفاية مورد مؤسسات رأس المال الخطر بمفرده لحاجات التمويل من جهة أخرى، فإن مساهمة الحكومة قد تكون لها اثر ايجابي في هذا المضمار.

VIII-5-3- التوجهات الجديدة بخصوص سياسة التمويل.

حسب" IVO Welth" يعتبر بنية الهيكل المالي في المؤسسة كنتيجة محققة، وليست نتيجة لتدنيه الضرائب أو تدنية تكلفة رأس المال، وليست نتيجة لجهود المسيرين المطّلعين على قدر كاف من المعلومات حول السوق مقارنة بالمستثمرين، أو نتيجة للتوقيت المميز timing astucieuxلرفع أو خفض رأس المال وإنما هو نتاج لجهود المدراء الماليين[37] l'inertie des directeurs financiers ، ويعزز أفكاره" Ivo " بدراسة قام بها في الولايات المتحدة الأميركية، خلال فترة 1962-2000 للمؤسسات المسعرة، التي قامت برفع رأسمالها، موضحا ذلك بمؤشر الرفع المالي، و القيمة السوقية للديون إلى رأس المال، لم يعطي أي دلالة أو تفسير حول تعديل الأسهم والأرباح الممولة بالمديونية.

وحسب الباحث فإنه من غير الممكن، استهداف هيكل مالي بأسلوب معين، ذلك أن الهيكل المالي ليس بمقدوره التحكم في تذبذب وتقلب أسعار الأسهم، وإنما يجب تصور المؤشرات التي تحافظ على سلامة الهيكل المالي لمجابهة التذبذبات من خلال تحديد أدنى مستوى للتنقيط،niveau de notation de la dette minimumأي النسبة : الديون/EBE حتى تتمكن المؤسسة من تحقيق أدنى مستوى لتغطية المصاريف المالية من خلال نتيجة الاستغلال.

IX-خلاصة واستنتاجات الفصل

منذ ظهور العمل الرائد للعالمين "**مودغلياني وميلر**" سنة 1958 ظهرت عدة نظريات تحاول تفسير الهيكل المالي، الأمر الذي أقام، ولا يزال جدل بين العلماء والممارسين في حقل الإدارة المالية، حول ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان هيكل التمويل يؤثر على قيمة المؤسسة من عدمه، ولم تستطع أية نظرية أن تحوز الإجماع على تفسير كل جوانب المسألة سواء على المستوى النظري أو المستوى العملي من خلال نتائج الدراسات التطبيقية، فمن وجهة نظر حول علاقة الهيكل المالي بكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وخلصا الى عدم تأثير الهيكل المالي على تكلفة الأموال ومن ثم فلا يؤثر على قيمة المؤسسة[38].

لكن التقليديون انتقدوا بشدة نظرية" ميلر وأثبتوا"، عدم واقعية الافتراضات التي بنيت على أساسها النظرية المالية وأن الدراسات التطبيقية أثبتت عكس ذلك ومن أهمها : Wippern(1966),Barges(1963),Weston(1963)

و الواقع أن القيمة العملية لأبحاث "ميلر" لا تكمن في النتيجة المتوصل إليها، بقدر ما تكمن في الافتراضات التي وضعها، والتي على ضوئها بيّنت للباحثين فيما بعد، العوامل والمتغيرات التي يجب الاهتمام بها لفهم سلوك الهيكل المالي، لذا فإن جميع النظريات التي جاءت بعد ذلك، ما هي إلا نتاجا لإسقاط تلك الافتراضات، ولعله من المثير في هذا الشأن أن بداية ذلك جاء على يد "مدغلياني وميلر"، اثر المقال التصحيحي لسنة 1963 والذي يعتبر بمثابة التفسير العلمي السليم لنظرية الهيكل المالي الأمثلي، حيث كان عنصر إدخال الضرائب يؤثر في قيمة المؤسسة من خلال الوفرات الضريبية، وأيد هذا الطرح دراسة Masulis، لكن هناك من يرى غير ذلك ولا يؤيد الطرح: مثل :Barclay(1995),Davis(1987),Kin+Sorensen(1986),Givoly'1982.

