

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطروحة بيداغوجية

بعنوان:

تمويل المؤسسة

مقدمة إلى طلبة السنة الأولى ماستر

- اقتصاد وتسيير المؤسسة -

من إعداد

الدكتورة: مواهي بخرية

2023/2022

فهرس

الصفحة	العناوين
01	مقدمة عامة.....
03	الفصل الأول: أساسيات تمويل المؤسسة
04	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المؤسسة.....
04	1. تعريف المؤسسة.....
09	2. محيط المؤسسة.....
12	3. الأشكال القانونية للمؤسسة.....
18	المبحث الثاني: ماهية ومهام وظيفة التمويل.....
18	1. تعريف التمويل.....
18	2. خصائص وأهداف وظيفة التمويل.....
19	3. المهام الأساسية لوظيفة التمويل.....
33	المبحث الثالث: السياسة المالية للمؤسسة.....
35	1. مفهوم السياسة المالية.....
35	2. أهداف السياسة المالية ومكانتها في المجال المالي.....
36	3. متغيرات السياسة المالية.....
50	4. أنواع السياسات المالية.....
52	الفصل الثاني: مصادر تمويل المؤسسة
55	المبحث الأول: التمويل المصرفي.....

55	1. تعريف التمويل المصرفي وأهميته.....
55	2. ضوابط منح التمويل المصرفي.....
57	3. مبادئ التمويل المصرفي.....
59	المبحث الثاني: التمويل عن طريق حقوق الملكية.....
59	1. التمويل عن طريق رفع رأس المال نقدا.....
62	2. التمويل البورصي.....
72	3. التمويل بالأموال الخاصة وأشباه الأموال الخاصة.....
76	المبحث الثالث: التمويل عن طريق الاقتراض الطويل الأجل.....
76	1. بالسندات.....
79	2. التمويل عن طريق القروض المصرفية الطويلة الاجل.....
79	3. التمويل التأجيري (القرض الإيجاري).....
82	المبحث الرابع: الاقتراض قصير الأجل.....
82	1. ارتباط الاقتراض القصير الاجل بدورة الاستغلال.....
83	2. قروض الاستغلال من حيث موضوع التمويل.....
84	3. قروض الاستغلال من حيث مصدر التمويل.....
98	المبحث الخامس: مساهمة الدولة في التمويل.....
99	1. الإعانات المالية التي تمنحها الدولة.....
99	2. أشكال الإعانات الاقتصادية التي تمنحها الدولة.....
101	الفصل الثالث: تكلفة التمويل والهيكل المالي
102	المبحث الأول: تكلفة التمويل.....

102	1. تعريف تكلفة التمويل.....
102	2. طرق ومناهج حساب تكلفة التمويل.....
108	3. التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال CMPC.....
111	المبحث الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة، محدداته والعوامل المؤثرة فيه.....
111	1. تعريف الهيكل المالي.....
113	2. العوامل المؤثرة في الهيكل المالي.....
114	4. العوامل المحددة للهيكل المالي.....
119	3. القيود المتحكمة في قرار التمويل.....
121	المبحث الثالث: الهيكل المالي الأمثل.....
121	1. مفهوم الهيكل المالي الأمثل.....
122	2. المدخل التقليدي ونموذج مودكلياني وميلر في تفسير الهيكل المالي الأمثل.....
126	3. تحديد تكلفة الهيكل المالي الأمثل.....
134	قائمة المراجع.....

نسأل الله بأن يكون هذا العمل نافعاً لطلبتنا الكرام

مقدمة

باعتبار أن المؤسسة هي النواة الأولى لبناء اقتصاد قوي، فإنها تحتاج إلى توفير العديد من الوسائل والامكانيات والعناصر المادية والمالية والبشرية والبيت من شأنها المضي قدما نحو تحقيق اقتصاد مستدام، ولعل أهم هذه العناصر هو " المال " والذي يمكن اعتباره بمثابة الوقود الذي يغذي عمليات المؤسسة بمختلف أشكالها وعلى مختلف مستوياتها.

وبالنظر إلى أهمية هذا المورد في حياة المؤسسة، فقد ظهرت الحاجة إلى ضرورة وجود وظيفة مستقلة بحد ذاتها تتولى إدارة وتسيير الأموال داخل المؤسسة، وحتى أبعد من ذلك كيفية الحصول عليها، وقد كانت الوظيفة المالية كفيلة بهذا الغرض، حيث احتلت مكانة بارزة وأهمية بالغة ضمن الهيكل المالي للمؤسسات على مر الأزمنة وعلى اختلاف أحجامها ونشاطاتها والقطاعات التي تنشط فيها.

إن درجة تعقيد محيط المؤسسة الداخلي والخارجي على حد سواء، جعل من عملية تسيير الموارد المالية للمؤسسة ليس بالمهمة السهلة، خاصة في ظل عدم استقرار البيئة المالية لها على الصعيدين المحلي والدولي بفعل توالي الأزمات المالية العالمية، هذا من جهة، ومحاولة المؤسسة نفسها الموازنة بين عائد هذه الاموال وعنصر المخاطرة المترتب عن الحصول عليها واستخدامها، وهو الأمر الذي ترتسم معه ملامح السياسة المالية التي لا بد ان تنتهجها المؤسسة، من جهة أخرى، كل ذلك استوجب معه تخصيص وظيفة أخرى كفيلة ليس فقط بإدارة الأموال، ولكن كيفية الحصول عليها في الوقت المناسب والحجم المناسب واللازم لتمويل استثمارات المؤسسة وانشطتها الاستغلالية أو حتى عملياتها المالية، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة، هذه الوظيفة هي وظيفة التمويل.

أعدت هذه المطبوعة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة المسجلين في ميدان العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، شعبة علوم اقتصادية، حيث تلخصت الأهداف التعليمية لهذه المطبوعة فيما يلي:

- التعرف على مختلف مصادر التمويل؛
- التعرف على احتياجات المؤسسة وكيفية تمويلها؛
- التعرض للمدخل الكمي وفقا لنموذج قوردن وشابيرو في حساب تكاليف الاموال المستخدمة؛
- التعرف على المخاطر المرتبطة بالتمويل وكيفية حسابها؛
- تناول بعض النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل؛

يتضح من خلال هذه الأهداف التعليمية أن أساس وظيفة التمويل هو الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة في السوق، وهو الأمر الذي يستوجب الحرص عند اتخاذ قرار اختيار أنسب مصادر التمويل.

وبغرض الإلمام بمختلف جوانب هذه المطبوعة والوصول بالطالب إلى مرحلة فهم واستيعاب أساس وظيفة التمويل ألا وهو الهيكل المالي الأمثل، فقد تم تقسيم المطبوعة إلى ثلاثة فصول، تضمن الفصل الأول أساسيات هامة حول التمويل ووظيفة التمويل داخل المؤسسة، تلخصت في التعريف أولاً بالمؤسسة نفسها وبأشكالها القانونية باعتبار العلاقة الموجودة بين الشكل القانوني وطبيعة التمويل ومصادر الحصول عليه، كما تضمن هذا الفصل بطبيعة الحال التعريف بالوظيفة المالية ومختلف مهامها الأساسية، ناهيك عن السياسة المالية التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالهيكل المالي للمؤسسة في ظل مفهوم الرفح المالي.

أما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة مختلف مصادر وطرق التمويل، سواء التمويل بالأموال المملوكة أو المقترضة، الطويلة أو القصية الأجل، في حين خصص الفصل الثالث لتسليط الضوء على تكلفة التمويل والهيكل المالي وذلك من خلال استعراض مختلف الطرق التي تمكن من تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وكذا تكلفة توليفة الأموال المستخدمة في التمويل وهي التكلفة الوسيطة المرجحة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى دراسة الهيكل المالي من خلال التعرض لاهم المفاهيم المرتبطة به، والنظريات المفسرة له، والعوامل المؤثرة فيه، بالإضافة إلى التعرف على كيفية تحديد تكلفة الهيكل المالي الأمثل.

الفصل الأول

أساسيات تمويل المؤسسة

- مفاهيم أساسية حول المؤسسة
- ماهية التمويل ووظيفة التمويل
- السياسة المالية للمؤسسة

I- مفاهيم أساسية حول المؤسسة**1- تعريف المؤسسة**

المؤسسة هي كل هيكل تنظيمي اقتصادي مستقل ماليا، في إطار قانوني واجتماعي معين، يتم فيه دمج عوامل الإنتاج من أجل إنتاج أو تبادل السلع والخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، أو القيام بكليهما معا (انتاج وتبادل) بغرض تحقيق نتيجة ملائمة وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه، وتبعا لحجم ونوع نشاطه.

كما أن المؤسسة هي وحدة اقتصادية تجمع وتتسق فيما بينها العناصر البشرية والمادية والمالية للنشاط الاقتصادي.

ويعرفها بودن BAUDIN بأنها مكان التنسيق بين عوامل الإنتاج حيث يكون المقاول او المنظم هو المنسق وروح المشروع.

وهكذا توالى التعريفات وتطورت باستمرار لتركز كذلك على الجوانب القانونية والسياسية والثقافية للمؤسسة الاقتصادية، وعلى العموم يمكن ان نعتد على التعريف التالي:

المؤسسة هي كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني اجتماعي معين هدفه دمج عوامل الانتاج من أجل انتاج وتبادل السلع والخدمات مع اعوان اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق نتيجة ملائمة وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي توجد فيه وتبعا لحجم ونوع النشاط. وعليه، فإن المؤسسة هي نظام اقتصادي مستقل ماليا يجمع بين عناصر مادية، مالية وبشرية وذلك بهدف إنتاج سلع أو خدمات وتبادلها في السوق بغرض إرضاء المستهلك وتحقيق نتيجة ملائمة (أرباح)، وذلك ضمن شروط اقتصادية تختلف بحسب الزمان والمكان، هذا من جهة وتبعا لحجم ونوع النشاط من جهة أخرى، دون تجاهل التأثير مزدوج الاتجاه للمحيط اتجاه المؤسسة باعتبارها نظاما مفتوحا.

2- أهداف المؤسسة

تؤدي المؤسسة أدوار عديدة داخل محيطها وهي كنظام اقتصادي تسعى إلى تحقيق عدة أهداف منها:

1-2 الأهداف الاقتصادية**1-1-2 تحقيق الربح**

يعتبر تحقيق الربح المبرر الأساسي لوجود المؤسسة لأنه يسمح لها بتعزيز طاقتها التمويلية الذاتية الي تستعملها في توسيع قدراتها الإنتاجية وتطويرها أو على الأقل الحفاظ عليها وبالتالي الصمود امام منافسة المؤسسات الأخرى والاستمرار في الوجود، كما أن تحقيق الربح يعني كذلك ان المؤسسة قادرة على تعويض

ومكافأة كل المتعاملين الاقتصاديين والاجتماعيين الذين شاركوها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في نشاطها مما يعزز من ثقتهم فيها وتشجيعهم على مواصلة التعامل معها ومن هؤلاء نجد على الخصوص:

المستخدمون: الذين يتحصلون بالإضافة إلى أجورهم على جزء من الربح المحقق بشكل استقادات مالية.

المقرضون: الذين يسترجعون قروضهم بعوائد في الآجال المتفق عليها.

الدولة: التي تقتطع مصالحتها مختلف الرسوم والضرائب

الشركاء: الذين يستفيدون من أرباحهم من خلال حصصهم وأسهمهم.

2-1-2 تلبية حاجات المجتمع

عندما تقوم المؤسسة ببيع إنتاجها بهدف تحقيق الربح فإنها تلبية بنفس المناسبة الحاجيات الإستهلاكية للمجتمع.

3-1-2 عقلنة الإنتاج

أي الإستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجياتها من خلال التخطيط المحكم والدقيق للإنتاج والتوزيع ثم مراقبة تنفيذ الخطط والبرنامج وذلك بهدف تفادي الوقوع في المشاكل الإقتصادية والمالية والإفلاس في آخر المطاف نتيجة لسوء إستعمال عوامل الإنتاج.

2-2 الأهداف الإجتماعية الثقافية

وتتمثل على الخصوص فيما يلي:

- ضمان مستوى معيشة الأفراد.
- توفير تأمينات ومرافق إجتماعية لهم.
- الدعوة إلى تنظيمهم وتماسكهم.
- التأثير في الأنماط والمعدات الإستهلاكية للمجتمع بواسطة سلع جديدة والإستعمال وغير ذلك.
- العمل على تكوين المستخدمين بإستمرار ورفع مستوياتهم الثقافية.
- توفير وسائل الترفيه والراحة

3-2 الأهداف التكنولوجية

تعتبر المؤسسة من أهم مصادر التطور التكنولوجي الذي لعب من جهته دورا أساسيا في دفع عجلة التطور الحضاري للبشرية ويتضح ذلك من خلال مايلي:

- البحث والتنمية: وهي العملية التي تعمل على تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية إذ أصبحت الكثير من المؤسسات تهتم بتخصيص إدارة أو مصلحة كاملة تتكفل بهذه العملية وترصد لها أموالا طائلة، وذلك

بالتنسيق مع العديد من الهيئات والمؤسسات الأخرى مثل الجامعات، مؤسسات البحث العلمي، ومؤسسات أخرى.

3- خصائص المؤسسة ووظائفها

3-1- خصائص المؤسسة

تتصف المؤسسة الاقتصادية بالخصائص التالية:

- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث الحقوق والصلاحيات أو من حيث واجباتها، إذا فالمؤسسة الاقتصادية شخص معنوي له حقوق وواجبات مثل الشخص الطبيعي؛
- القدرة على الإنتاج وأداء الوظيفة التي أسست من أجلها؛
- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء، الشيء الذي يستلزم حد الأدنى من الأموال الخاصة؛
- قدرة المؤسسة على التكيف مع التغيرات التي تحدث في البيئة؛
- التحديد الواضح للأهداف والبرامج وأساليب العمل، فيجب على المؤسسة أن تضع أهدافا تسعى إلى تحقيقها، قد تكون أهداف تتعلق بكمية ونوعية الإنتاج وبتحقيق رقم أعمال معين، أو بزيادة حصتها السوقية؛
- يجب على المؤسسة أن تكون مواتية للبيئة التي توجد فيها، فإذا كانت ظروف البيئة ملائمة فهنا تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف، وفي حالة العكس يمكن أن تواجه المؤسسة عراقيل أو بعض الصعوبات.

3-2 وظائف المؤسسة

لقد ظهر مفهوم الوظيفة في بداياته في أعمال هنري فايول الذي حدد عددا من الوظائف في المؤسسة ، ووضع لكل منها أهدافا وكيفية حركتها ، والوظيفة هي مجموع ما يكلف به الفرد من مهام أو أعمال في إطار مسؤولياته والسلطات المعطاة في منصبه، وهذا المفهوم يتم تحديده من خلال تحليل ودراسة المناصب ووظائفها بمختلف المستويات بالمؤسسة في إطار التنظيم، وكذلك في إطار الهيكل البشري للمؤسسة والوظيفة، بمعنى آخر فيحدد عند تجميع عدد من المهام والمناصب تؤدي دوراً معيناً ومنفصلاً إلى حد ما عن باقي الأدوار في المؤسسة ، كما قسم فايول وظائف المؤسسة إلى:

- الوظيفة التقنية: كإنتاج، تصنيع، تحويل.
- الوظيفة التجارية: شراء، بيع، تبادل.
- الوظيفة المالية: البحث عن الأموال وتسييرها.
- وظيفة الأمن: حماية الممتلكات والأشخاص.
- وظيفة المحاسبة: الجرد، الميزانية، إحصائيات... إلخ.
- الوظيفة الإدارية: التنبؤ، تنظيم، قيادة، تنسيق، مراقبة... إلخ.

4- تصنيف المؤسسة الإقتصادية

تتعدد تصنيفات المؤسسة الإقتصادية تبعا لمقاييس محددة ومتنوعة نبينها فيما يلي:

4-1 تصنيفات المؤسسات الإقتصادية حسب المعيار القانوني

المؤسسات الفردية: هي المؤسسات التي يمتلكها شخص واحد، ولهذا النوع من المؤسسات عدة مزايا منها:

- صاحب المؤسسة هو المسؤول الأول والأخير عن نتائج أعمال المؤسسة؛

- صاحب المؤسسة هو الذي يقوم لوحده بإدارة وتنظيم وتسيير المؤسسة

ولهذا النوع من المؤسسات أيضا عدة عيوب نذكر منها:

- قلة رأس المال وهذا ما دام صاحب المؤسسة لوحده يمدّها بعنصر رأسمال.

- صعوبة الحصول على القروض من المؤسسات المالية.

- قصر وجهة النظر وضعف الخبرة لدى المالك الواحد، مما يعرض المؤسسة لمشاكل فنية وإدارية.

- مسؤولية صاحب المؤسسة غير المحدودة فهو مسؤول عن كافة ديون المؤسسة.

الشركات: وهي مؤسسات تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر، يلتزم كل منهم بتقديم حصة من المال والعمل، وإقتسام ما قد ينشأ عن هذه المؤسسة من ربح أو خسارة، ويمكن تقسيمها إلى شركات الأشخاص

وشركات الأموال.

أ- شركات الأشخاص: هي شركات التضامن ، شركات التوصية البسيطة ، الشركات ذات المسؤولية

المحدودة، ولهذا النوع من الشركات مزايا وعيوب :

○ المزايا:

- سهولة التكوين فهي تحتاج فقط إلى عدة شركاء

- زيادة القدرة المالية للمؤسسة بسبب تضامن الشركاء، مع إمكانية الحصول على القروض.

○ العيوب:

- نجد أن وجود عدة شركاء قد يثير بعض المنازعات وسوء التفاهم، وتناقض وتعارض بعض القرارات

مما يعود بالسلب على المؤسسة.

ب- شركات الأموال: كشركات التوصية بالأسهم وشركات المساهمة (سيتم تناولها العنصر الموالي بشكل

مستقل)

وهناك أيضا من يقسم المؤسسة الإقتصادية حسب المعيار القانوني إلى:

- شركات (مؤسسات) خاصة: تندرج ضمنها المؤسسات الفردية والشركات.

-المؤسسات العمومية: وتدرج ضمنها المؤسسات التابعة للوزارات والمؤسسات النصف عمومية أو المختلطة.

4-2 تصنيفات المؤسسات الإقتصادية حسب معيار الحجم:

وتصنف المؤسسات حسب هذا المعيار إلى:

أ. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وقد قسمت إلى:

- مؤسسات مصغرة أقل من 10 عمال.

-مؤسسات صغيرة من 10 إلى 99 عامل.

-مؤسسات متوسطة من 100 إلى 499 عامل.

ب- المؤسسات الكبيرة: وهي التي توظف يد عاملة أكثر من 500 عامل .

4-3 تصنيفات المؤسسات الإقتصادية حسب المعيار الإقتصادي

أ- المؤسسات الصناعية: وهي نوعين وتتشرك كلها في خاصية الإنتاج .

• مؤسسات الصناعات الثقيلة.

• مؤسسات الصناعات الخفيفة.

ب- المؤسسات الفلاحية: هي مؤسسات تهتم بزيادة إنتاجية الأرض وتقديم المنتجات النباتية والحيوانية والسمكية.

ج- المؤسسات التجارية: يتمثل نشاطها في نقل السلع وتوزيعها .

د- المؤسسات المالية: كالبنوك ومؤسسات التأمين .

هـ- المؤسسات الخدمية : هي التي تقدم خدمات معينة كالنقل والبريد والمواصلات.

5- محيط المؤسسة**5-1 تعريف المحيط**

يعرف المحيط بأنه مجموعة القوى والمتغيرات التي تتأثر بها المؤسسة ولا تستطيع الرقابة عليها ولكن يمكن الاستفادة منها؛ إن البيئة المحيطة بالمؤسسة تتكون من مجموعة متغيرات متداخلة فيما بينها والتي تؤثر على أداء المؤسسة إيجاباً أو سلباً، وعليه يمكننا القول إن البيئة المحيطة والسائدة تؤثر على أداء المؤسسة والأفراد بطريقة مباشرة وغير المباشرة.

5-2 أهمية دراسة المحيط

تكتسي دراسة محيط المؤسسة الاقتصادية أهمية بالغة وذلك بالنظر إلى عديد الأسباب التي نذكر منها:
- لا تعيش المؤسسة بمعزل عن العالم الخارجي فهي تنمو في وسط ملئ بالعناصر التي تتفاعل معها مثل الاسواق وإدارات المؤسسات الخاصة؛

- تنوع القيود الثقافية والاجتماعية والسياسية وإختلاف العادات والتقاليد؛

- تطور الأسواق الكبيرة وارتفاع الأذواق والإحتكاك الموجود بين الأمم؛

- إستعمال المؤسسة لموارد المحيط المختلفة.

- تأثر أفراد المؤسسة من عمال ومسيرين بالعوامل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية المحيطة بهم.

من أجل هذه الاسباب وأخرى، تسعى المؤسسة إلى أن تكون في تواصل مستمر مع المحيط ومع المتغيرات التي تحدث فيه حتى تواكبها وتلبي بالتالي إحتياجات المجتمع المتزايدة من جهة وتبني لها مكانة مرموقة في السوق من جهة أخرى.