على اثر المقال التصحيحي لسنة 1963، بشأن إيضاح الأثر الضريبي للفوائد على قيمة المؤسسة، قام العديد من العلماء بافتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الفشل المالي كأثر سلبي على الاقتراض (Baxter(1967، وبذلك تمت صياغة نظرية هيكل التمويل الأمثل بحيث يمكن أن يكون هيكل مالي أمثلي لكل مؤسسة **يتحدد ،عن طريق التوازن بين العائد الحدي للوفر الضريبي مع التكلفة الحدية للفشل المالي**، وتم إثبات النظرية[39]على يد الكينزيين منهم Kraus & Linzenberger(1973),Baxer(1967),Altman(1984).

أما في سنة 1976 أسقط الباحثان" Jensen& Mekling" افتراض تماثل دالة هدف الملاك والدائنين، وتوصلا إلى وجود تكلفة وكالة للديون، تلعب دورا هاما في قرار التمويل، وبظهور تكلفة الوكالة للديون تأخذ المتغيرات المفسرة للهيكل المالي، أصبح هيكل التمويل الأمثل **يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الفشل المالي وتكلفة الوكالة معا**، وأيد هذا الرأي كل من Bradley & Al (1984),Long & Malitz (1985),Kin & Sorensen (1986),Chung(1993) Barclay & Al (1995).

أما في سنة 1977 قام"ROSS " بإسقاط افتراض تماثل المعلومات، واعتبر أن لدى المديرين داخل المؤسسة معلومات أكثر مما لدى المستثمرين، ومن هنا فإن المديرين يستخدمون القرارات المالية (قرار التمويل)، لإرسال إشارات نحو السوق، وتوقع ROSS زيادة الرافعة المالية عن طريق إصدار سندات جديدة، يعتبرها المستثمرون في السوق كأخبار وصوَر سارة، بمعنى أن المؤسسة قوية، والفرص المستقبلية متاحة، مما يعمل على ارتفاع أسعار الأسهم العادية للمؤسسة.

وفي سنة 1984توصل" مايرز-Myers" إلى نظرية مفادها: الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، حيث يستحسن التمويل الداخلي (أرباح، محتجزة) على التمويل الخارجي (ديون واسهم عادية)، وإذا استدعى الأمر للتمويل الخارجي فيستحسن الأسهم العادية .

X-ملحق الجداول والأشكال.

الجدول رقم (01) يلخص أساليب تقدير تكلفة تمويل الهيكل المالي.

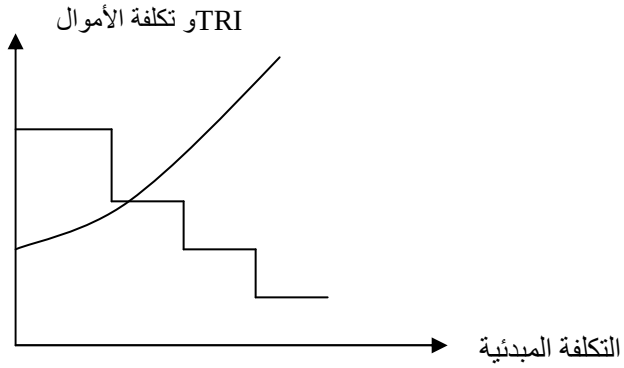
G	F	E			D	C	B	A
	التكلفة	النسبة المئوية			القيمة المستهدفة	القيمة السوقية	القيمة الدفترية	الهيكل المالي
PE1	P1	V"1/ΣV"i	V'1/ ΣV'i	V1/ ΣVi	V"1	V'1	V1	سندات
PE2	P2	V"2/ΣV"i	V'2/ ΣV'i	V2/ ΣVi	V"2	V'2	V2	أسهم ممتازة
PE3	P3	V"3/ΣV"i	V'3/ ΣV'i	V3/ ΣVi	V"3	V'3	V3	أسهم عادية
PE4	P4	V"4/ΣV"i	V'4/ ΣV'i	V4/ ΣVi	V"4	V'4	V4	أرباح محتجزة
Tc=ΣPEi		V"5/ΣV"i	V'5/ ΣV'i	V5/ ΣVi	ΣV"i	ΣV'I	ΣVi	