5-3 مكونات المحيط

إن أداء المؤسسة يتأثر بمجموعة من العوامل المختلفة والمتشابكة، ويأخذ هذا المحيط أبعاد متعددة منها ما هو إقتصادي ومنها ما هو سياسي واجتماعي وثقافي، وتتأثر المؤسسة الإقتصادية بنوعين من العوامل، عوامل داخلية، وعوامل خارجية.

5-3-1 المحيط المباشر (عوامل داخلية): ويتكون المحيط المباشر للمؤسسة من مجموعة من العوامل

التي تتفاعل وتؤثر في المؤسسة ونذكر منها:

أ. **العنصر البشري:** وهو من أهم عنصر في المؤسسة إذ يعتبر الإنسان وسيلة وهدف لكل جوانب عملية الإنتاج.

ب. **بيئة العمل:** توجد عناصر عديدة تحيط بالفرد أثناء أدائه لوظيفته وما يعرف بمكونات البيئة الداخلية من علاقات إجتماعية تنظيمية أفقية ورأسية، كنظام الحوافز والإتصال والعلاقات، والأجور أو ما يسمى بالعوامل المنظمة والتي لها تأثير بالغ الأهمية على السلوك الأدائي للعنصر البشري.

ج. **العامل التكنولوجي:** إن المعدات والأجهزة التي تمتلكها المؤسسة تؤثر إلى درجة كبيرة في العلمية الإنتاجية.

د. **النظام القانوني:** ويحدد هذا العنصر الحقوق والواجبات على العمال والمؤسسة ولمختلف المتعاملين الإقتصاديين مع المؤسسة، إذ أن الإتصاف بالمرونة مع المتغيرات الظرفية للقوانين يعطي أكثر كفاءة ومردودية ويساعد كثيراً على جلب أكبر عدد ممكن من الزبائن.

5-3-2 **المحيط غير المباشر:** يتكون من جميع العناصر التي تحيط بالمؤسسة ولها تأثير على أداء وفعالية المؤسسة ومنها :

أ. **المحيط الإقتصادي:** ويشتمل على مختلف العمليات والأنشطة الخارجية المساعدة على عملية الإنتاج والإستغلال ولعل أهم هذه العناصر :

- الإطار العام للإقتصاد (إشترافي موجه، رأسمالي حر).

- السياسات المالية والنقدية.

- المنافسة المحلية والأجنبية.

- الإنفاق الحكومي.

- التغيرات الإقتصادية في مجال الأسعار، القدرة الشرائية، نسبة البطالة.

ب. **المحيط الثقافي والإجتماعي:** إن المعايير الثقافية التي تحكم مجتمع توّهل فيه قيما وسلوكات حضارية، فالإنسان سلوكه وثقافته الراقية يتطلب إتباع رغبات من نوع خاص وبذلك فهو يدفع بالمؤسسة إلى تلبية تلك الرغبات، إذ أن تقاليد مجتمع وقيمه وفلسفته في الحياة، ودينه كلها عناصر ينبغي إحترامها، وهو يمثل بذلك فضاءا يجب إحترامه وهدفا يستلزم بلوغه.

ج. **المحيط العلمي والتقني:** هو مجموع المعطيات والتطبيقات التي تحث على خلق وتطوير المعارف ينجم عنها تبادل في مجهودات علمية من أجل البحث والتنمية العلمية، حيث أن الإهتمام بهذا الجانب يدخل على المؤسسة أحدث التقنيات الجديدة وكذلك يمكنها من التعرف على الأساليب الحديثة في التسيير، كما أن نتائج البحوث العلمية المختلفة هو ما يدفع بالمؤسسة إلى تحسين أدائها وإرتفاع مردوديتها حتى تتمكن من مواجهة المنافسة المحلية والأجنبية.

د. المحيط السياسي والقانوني: وهو الحيز الذي على أساسه تحدد وتبنى العلاقات بين الأفراد وبين المواطن والسلطة، حيث أن طبيعة النظام السياسي والإستقرار السياسي والقوانين التشريعية والتوجهات السياسية الداخلية والخارجية كلها قيود تبني المؤسسة على أساسها سياستها الإقتصادية.

هـ. المحيط الإيكولوجي: حيث إزداد الإهتمام في الآونة الأخيرة بهذا العنصر وأصبح بمثابة قيد حقيقي يهدد وجود المؤسسات بأكملها، إذ أن حجم التلوث الصناعي والنفايات المنتجة والصعوبة التي تجدها المؤسسات في تصريفها أصبحت تشكل تحديا أمام المؤسسة خصوصا مع السياسات المحلية والدولية الهادفة إلى حماية البيئة من التلوث.

وبفعل قوى التأثير والتأثر المتبادل بين المؤسسة ومحيطها بالنظر إلى كونها نظاما مفتوحا، فينتج عن ذلك آثار عديدة متبادلة بين الطرفين نوضحها من خلال الجدول التالي:

الجدول (1): الآثار المتبادلة بين المؤسسة والمحيط

آثار المحيط على المؤسسة	تأثير المؤسسة على المحيط
<p>الأثر التكنولوجي: إن المعدات التي تستعملها المؤسسة لها تأثير ما يسهم بدرجة كبيرة في العملية الإنتاجية ويتوقف ذلك على عدة شروط منها: مستوى تطور الآلات والمعدات، توفير قطع الغيار، ملائمة التقنيات المستعملة.</p> <p>إن المحيط تزداد فيه حدة المنافسة لذلك وجب عليها إستخدام كامل طاقاتها والحفاظ عليها.</p>	<p>مناصب العمل: إن اهم المشاكل الإقتصادية التي تعاني منها المجتمعات وخاصة المتخلفة هي البطالة، والحالة العكسية صحيحة دائما، إذ أن إفلاس المؤسسات وتصفيتها أو عجزها جزئيا أو كليا سيؤثر على مستوى البطالة.</p>
<p>الأثر الإنساني: إن محيط المؤسسة بصفة عامة يتكون من عناصر متعددة لا نستطيع أن نرتب أهميتها في العملية الإنتاجية إلا عنصرا واحدا وهو الإنسان إذ يلعب في هذه الحياة الدور الأول لأن كل شيء في الدورة الإنتاجية يرتبط بوجوده وقدراته وتكوينه فالعامل بمهاراته يؤثر إيجابيا في السلع التي ينتجها عن طريق الآلات التي يعمل عليها، هذه المهارات التي يكتسبها من خلال التكوين المتواصل والتعليم الجيد.</p>	<p>تأثيرات جانبية: إذا ما قلصت المؤسسة من عدد بطالي المجتمع يعني إرتفاع إستهلاك السلع والخدمات التي تقدمها المؤسسة وذلك بإرتفاع كتلة الأجور التي تغير من طريقة معيشة السكان فتصبح أكثر إستهلاكا وبالتالي تصبح المؤسسة أكثر مبيعا</p>

<p>التأثير الإقتصادي: تعتبر المؤسسة نواة أي إقتصاد إذ يعتبر إنشاء المؤسسات عنصر فعالا في تحريك عجلة الإقتصادي ككل وذلك بإنشاء مجمعات سكنية حولها ومنشآت خدمتية وغير ذلك.</p>	<p>الإستغلال العقلاني للمواد الأولية: إن التموين الغير منتظم للمواد الأولية التي تحتاجها المؤسسة في عملياتها الإنتاجية يساهم بدرجة كبيرة في نسبة التعطلات التي تقع فيها معظم المؤسسات التي لا تخطط لأجل ذلك إذ أصبحت هذه العلمية مهمة للغاية في الإقتصاديات المعاصرة، وتتوقف على مدى مهارة مسيرها.</p> <p>إن الإستغلال العقلاني والمحكم لهذه المواد عن طريق تسيير علمي للمخزون سيكون له الأثر الإيجابي في تموين المؤسسة بما تحتاجه في الوقت المناسب.</p>
---	--

6- الأشكال القانونية المؤسسة الاقتصادية

كما سبق وأشرنا فإنه لا بد من التمييز بين المؤسسات الفردية والمؤسسات الجماعية، فالمؤسسة الفردية هي المؤسسة التي يملكها شخص واحد، وهو رب العمل وصاحب رأسمال وكذا عوامل الإنتاج ويديرها بنفسه، وهي المؤسسة التي تندمج فيها شخصيتها القانونية بشخصية صاحب رأسمال، ويهدف هذا النوع من المؤسسات بالدرجة الأولى إلى تحقيق أعظم ربح ممكن، كما يقدم هذا الشخص رأسمال كمكون الأساسي لهذه المؤسسة بالإضافة إلى عمل الإدارة أو التنظيم أحيانا.

أما المؤسسات الجماعية أي الشركات فهي مؤسسات يملكها شخصين أو مجموعة من الأشخاص، ولقد عرف المشرع الجزائري الشركة على أنها عقد بمقتضاه يلتزم شخصان طبيعيان أو إعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقدا، بهدف إقتسام الربح الذي قد ينتج، أو تحقيق إقتصاد أو بلوغ هدف إقتصادي ذي منفعة مشتركة؛ كما يتحملون الخسائر التي قد تتجر عن ذلك، وتنقسم الشركات إلى قسمين وهي شركات الأموال، شركات الأشخاص والتي سنتطرق إليها بالتفاصيل فيما يلي بالنظر إلى أهمية التمويل في شركات الأموال بالتحديد، لذلك وجب التمييز بينها وبين شركات الأشخاص.

6-1 شركات الأموال

وهي الشركات التي تتركز في المقام الأول على الإعتبار المالي، ولا إعتداد لشخصية الشريك وما تتطوي عليه من صفات، وتظهر بصمات هذا الإعتبار المالي عند تكوين الشركة وأثناء حياتها، وعند إنقضائها، فأثناء تكوينها غالبا ما يتم الإتجاه إلى الجمهور الذي لا يعرف بعضه البعض للحصول على رأسمالها وذلك في صورة طرح الأسهم عليه، وأثناء حياتها لا يظل الشريك أسير لها بل يستطيع الانسحاب منها عن طريق تداول أسهمه دون أن يؤثر ذلك على بقائها وإستمرارها إذا بلغت خسائرها حد معيناً تعين حلها وتصفياتها. ولم تظهر شركات الأموال إلا مع بداية القرن السابع عشر، نتيجة غزو أوروبا لبلدان الشرق وعجز الأفراد وشركات الأشخاص بإمكانياتها المحدودة عن تحقيق مشاريع ضخمة لاستغلال خيرات البلاد المستعمرة، ونشأت عن هذا النوع من الشركات شركات المساهمة التي عرفت انتشاراً واسعاً في منتصف القرن التاسع عشر ميلادي، وبعد الحرب العالمية الأولى انتشر التأميم انتشاراً واسعاً في كثير من الدول وترتب على ذلك ظهور شركات المساهمة العامة التي تمتلك الدولة جميع أسهمها، بالإضافة إلى شركة التوصية بالأسهم، والشركات ذات مسؤولية المحدودة وعليه سنقوم ببيان أنواع شركات الأموال فيما يلي:

6-1-1 شركة المساهمة وخصائصها

شركة المساهمة هي شركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم قابلة للتداول وتتكون من أشخاص أو شركاء لا يكون للشريك فيها مسؤولاً عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم. فهي شركة ذات شخصية معنوية مستقلة عن شخصية المساهمين، رأسمالها يقسم إلى أجزاء متساوية القيمة، كل جزء يسمى سهماً، وكل شريك فيها مسؤول في حدود حصته من الأسهم، وتسمى تبعاً للغرض من إنشائها؛ ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء فيها عن سبعة وقد حددت المواد (592-593-594) من القانون التجاري الجزائري بعض الأحكام الخاصة بشركات المساهمة:

ب. خصائص شركة المساهمة

تعتبر شركة المساهمة من أهم أنواع الشركات، لأنها أداة التقدم الاقتصادي في العصر الحديث، نظراً لقدرتها الفائقة على حشد رؤوس الأموال، والمساهمة في زيادة الإيداع القومي للنهوض بالمشاريع الاقتصادية الكبرى، التي يعجز أمامها الأفراد وشركات الأشخاص بإمكاناتها المحدودة، وهي بذلك تمتلك جملة من الخصائص نوردتها في النقاط التالية:

- ينقسم رأسمالها إلى أسهم قابلة للتداول؛
- يطلق على شركة المساهمة تسمية شركة؛
- يذكر شكلها ورأسمالها، ويجوز إدراج إسم شريك واحد أو أكثر في تسمية الشركة؛

- تحدد مسؤولية الشريك بقدر ما يملكه من أسهم؛
- لا يكتسب الشريك صفة التاجر؛
- لا تتأثر الشركة بإنسحاب الشريك أو إفلاسه أو وفاته.

ج. تأسيس شركة المساهمة

يتم تأسيس شركة المساهمة وفق صيغتين هما:

1/ التأسيس باللجوء العلني للإدخار: في هذه الحالة يجب ألا يقل رأس المال عن خمسة ملايين دينار جزائري، حيث يلجأ المؤسسين إلى الجمهور من أجل تجميع وتحصيل رؤوس الأموال، وقد نصّ المشرع الجزائري على إجراءات معينة يجب القيام بها على مراحل متتالية من قبل المؤسسين، وذلك بعد دراستهم لجدوى المشروع، ويخضع للإكتتاب العام لشروط معينة وهي:

- يجب الإكتتاب في رأسمال الشركة بكامله؛
- أن تكون الأسهم المدفوعة عن الإكتتاب بنسبة الربع على الأقل؛
- أن يكون جدياً.
- الوفاء ببقية الأسهم في أجل أقصاه 5 سنوات؛
- لا يجوز الإصدار أسهم الشركة بأقل من قيمتها الإسمية.

2/ التأسيس دون اللجوء العلني للإدخار: أما فيما يتعلق بالتأسيس دون اللجوء العلني للإدخار بالنسبة لشركة المساهمة، فإن الإكتتاب يقتصر على المؤسسين وحدهم دون دعوة الجمهور للإكتتاب في أسهمها بخلاف التأسيس باللجوء العلني للإدخار، ويجب أن يكون عدد الشركاء على الأقل سبعة. حيث أنّ الإكتتاب الفوري في شركة المساهمة لا يشكّل خطراً على صغار المدّخرين ولا يستعينون بهم في تكوين رأسمال الشركة، وإنّما المؤسسين هم الذين يكونون رأسمال الشركة نظراً لتمتعهم بوفرة المال والخبرة في تأسيس.

ولقد أخضع المشرع شركة المساهمة التي تلجأ إلى التأسيس الفوري لإجراءات بسيطة تناولتها أحكام المواد من 605 إلى 609 من القانون التجاري الذي إشتراط فيه رأسمال لا يقل عن مليون دينار جزائري - تطبيقاً لنص المادة 594 منه.

د. أسباب إنقضاء شركة المساهمة

- تنقضي شركة المساهمة لأسباب عدة من أهمها:
- إنقضاء أجلها في القانون الأساسي؛
- إنخفاض الأصول الصافية للشركة إلى أقل من ربع رأسمالها فعل الخسارة؛

- تتحل بقرار من الجمعية العامة غير العادية، أو إصدار حكم قضائي بحل الشركة

6-2 شركات الأشخاص

هي شركات الأشخاص أو الشركات ذات المخاطر غير المحدودة كما يسميها الفقه الفرنسي Les Sociétés à risque illimités وهي شركات تقوم أساسا على الإعتبار الشخصي، فالشركاء يختارون بعضهم بعض، وتجمعهم عادة علاقة ثقة متبادلة لأنهم في الواقع بتأسيسهم لشركة التضامن يعرضون ذمتهم المالية الشخصية للخطر

6-2-1 شركة التضامن وخصائصها

تعتبر شركة التضامن أهم نموذج لشركات الأشخاص، لأنها تحتوي على جميع مميزات شركات الأشخاص، وقد نصّ عليها المشرع التجاري في المادة 551 إلى 563 من القانون التجاري الجزائري، فهي شركة تتكون من شريكين أو أكثر، يسأل فيها الشريك عن ديون الشركة مسؤولية مطلقة شخصية تضامنية، وتسمى الشركة بأسماء الشركاء ويكتسب الشريك صفة التاجر، وتعتبر حصته غير قابلة للتداول أو التوريث، وبالتالي فهي تتسم بجملة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

- إكتساب صفة التاجر؛
- مسؤولية الشريك عن ديون الشركة مسؤولية شخصية تضامنية ومطلقة؛
- عدم قابلية الحصص للتداول؛
- إسم الشركة يتكون من أسماء جميع الشركاء أو من إسم أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة وشركاؤهم.

أ. تأسيس شركة التضامن

لتأسيس شركة التضامن كما وضحنا لأبد من توفر الأركان الموضوعية العامة والخاصة والأركان الشكلية لتأسيس أي شركة؛ وتطبيقا لنص المادة 548 من القانون التجاري الجزائري يجب إيداع العقد التأسيسي لدى المركز الوطني للسجل التجاري والعقود المعدلة للعقد التأسيسي ولا بد ان تطبق عليها نفس الإجراءات فبعد إيداع العقد التأسيسي لشركة التضامن على مستوى السجل التجاري، تكتسب الشركة الشخصية المعنوية، حيث يتعين تحرير عقد رسمي من طرف الموثق بالإضافة إلى نشر ملخص عن عقد الشركة التأسيسي في إحدى النشرات الرسمية، ويتضمن عقد الشركة البيانات التالية:

- أسماء الشركاء وأسماء المديرين المأذون لهم بالتوقيع.
- العنوان التجاري للشركة ورأسمالها.
- تاريخ بدأ ونهاية الشركة.

ب. أسباب إنقضاء شركة التضامن

تتقضي شركة التضامن في حالة وفاة أحد الشركاء ما لم يوجد نقاط مخالفة لذلك في القانون الأساسي للشركة، أو في حالة إفلاس أحد الشركاء أو منعه من ممارسة مهنته أو فقدان أهليته.

3-6 الشركة المختلطة

هي التي تقوم على الإعتبار المالي والإعتبار الشخصي في نفس الوقت وبالتالي فهي تجمع بين خصائص شركات الأموال وشركات الأشخاص، وتشمل الشركات المختلطة شركة ذات المسؤولية محدودة.

أ/ شركة ذات المسؤولية المحدودة وخصائصها

هي شركة تجارية تتألف من عدد من الشركاء غالبا يكون محدد، يسألون مسؤولية محدودة عن ديون الشركة والتزاماتها بقدر حصصهم في رأسمالها ولا يكتسبون صفة التاجر، وتتمتع الشركة بالشخصية المعنوية، فضلا عن أن لكل شريك الحق في الإسهام في إدارة الشركة، وفي التنازل للغير عن حصته فيها دون موافقة باقي الشركاء، وهذه الشركة لا تلجأ إلى الإكتتاب العام أو إلى إصدار الأسهم أو السندات عند تأسيسها أو الرفع في رأسمالها، و لا يمكن إنتقال حصص الشركاء إلا بموجب أحكام القانون، ومن أهم خصائص الشركة ذات المسؤولية المحدودة ما يلي:

- يحدد رأسمال الشركة بحرية من طرف الشركاء في القانون الأساسي للشركة وينقسم إلى حصص ذات قيمة إسمية متساوية ويجب أن يشار إليه في جميع وثائق الشركة؛
- الحد الأقصى لعدد شركاء هو 50 شريكا؛
- مسؤولية الشريك إتجاه ديون الشركة محدودة بقدر حصته في رأسمال،
- تكون حصص الشركاء إسمية وغير قابلة للتداول إلا عن طريق الإرث، الأصول أو الفروع؛
- يمكن أن تكون المساهمة في الشركة ذات المسؤولية المحدودة عن طريق حصة عمل، تكون طريقة تقييمها ونصيبها من الأرباح يكون محددًا في القانون الأساسي، حصة العمل لا تدخل في رأسمال الشركة.

ب/ تأسيس الشركة ذات المسؤولية المحدودة

تقوم الشركة ذات المسؤولية المحدودة على عقد يجب ان يخضع للأركان الموضوعية العامة والخاصة للشركات والإجراءات الشكلية وفق القانون التجاري الجزائري.

الأركان الموضوعية الخاصة

- يجب أن يكون عرضها مشروعًا وممكنًا.
- يجب ان لا يتجاوز عدد الشركاء الحد الأقصى

- يجب أن توزع الحصص بين الشركاء في القانون الأساسي للشركة وهذا بعد تعديل القانون 75-59 بموجب الأمر 15-20 المتضمن القانون التجاري للمادة 566 " يحدّد رأسمال الشركة ذات المسؤولية المحدودة بحرية من طرف الشركاء مع إلزامهم بالإشارة إلى رأسمال الشركة في جميع وثائق الشركة".
- يجب أن تدفع الحصص النقدية بقيمة لا تقل عن خمس (5/1) مبلغ رأسمال التأسيسي ويدفع المبلغ المتبقي من مرحلة واحدة أو عدة مراحل بأمر من مسيرة الشركة وذلك في مدة أقصاها (5) سنوات من تاريخ التسجيل.