الجدول رقم (02) يبين انتقال التمويل من المديونية إلى التمويل بالأسهم في الأسواق المالية الأوروبية

	Europe	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
Dispersé	37%	10%	26%	14%	13%	63%
Familial	44%	65%	56%	65%	60%	23%
Etat	4%	6%	4%	5%	10%	0%
Autre entreprise cotée	2%	4%	2%	4%	3%	1%
Institution financière	9%	9%	12%	11%	12%	9%
Actionnariat croisé	1%	3%	0%	1%	1%	0%
Autres	3%	3%	0%	0%	1%	3%
Par taille d'entreprises						
% d'entreprises cotées dont l'actionnariat est dispersé	Europe	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
20 plus importantes	45%	45%	45%	60%	35%	90%
50 moyennes	29%	10%	34%	14%	8%	65%
50 plus petites	25%	14%	36%	8%	14%	42%

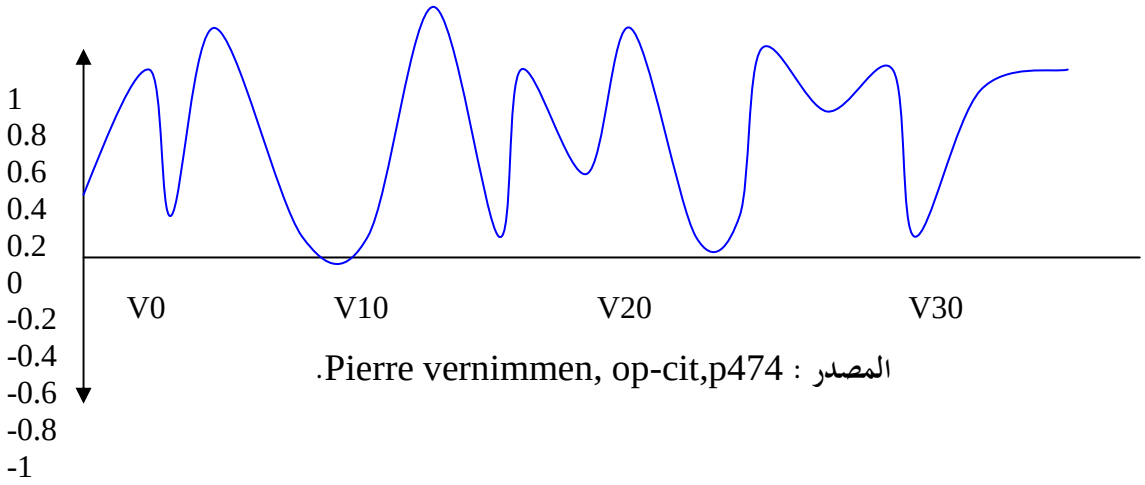
المصدر: Pascal quiry et yann le fur, la lettre virnemmen.net,N° 21,juillet 2003

الشكل رقم (01) يوضح أسلوب التسعير الحدي لتكلفة رأس المال.