الأركان الموضوعية العامة

- **الأهلية:** هي القدرة على ممارسة الحقوق المدنية واكتساب حقوق وتحمل الواجبات وتكون التصرفات القانونية صحيحة بحيث لا يوجد أحد عوارض أو موانع الأهلية.
 - **الرضى:** هي تطابق الإيجاب بالقبول أي تطابق إرادة جميع الشركاء في جميع عناصر عقد الشركة بعيدا عن أي غلط أو تدليس أو إكراه أو إستغلال أو غبن.
 - **المحل:** هو موضوع الشركة الذي يتمثل في المشروع المالي ويتطلب وجود شرطان:
 - أن يكون ممكنا وموجوداً
 - أن يكون مشروعاً.
 - **السبب:** هو الدافع لإبرام التعاقد، ويشترط فيه أن يكون موجوداً ومشروعاً غير مخالفاً للنظام العام، أي تحقق هدف الشركة وتوزيع أرباح على الشركاء.
- ومن بين الإجراءات الشكلية التي يتطلبها إنشاء الشركة ذات المسؤولية المحدودة تحرير عقد رسمي لدى الموثق من طرف جميع الشركاء بأنفسهم بواسطة وكلاء يمثلونهم، حيث يتضمن هذا العقد إسم الشركة التجاري مسبقاً أو متبوعاً بعبارة ش.ذ.م.م مع بيان رأسمالها وغرضها ومدتها، كما يجب أن تشهر الشركة عن طريق قيدها في السجل التجاري.
- ومن أسباب إنقضاء الشركات ذات المسؤولية المحدودة أحد الأسباب العامة التي سبق ذكرها كإنهاء أجلها أو إنتهاء الهدف الذي قامت من أجله الشركة، بالإضافة إلى سبب آخر وهو زيادة عدد الشركاء عن 50 شريكاً ما لم يتم تحويلها إلى شركة مساهمة في أجل سنة واحدة.

II- ماهية ومهام وظيفة التمويل

تحتاج المؤسسة في بداية نشاطها وخلال مرحلة تطورها إلى موارد مالية ضرورية وذلك بغرض مواجهة التزاماتها. ولممارسة نشاطها فإن المؤسسة تتحمل أعباء عديدة (الحصول على تسيّبات مادية، شراء مواد أولية ولوازم، إعداد توقعات المرتبات والأجور...)؛ ولا تحقق إيرادات إلا في وقت لاحق بعد عملية الإنتاج والبيع.

وبالتالي، يكون هناك فرق زمني بين المدفوعات والمقبوضات المرتبطة بالدورة الاستغلالية والدورة الاستثمارية على حد سواء، ومن الطبيعي أن ينتج عن هذا الفرق الزمني احتياجات للتمويل على المؤسسة السعي إلى تغطيتها بالاعتماد على مصادر وطرق عديدة.

1- تعريف التمويل

انطلاقاً من اعتبار المؤسسة كوحدة اقتصادية مستقلة مالياً تجمع بين عدة عناصر مادية، بشرية ومالية بغرض إنتاج سلعة (خدمة أو منتج) يمكن بيعها في السوق، فإنه يمكن تعريف التمويل كالآتي:

- "التمويل هو تزويد المؤسسة بالموارد المالية عند الحاجة إليها.
- "التمويل هو الوظيفة التي تسمح للمؤسسة بالحصول على موارد هي بحاجة إليها على المستوى المالي، فبقاء المؤسسة مرهون بالتمويل المالي.
- "التمويل هو توفير الأموال اللازمة لدفع وتطوير المؤسسة، ويكون ذلك باحتفاظ المؤسسة بالأموال اللازمة لاستعمالها في أوقات الحاجة إليها".
- هو مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة.

2- خصائص التمويل

تتميز الوظيفة التمويلية بخصائص عديدة منها مايلي:

1-2 الاستحقاق

وهو يعني أن الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة لها فترة زمنية وموعد محدد ينبغي سدادها فيه، حيث يتم الاتفاق دائماً على هذا الموعد مسبقاً بين الدائن والمدين.

2-2 الحق على الدخل

ويقصد به أن الأموال التي تم الحصول عليها ترتب على أساس الأولوية في الحصول على الفوائد والعوائد قبل توزيع المؤسسة لأرباحها.

2-3 الحق على الاصول

فإذا عجزت المؤسسة عن التسديد فإن مصادر التمويل يكون لها الحق الأول في وضع اليد على اصول المؤسسة.

2-4 الملائمة

وتعني أن تعدد مصادر التمويل يمنح المؤسسة فرصة اختيار مسار النمو بما يتناسب مع التوقيت والكمية والشروط والامتيازات.

3- أهداف التمويل

يمكن تلخيص أهم أهداف التمويل فيما يلي :

- تحديد الهيكل المالي بالمؤسسة من خلال خطة قصيرة وطويلة الأجل.
- ضمان توافر الأموال اللازمة لتمويل نمو المؤسسة وتطويرها.
- تخفيض تكلفة رؤوس الاموال.
- تحديد حجم القروض ومصادرها ومواعيد استحقاقها، والعملية التي سيتم بها الحصول على تلك القروض.
- ضمان توافر الأموال التي تمكن من الوفاء بالتزامات الدين، وكذا ضمان إعادة التمويل وقت الحاجة لذلك.
- مراقبة احتمالات المخاطرة على معدلات الفائدة إن أمكن، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتغطية المخاطرة.
- توفير المصادر المالية للمؤسسة لضمان استمرار نشاطها التجاري في حالة حدوث كساد أو تراجع اقتصادي في واحدة أو أكثر من أسواق العمل التي تتعامل بها تلك المؤسسة.

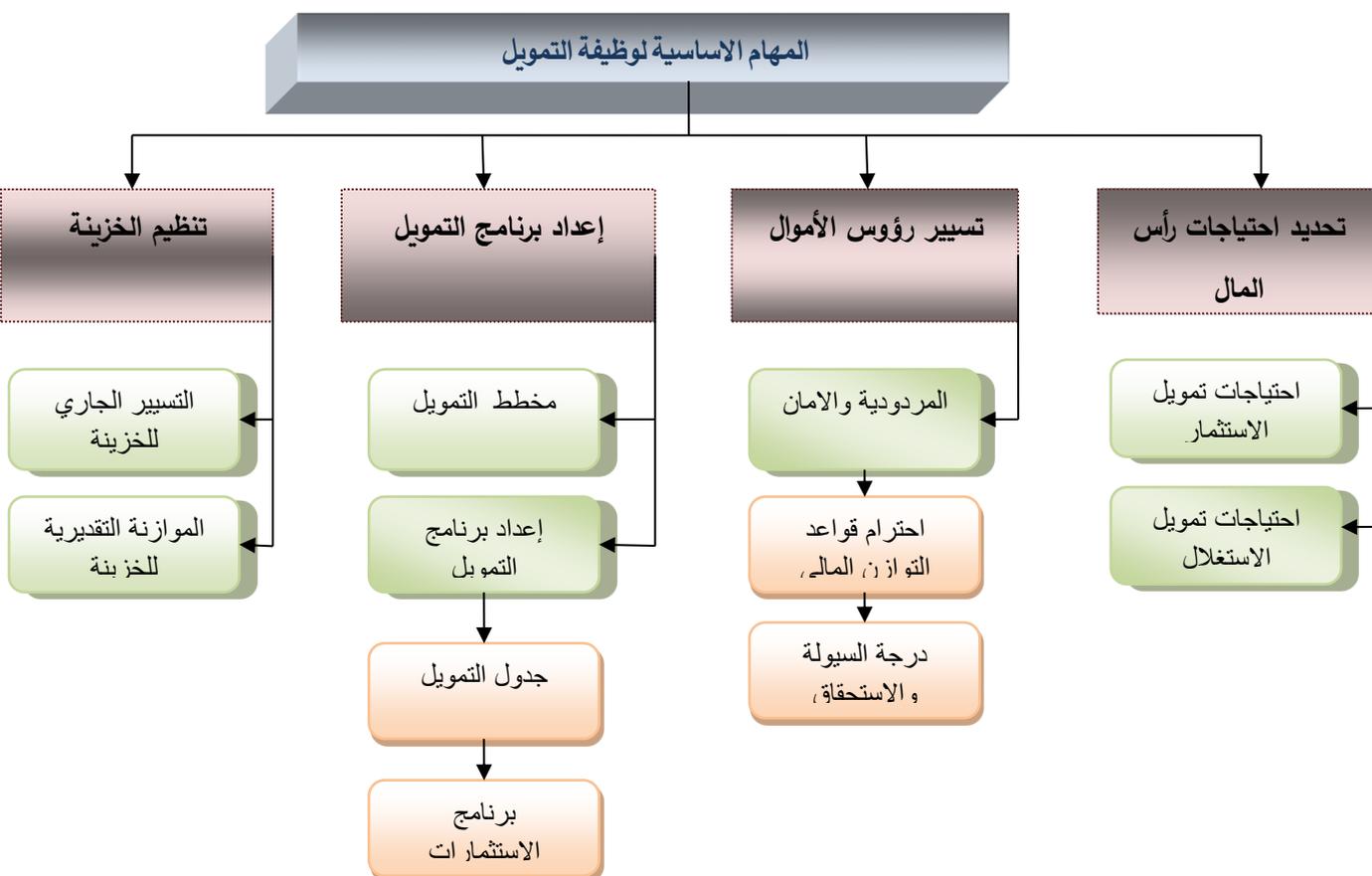
4- المهام الأساسية لوظيفة التمويل

تتمثل المهام الأساسية لوظيفة التمويل فيما يلي:

- تحديد احتياجات رأس المال
- تسيير رؤوس الاموال
- إعداد برنامج التمويل
- تنظيم الخزينة

يمكن شرح هذه المهام من خلال الشكل التالي:

الشكل (1): المهام الأساسية لوظيفة التمويل



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية

وفيما يلي شرح موجز لأهم وظيفتين وهما إعداد برنامج التمويل وتنظيم الخزينة

1-4 إعداد برنامج التمويل

يقصد بإعداد برنامج التمويل التخطيط لعملية الحياة على الاستثمار وتمويله، حيث وبعد اختيار الاستثمارات الجيدة والتي يمكنها تحقيق استراتيجية المؤسسة يجب البحث عن مصادر لتمويل هذه الاستثمارات؛ إذ تعد عملية اختيار مصادر التمويل عملية صعبة تتحكم فيها العديد من القيود الداخلية والخارجية حيث تتاح أمام المؤسسة العديد من مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة، مما يجعل عملية اختيار أنسب المصادر تمر بمراحل وخطوات مختلفة وهو ما يسمى بالسياسة التمويلية. ويتم إعداد برنامج التمويل من خلال إعداد مخطط التمويل وبرنامج التمويل:

أ- مخطط التمويل

يعتبر مخطط التمويل ترجمة مالية صريحة للسياسة المالية للمؤسسة، فهو أداة تسمح بتوفير الموارد على المدى المتوسط والطويل والتي يمكن للمؤسسة الحصول عليها لتغطية استخداماتها المستقبلية الناجمة عن المشاريع الاستثمارية التي عليها تطويرها على المدى نفسه أو عن استخدامات مالية أخرى ضرورية لنجاح آليات عملها.

كما يعرف مخطط التمويل بأنه أهم الجداول التقديرية للتسيير المالي التقديري حيث يوضح هذا الجدول الاستخدامات التي سيتم تمويلها ومختلف مصادر الأموال أو الموارد التي سيتم الاعتماد عليها لتغطية هذه الاستخدامات؛ ويتم إعداد مخطط التمويل لمدة تتراوح بين 3 إلى 5 سنوات.

وعليه، فإن مخطط التمويل عبارة عن جدول يظهر من جهة الاستخدامات الثابتة الناتجة عن الاستثمار والموارد الطويلة الأجل التي ستمول هذه الاستخدامات من جهة أخرى، وتتمثل الاستخدامات الثابتة في:

- الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة أي المادية والمالية
- تسديد القروض الطويلة والمتوسطة الأجل (الفوائد وأصول القروض)
- احتياجات تمويل الاستغلال (تغير الحاجة إلى رأس المال العامل)
- أما الموارد الطويلة الأجل (الموارد الدائمة)، فهي تتمثل في:

- القدرة على التمويل الذاتي
- المساهمات في رفع رأس المال
- القروض الطويلة والمتوسطة
- وفيما يلي نموذج لمخطط التمويل:

الجدول (2): نموذج مخطط تمويل

N+4	N+3	N+2	N+1	N	البيان
					استخدامات الدورة
					- مخلفات السنوات السابقة
					- الاستثمارات التعويضية أو التجديدية
					- استثمارات التوسع (برنامج الاستثمار بالمعنى الدقيق)
					- سندات المساهمة، سندات التوظيف

					<ul style="list-style-type: none"> - تسدس الديون المتوسطة والطويلة الاجل - رفع الاحتياجات المالية للاستغلال - توزيع الأرباح
					مجموع الاستخدامات A
					موارد الدورة الموارد الداخلية <ul style="list-style-type: none"> - القدرة على للتمويل الذاتي - التنازل عن الاستثمارات - فائض رأس المال العامل الموارد الخارجية <ul style="list-style-type: none"> - المساهمات في رأس المال - القروض المتوسطة والطويلة الاجل - إعانات الاستثمار
					مجموع الموارد B
					مدى تغطية الموارد للاستخدامات A - B
					الرصيد المتراكم (يجب أن يكون الرصيد موجبا)
					النقص الممول ب: <ul style="list-style-type: none"> - الفائض الأولي - قروض الخزينة

يجب ان يكون مبلغ الموارد التقديرية أكبر من مبلغ الاستخدامات أو احتياجات التمويل التقديرية حتى يكون هناك هامش أمان تستخدمه المؤسسة في حالة الخطأ في التقديرات أو في حالة ظهور احتياجات تمويلية غير متوقعة.

ويهدف مخطط التمويل إلى:

- المقارنة (في جدول تقديري و متعدد) بين احتياجات التمويل المتعلقة بالاستثمارات وبين الموارد التي من المتوقع استخدامها لتغطية هذه الاحتياجات.

- التحقق من مدى تطابق القرارات الاستراتيجية في مجال الاستثمار والتمويل
- مراقبة التوازن المالي بين الاستخدامات والموارد
- البحث عن أسباب عدم التوازن وقياس الخطر التقديري المرتبط بنقص سيولة الخزينة والقيام بالإجراءات التقويمية لإعادة التوازن.

- التفاوض حول التمويلات لدى مختلف الهيئات البنكية والمالية

ب- برنامج التمويل

يستمد برنامج التمويل من مخطط التمويل ويمكن تقسيمه إلى:

أولاً/ برنامج الاستثمارات

حيث يسمح هذا البرنامج بتفصيل شهري للاستثمارات التي تم اختيارها، ويحتوي على المعلومات التالية:

- تحديد المبالغ اللازمة لتمويل الاستثمار المعني
- تاريخ التعاقد على التسديدات (النفقات) وتاريخ هذه التسديدات
- تاريخ الشروع في إنجاز الاستثمار وتاريخ استلام الاستثمار، أي مدة الانجاز
- تحديد المصادر التي يجب أن تخصص للاستثمارات سواء كانت داخلية أو خارجية من أجل تغطية التسديدات المختلفة مع المحافظة على التوازن المالي للمؤسسة.

ويكون شكل برنامج الاستثمار كالتالي:

المشروع الاستثماري	تاريخ التعاقد	مدة التعاقد	تاريخ بداية الأشغال	مدة الأشغال	تاريخ نهاية الأشغال	الالتزامات	الاستلام	التسديدات
...

ثانيا/ جدول التمويل

من الضروري تحديد الموارد التي يجب ان تخصص للاستثمارات سواء داخلية أو خارجية من أجل تغطية التسديدات المختلفة مع مراعاة التوازن المالي للمؤسسة، ويمكن لبرنامج التمويل ان يظهر بالشكل التالي:

الموارد					التسديدات		
خارجية			داخلية			المبلغ	التاريخ
...	إعانات	قروض	...	رفع رأس المال	CAF		

حالة تطبيقية: تقدر التكاليف الاستثمارية لأحد المشروعات والذي تستغرق فترة إنشائه (3) سنوات 1.000.000 دج موزعة كمايلي:

تكاليف استثمارية ثابتة سيتم انفاقها بنسبة 50% 30% 20% خلال سنوات الانشاء على التوالي	800.000 دج
رأس المال العامل	200.000 دج

وقد تبين أن قدرة الشركاء على تمويل المشروع برأس مال خاص هي (600) ألف دينار سيتم تقديمها كما يلي: (300) ألف دينار، (140) ألف دينار، (160) ألف دينار خلال سنوات الإنشاء على التوالي، وسيتم تمويل باقي التكاليف الاستثمارية الثابتة باستخدام قروض طويلة الأجل، أما رأس المال العامل فسيتم تمويله بقروض قصيرة الأجل.

المطلوب/ إعداد جدول التمويل الذي سيحدد الموارد التي يجب ان تخصص لهذا المشروع الاستثماري سواء داخلية أو خارجية من أجل تغطية التسديدات المختلفة (التكاليف الاستثمارية المختلفة).

سنوات الإنشاء			الإجمالي	البند	
1-	2-	3-			
				التكاليف الاستثمارية:	
160	240	400	800	تكاليف استثمارية ثابتة	1
200	-----	-----	200	رأس المال العامل	2
360	240	400	1000	الإجمالي	
				مصادر التمويل:	
160	140	300	600	رأس مال خاص	1
-----	100	100	200	قروض طويلة الأجل	2
200	-----	-----	200	قروض قصيرة الأجل	3
360	240	400	1000	الإجمالي	

2-4 الموازنة التقديرية للخبزينة budget de trésorerie

تعتبر الموازنة التقديرية للنقدية حوصلة لجميع الموازنات التقديرية التي تسبقها ضمن نظام الموازنة التقديرية سواء الاستغلالية أو الاستثمارية (الموازنة التقديرية للمبيعات، الموازنة التقديرية للتموينات، الموازنة التقديرية للاستثمارات) فهي ترجمة نقدية لهذه الموازنات في شكل مدفوعات ومقبوضات نقدية .encaissements et décaissement

وعليه فالموازنة التقديرية للنقدية تمثل أداة هامة في يد المدير المالي، كونها تظهر حاجة المشروع إلى السيولة شهريا، أسبوعيا وأحيانا يوميا، وهذا يعني أن هذه الموازنة تمكن من توقيت الحصول على الأموال المطلوبة.

أولاً: تعريف الموازنة التقديرية للخرينة

تعرف الموازنة التقديرية للنقدية بأنها "تحويل للأعباء والمنتجات الخاصة بالموازنات المذكورة أعلاه إلى مقبوضات نقدية ومدفوعات نقدية".

يمكن تعريفها أيضا بأنها "وسيلة للتخطيط المالي على المدى القصير، وهي تسمح بتحديد احتياجات التمويل في المدى القصير بالإضافة إلى تحديد فرص توظيف الأموال، فهي وسيلة لتقدير الموارد والاستخدامات المستقبلية للنقدية".

وعليه، يمكن القول أن الموازنة النقدية هي ملخص للتقديرات الخاصة بالنفقات والإيرادات بالنسبة لكل شهر من الأشهر المقبلة كما أنها تبين أيضا رصيد أو قيمة النقدية في كل شهر.

1- التنبؤ بالخرينة

تتضمن موازنة النقدية تقرير كل التكاليف والنتائج باستثناء التكاليف غير المدفوعة charges non decaissables والنتائج غير المقبوضة produits non encaissable وبالتالي يتطلب إعداد موازنة النقدية إعداد كل من جدول المقبوضات وجدول المدفوعات.

أ- جدول المقبوضات Tableau des encaissement

يتطلب إعداد هذا الجدول ما يلي:

- الأخذ بعين الاعتبار آجال التسديد délais de paiement
- بعض المقبوضات التي يتم الحصول عليها من مبيعات الفترة السابقة وهو ما تبينه الموازنة الافتتاحية.

ب- جدول المدفوعات Tableau des décaissement

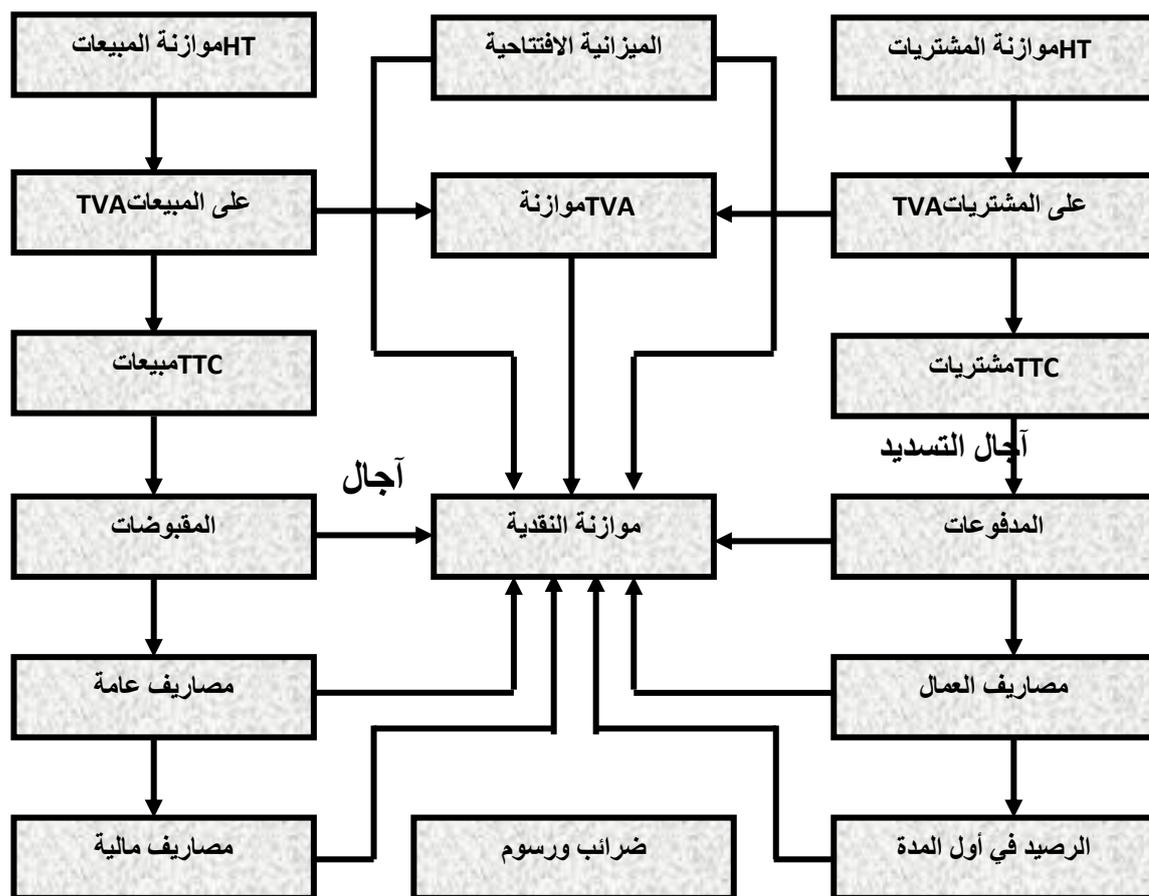
ويتطلب إعداد جدول المدفوعات ما يلي:

- يتم تجميع كل الأعباء المتوقعة والقصيرة الأجل.
 - إظهار بعض المدفوعات التي تكون تابعة لالتزامات الفترة السابقة.
- مما سبق يمكن استخلاص جملة من الخطوات التي لا بد من اتباعها عند إعداد الموازنة التقديرية للنقدية والمتمثلة فيما يلي:

- توفير المبيعات التقديرية؛
- تحديد المقبوضات المتوقعة؛
- تحديد المدفوعات المتوقعة؛
- تحديد التدفقات النقدية غير التشغيلية؛
- تحديد موارد التمويل ومجال الاستثمار.

تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أهمية إعداد موازنة الرسم على القيمة المضافة Budget de TVA، والشكل الموالي يوضح مختلف الأدوات اللازمة لتقدير وإعداد موازنة النقدية

الشكل (2): ملخص لإعداد موازنة الخزينة



Source: Nathalie Gardes, les prévisions de trésorerie,
http://gestionfin.camalblge.com/does/NG_gestion_de-tr-sorerie_chapitre1.pdf.pageconsultéle10.12.07

من خلال هذا الشكل يمكن لموازنة النقدية في آخر الفترة أن تكون ذات رصيد إيجابي أو رصيد سلبي، ففي الحالة الأولى يكون لدى المشروع فائض نقدي وبالتالي يجب البحث عن أنسب الطرق لتوظيف هذا الفائض بالإضافة إلى تحديد المبلغ المناسب الذي سيتم توظيفه ومدة التوظيف. أما في الحالة الثانية فيكون المشروع أمام عجز نقد، وفي هذه الحالة يجب تحديد طريقة ومصادر التمويل المناسبة وكذا حجم القرض ومدته.

حالات تطبيقية حول مخطط التمويل**تمرين 1:**

ترغب مؤسسة النور للأقمشة والنسيج في بداية السنة N في إقامة مشروع استثماري، وهي بصدد إعداد مخطط التمويل الخاص به حيث تتوفر لديها المعلومات التالية:

- المبلغ الإجمالي للاستثمار (تكلفة الاستثمار) هي 540.000 دج
- تنازلت المؤسسة في بداية السنة N عن أجهزة مهتلكة تماما بقيمة 22.500 دج
- القدرة على التمويل الذاتي في السنة N هي 234.000 دج وستكون متساوية في السنتين التاليتين
- احتياجات رأس المال العامل تساوي 450.000 دج في بداية السنة N ومن المنتظر أن تكون ثابتة في السنتين التاليتين
- توزع المؤسسة أرباحا على المساهمين بقيمة 39.750 دج في السنة N+1 وبقيمة 36.000 دج في السنة N+2

ولتمويل هذا الاستثمار لجأت المؤسسة للتمويل المصرفي بطلبها للحصول على قرض بنكي طويل الأجل في بداية السنة N قيمته 300.000 دج وبمعدل فائدة 5% يسدد على أقساط سنوية ثابتة خلال خمس سنوات، كما رفعت المؤسسة في بداية السنة N رأسمالها بقيمة 450.000 دج.

وفيمايلي جدول تسديد القرض:

N+4	N+3	N+2	N+1	N	
65.994	62.850	59.857	57.007	54.292	القرض
3.300	6.442	9.435	12.285	15.000	الفائدة
69.292	69.292	69.292	69.292	69.292	القسط السنوي

المطلوب:

1/ بناء على المعلومات أعلاه قم بإعداد مخطط التمويل الخاص بهذا المشروع؟ ثم علق على النتائج؟

تمرين 2

مؤسسة SARL STAR هي شركة فرنسية متخصصة في معالجة الاسطح (الطلاء الصلب) وهي تنشط في باريس، وقد أصبح هذا النوع من النشاط عملية صعبة في هذه المنطقة وعليه فقد اقترح مدير الشركة دراسة إمكانية عملية اللامركزية، حيث اسفرت هذه الدراسة عن ضرورة توجه الشركة إلى إقامة مشروع استثماري برنامجه كالتالي:

- شراء أرض خلال السنة N بقيمة 600.000 اورو

- إقامة بنائية، حيث سيتم تسديد التكاليف المرتبطة بالبناء على أجزاء متساوية خلال N ، $1+N$ ، $2+N$ بقيمة إجمالية تساوي 1.800.000 أورو
- أدوات الإعلام الآلي في السنة $1+N$ تساوي 700.000 أورو
- شراء وتركيب الآلات في السنة $2+N$ تساوي 900.000 أورو
- أما القدرة على التمويل الذاتي التقديرية لهذا المشروع فقد كانت كالتالي:
 - في السنة N والسنة $1+N$ تساوي 650.000 أورو
 - انطلاقا من السنة $2+N$ ستكون 850.000 أورو
 - تمتلك المؤسسة حاليا 380.000 أورو
- في السنة $1+N$ تنازلت المؤسسة عن مجموعة من الأصول قيمتها الصافية بعد الضريبة قدرت ب 300.000 أورو
- إن عملية اللامركزية التي ستشرع فيها الشركة ستسمح برفع رقم الاعمال والذي ستعكسه الحاجة إلى رأس المال العامل بما قيمته 400.000 أورو في السنة $1+N$ و 200.000 أورو في السنة $2+N$
- أما طرق التمويل الممكنة أمام الشركة فهي كالتالي:
 - رفع رأس المال بقيمة 700.000 أورو اتفق الشركاء على تحقيق هذه الزيادة دفعة واحدة في الأمد البعيد
 - الحصول على إعانات الاستثمار بقيمة 350.000 أورو في السنة $2+N$
 - الحصول على قرض بقيمة 600.000 أورو في نهاية السنة $1+N$ حيث يسدد هذا القرض على ستة دفعات سنوية متساوية انطلاقا من السنة $2+N$ ، معدل فائدة هذا القرض هي 10 %
 - قرر مسير هذه الشركة المساهمة في تمويل مشروعه وذلك في شكل مساهمات في الحساب الجاري (معدل مكافأة رأس المال هو 10 % وبذلك فهو يمكنه المساهمة بقيمة 200.000 أورو على الأكثر مقسمة بين 170.000 أورو في السنة $1+N$ و 30.000 أورو في السنة $2+N$ علاوة على ذلك يتعهد مسير الشركة بعدم المطالبة بتسديد المبالغ المحولة في الحساب الجاري طوال مدة القرض وستقوم الشركة بسداد كامل أو جزء من المبالغ المودعة في الحساب الجاري حالما تستطيع ذلك.

المطلوب:

- 1/ قم بإعداد مخطط التمويل الخاص بهذا المشروع ؟
- 2/ علق على النتائج مبينا مدى فعالية عملية اللامركزية من عدمها؟

تمرين 3

ترتقب المؤسسة X انجاز مشروع استثماري في بداية السنة 2021 بتكلفة إجمالية تقدر بقيمة 3.000.000 دج، العمر الاقتصادي لهذا المشروع هو 5 سنوات. القدرة على التمويل الذاتي التقديرية قدرت بقيمة 2.100.000 دج في السنتين الأولى والثانية من عمر المشروع وستكون قيمتها 2.450.000 دج فيما تبقى من السنوات؛ أما احتياجات رأس المال العامل فقد قدرت بقيمة 291.667 دج بحيث قدرت نسبة الزيادة من سنة إلى أخرى بـ 10 % .

ولتمويل هذا الاستثمار لجأت هذه المؤسسة إلى رفع رأس المال بقيمة 1.000.000 دج قدمت منذ بداية السنة الأولى، بحيث ستوزع ارباحا سنوية بقيمة 420.000 دج انطلاقا من السنة الثانية من عمر هذا المشروع.

في نفس الوقت وبغرض تمويل مشروعها لجأت المؤسسة أيضا إلى الاقتراض، حيث حصلت على قرض طويل الاجل قيمته 2.100.000 دج في بداية السنة الأولى بمعدل فائدة 4,5 % يسدد على ثلاث دفعات ثابتة ومتساوية، انطلاقا من بداية السنة الثانية.

المطلوب

- 1/ قم بإعداد جدول تبين فيه الزيادة الحاصلة في احتياجات رأس المال العامل من سنة إلى أخرى؟
- 2/ قم بإعداد مخطط التمويل الخاص بهذا المشروع علما أن الرصيد النقدي في بداية المدة المخصص لهذا المشروع هو 300.000 دج
- 3/ علق على النتائج المتحصل عليها

تمرين 4

إليك مخطط التمويل الخاص بمؤسسة (XX):

السنوات	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
الرصيد في 01/01	/	-191.667	-121.333	268.667	658.667	1.048.667
الموارد						
القدرة على التمويل الذاتي	/	338.667	600.000	600.000	600.000	600.000
القرض	1.000.000	/	/	/	/	/
رفع رأس المال	1.200.000	/	/	/	/	/

20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	/	الادخار في الضرائب على الأرباح على الفوائد
620.000	620.000	620.000	620.000	358.667	2.200.000	مجموع الموارد A
/	/	/	/	/	2.200.000	الاستخدامات استثمارات تجديدية
00	00	00	00	58.333	191.667	زيادة احتياجات رأس المال العامل
80.000	80.000	80.000	80.000	80.000	/	تسديد الفوائد
1.000.000	/	/	/	/	/	تسديد القرض
150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	/	توزيع أرباح الاسهم
1.230.000	230.000	230.000	230.000	288.333	2.391.667	مجموع الاستخدامات B
-610.000	390.000	390.000	390.000	70.334	-191.667	A - B
438.667	1.048.667	658.667	268.667	-121.333	-191.667	الرصيد في 12/31

المطلوب:

1/ حل مخطط التمويل تحليلا مفصلا (عناصره، الفترة الزمنية التي يغطيها، الارصدة، الاقتراح الموصى

به للمؤسسة) ؟

III- السياسة المالية للمؤسسة

مما لا شك فيه أن النظرية المالية مستوحاة من النظرية النيوكلاسيكية للمؤسسة، والتي كانت ترى دائما أن هدف المؤسسة الاقتصادية هو تعظيم الربح، إلا أن مفهوم الربح أو العائد الذي جاءت به النظرية النيوكلاسيكية لم يعد موجودا في النظرية المالية والتي تبنت مفهوم ثروة الملاك، الثروة التي يمكن تأويلها بقيمة أسهم المؤسسة.

إن المالية كتخصص ظهر في بداية القرن العشرين بحيث انفصل تماما عن الاقتصاد، وأصبح محتواه الأساسي والوصفي يشمل ويغطي الأدوات المالية، الهيئات والمؤسسات والإجراءات المستعملة على مستوى الأسواق المالية. ولفترة دامت حوالي 19 سنة تميزت المالية بعدم توفر نظرية مالية بحثة يمكن الاعتماد عليها لفهم تطور محيط المؤسسة، إذ كان ذلك يتم من خلال الاعتماد على علم الاقتصاد باستخدام تقنيات المحاسبة لقياس المؤشرات المالية، كما اعتبرت النظرية المالية الكلاسيكية بأن الوظيفة المالية الكلاسيكية في المؤسسة لها دور المزود بالأموال وتسييرها، وهو ما عرف بمالية المؤسسات، إذ تبنت النظرية المالية الكلاسيكية مفهوم تعظيم الربح وهذا وفق المنظور الكلاسيكي في ظل مستقبل مؤكد الحدوث.

مع بداية سنوات العشرينات أخذت المالية منحا آخر، إذ أن الابتكارات التكنولوجية وظهور الصناعات الجديدة أدت إلى تزايد الحاجة إلى رؤوس الأموال مما أدى إلى أهمية تعزيز مصادر التمويل والسيولة، وقد كان الكساد الأكبر بداية لمرحلة ثالثة أين ركزت المالية على الأبعاد المالية للبقاء بما في ذلك المحافظة على السيولة، قرارات الإفلاس وإعادة التأهيل.

وقد خصصت المرحلة المنحصرة ما بين الأربعينات وبداية الخمسينات للمقاربة التقليدية التي تركز على وجهة نظر الشركاء الخارجيين للمؤسسة سواء كانوا مقرضين أو مستثمرين، وفي ظل تزايد ظروف عدم اليقين إلى جانب انفصال الملكية عن الإدارة، ظهر في الأفق هدفا ماليا تقليديا مدعم من طرف الملاك، ألا وهو تعظيم القيمة السوقية لسعر السهم، حينئذ كان بزوغ النظرية المالية شبه التقليدية الهادفة إلى تعظيم قيمة المؤسسة في البورصة والذي أدى بدوره إلى الاهتمام بتعظيم التدفقات النقدية المستقبلية في ظل أقل تكلفة تمويل.

ويرى الباحث الشهير P.CONSO أن النظرية المالية المعاصرة تعد نموذجا خارجيا للمؤسسة خاضعا لقوانين سوق الأصول وذلك بالفصل بين رأس المال الاقتصادي ورأس المال المالي. لقد اتسمت الفترة الممتدة بين 1950 حتى 1958 بالاهتمام بطرق وأساليب اختيار الاستثمارات، وقد تميزت هذه المرحلة أيضا بخلق نماذج للتقييم وظهور علاقات بين التقييم المالي وتحليل الأوراق المالية؛ كل هذا لا يتعدى ألا يكون وصفا للظواهر السالفة الذكر، إذ أن المالية كتخصص أكاديمي في هذه الفترة قد تميز بغياب شبه تام للانشغالات

التي من شأنها تفسير وتحليل الظواهر بحيث انحصر البحث إما في وصف الممارسات أو وصف المعايير المنبثقة عنها.

لهذا كان من الضروري الانتقال إلى مرحلة جديدة مختلفة تماما، وقد تحقق ذلك سنة 1958 من خلال دراسة نشرها كل من مودكلياني Modigliani وميلر Miller وقد تبلور هدف هذه الدراسة حول عنصرين أساسيين:

- بناء نظرية أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في حالة عدم اليقين؛

- إظهار كيفية إمكانية استخدام هذه النظرية في حل الإشكالات المتعلقة بتكلفة رأس المال، وفي نفس الوقت تطوير نظرية الاستثمار دائما في ظل عدم اليقين.

وبحلول سنوات الستينات توالى الدراسات والأبحاث التي عالجت بإسهاب المسائل المرتبطة بقيمة المؤسسة والسعي وراء تعظيمها، فقد تمكن كل من شارب SHARPE سنة 1964 ولنتنر LINTNER سنة 1965 من تشكيل نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF إذ عرف لهذا النموذج إمكانية تقييم مجموع علاوات الخطر المطلوبة (مع الأخذ بعين الاعتبار الخطر النظامي فقط دون الأنواع الأخرى من الخطر)، وتتمحور مساهمة شارب SHARPE و لنتنر LINTNER حول مستويين هما:

- تعتبر المؤسسة كمحفظة من الأصول؛

- التأكيد على أن عملية تقييم المردودية المنتظرة للاستثمارات يجب أن تتم على أساس معايير السوق المالية.

وبحلول سنوات السبعينات تمكن الباحثين بلاك BLACK وسكولز SCHOLLES من تحقيق تقدم على مستوى الاستراتيجية المالية وذلك بعرض طرق جديدة لفهمها، إذ اشتهر الباحثين بالمساهمة التي قدماها حول نموذج تقييم خيارات الأسهم، فالأسهم على غرار باقي الأوراق المالية تمثل خيارات شراء لأصول المؤسسة، وكانت هذه الفكرة هي الأساس في الخوض في العديد من الدراسات والتي من بينها أثر السياسة المالية وسياسة توزيع الأرباح على النزاعات المتعلقة بتوزيع قيمة المؤسسة بين المساهمين والمسيرين.

وتميزت سنوات منتصف السبعينات بظهور نظرية الوكالة على يد كل من جنسن JENSEN وميكلينج MICKLING من خلا مقال نشر سنة 1976 ، إذ يعتبر الباحثين أن المؤسسة هي مجموعة من العقود مبرمة بين أفراد تختلف أهدافهم وتتنازع في مناخ من عدم تماثل المعلومات، وفي ظل هذا التعارض بين المصالح المغطى بمظلة تعظيم قيمة المؤسسة، فإن المسير ينتهج سلوكا انتهازيا من خلال محاولته لتحقيق مداخيل غير مالية مبررا ذلك بعدم حصوله على الأرباح إلا في حدود مساهمته في رأسمال وأنه يتحمل الفشل وهذا ما من شأنه التأثير على قيمة المؤسسة.

1- مفهوم السياسة المالية للمؤسسة

تعرف السياسة المالية بأنها "سلوك أعمال المؤسسة فيما يتعلق بالجوانب المالية الهيكلية، فهي تخص إعداد واتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الهدف المتمثل في تعظيم ثروة الملاك".
وتعرف أيضا بأنها " تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الاهداف الاستراتيجية وذلك ضمن القيود المالية التي تخص الوضعية المالية والامكانيات المالية المتاحة لدى المؤسسة، إذ تضطر المؤسسة للتعامل مع هذه القيود من خلال عدة أوجه مختلفة تتحدد عن طريق الأهداف المسطرة:

- تستجيب السياسة المالية لقيود الملاءة (القدرة على السداد) اي ضرورة تجنب الاختلالات المالية على مستوى الخزينة والوصول إلى أعلى درجات كفاءة التسيير المالي؛
- ضمان المردودية المالية وذلك من خلال دراسة اقتصادية لتكلفة رأس المال واختيار الهيكل المالي الذي يحقق مستويات عليا من المردودية.

يتطلب هذا تحديد وتنفيذ أدوات القياس والتقييم المناسبة، بالإضافة إلى اختيار المعايير والأهداف الفرعية لاتخاذ القرارات الوسيطة وهذا يعني أخيرا، تنظيم قنوات المعلومات ومتابعة التنفيذ. وهكذا، فإن المكونات الرئيسية للسياسة المالية هي:

- تحديد متطلبات التمويل وخفضها إلى الحد الأدنى؛
- البحث عن الموارد المالية بأقل تكلفة وبمستوى مخاطر مقبول؛
- تحقيق التوازن بين الموارد فيما بينها وكذا بينها وبين استعمالات والموارد؛
- قرار الاستثمار والبحث عن أقصى العوائد؛
- قرار توزيع الأرباح على الشركاء المساهمين؛
- إدارة مخاطر الاستثمار والتمويل؛
- التنبؤ والتخطيط المالي؛
- تعظيم قيمة الشركة.

2- مكانة السياسة المالية في المجال المالي

السياسة المالية هي جزء من مجال دو نطاق أوسع الذي هو " مالية المؤسسة " وهي تختلف عن "التحليل المالي" أو "تقييم المؤسسة" من حيث أهداف التسيير لكنها تشترك في أدوات التسيير (ما يمكن استخدامه في الحكم والتقييم يمكن استخدامه كذلك في التسيير)، ومع ذلك، فإن السياسة المالية لا تتضمن جميع عناصر " الإدارة المالية "فهي تتجاهل جزئيا "تسيير الخزينة "و" تسيير الصرف".