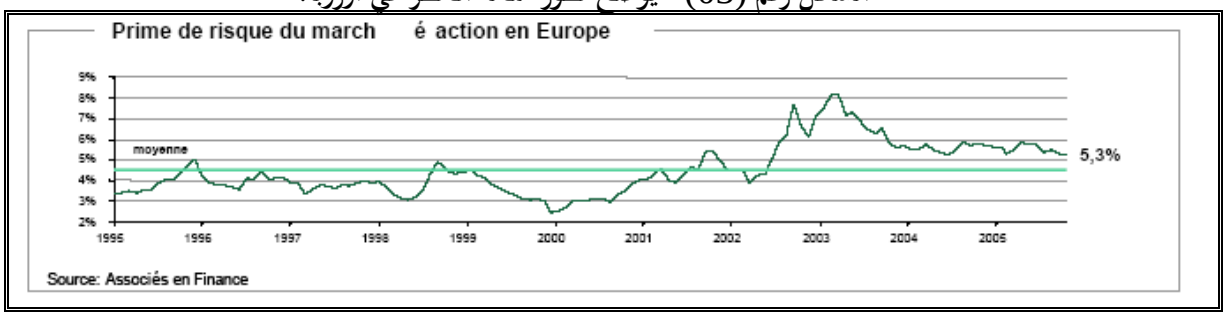
المصدر منير إبراهيم هندي،مرجع سبق ذكره ص 603.

الشكل رقم(02) يبين دالة chaotiques.



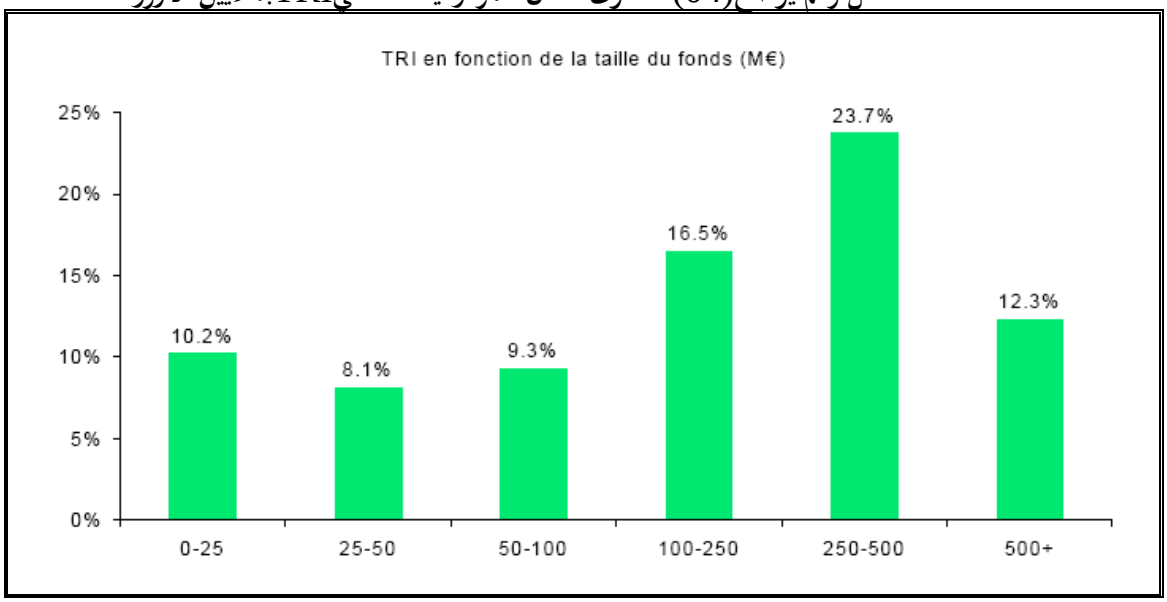
المصدر : Pierre vernimmen, op-cit,p474.

الشكل رقم (03) يوضح تطور منحة الخطر في أوروبا.