فالسياسة المالية هي كل الممارسات التي ينفذها المسيرين بغرض "فهم" التدفقات المالية" من وإلى المؤسسة؛ وهي بذلك ليست تقنية نظمت حول أداة أو مجموعة من الأدوات فهي ممارسة موجهة نحو تحقيق هدف أو بتعبير أدق، من أجل تحقيق مجموعة من الأهداف، وهي من أجل ذلك تستخدم العديد من مفاهيم التحليل المالي، على سبيل المثال، النسب المالية، كتل الاستعمالات والموارد، وجداول التدفقات، كما تستخدم أيضا نماذج مالية الاسواق مثل صافي القيمة الحالية، نموذج تقييم الأصول المالية "MEDAF" و هيكل أسعار الفائدة.

ويعتبر تحديد الساسة المالية من اختصاص الإدارة العامة للمؤسسة اكثر مما هو من اختصاص الإدارة المالية، فالقرارات المتخذة تؤثر بعمق على جوهر المؤسسة وعلى تعاملاتها مع مختلف الهيئات الخارجية التي تتحكم فيها، إذ من الواضح أنه لا يمكن تفويض هذه القرارات لموظف بسيط حتى وإن كان ذو مستوى عال، لكن، إعداد وتنفيذ هذه السياسة بشكل مفصل هو جزء من وظيفة المدير المالي بالإضافة إلى مهامه الأخرى عموما (الإشراف المحاسبي والإداري، مرافقة التسيير وتسيير الخزينة) إذ يمكن تجميع مناطق تدخله في السياسة المالية في لوحة ثلاثية والتي تمثل "الوصايا الثلاثة" للسياسة المالية وهي:

- تحديد احتياجات وموارد التمويل وتحقيق التوازن بينها؛

- تحقيق الأمثلية (التكاليف والأرباح)؛

- التحكيم والاختيار (بين بدائل الحلول المقترحة).

وأخيرا، فإن السياسة المالية لها نماذجها وأدواتها الخاصة التي تشمل، من بين عناصر أخرى، مفاهيم تكلفة رأس المال، أثر الرافعة أو التخطيط المالي.

3- أهداف السياسة المالية

يمكن إيجاز أهداف السياسة المالية في العناصر التالية:

- ضمان المستوى الامثل من السيولة المالية وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية وتقادي مخاطر التوقف عم الدفع؛

- تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الاستدانة والاموال الخاصة؛

- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال.

4- متغيرات السياسة المالية

يقصد بمتغيرات السياسة المالية تلك العناصر الواجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ أي قرار يمس الحياة المالية للمؤسسة حيث ترتبط هذه المتغيرات بمجموعة من القيود والتحديات المتمثلة فيمايلي:

- عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان الاستقلالية المالية وتكاليف الاستدانة؛
 - تمويل النمو يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة الأمر الذي يؤدي إلى مخاطر تركيبة رأس المال؛
 - اللجوء إلى الاستدانة يخضع لقيد تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية؛
 - توزيع أرباح الأسهم لمكافحة التمويل الذاتي يساهم في تعزيز مستوى الأموال الخاصة وعندها تتحسن قدرة المؤسسة على اللجوء إلى الاستدانة.
- هذه القيود يتم إدماجها مع مختلف الأهداف المالية لإيجاد البديل الأمثل للسياسة المالية وتحقيق الأهداف المسطرة، وعلى هذا الأساس تتمثل متغيرات السياسة المالية فيما يلي:

- المردودية

- النمو

- الاستقلالية

وتجدر الإشارة إلى أنه عند تحديد العناصر الأساسية المكونة للسياسة المالية يجب مراعاة الحدود التي لا يمكن تجاوزها عند وضع الأهداف المالية واتخاذ القرارات، حيث تعتبر السياسة العامة للمؤسسة إطاراً محدداً للسياسة المالية للمؤسسة وذلك من خلال ثلاث معايير عامة هي: الربح، الأمان، النمو.

4-1 المردودية

المردودية تعني معدل الربح العائد من وراء رؤوس الأموال المستثمرة بمعنى آخر فهي النتيجة المحصل عليها بالمقارنة مع الإمكانيات المالية المستعملة للحصول عليها (الإمكانيات المستخدمة في الاستغلال). وهي تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية} = \frac{\text{النتائج}}{\text{الوسائل}}$$

أ- المردودية الاقتصادية

المردودية الاقتصادية هي قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من بيع منتجاتها في السوق وذلك بغض النظر أو بشكل مستقل عن سياسة التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة أو اهتلاك أو ضرائب أي أن المردودية الاقتصادية هي مؤشر للكفاءة الصناعية والتجارية للمؤسسة، وهي بذلك تمثل معدل العائد على الاستثمار أو الأصول والذي يجب أن يكون معتبراً في حالة انتماء المؤسسة إلى قطاع صناعي يتطلب توظيف أصول ثابتة ضخمة، فأي تراجع في هذه النسبة يؤدي حتماً إلى زيادة الاستدانة وتدهور التوازن المالي للمؤسسة.

وتمثل المردودية الاقتصادية حاصل قسمة إجمالي فائض الاستغلال EBE على الأموال المستثمرة والتي تمثل الموارد الدائمة CP (مجموع الأموال الخاصة+ الديون الطويلة الاجل)، ويرمز لها بالرمز R_e وبالتالي فهي تحسب من خلال العلاقة التالية:

$$R_e = \frac{EBE}{CP} \dots\dots(1)$$

المردودية الاقتصادية = الفائض الإجمالي للاستغلال / الأموال المستثمرة

ويمكن تحليل المردودية الاقتصادية بالشكل التالي:

بالرجوع إلى جدول النتيجة فإن الفائض الإجمالي للاستغلال EBE يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$EBE = \text{النتيجة العملياتية} + \text{الاهتلاكات}$$

وبالتعويض في العلاقة (1)

$$\frac{\text{النتيجة العملياتية} + \text{الاهتلاكات}}{CP} = R_e$$

$$\frac{\text{الاهتلاكات}}{CP} + \frac{\text{النتيجة العملياتية}}{CP} = R_e$$

سوف نستغني عن النسبة $\frac{\text{الاهتلاكات}}{CP}$ لعدم فائدتها في التحليل

ونقوم بتحليل النسبة $\frac{\text{النتيجة العملياتية}}{CP}$ كمايلي بإضافة رقم الأعمال في البسط والمقام

$$\frac{\text{النتيجة العملياتية}}{CP} \times \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{رقم الأعمال}} = \frac{\text{النتيجة العملياتية}}{CP}$$

تسمى هذه المعادلة الموضوعية الظاهرة داخل الإطار بما يسمى استرجاع رأس المال Return On Investment بحيث يمكن قراءتها من خلال نسبتين هما:

$$\frac{\text{النتيجة التشغيلية}}{\text{رقم الأعمال}} \text{ تسمى هذه النسبة مردودية رقم الأعمال}$$

وتدل هذه النسبة على كفاءة المؤسسة في الحصول على هامش ربح إيجابي، وهي تعبر عن قدرة دينار واحد من رقم الأعمال على توليد هامش من النتيجة التشغيلية.

$$\frac{\text{رقم الأعمال}}{CP} \text{ تسمى هذه النسبة دوران رأس المال}$$

تدل هذه النسبة على مدى فعالية الموارد الدائمة المستثمرة في توليد رقم الأعمال المحقق، وتسمح لنا هذه النسبة بتقدير حجم المبيعات الذي يحققه 100 دج من الموارد الدائمة، حيث كلما زاد حجم المبيعات وتضاعف الدوران كلما زادت المردودية الاقتصادية للمؤسسة.

ب- المردودية المالية

تمثل المردودية المالية مؤشرا لقدرة المؤسسة على تعويض المساهمين أو الشركاء أي قدرتها على توزيع أرباح على المساهمين الذين منحوها الأموال الخاصة لاستثمارها وهو الأمر الذي بإمكانه رفع قيمة الأسهم التي يمتلكونها داخل المؤسسة، وبذلك فالمردودية المالية تمثل معدل العائد على الأموال الخاصة. وتمثل المردودية المالية حاصل قسمة النتيجة الصافية RN على الأموال الخاصة FP، ويرمز لها بالرمز R_f وبالتالي فهي تحسب من خلال العلاقة رقم (2):

$$R_f = \frac{RN}{FP} \dots\dots\dots(2)$$

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

ويمكن تحليل المردودية المالية وذلك بإضافة كل من رقم الأعمال ومجموع الأصول في البسط والمقام بالشكل التالي:

$$\frac{\text{مجموع الأصول}}{FP} \times \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول}} \times \frac{RN}{\text{رقم الأعمال}} = R_f$$

وفيما يلي شرح لمختلف هذه هذه النسب التي تعتبر كمصادر للمردودية المالية

وتسمى نسبة هامش الربح الصافي، وهي تعبر عن السياسة التجارية للمؤسسة مع الأخذ
RN
رقم الأعمال

بعين الاعتبار الوضعية التنافسية لها.

وتسمى معدل دوران الأصول، وهو يعبر عن مدى الفعالية الانتاجية للمؤسسة، كما
رقم الأعمال
مجموع الأصول
 تسمح هذه النسبة بمقارنة الخيارات الصناعية والتكنولوجية للمؤسسة المنتمية لنفس القطاع.

وهي نسبة تعبر عن السياسة المالية للمؤسسة، وهي تقيس معدل المديونية الكاملة حيث
مجموع الأصول
FP

$$\frac{\text{الخصوم الغيرجارية} + \text{الاموال الخاصة} + \text{الخصوم الجارية}}{\text{الأموال الخاصة}} = (FP) / (\text{مجموع الأصول})$$

$$+ \frac{\text{الخصوم الغيرجارية} + \text{الخصوم الجارية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

$$= \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

$$= 1 + \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

$$= 1 + \text{نسبة الاستقلالية}$$

المالية

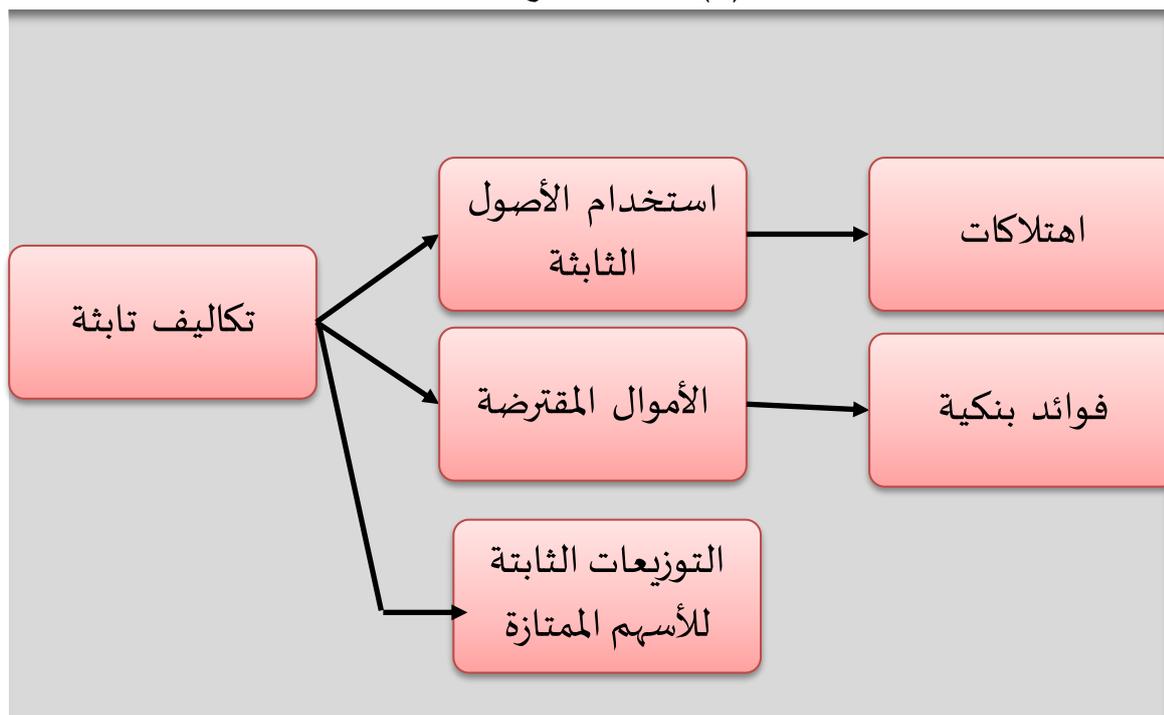
في هذا الصدد يمكن أن نميز ثلاث حالات يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، وذلك وفقا لمفهوم أثر الرفع المالي بمعنى ما هو الاثر الذي تتركه الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة وهو ما سنتناوله بشيء من التفصيل فيما يلي.

1-4-1 الرفع المالي والرفع التشغيلي

أولاً: مفهوم الرفع في المنطق المالي

تعني كلمة " الرفع " وجود تكاليف ثابتة في الهيكل المالي تتحملها المؤسسة، هذه التكاليف الثابتة تأتي من مصدرين:

الشكل (3): مصادر الرفع داخل المؤسسة



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية

- ❖ يعني هذا الشكل أن المؤسسة إذا استخدمت أصولاً ثابتة (مباني، آلات، وسائل نقل.....) فستتحمل مقابل هذا الاستخدام تكاليف ثابتة متمثلة في الاهتلاكات، الإيجار، الأجور.....
- ❖ وفي نفس الوقت إذا اقتضت المؤسسة أموالاً من الغير أو من البنوك يعني أصبح لديها ديون تتحملها، فهي ستتحمل مقابل استخدامها للأموال المقترضة تكاليف ثابتة متمثلة في الفوائد البنكية أو فوائد السندات
- ❖ وكذلك يمكن للرفع المالي ان ينتج عن توزيعات الأسهم الممتازة باعتبارها توزيعات ثابتة يتحصل عليها المساهمون الذين يحملونها

ثانيا: أنواع الرفع

هناك ثلاثة أنواع من الرفع هي الرفع المالي والرفع التشغيلي والرفع الكلي، وسنتناول فيمايلي كل واحد منهما بشئ من التفصيل.

أ- الرفع المالي

ينتج الرفع المالي كما أشرنا أعلاه عن وجود دين في الهيكل المالي للمؤسسة، أي فوائد، أو توزيعات الأسهم الممتازة وذلك بغرض تعظيم العائد على حقوق الملكية أي تعظيم أرباح المساهمين وهذا معناه رفع معدل المردودية المالية.

وبشكل عام زيادة الرفع المالي أي زيادة الاعتماد على الدين أو القترض ينتج عنه زيادة في العائد والمخاطرة في نفس الوقت.

الرفع ← العائد ← المخاطرة

تعريف درجة الرفع المالي

يشير مفهوم الرفع المالي الي درجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض كاحد مصادر التمويل، فهي تتعلق بتكاليف التمويل الثابتة أي الفوائد ويعني ارتفاع الرفع المالي ارتفاع قيمة وفوائد القروض.

و يمكن تعريف درجة الرفع المالي رياضيا بانها نسبة التغير في ربحية السهم نتيجة للتغير في النتيجة

العملية أو ما يسمى بالربح التشغيلي (موجودة في جدول النتيجة) ويرمز لها بالرمز DFL

تحسب درجة الرفع المالي بالعلاقة التالية:

$$DFL = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT}$$

DFL: درجة الرفع المالي

%ΔEPS: التغير في ربحية السهم (أي التغير في الأرباح الخاصة بالاسهم والتي تعتبر اموال خاصة

في شركات المساهمة)

%ΔEBIT: التغير في النتيجة التشغيلية (أي التغير في الربح التشغيلي)

تعني العلاقة السابقة أنه كلما زادت نسبة التمويل بالدين في الهيكل المالي للمؤسسة أي كلما زادت درجة الاعتماد على الديون كلما ازدادت نسبة التغير في ارباح الاسهم الناتجة عن أي تغير صغير في النتيجة العملياتية التي تحققها المؤسسة.

هذا معناه زيادة الديون تؤدي إلى أن أي تغير صغير في النتيجة العملياتية ينتج عنه تغير كبير في أرباح الأسهم، بمعنى أن أرباح الأسهم تصبح أكثر حساسية اتجاه التغير في النتيجة العملياتية، ولذلك لابد من دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسة.

درجة الرفع المالي معبر عنه بحجم المبيعات

يمكن التعبير عن درجة الرفع المالي عند مستوى معين من المبيعات بالعلاقة التالية:

$$DFL = \frac{Q (p - v) - F}{Q (p - v) - F - k}$$

DFL : درجة الرفع المالي

Q : عدد الوحدات المباعة

p : سعر البيع للوحدة

v : التكلفة المتغيرة للوحدة

F : التكاليف الثابتة الإجمالية

k : الفائدة أو توزيعات الاسهم الممتازة

أثر الرفع المالي

بما أن المردودية المالية للمؤسسة هي قدرة هذه الأخيرة على تعويض المساهمين من خلال توزيع أرباح الأسهم، فلا بد من دراسة الأثر الذي قد تتركه عملية الرفع المالي على مردودية الاموال الخاصة.

إن أثر الرفع المالي هو دالة تابعة لمعدل المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة اي الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية

فالعلاقة بين كلا من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية تكون على النحو التالي:

$$R_f = (1 - T) \left[R_e + (R_e - i) \frac{D}{FP} \right]$$

R_f : المردودية المالية

R_e المردودية الاقتصادية

T معدل الضريبة

i معدل الفائدة

FP : الأموال الخاصة

D : قيمة الديون

$\frac{D}{CP}$: ذراع الرافعة

$(R_e - i)$: أثر الرافعة

ومن خلال المعادلة السابقة نستنتج 4 حالات

- إذا كانت قيمة الديون معدومة يكون اثر الرفع المالي معدوم
- إذا كان $(R_e > i)$ يكون للديون اثر ايجابي علي مردودية الاموال الخاصة \leftarrow يمكن الاعتماد على القروض لأنها سترفع أرباح المساهمين
- إذا كانت $(R_e < i)$ يكون للديون اثر سلبي علي مردودية الاموال الخاصة \leftarrow ليس في صالح المؤسسة الاعتماد على القروض لأنها ستخفض من أرباح المساهمين
- إذا كانت $(R_e = i)$ \leftarrow يكون لا أثر للرفع المالي

ب- الرفع التشغيلي

يمكن تعريف الرفع التشغيلي بأنه استخدام او توظيف أصول ثابتة تتحمل المؤسسة مقابلها تكاليف ثابتة كما أشرنا سابقا، فالتكاليف الثابتة هي نقطة ارتكاز الرفع التشغيلي.

ويكون القصد من استخدام هذا النوع من الرفع أي الرفع التشغيلي هو تحقيق زيادة في الأرباح عن طريق الاعتماد على التكاليف الثابتة؛ ويعبر عن الرفع التشغيلي رياضيا بنسبة التغير في النتيجة العملياتية (أي

الربح التشغيلي) عند التغير في المبيعات، ويرمز له بالرمز DOL

حساب الرفع التشغيلي عند مستويين من المبيعات

ويمكن التعبير عن الرفع التشغيلي عند مستويين من المبيعات بالعلاقة التالية:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

DOL : درجة الرفع التشغيلي

$\Delta EBIT$: التغير في النتيجة العملياتية (التغير الربح التشغيلي)

EBIT : النتيجة العملياتية (الربح التشغيلي)

ΔQ : التغير في المبيعات

Q : المبيعات

وبذلك فإن الرفع التشغيلي يعكس مدى حساسية ارباح المؤسسة للتغير في المبيعات، وعليه يتم التمييز بين حالتين

- 1) عندما تكون قيمة **DOL** منخفضة تكون ارباح المؤسسة اقل حساسية للتغير في حجم المبيعات
- 2) عندما تكون قيمة **DOL** مرتفعة تكون ارباح المؤسسة لها حساسية كبيرة لاي تغير صغير في المبيعات

كما ان اي انخفاض صغير في المبيعات قد يؤدي الى انخفاض كبير في الارباح إذن فالرافعة التشغيلية لها تأثيرين

- ❖ تعظيم الارباح في حالة ارتفاع المبيعات
- ❖ تعظيم الخسائر في حالة انخفاض المبيعات

وكذلك إذا كانت الرافعة التشغيلية عالية فان الطاقة الاستيعابية للتمويل بالدين (القدرة على الاعتماد على الدين) تكون اقل وعلى ذلك فالمؤسسة من الافضل الا تعتمد على القروض إذا كانت قيمة **DOL** مرتفعة.

الرفع التشغيلي عند مستوي معين من المبيعات

$$DOL = \frac{Q (p - v)}{Q(p - v) - F}$$

DOL : درجة الرفع التشغيلي

Q : عدد الوحدات المباعة

p : سعر البيع للوحدة

v : التكلفة المتغيرة للوحدة

F : التكاليف الثابتة الإجمالية

4-2 النمو

يعتبر النمو وظيفة استراتيجية جد هامة للمؤسسة الاقتصادية كونه نتيجة لقراراتها الاستراتيجية سواء تلك المتعلقة بالعلاقات الخارجية أو بالأهداف البعيدة المدى، ومن تم فإن النمو في المؤسسة الاقتصادية يعتبر ظاهرة تعكس مدى نجاح ونجاعة استراتيجياتها المتعلقة بجانب التطور، التوسع، البقاء والاستمرار. وبذلك يمكن اعتبار النمو وظيفة استراتيجية تشكلها الاستراتيجيات المحددة لحجم الاستثمارات، سياسة توزيع الأرباح وهيكل سياسات التمويل (هيكل رأس المال)

أولاً: مفهوم النمو

لقد عرف معهد الإدارة بمدينة Rennes بفرنسا النمو بأنه "يمثل الزيادة في رقم الأعمال الفعلي، في الطاقات الفنية، والقيمة المضافة"

كما عرف بأنه "تحسين في قدرات النظام حتى يستجيب هذا الأخير للبيئة في تحقيق أهداف محددة" وبذلك يمكن القول بأن النمو الداخلي يتمثل في توليد إمكانيات مالية ومادية من طرف المؤسسة ذاتها والذي يؤدي إلى التوسع في الإمكانيات الإنتاجية بمعنى أنه يتم تمويل هذه الأخيرة بالاعتماد على التمويل الذاتي (الاموال الخاصة).

وقد عرف مجموعة من الكتاب النمو الداخلي أي النمو الهيكلي بأنه "رغبة المؤسسة في التطور بالاعتماد على إمكانياتها ومواردها الخاصة (خلق منتجات جديدة، توسيع موقع إنتاج، التوسع في الأسواق

L'implantation d'une filiale de commercialisation

ويعرف الكاتب Pierre BARAGER وآخرون النمو الداخلي بأنه نمو يتشكل بخلق قدرات جديدة من طرف المؤسسة لذاتها، وهي تلك التي تتمثل في القدرات الإنتاجية أو بقدرات تجارية (اقتحام أسواق خارجية) أو

بقدرات من طبيعة أخرى كقدرات البحث (مثل إنشاء مخابر علمية للبحيتصف مصطلح النمو من وجهة نظر تحليلية بأنه تجاري، صناعي، تقني وإداري، وأن النمو الداخلي يتمثل في زيادة الإنتاج، رقم الأعمال، الاستثمارات ورؤوس الاموال الخاصة، وذلك اعتمادا على القدرات الذاتية للمؤسسة (الاموال الخاصة). وبذلك فإن المستوى المحقق من النمو داخل المؤسسة يرتبط ارتباطا وثيقا بالمقدار المحقق من مردودية الاموال الخاصة، وعليه فإنه عند الحديث عن الأموال الخاصة فإننا نعني بذلك الزيادة الحاصلة في الاموال الخاصة (معدل نمو الأموال الخاصة) والتي تتعلق بمعدل المردودية المحاسبية لها وبمعدل توزيع الأرباح. ويعرف معدل نمو الأموال الخاصة بأنه معدل المردودية المالية بعد توزيع الأرباح وبعبارة رياضية فإنه يعطى بحاصل ضرب معدل المردودية المالية ومعدل الاحتفاظ بالأرباح وفق العلاقة التالية:

$$g = R_{FP} (1 - d)$$

بناءا على هذه الصيغة الرياضية يمكن القول بأن معدل نمو الاموال الخاصة يتأثر بسياستين:

- السياسة المالية من خلال المردودية المالية وتحديد الهيكل المالي
- سياسة توزيع الأرباح من خلال نسبة الأرباح الموزعة

ثانيا: جوانب النمو

يظهر النمو في عدة جوانب يمكن حصرها فيمايلي:

أ- **النمو التجاري:** ويهتم بتطوير وظيفة التبادل في المؤسسة، حيث يعتبر التوسع التجاري سبيلا للزيادة في حجم المؤسسة وتطور الامكانيات الاستثمارية والانتاجية.

ب- **النمو الصناعي:** ويركز على التقدم الكمي والنوعي للنسبة حجم/جودة المنتجات المصنعة حتى تظهر المؤسسة أقوى أداء.

ج- **النمو التقني:** ويتمثل في تطور الوسائل، الطرق والتقنيات الانتاجية، وبذلك يعتبر النمو التقني عنصرا داعما للنمو الصناعي.

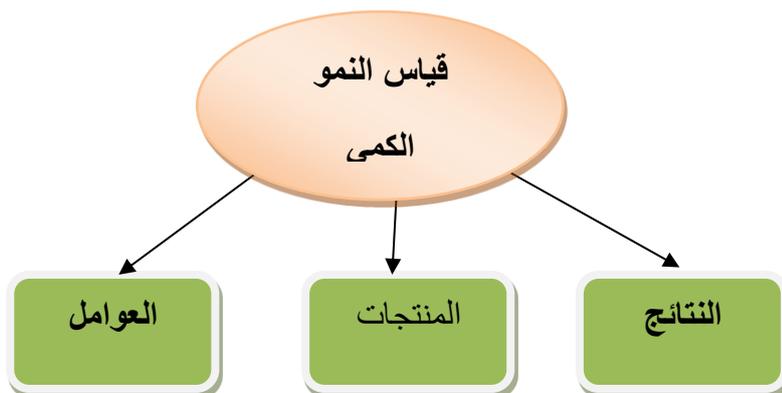
د- **النمو الإداري:** يخص هذا النمو احتياجات العاملين لمواجهة تطوير وتنمية المؤسسة، أي أن هذا النمو يركز على الارتقاء بمستويات أداء وسلوك العنصر البشري.

وتجدر الإشارة إلى أنه يجب التمييز بين مفهوم التطور le développement ومفهوم النمو la croissance إذ يمكن أن يكون النمو نتيجة للتطور المستقل le développement autonome لأنشطة المؤسسة وهذا ما

يعبر عنه بالنمو الداخلي كما يمكن ان يكون النمو نتيجة لتجمع أو تحالف أو اندماج بين مجموعة من المؤسسات وهو ما يعبر عنه بالنمو الخارجي.

أما بالنسبة لقياس النمو فيتم التمييز في هذا الصدد بين النمو الكمي والنمو النوعي

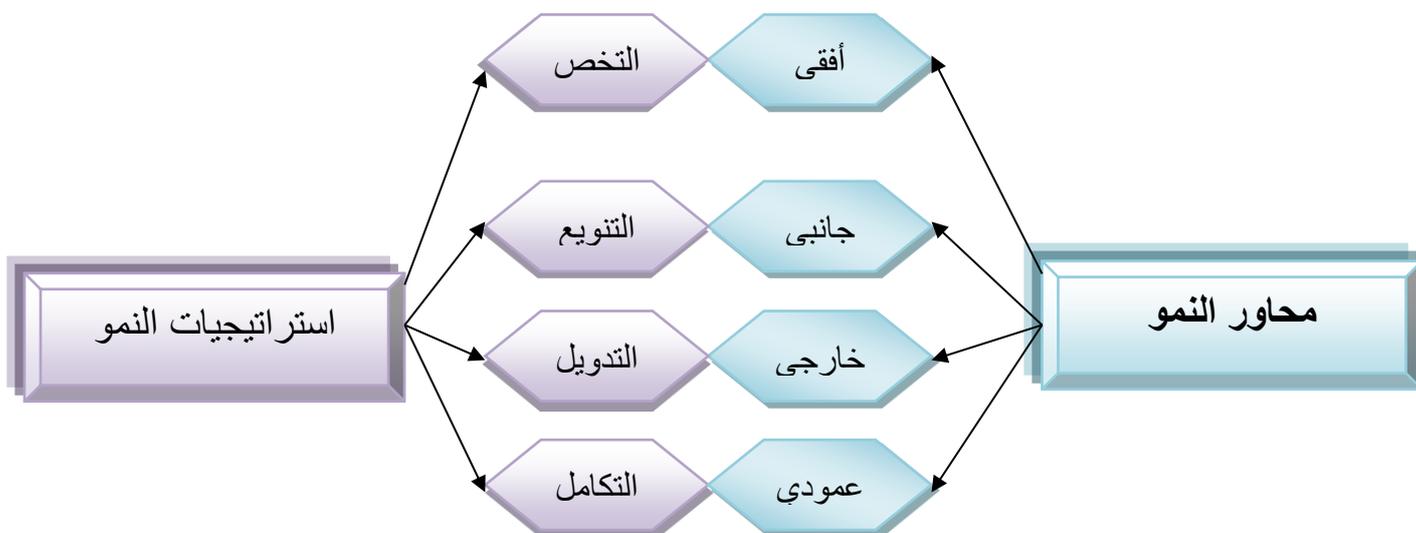
الشكل (4): قياس النمو الكمي



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية

أما بالنسبة للنمو النوعي فيقاس بتغير الهياكل التنظيمية، الانتاجية، التكنولوجية (إجراء تعديلات هامة على الهياكل والانشطة حيث يتعلق الامر ب: الجانب التقني، اللوجستيكي، التجاري، المالي والبشري)؛ وللنمو محاور واستراتيجيات يمكن شرحها من خلال المخطط الموالي:

الشكل (5): محاور واستراتيجيات النمو



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية

عند دمج المعايير العامة بمتغيرات السياسة المالية تنتج مجموعة من البدائل المتاحة للسياسة المالية للمؤسسة والمتمثلة فيما يلي:

أولاً: سياسة (المردودية - الاستقلالية - النمو)

تطبق هذه السياسة على المدى القصير وتركز فيها المؤسسة على تحقيق أرباح في الأجل القصير والبحث على أعلى مستويات مردودية الاموال الخاصة مع أدنى مستويات الإستدانة وأعلى درجات الاستقلالية، وتعطى الاستقلالية المالية بالعلاقة التالية:

نسبة الاستقلالية المالية = الاموال الخاصة / مجموع الديون

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

- يجب أن تكون النسبة الأولى بين الواحد والاثنتين (1-2)، فإذا كانت 2 أو أكثر فهذا يعني أن الاموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر مما يجعل للمؤسسة القدرة الكافية على التسديد أو الاقتراض؛ أما إذا كانت تساوي الواحد أو أقل فهذا يعني تساوي الطرفين وهذا ما يجعل المؤسسة في وضعية تشعب بالديون.

- أما النسبة الثانية فلا يجب ان تتخفف عن 0,5 أي يجب ألا تمثل الأموال الخاصة أقل من 50% من مجموع الخصوم، وإلا تكون المؤسسة قد فقدت استقلاليتها لأن الموارد مشكلة بأكثر من 50% من الديون.

ثانياً: سياسة (المردودية - النمو - الاستقلالية المالية)

تعتبر هذه السياسة أكثر انسجاماً من حيث الأهداف إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق مردودية عالية مما يسمح بتحقيق معدلات نمو عالية، كما تواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تقنية، تجارية و مالية تؤدي بها إلى الرفع من مستوى الأستدانة الامر الذي يؤثر سلبا على الاستقلالية المالية ومن تم البحث عن مصادر تمويل خارجية ذات آجال طويلة للسداد مما يساهم في تحسين خزينة المؤسسة وتوفير السيولة الضرورية لتمويل النمو.

ثالثاً: سياسة (الاستقلالية المالية - المردودية - النمو)

في هذه الحالة يتم إعطاء أولوية للاستقلالية المالية على حساب النمو، لكن هذا يتطلب تحسين مستمر وفعال للمردودية من أجل ضمان تمويل احتياجاتها المالية من مصادر داخلية والتقليل من الاستدانة. يمكن تبني هذه السياسة في حالة اعتماد استراتيجية للانسحاب من نشاط معين أو حالة تشعب السوق بمنتج المؤسسة.

رابعاً: سياسة (الاستقلالية المالية - النمو - المردودية)

هنا يتم إعطاء أولوية للاستقلالية المالية مع الاهتمام بالامتيازات التنافسية على المدى الطويل لذلك تتخلى المؤسسة عن هدف الربح (المردودية) حالياً من أجل السيطرة على السوق مستقبلاً، أما النمو فيمثل الخيار الثاني وتواجه المؤسسة صعوبات بسبب محدودية اللجوء إلى الاستدانة معتمدة بذلك على التمويل الذاتي في تمويل احتياجاتها وهذا صعب في الأجل القصير بسبب التخلي عن هدف الربح وبالتالي تدني مستويات المردودية.

خامساً: سياسة (النمو - المردودية - الاستقلالية المالية)

تفرض أولوية النمو على المؤسسة عدة تحديات مرتبطة بمصادر التمويل حيث تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بشكل واسع مع أفضلية تحسين المردودية حيث تتخلى المؤسسة بالمقابل عن هدف الاستقلالية المالية من أجل توسيع وتوزيع تشكيلة وسائل التمويل لتلبية الاحتياجات المالية للنمو.

4-6 سياسة (النمو - الاستقلالية المالية - المردودية)

إن اتباع سياسة النمو في هذه الحالة يعتبر مؤمن ضد المخاطر عن طريق تفضيل أولوية الاستقلالية المالية على المردودية لكن مع ضياع فرص تمويلية كبيرة.

5- أنواع السياسات المالية

السياسة المالية، كما سبق الإشارة إليه هي عملية البحث عن مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة بعد تحديد أهدافها واحتياجاتها التمويلية اللازمة الخاصة بالاستثمار والاستغلال، ثم المفاضلة بين مختلف تلك المصادر من أجل اختيار أفضلها مع الأخذ بعين الاعتبار الشروط المالية التي يفرضها محيط المؤسسة ووضعها الداخلي، بالإضافة إلى تحديد مختلف تأثيرات مصدر تمويلي معين على المؤسسة، رأس مالها الاقتصادي، التدفق النقدي، قوة التصويت، التوازن المالي..... إلخ

يمكن للمؤسسة توفير الأموال التي تحتاجها عن طريق مصادر متعددة ومن خلال استخدام أدوات مالية متنوعة، منها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل ومنها ما هو مقترض ومنها ما هو ممتلك، والسياسة المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي، هي تعبير عن مزيج من الأدوات المالية المستخدمة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

5-1 السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية)

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقضي هذا الأخير بضرورة مواءمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه .

وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، من مصادر تمويل طويل الأجل كالقروض طويلة الأجل والأموال الخاصة، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل، إذ هذا يعني أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية . أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل.

وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصير وبين مصادر التمويل الطويل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة. فتطبيقا لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة، كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل.

5-2 سياسة التمويل المتحفظة (المحافظة)

حسب ما سبق مبدأ التغطية، فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل غير أن هذا الوضع نادر الحدوث، فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب في الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المتداولة في محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد.

وعموما فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد الشركة سوف يكون أيضا منخفض بسبب الارتفاع في تكاليف القروض طويلة الأجل بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفض المخاطر.

5-3 سياسة التمويل المغامرة (الجريئة)

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل القصير الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر المتمثلة في مخاطر العسر المالي أي إضعاف مركز المؤسسة من حيث السيولة.

ومن ناحية أخرى، فإن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض انخفاض في درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد، نظرا لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، باختصار تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر وزيادة العائد أيضا.

الفصل الثاني

مصادر تمويل المؤسسة

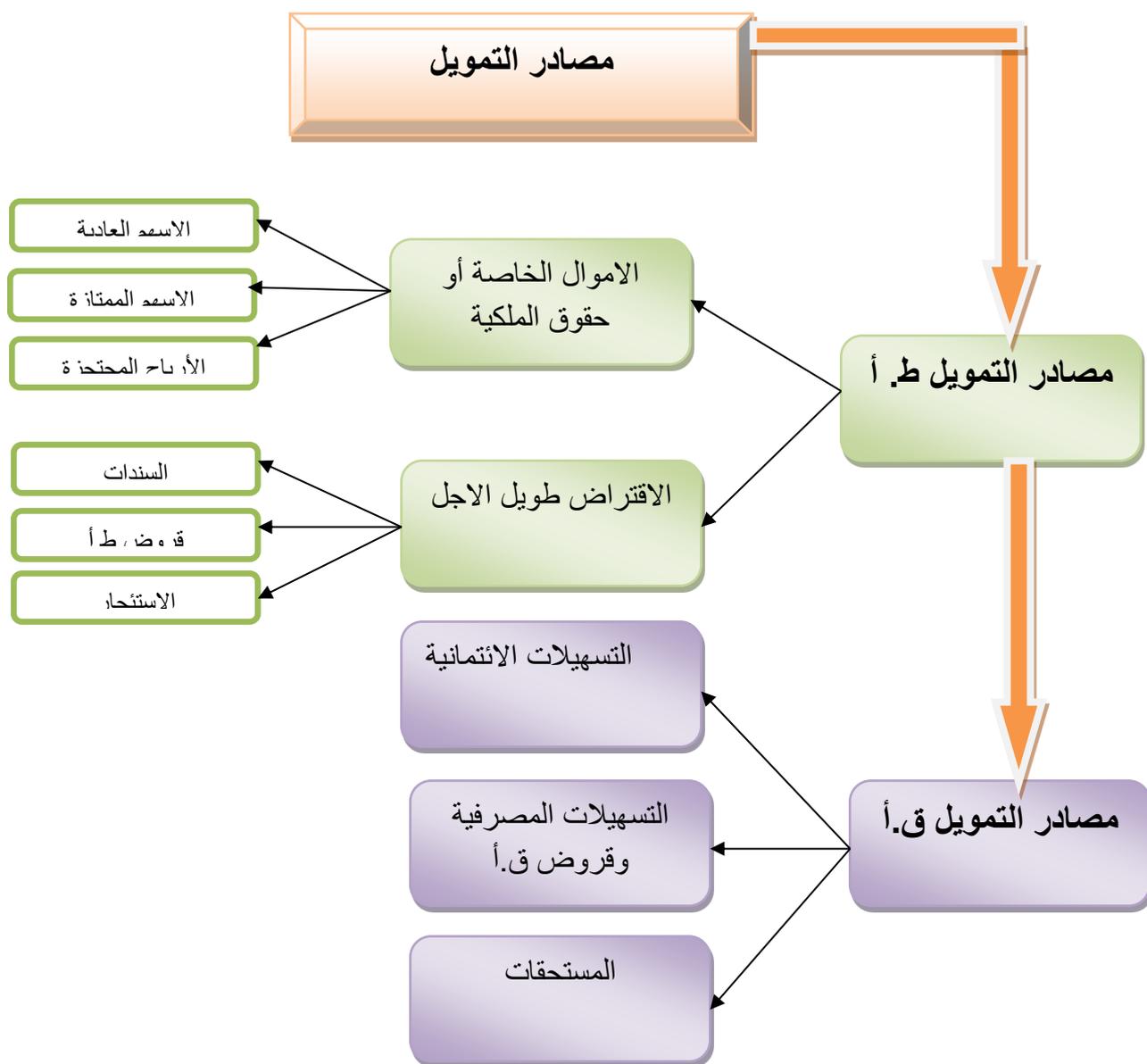
- التمويل المصرفي
- التمويل عن طريق حقوق الملكية
- التمويل عن طريق الاقتراض الطويل الاجل
- التمويل عن طريق الاقتراض قصير الأجل
- الإعانات الحكومية

I- طرق التمويل

كما سبق وأشرنا فإن المؤسسة تواجه التزامات عديدة تجعلها بحاجة إلى الاموال، الامر الذي يجعلها تبحث عن مصادر للتمويل، وهي مجبرة على اختيار أحسن المصادر للحصول على الهيكل المالي الذي يخدم سياستها المالية بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة. في هذا الصدد هناك طرق عديدة للتمويل بإمكان المؤسسة المفاضلة بينها كبدائل، من بينها التمويل المصرفي، التمويل عن طريق الشراكة، التمويل البورصي، مساهمة الدولة في التمويل، بالإضافة إلى الطرق الحديثة والتي ساهمت بشكل كبير في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة.

كما يمكن تقسيمها حسب معيار المدة الزمنية إلى مصادر تمويل طويلة الاجل ومصادر تمويل قصيرة الأجل. وفيمايلي سيتم شرح مصادر التمويل مقسمة حسب معيار المدة الزمنية من خلال المخطط الموالي:

الشكل (6): تقسيم مصادر التمويل من حيث المدة الزمنية



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية

1- التمويل المصرفي**1-1 تعريف التمويل المصرفي**

يقصد به التمويل البنكي كذلك، حيث يمكن تعريفه بأنه:

- القروض التي يمنحها الجهاز البنكي في مختلف أشكالها"
- " القروض التي يقدمها الجهاز المصرفي الذي يعتبر المصدر الأساسي في تمويل التنمية الاقتصادية إلى المؤسسات التي تكون في حاجة إليه إما لخلق مؤسسات جديدة، أو لتوسيع استثماراتها، أو لحل أزمة سيولة آنية"
- "ومن وجهة نظر حديثة يعرف التمويل المصرفي بأنه تمويل وحدة اقتصادية ينظر فيه البنك بصورة أساسية إلى التدفقات النقدية والعائدات المتوقعة كمصدر لتسديد التمويل المقدم، كما ينظر إلى أصول هذه الوحدة كضمانة عينية".