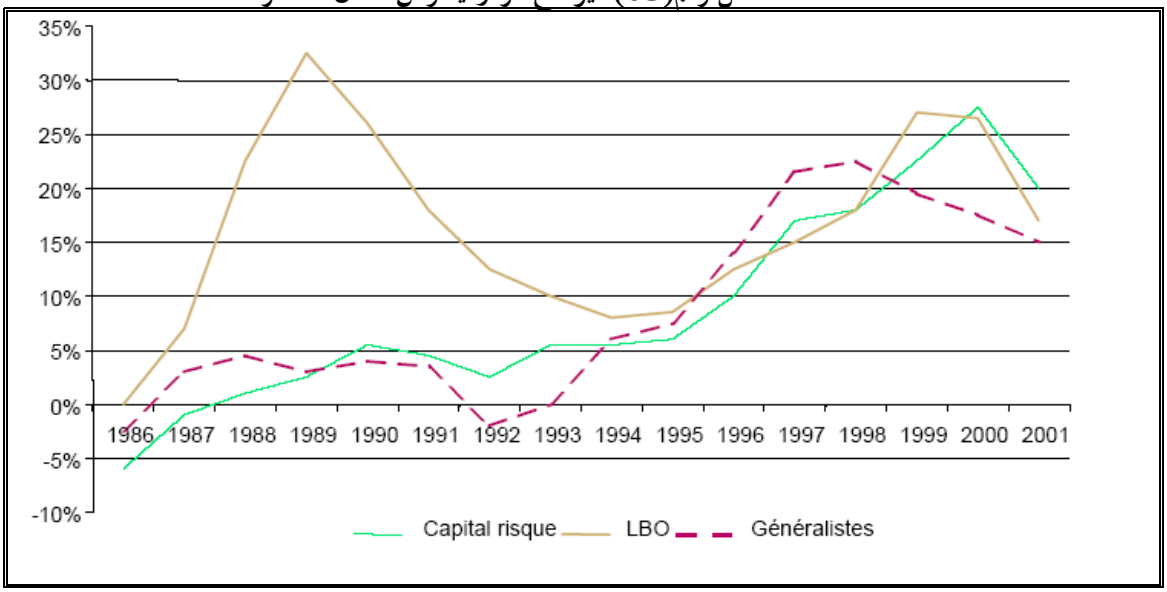
المصدر : Pascal quiry et yann le fur, la lettre virnemmen.net,N° **43**, Décembre 2005

الشكل رقم يوضح(04) مستوى معدل المردودية الداخليTRIبملايين الأورو



المصدر : Pascal quiry et yann le fur, la lettre virnemmen.net,

الشكل رقم(05) يوضح مردودية راس المال الخطر



المصدر: WWW.VERNIMMEN.NET

الجدول رقم (03) يوضح بعض النسب المئوية لرأس المال الخطر.

Fonds investis en	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Capital risque	-3.0%	16.3%	19.8%	14.7%
LBO	1.0%	19.1%	15.4%	14.4%
Fonds généralistes	-14.4%	18.6%	14.9%	14.1%
Moyenne des fonds de private Equity	-3.6%	18.2%	16.5%	14.4%
Indice boursier Européen	-21.2%	-2.3%	5.6%	8.8%

المصدر :WWW.VERNIMMEN.NET

XI-الإحالات والمراجع :

[1] Pierre vernimmen, FINANCE d'entreprise,5ème ed.,Dalloz, paris 2002.,p674.

[2]محمد عبده محمد مصطفى،نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر،رسالة دكتوراه فلسفة إدارة الإعمال،كلية التجارة بمصر،1997.، ص.ص.21-32.

[3] الوفرات الضريبية والوفر الضريبي للفوائد بدائل تامة.

[4] هناك ارتباط بين الإستثمار وبين زيادة الوفرات الضريبة وبين زيادة الدخل.

[5]نفس المرجع ،،ص311.

[6]منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية ،مدخل تحليلي معاصر ،ط5،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية 2003.م،ص، 666,

[7] samira rifki,Abdessadeq sadq,un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises,in la revue du financier, N°131,pp.10-27.

[8]يتوقعون عدم استرداد مستحقاتهم كاملة في تاريخ التصفية،

[9] Christoph Mossu ; Endettement, Accord implicites et capital organisationnel : vers une théorie organisationnelle de la structure financière, in Cahiers de recherche Group ESC (Paris), N°99-145,1999

[11]براق محمد بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر،رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ،غير منشورة ،جامعة الجزائر1998-1999،ص87.