1-2 أهمية التمويل المصرفي

يمكن إبراز أهمية التمويل المصرفي من خلال ثلاث مستويات هي:

أ/ بالنسبة للعملاء

يعتبر التمويل المصرفي مصدرا لسد العجز في رؤوس الاموال الخاصة بالمشاريع الاقتصادية التي يحتاج أصحابها إلى بدائل تمويلية وذلك حسب نوع التمويل من حيث الزمن.

ب/ بالنسبة للبنك

يعتبر التمويل المصرفي المصدر الرئيسي لتحقيق الإيرادات وذلك من خلال العوائد المحصلة لمقابلة المصروفات وتحقيق فوائد من عمليات التمويل نفسها لتعظيم الأرباح التي يتم توزيعها على المودعين والمساهمين.

ج/ بالنسبة للاقتصاد

يساهم التمويل المصرفي في مقابلة الاحتياجات الحقيقية لمختلف النشاطات الاقتصادية مما يساعد على دفع عجلة التنمية ويساهم في خلق فرص عمل جديدة، وزيادة الناتج المحلي الخام.

1-3 ضوابط منح التمويل المصرفي

يقصد بضوابط منح التمويل المصرفي الإطار القانوني الذي يضعه المشرع في أي بلد لتنظيم ومراقبة منح هذا التمويل بما يتفق مع تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتوازنة.

ففي حالة الجزائر وحسب نص المادة 55 من قانون النقد والقروض والتي حددت صلاحيات البنك المركزي، فقد أفادت بأن "

مهمة البنك المركزي في مجال النقد والقرض تتمثل في توفير أفضل الشروط لنمو منتظم للاقتصاد الوطني والحفاظ عليها بإنماء جميع الطاقات الانتاجية الوطنية مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد"

هذا معناه أن البنك المركزي هو المسؤول الاول عن تنظيم السياسة الاقراضية والرقابة عليها، وهذا ما جاء في نص المادة 92 من نفس القانون، حيث أفادت بأن:

يضع البنك المركزي جميع المعايير التي يجب على كل بنك احترامها بشكل دائم ولاسيما تلك المتعلقة بمايلي:

- النسب بين الاموال الخاصة والتعهدات
- نسب السيولة
- النسب بين الأموال الخاصة والتسهيلات الممنوحة لكل مدين
- النسب بين الودائع والتوظيفات
- استعمال الأموال الخاصة
- توظيفات الخزينة
- المخاطر بشكل عام

مما سبق يمكن القول أن البنك المركزي هو من يضع ضوابط وأسس يتم من خلالها منح التمويل المصرفي والتي تضمن عدم تعرض البنك للمخاطر، حيث جاء في نص المادة 160 من قانون النقد والقرض بأن:

لا يجوز منح أي قرض دون أن يكون البنك أو المؤسسة المالية قد تحصلت من "مركزية المخاطر" على المعلومات المتعلقة بالمستفيد من القرض.

هذا معناه أن التمويل المصرفي قد يكون محفوفا بمخاطر عدم الملاءة التي قد تعرض البنك إلى مخاطر عدم استرداد أمواله التي منحها، لذا من الضروري أن تنص سياسة البنك المركزي على تكون ضوابط للتمويل المصرفي تشمل مايلي:

- البيانات الأساسية عن العميل
- دراسة القدرة الائتمانية للعميل وذلك بهدف التأكد من سلامة مركزه المالي
- جدوى المشروع من الناحية الاقتصادية وقدرة هذا المشروع على توليد عوائد من خلال تدفقاته النقدية، ويتم ذلك عن طريق:

✓ فحص المستندات

✓ تحليل ميزانيات المؤسسة

✓ الحصول على مؤشرات الصحة المالية للمؤسسة

✓ وجود ضمانات

✓ تحليل المخاطر المحتملة

- المتابعة المستمرة للعميل وسير العملية التمويلية وفق ما تقتضيه طبيعتها.
- ولذلك من الضروري أن يرسم كل بنك سياسته التمويلية والمتمثلة في مجموعة القواعد والإجراءات والتدابير المتعلقة بتحديد حجم ومواصفات التمويل وتلك التي تحدد ضوابط منح هذا التمويل ومتابعته وتحصيله.

1-4 مبادئ التمويل المصرفي

مع تطور البنوك واتساع حجم خدماتها وتنوع حاجات الحياة الاقتصادية، عادة ما تحدد إدارة البنك مبادئ الطلب على كل نوع من أشكال التمويل وتقييم فاعلية وقابلية البنك في تلبية هذه الطلبات حيث يحدد التمويل على أساس:

أ/ مبدأ السلامة (الأمان)

الذي يقتضي أن يمنح الائتمان إلى متعاملين مؤهلين وموثوق بهم، وأن مركزهم المالي جيد إلى درجة قدرتهم على الوفاء بالالتزامات عند حلول آجالها من جهة، ومن جهة ثانية ينبغي توافر الضمانات الكافية واللازمة لتغطية مخاطر عدم تسديد القرض في آجاله المحددة.

في هذه الحالة يقوم المدراء المسؤولون في مصلحة القرض بدراسة وتحليل المركز المالي للمدين فيما يتعلق بخمسة نواح هامة تسمى في امريكا بـ **Five C's** (Character, Capacity, Capital, Collateral,)

(Conditions) والتي تعتبر كمعايير أساسية لمنح التمويل المصرفي وهي في نفس الوقت تعتبر كعوامل أساسية لتقييم مخاطر هذا التمويل.

ب/ مبدأ السيولة

الذي يقضي بإمكانية تحويل استخدامات البنك إلى سيولة مطلقة في أقل فترة زمنية ممكنة وبأقل تكلفة، لذلك تعمل البنوك على تقديم القروض القصيرة الأجل غالبا وتتعامل بالائتمان الذي يمتاز بالسيولة العالية.

ج/ مبدأ الربحية

إن البنك من خلال تقديمه للقروض يحرص على تحقيق عائد يتمثل في سعر فائدة معقول يغطي تكاليفه، في الوقت نفسه، لذلك فهو يعمل جاهدا على توزيع أمواله على استخدامات مختلفة تجنباً لأي طارئ من شأنه التأثير على الربحية الإجمالية.

وفي هذه الحالة، وتبعاً لهذه المبادئ، فإن السياسة الإقراضية تختلف من بنك لآخر وفقاً لأهدافه، ومجال تخصصه وهيكله التنظيمي وحجم رأس ماله، إلا أنه يمكن الاتفاق على جملة من العناصر المكونة للسياسة الإقراضية والتي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل (7): مكونات السياسة الإقراضية



II- التمويل عن طريق حقوق الملكية (الأموال الخاصة)

يكون التمويل عن طريق الاموال الخاصة إما داخليا أو خارجيا، فالأول يتمثل في التمويل الذاتي، والثاني يتمثل في الرفع في رأس المال نقدا، وبذلك يعتبر فتح رأس المال للمساهمة مصدرا للتمويل الخارجي تلجأ إليه المؤسسة عند عجزها في تغطية احتياجاتها المالية عن طريق الموارد الداخلية، وهي عملية مالية تسمح بزيادة رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية.

1- التمويل عن طريق رفع رأس المال نقدا

لقد تم التعرف فيما سبق من هذه المطبوعة في الفصل الأول على شركات الاموال باعتبارها تضم في سياقها الشركات ذات الطابع التجاري والمخول لها بحكم القانون التجاري اللجوء إلى هذا النوع من التمويل؛ حيث يمكن التمييز بين حالتين وذلك حسب الشكل القانوني لشركة الأموال، فإذا ما تعلق الامر بشركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم فإنه يتم الرفع في رأس مال الشركة بغرض تمويل احتياجاتها المالية من خلال بيع المؤسسة للأسهم (العرض العمومي للبيع OPV) للحصول على مبلغ نقدي من طرف الشركاء أو العمال أو مساهمين جدد في شكل أسهم عادية ، أسهم ممتازة... إلخ أما إذا تعلق الأمر بشركة ذات مسؤولية محدودة فإن الرفع في رأس المال لا يكون باللجوء إلى الاكتتاب العام أو إلى إصدار الأسهم أو السندات كما سبق الذكر وإنما يكون من خلال:

- إحداث حصص جديدة توزع تمثيلا لتقديرات نقدية أو عينية وهذا طبعا بدخول شريك جديد أو شركاء جدد؛

- رفع القيم الاسمية للحصص الموجودة من خلال رفع حصص نفس الشركاء عند التأسيس؛

وقد قنن المشرع الجزائري موضوع رفع راس المال في الشركات ذات المسؤولية المحدودة في القانون التجاري، حيث جاء في نص المادة 569 من القانون التجاري مايلي

يجب أن تكون حصص الشركاء اسمية ولا يمكن أن تكون ممثلة في سندات قابلة للتداول

كما نصت المادة 573 من هذا القانون على مايلي:

في حالة زيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب بقبول حصص نقدية في الشركة تطبق احكام المادة 567

تشير هذه المادة إلى التمويل الخارجي عن طريق الشراكة من خلال رفع رأس المال نقداً، حيث أوضحت المادة 567 كيفية تنفيذ هذه الزيادة.

يجب أن يتم الاكتتاب بجميع الحصص من طرف الشركاء وان تدفع قيمتها كاملة سواء كانت الحصص عينية أو نقدية ولا يجوز أن تمثل الحصص بتقديم عمل ويذكر توزيع الحصص في القانون الاساسي.

أما إذا كانت الزيادة في رأس المال ممثلة بتقديمات عينية كما نصت عليه المادة 574 من القانون التجاري كمايلي:

إذا تحققت الزيادة بصفة كلية أو جزئية بتقديمات عينية تطبق أحكام الفقرة الاولى من المادة 568

فإنه يتم التقييد بالمادة المذكورة والتي نصت على:

يجب أن يتضمن القانون الاساسي ذكر قيمة الحصص العينية المقدمة من الشركاء ويتم ذلك بعد الاطلاع على تقرير ملحق بالقانون الاساسي يحرره تحت مسؤوليته المندوب المختص بالحصص والمعين بأمر من المحكمة من بين الخبراء المعتمدين.

حالة تطبيقية حول رفع رأس المال/ SARL

إذا كانت ميزانية شركة ذات المسؤولية المحدودة "عطور الغرب" بتاريخ 2020/12/31 كالتالي:

المبلغ	الخصوم	المبلغ	الأصول
160000	رأس مال	100000	أراضي
70000	احتياطات قانونية	76000	آلات
40000	فرق إعادة التقييم	38000	شاحنات
20000	احتياطات نظامية	18000	أثاث
43600	دائنون	28000	بضاعة
20000	حساب عبد الهادي الجاري	70000	مدينون
15000	حساب عبد الحميد الجاري	30000	صندوق
17400	حساب فاطمة الجاري	26000	البنك
386000		386000	

تتوزع الحصص بين الشركاء كالاتي: حصة الشريك عبد الهادي 80 حصة؛ حصة الشريك عبد الحميد 40 حصة؛ حصة الشريك فاطمة 40 حصة.

وقد قرر الشركاء بالإجماع في جمعية عامة طارئة، رفع رأس مال الشركة ليصبح 460000 دج، أي بزيادة قدرها 300000 دج، حيث ستنفذ هذه العملية كما يلي:

- تحويل فرق إعادة التقييم إلى حساب رأس المال؛
- تحويل الاحتياطات النظامية إلى حساب رأس المال؛
- تقديم حصص نقدية قدرها 240000 دج بالتناسب مع حصصهم القديمة؛

وقد تم إصدار 300 حصة قيمة الواحدة 1000 دج، توزع على الشركاء بالتناسب مع حصصهم القديمة، وقد نفذت العملية بتاريخ 2021/03/01 دفعة واحدة.

المطلوب:

- 1/ القيام بتحديد الحصص قبل وبعد تنفيذ الزيادة ؟
- 2/ القيام بكتابة القيود اليومية لتنفيذ التعديلات المتفق عليها لرفع رأس المال ؟
- 3/ إعادة بناء الميزانية بعد تنفيذ الزيادة بتاريخ 2021/03/30

2- التمويل البورصي

يشمل التمويل البورصي كل موارد المؤسسة المقدمة من طرف المساهمين مقابل حصولهم على سند ملكية يسمى سهم

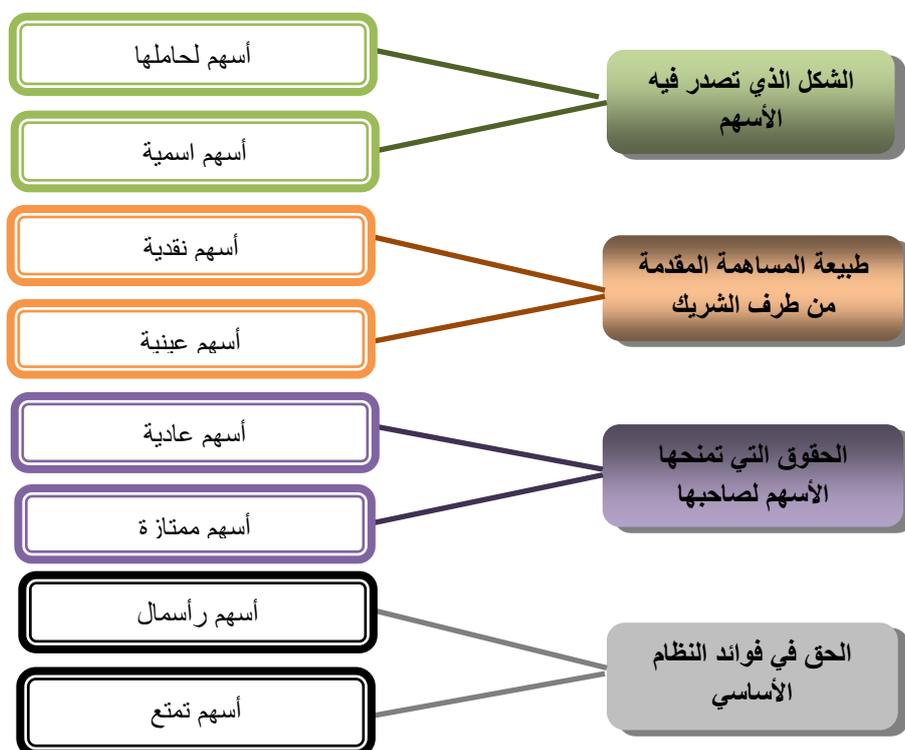
1-2 تعريف السهم

"هو نوع من أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة القيم المنقولة، تثبت امتلاك حائزها على جزء من رأسمال المؤسسة التي أصدرتها، مع الإستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء الناتجة عن امتلاكها، ويتم إصدار هذه الأوراق عند تأسيس المؤسسة أو عند زيادة رأسمالها.

2-2 أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم حسب عدة معايير وفق الشكل التالي:

الشكل (8): التصنيفات النظرية لأنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية
وفيمايلي سيتم التطرق للأسهم عادية، والأسهم ممتازة.

2-2-1 الاسهم العادية

تمثل الأسهم العادية صكوكا متساوية القيمة تشكل جزء من رأس مال المؤسسة وهي بذلك تعد بمثابة سند ملكية في مؤسسات المساهمة والتوصية بالأسهم، وتعتبر الأسهم من مصادر التمويل طويلة الاجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما كانت المؤسسة المصدرة لها قائمة ومستمرة.

ويمكن تقسيم الاسهم العادية من ناحية الشكل إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها، فالأسهم الاسمية هي الاسهم التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك، بحيث يمكن لمالك السهم أن يبيعه لمستثمر آخر، أما الأسهم لحاملها فيتم تداولها بين المستثمرين بدون كتابة اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكية السهم في هذه الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، لذلك لا يجوز إصدار أسهم لحاملها إلا إذا كانت مدفوعة بالكامل.

أ- قيمة الاسهم العادية

للسهم العادي قيمة اسمية وأخرى دفترية وثالثة سوقية، وتمثل القيمة الاسمية القيمة المثبة على صك السهم، بينما تمثل القيمة الدفترية للسهم القيمة الكلية لحقوق الملكية مقسومة على عدد الاسهم العادية المصدرة، فيما تعكس القيمة السوقية للسهم القيمة التي يباع بها السهم في أسواق رأس المال، وتتوقف القيمة السوقية للسهم على كل من التدفقات النقدية المتوقعة للسهم ومعدل العائد المطلوب للسهم

$$\text{القيمة الدفترية} = (\text{الأصول الحقيقية} - \text{الديون}) / \text{عدد الأسهم}$$

$$\text{القيمة السوقية} = \text{التوزيعات أو العوائد السنوية المتوقعة للسهم} / \text{معدل العائد المطلوب}$$

حيث:

$$\text{التوزيعات السنوية للسهم} = \text{القيمة الاسمية للسهم} \times \text{نسبة توزيع الارباح}$$

$$\text{القيمة التصفوية} = (\text{مجموع الأصول عند التصفية} - \text{الديون وحقوق الأسهم الممتازة})$$

$$/ \text{عدد الأسهم العادية}$$

ب- أنواع الأسهم العادية

يمكن تصنيف الأسهم العادية كما يلي:

أولاً/ أسهم نقدية

وهي أسهم يتم إصدارها مقابل مبالغ مالية، وتسمى أيضا بأسهم رأس المال ويتم الإكتتاب فيها عند تأسيس المؤسسة، أو زيادة رأسمالها أو عند توزيع أسهم مجانية.

ثانياً/ أسهم عينية

وهي الأسهم التي إصدارها مقابل المساهمة العينية.

ثالثاً/ أسهم تمتع

حسب المادة 715 : مكرر 45 تعتبر أسهم تمتع الأسهم التي تم تعويض مبلغها الإسمي إلى المساهم عن طريق الإستهلاك المخصص إما من الأرباح أو الإحتياجات، هذا الإستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل، وتمنح أسهم التمتع لكي لا تتقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالمؤسسة.

رابعاً/ أسهم الفئة الأولى

تتمتع هذه الفئة بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها.

خامساً/ أسهم الفئة الثانية

تتمتع الفئة الثانية بامتياز أولوية الإكتتاب في أسهم أو سندات استحقاق جديدة، هذا وتجدر الإشارة إلى أنه نتيجة للتطورات الحاصلة في المنتجات المالية، ظهرت اتجاهات جديدة في شأن الأسهم العادية التقليدية :كالأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة، والأسهم العادية مضمونة القيمة....إلخ

سادساً/ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

هي الأسهم التي ترتبط فيها التوزيعات الخاصة بما يحققه قسم إنتاجي معين من نتائج داخل المؤسسة.

سابعاً/ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

وهي أداة لتشجيع العمال على المساهمة في رأس مال المؤسسة التي ينتمون إليها، وذلك بخصم التوزيعات على الأسهم التي يكتتب فيها العمال من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

ثامناً/الأسهم العادية المضمونة

تعطي هذه الأسهم الحق لحاملها في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة معينة عقب الإصدار.

د- حقوق حملة الأسهم العادية

- يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تفوق ما يحصل عليه حملة السندات والدائنين الآخرين، وهي :
- يحق لحملة الأسهم العادية بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح التصويت والمشاركة في الاجتماعات التي تدعو إليها الشركة والتأثير في القرارات المختلفة التي تتخذها الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة، وتعتمد درجة تأثير المساهم في السياسات والقرارات ونفوذه على عدد الأسهم التي يملكها لكل سهم صوت واحد.
 - الحق في الأرباح الموزعة، يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.
 - يحصل حملة الأسهم على حقوقهم عند تصفية المؤسسة ولكن بعد أن يحصل كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة على حقوقهم أولاً.
 - يحق لحملة الأسهم بيع وشراء أسهم المؤسسة في السوق المالي بالسعر الذي يرغبون فيه، وكذلك الأولوية بشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة.

ج- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية

تتمثل أهم مزايا التمويل بالاسهم العادية فيمايلي:

- المؤسسة ليست ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات للمساهمين، إذ يخضع ذلك لتقدير المؤسسة وسياستها الخاصة بتوزيع الأرباح؛
- تمثل الأسهم العادية مصدرا للتمويل الدائم وطويل الأجل لا يجوز لحائزها استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها، إلا أنه يمكن نقل ملكيته للغير عن طريق البيع المباشر أو من خلال سوق الأوراق المالية؛
- تعتبر الأسهم العادية أنسب المصادر لتمويل الأصول الثابتة؛
- يترتب على إصدار المزيد من الاسهم العادية انخفاض نسبة الرفع المالي للمؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية المستقبلية للمؤسسة؛
- تعتبر الأسهم العادية من وجهة نظر المشروع مصدرا تمويليا أقل خطرا من الناحية المالية بالمقارنة مع القروض والسندات والاسهم الممتازة (عدم إلزامية سداد توزيعات ثابتة على المساهمين، وبالتالي عدم تعرض المؤسسة للإفلاس) أما من وجهة نظر حامل الاسهم العادية فهي تشكل خطرا أعلى بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى (آخر الفئات التي تحصل على حصصها من الأرباح وفائض التصفية) أما عن عيوب الأسهم العادية فأهمها:

- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من حملة هذه الاسهم، إلى جانب أن توزيعات الاسهم لا تعد من قبيل التكاليف الواجبة الخصم من الدخل على الضريبة، ومن ثم لا يترتب عليها أي وفرات ضريبية؛
- يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يفقد المساهمين القدامى السيطرة على قرارات المؤسسة.