[12]شمعون شمعون ،مرجع سبق ذكره،ص ص 101-105 (بتصرف).

[13]قدي عبد المجيد،مرجع سبق ذكره،ص12-15.

[14]من حيث المنتجات (بورصة السلع،الخدمات الأفكار) من حيث الزمن (عمليات حاضرة ،عقود آجلة)،من حيث التعامل الجغرافي (محلية ،دولية) من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي (رسمية ،غير رسمية).

[15]نفس المرجع ، ص182.

[16] Emmanuel TCHEMENI,L'EVALUATION DES ENTREPRISES, 3ème ed. , que sais-je ?,P.U.F,paris,1994,P40

[17] Pascal quiry et yann le fur, la lettre virnemmen.net,N° 21,juillet 2003

[18]منير إبراهيم هندي ،مرجع سبق ذكره،،ص591.

[19]دادن عبد الغني وشعوبي محمود فوزي،المؤسسة الاقتصادية بين خيار التمويل المصرفي والتمويل البورصوي في ظل الإصلاح المصرفي و حداثة السوق المالي، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على ألاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية-يومي 22/21 نوفمبر 2006بجامعة محمد خيضر بسكرة

[20]محمد عبده محمد مصطفى،مرجع سبق ذكره،ص ص 21-30.

[21]محمد عبده محمد مصطفى،مرجع سبق ذكره،ص 21.

[22]وهذا ما يؤكد وجهة نظر MMفي انعدام العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة التمويل وقيمة المؤسسة.

[1]نتقد وقال بأن المخاطرة متغيرة، هناك شركات طاقة تعمل بالبترول وأخرى بالطاقة النووية وأخرى بالفحم !!!

[24] Pierre vernimmen, op-cit,pp471-475.

[25]محمد صالح الحناوي،أساسيات الاستثمار في بورصة الوراق المالية،،الدار الجامعية،1997 ،ص286

[26] Revu financier ,samira riki opcit; p11.

[27] Jean Barreau jacqueline delahaye,Op-cit, ,p157.

[28] Pascal quiry et yann le fur, la lettre virnemmen.net,N° 43,Décembre2005

[29] جاء نتيجة لأبحاث خلال فترة الستينات على يد كل منHarry Markowitz,William sharp,Jona Lintner,Jack Treynor

CAPM Capital Assert Pricing Modèl بالإنجليزية

[30] Franck Bancel , Franck Ceddahan ; Vers une prime de risque unique ?, in Cahiers de recherché Group ESC(Paris),N°99-143.

[31] Emmanuel TCHEMENI,op-cit,p55.

[32] Pierre vernimmen, op-cit,pp471-475.

[33] وتمتد الجذور التاريخية لأصل هذا النوع من المؤسسات إلى العالم اليوناني Thalès de Milet مؤسس علم الهندسة ، الذي تبنى أول مشروع زراعي والممتثل في استخرج الزيت من الزيتون بفضل القروض، التي ساعدته على ذلك ،واعتبر أصحاب السيولة مقرضين مخاطرين، وتكرر هذا الأسلوب مع الرحلات الإسبانية والبرتغالية الى العالم الجديد خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر ميلادي ،حيث مول الرأسماليون المخاطرون البحارة بسفن مجهزة.

[34] خوني رابح و حساني رقية،آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة التدريبية حول : تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية،24-27 ربيع الأول 1424هالموافق لـ 25-28 مايو 2003م

[35] خوني رابح و حساني رقية،مرجع سبق ذكره.

[36] انظر فقرة تمويل المؤسسات بين خيار المصرف والبورصة

[37] Pascal quiry et yann le fur, la lettre virnemmen.net,N° 21,juillet 2003.

[38] Pierre vernimen p678

[39] لكن يرى خلاف ذلك كل من :Warner(1977),Any(1982)