2-2-2 الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة هي "مستند ملكية" يعطي لصاحبه الحق في الحصول على نسبة من أرباح ثابتة تمثل نسبة من القيمة الاسمية، وللأسهم الممتازة قيمة اسمية ودفترية، وقيمة سوقية، إضافة إلى قيمة تصفوية، حيث تتمثل القيمة الدفترية للسهم الممتاز في القيمة الإسمية وعلاوة الإصدار للسهم، كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة؛ وهي تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي؛ بحيث لا تدخل الإحتياطات والأرباح المحتجزة في حساب القيمة الدفترية للأسهم الممتازة، وذلك كون أنه ليس لحملتها نصيب في هذه المبالغ التي قد تظهر في ميزانية المؤسسة؛ وقد سميت هذه الأسهم بالممتازة لأن لها حق الأولوية في الحصول على حقوقها.

أ- القيمة السوقية للأسهم الممتازة

يتم تقييم الاسهم الممتازة حسب قيمتها السوقية الحالية وهي السعر الذي يقبله المستثمر لشراء هذه الاسهم، ويتحكم في هذا السعر عاملين هما:

- التوزيعات الثابتة للسهم وتحتسب كنسبة مئوية من قيمته الاسمية.
 - معدل العائد المطلوب لهذه النوعية من مخاطر الإستثمار.
- ولاحساب هذه القيمة يتم استخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = (\text{نصيب السهم من التوزيعات الثابتة}) / (\text{معدل العائد المطلوب})$$

مثال: بفرض ان أحد البنوك يرغب في استثمار امواله على شكل أسهم ممتازة وتبلغ القيمة الاسمية للسهم 100 دينار، ونسبة الأرباح الموزعة 9% ويرى البنك أن معدل العائد المطلوب لهذه النوعية من الاستثمار هو 12% فما هي القيمة السوقية للسهم من وجهة نظر البنك (أي القيمة التي يقبل الشراء بها في الوقت الحالي)؟

القيمة السوقية للسهم = $100 * 9\% / 12 = 75$ دينار

أي أن البنك لديه استعداد لشراء هذا السهم حالياً الذي قيمته 100 دينار بسعر 75 دينار فقط.

ويطلق على الأسهم الممتازة الاوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الاسهم العادية والسندات.

ب- التماثل بين الأسهم الممتازة والاسهم العادية

تشبه الاسهم الممتازة الاسهم العادية من حيث أنها سندا للملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود واستمرار المؤسسة؛ كما تتماثل كل من الاسهم العادية والاسهم الممتازة من ناحية المعاملة الضريبية في عدم الاستفادة من الوفورات الضريبية، ومن ناحية عدم التعرض للإفلاس في حال عدم إجراء توزيعات.

ج- التماثل بين الاسهم الممتازة والسندات

ومن جهة أخرى تشبه الاسهم الممتازة السندات من حيث أنها تأتي في مرتبة سابقة للأسهم العادية وإن كانت تالية للسندات في الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق حملتها عند تصفية المؤسسة. كما يمكن للأسهم الممتازة كالسندات أن تصدر بشروط تضمن تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة.

د- أنواع الأسهم الممتازة

قد تأخذ الأسهم الممتازة أشكالاً عديدة من أهمها

أولاً/ الأسهم الممتازة التراكمية

لحملة هذا النوع من الأسهم الحق في التوزيعات المستحقة لهم حتى عن السنوات السابقة التي لم يجري فيها توزيع للأرباح، حيث يحصلون على الأرباح المجمعة والخاصة بالسنوات السابقة، إضافة إلى توزيعات السنة المعنية.

ثانياً/ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح

إن هذا النوع من الأسهم يعطي لحامله الحق في المشاركة فيما بقي من الأرباح بعد أخذ نصيبه منها أولاً؛ أي تشارك الأسهم العادية فيما بقي من أرباح وفقاً لما حدده النظام الأساسي للمؤسسة.

ثالثاً/ الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء

إن قابلية السهم للإستدعاء تعطي المؤسسة المصدرة الحق في مطالبة المساهمين الممتازين برد الأسهم التي يحملونها إليها بسعر مجدد يفوق القيمة الاسمية للسهم وعلى مدار فترة زمنية معينة محددة في تاريخ الإصدار؛ حيث يعرف المبلغ الإضافي بعلاوة الاسترداد.

رابعاً/ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

لحملة هذا النوع من الأسهم الحق في تحويلها إلى أسهم عادية؛ وبذلك فهي تتيح لحاملها الفرصة لتحقيق مكاسب رأسمالية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، وعادة ما تكون هذه الأسهم قابلة للإستدعاء، وفي هذه الحالة قد يجبر حامل السهم الممتاز على تحويل أسهمه إلى أسهم عادية.

معدل التحويل = القيمة الاسمية للسهم الممتاز/ سعر التحويل للسهم العادي

خامساً/ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

إن الأصل في توزيعات الأسهم الممتازة أنها تحدد كنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم، إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية نوع جديد منها؛ ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية، وهي سندات الخزينة. على أن يجرى تعديل نصيب السهم كل ثلاثة أشهر، وذلك بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على سندات الخزينة.

سادساً/ الأسهم التي تمنح لحاملها الحق في التصويت

الشائع أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي لبعض الشركات قد يمنح حاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية خاصة حين يتعلق الأمر بالقرارات الخاصة بالتوزيعات.

هـ- حالات إصدار الأسهم الممتازة

- عدم إمكانية حصول المؤسسة على القروض من المؤسسات المالية نظراً لارتفاع مديونيتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية.
- الاستفادة من مزايا المتاجرة بالملكية أي في حالة كون تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية .

و- عائد الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة تتميز بثبات توزيعاتها وأولوياتها في التوزيع قبل الأسهم العادية ولهذا فان تكلفة هذه الأسهم ما هي إلا التوزيعات التي تقوم بتوزيعها مقسوماً على سعرها الحالي في السوق.

$$M = \frac{D}{V}$$

وهذه المعادلة تأخذ في الحسبان ثبات التوزيعات النقدية إلى الأبد

ن- خصائص ومميزات الاسهم الممتازة

بالنظر للأسهم الممتازة كمصدر للتمويل فإنها تتميز ببعض الخصائص المتمثلة فيمايلي:

- غالبا ما لا يمنح لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعية العامة، لذلك فإنهم لا يشاركون في إدارة المؤسسة في الظروف العادية
- الارتفاع النسبي لتكاليف الاسهم الممتازة إذا ما قورنت بتكلفة الاقتراض (توزيعات الاسهم الممتازة لا تعد من التكاليف الواجبة الخصم ومن ثمة فهي لا تحقق وفرات ضريبية)
- تعرض حملة الاسهم الممتازة لمخاطر أعلى من المخاطر التي يتعرض لها المقرضين وحملة السندات وتبعاً لذلك فهم يطلبون معدلات عائد اعلى بينما يحصل المقرضين وحملة السندات على عائد دوري - سعر الفائدة- دون النظر إلى نتيجة نشاط المؤسسة.
- تعرض حملة الاسهم الممتازة لمخاطر أقل من المخاطر التي يتعرض لها حملة الاسهم العادية نظراً لأسبقية حملة الاسهم الممتازة على حملة الاسهم العادية في الحصول على التوزيعات وفي أموال التصفية.

حالات تطبيقية حول قيمة الأسهم

تمرين 1: إليك فيما يلي ميزانية (خصوم) لإحدى شركات المساهمة في 2020/12/31

المبلغ (10 ⁴)	الخصوم
146.055	رؤوس أموال خاصة
128.	رأس المال الصادر
73	• رأس مال أسهم عادية
55	• رأس مال أسهم ممتازة
40.000	العلاوات والاحتياطات
927	فارق إعادة التقييم
105.000	نتيجة الدورة
90.000	الخصوم غير الجارية
70.000	القروض والديون المالية
15.000	• قروض مصرفية ط.م.أ
5.000	• سندات
00000	المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا
37.530	الخصوم الجارية
34.250	الموردون والحسابات الملحقة
850	الضرائب
930	الديون الأخرى
1.500	خزينة الخصوم
273.585	مجموع الخصوم

المطلوب:

1/ من خلال هذه الميزانية حدد مختلف المصادر التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة، مع تحديد قيمة التمويل الإجمالية؟

2/ استخراج القيمة الدفترية لاسهم هذه المؤسسة مع تحديد عدد الأسهم العادية؟

3/ حدد عدد الأسهم الممتازة إذا علمت أن علاوة الإصدار الخاصة بها هي 23.482 دينار؟

4/ حدد القيمة السوقية للأسهم العادية إذا علمت أن قيمة التوزيعات السنوية المتوقعة للسهم الواحد هي 3600 (10⁴) دينار وأن معدل العائد المطلوب هو 45% كما أن نسبة توزيع الأرباح هي 35%

تمرين 2: بافتراض ان قيمة الأموال الخاصة (حقوق الملكية) هي 20 مليون دينار وأن عدد الأسهم العادية هو مليون سهم، فما هي القيمة الدفترية للسهم العادي الواحد؟ وبافتراض وجود أسهم ممتازة بقيمة 10 مليون دينار، كم تصبح القيمة الدفترية للسهم العادي؟

تمرين 3: إذا كانت نسبة توزيع الأرباح والعوائد السنوية الموزعة بالنسبة لأحد الأسهم هي 40% وأن القيمة الاسمية هي 10 دينار، ومعدل العائد المطلوب هو 25% فما هي القيمة السوقية للسهم العادي؟

تمرين 4 : بفرض أن القيمة الاسمية للسهم الممتاز في إحدى شركات المساهمة هي 10.000 دج، ونسبة الأرباح الموزعة 8% و معدل العائد المطلوب لهذه الأسهم هو 12,5% فما هي القيمة السوقية للسهم الممتاز في الوقت الحالي؟

تمرين 5: إذا كان مجموع أصول إحدى الشركات هو 100 مليون دينار، ومجموع الديون المتداولة الطويلة الاجل هو 70 مليون دينار، وقد بلغ مجموع أسهم الشركة 2 مليون سهم، أحسب القيمة التصفوية؟ في حالة وجود أسهم ممتازة عددها 500.000 سهم بقيمة إسمية قدرها 10 دينار، كم تصبح القيمة التصفوية للأسهم العادية؟

3- التمويل بالاموال الخاصة وأشباه الاموال الخاصة

3-1 التمويل بالاموال الخاصة

تعتبر الاموال الخاصة أحد مصادر التمويل الطويل الاجل لأنها ليس لها تاريخ استحقاق، وهي تشمل حقوق الملكية التي تمثل الاموال المملوكة للمؤسسة سواء كانت أموالاً خاصة داخلية في شكل تمويل ذاتي أم أموالاً خاصة خارجية في شكل أسهم بنوعها عادية وممتازة. ومن اهم عناصر الأموال الخاصة الداخلية الأرباح المحتجزة.

3-1-1 الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها الطويلة الاجل؛ وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم يتم تخصيصه كاحتياطات للمؤسسة. وتعرف أيضا بأنها ذلك الجزء من الأرباح الذي تقدر المؤسسة عدم توزيعه وذلك بغرض تسديد الالتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة حيث كلما زاد معدل الأرباح المحتجزة انخفض معدل توزيع الأرباح والعكس صحيح.

ويمكن تعريفها بانها ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره. وهي كذلك ذلك الجزء الفائض القابل للتوزيع والذي تحققه المؤسسة من ممارسة نشاطها -في السنة الجارية أو السنوات السابقة- ولم يدفع في شكل توزيعات، وهو يظهر في ميزانية المؤسسة ضمن عناصر حقوق الملكية.

أولاً: استخدامات الأرباح المحتجزة

تستخدم الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما تستخدم أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الاحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح، كما تعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة (الاموال الخاصة / القروض) بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمؤسسة، كما أنها تستخدم أيضا لتجنب المشاكل المالية.

كما أن المؤسسات تفضل استخدام أرباحها المحتجزة في تمويل احتياجاتها الطويلة الاجل وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (حالة اصدار الأسهم) أو لتجنب الابعاء الثابتة التي تترتب عن بيع الاوراق المالية (حالة إصدار السندات).

ثانياً: خصائص الأرباح المحتجزة

تميز الأرباح المحتجزة جملة من الخصائص من أهمها مايلي:

- تؤدي الزيادة في الأرباح المحتجزة إلى الزيادة في القيمة الرأسمالية للمؤسسة ومن ثمة إلى الزيادة في القيمة المتوقعة لأسهمها الامر الذي يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية؛

- تخضع الأرباح المحتجزة مثلها مثل الأرباح الموزعة إلى الضريبة على أرباح الشركات؛

ثالثاً: الأرباح المحتجزة والأسهم العادية

عند التمييز بين الأرباح المحتجزة والأسهم العادية كمصادر للتمويل طويل الاجل فإنه ينتج مايلي:

- تقييم المساهمين لتوزيعات الأرباح على الاسهم العادية بشكل أعلى من تقييمهم للارباح الرأسمالية (الناجمة عن نمو متوقع في قيمة الأسهم نتيجة استخدام الأرباح المحتجزة في عمليات توسيع مستقبلية)، حيث ينظر المساهمون إلى التوزيعات كدلالة على قوة المركز المالي للمؤسسة وك مؤشر جيد لربحية المؤسسة في المستقبل.

- لا يصاحب الأرباح المحتجزة تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية الامر الذي يعزز من ميزة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل طويل الاجل، حيث تنخفض التكلفة النسبية للارباح المحتجزة مقارنة بتكلفة الاسهم العادية.

3-1-2 عناصر الارباح المحتجزة

يدخل في تشكيل الارباح المحتجزة عدة عناصر يمكن عرضها فيمايلي:

أولاً: الاحتياطات

تمثل الاحتياطات مبالغ مالية يتم تخصيصها من الارباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمؤسسة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع، إذ يتوقف تكوين الاحتياطات على نتيجة أعمال المؤسسة وتحقيقها للارباح، ذلك أن الاحتياطي يشكل جزء من الأرباح القابلة للتوزيع - تقابله زيادة في الاصول - يدخل ضمن الاموال الخاصة أو ما يسمى بحقوق الملكية

ويتم تكوين الاحتياطات إما بمقتضى القانون أو النظام الاساسي للمؤسسة مثل:

- الاحتياطي القانوني

- الاحتياطي النظامي

- احتياطات أخرى مثل احتياطي شراء سندات حكومية

أو قد يكون تكوين الاحتياطات بقرارات صادرة من مجلس الإدارة وبموافقة الجمعية العامة للمؤسسة مثل:

- احتياطات التوسعات والتجديدات

ثانيا: الأرباح المرحلة

تنتج هذه الأرباح عندما يتبقى فائض بعد توزيع المؤسسة للأرباح، حيث يقترح مجلس الإدارة في هذه الحالة ترحيله إلى السنة التالية، ويستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاضات في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة والتي قد تحد من قدرة المؤسسة على إجراء توزيعات أرباح نقدية مناسبة على حملة الأسهم. ويتم تكوين الأرباح المرحلة بموجب قرار من الجمعية العامة وذلك ضمن موافقتها على توزيع الأرباح السنوية الذي يقترحه مجلس الإدارة.

3-1-3 توزيع الأرباح وعلاقته بالأرباح المحتجزة

من أهم مميزات الأرباح المحتجزة انخفاض تكلفتها، وبذلك فإن تحديد مصير الأرباح المحققة يتوقف على سياسة توزيع الأرباح، ولذلك وعند اقتراح توزيعها هناك جملة من العوامل لابد من أخذها في الحسبان والمرتبطة بالأرباح المحتجزة، حيث تتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- درجة توافر الفرص الاستثمارية حيث كلما زادت الفرص الاستثمارية زادت الحاجة إلى احتجاز الأرباح، وهذا ما يؤدي إلى زيادة ربح المساهمين في الأجل الطويل؛
- القواعد القانونية للمؤسسة التي قد تنص على عدم جواز توزيع الأرباح في حالات العسر المالي؛
- السيولة: الحاجة إلى السيولة تؤدي إلى احتجاز الأرباح وبالتالي عدم إجراء توزيعات؛
- متطلبات النمو: في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تسعى إلى النمو فإنه من الأنسب لها احتجاز الأرباح؛
- عدم استقرار الأرباح: مما يؤدي إلى ضعف القدرة على التنبؤ بها، لذلك تلجأ المؤسسات إلى احتجاز أرباح سنوات سابقة لمواجهة مخاطر سنوات لاحقة؛
- القدرة الائتمانية للمؤسسة: وتعني القدرة على الحصول على الأموال من مصادر خارجية وهذا يتوقف على سمعتها في السوق ومركزها المالي، وبذلك فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلا ذات المخاطر العالية أقل قدرة في الحصول على الأموال اللازمة، ولذلك تكون مضطرة إلى حجز أرباحها لتمويل التوسع في نشاطها أو تمويل نشاطها الجاري.
- الرقابة على المؤسسة: تساعد عملية احتجاز الأرباح على تشديد رقابة المساهمين الحاليين على كيفية استثمار هذه الأرباح في مشاريع تفوق عوائدها التوزيعات التي كانوا يحصلون عليها.
- الاستفادة من المزايا الضريبية: في حالة الجزائر تستفيد المؤسسات التي صرحت بإعادة استثمار أرباحها (حجز الأرباح لإعادة استثمارها) من وفر ضريبي وهذا في شكل تخفيض في معدل الضريبة على الأرباح قدره 50 %؛

- الرغبة في تعديل الهيكل المالي: حيث يتم احتجاز الأرباح لإحداث توازن في الهيكل المالي في حالة ارتفاع نسبة الديون بالمقارنة مع الاموال الخاصة.

3-1-4 مزايا وعيوب التمويل بالارباح المحتجزة

المزايا

- يعتبر التمويل بالارباح المحتجزة مصدرا متاحا للمؤسسات التي تحقق أرباحا؛
- عدم الحاجة إلى ضمانات كما هو الحال بالنسبة إلى القروض؛
- انخفاض تكلفته بالمقارنة مع باقي مصادر التمويل؛
- التمويل بالارباح المحتجزة لا يترتب عليه التزامات قد تواجهها المؤسسة كما هو الحال في حالة الاسهم الممتازة والسندات والقروض.

العيوب

- عدم قدرة المؤسسة الحديثة النشأة على الاعتماد على هذا المصدر؛
- محدودية هذا المصدر وخاصة في بداية المشروع.

3-2 التمويل بأشبه الأموال الخاصة

بالإضافة إلى الاموال الخاصة التي تستخدمها المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية الطويلة الاجل، فإنه يمكن للمؤسسة أن تستخدم نوعا اخر من الامول الخاصة والذي يطلق عليه بـ " أشباه أموال خاصة"

3-2-1 تعريفها

لقد عرف **Ang** (1992) أشباه الاموال الخاصة بأنها ديون مقدمة من طرف أفراد أو مؤسسات تتعهد تجاه الملاك بعدم المطالبة بإفلاس المؤسسة إذا تعرضت لصعوبات مالية، وينقسم الأرباح إذا حققتها المؤسسة. فهذه الاموال لا هي أموال خاصة ولا يمكن اعتبارها كديون، وقد ظهرت هذه الاموال بعد ظهور مفهوم " رأس المال المخاطرة" والذي ارتبط كثيرا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تبحث عن سبل لتمويل احتياجاتها المالية.

وقد تجسدت في الجزائر في شكل شركات رأس مال المخاطر مثل SOFINANCE و FINALEP

III- التمويل عن طريق الاقتراض

بالإضافة إلى المصادر التي تم التطرق إليها في هذه المطبوعة، فإنه بإمكان المؤسسة البحث عن مصادر أخرى لتمويل احتياجاتها المالية وذلك حسبما تقتضيه سياستها المالية بما يتفق مع الموازنة بين العائد والمخاطرة، إذ وفي مرحلة معينة لا يمكن للمؤسسة الاعتماد على حقوق الملكية في تمويل نشاطاتها، بحيث تصبح القروض مصدرا مناسباً تتحقق من خلاله قاعدة الحد الأدنى للتمويل التي تمكن المؤسسة من تحقيق وفورات ضريبية.

وتتقسم القروض من حيث المدة الزمنية إلى قروض طويلة الأجل وقروض قصيرة الأجل.

1- الاقتراض طويل الأجل

يترتب على الاقتراض طويل الأجل عبئ الديون التي على المؤسسة الوفاء بها في تاريخ لاحق، ويأخذ الاقتراض طويل الأجل شكلين هما السندات والقروض طويلة الأجل.

1-1 السندات

أولاً: تعريف السند

يمثل السند **Bond** صكاً قابلاً للتداول يعتبر حامله دائماً في مواجهة المؤسسة المصدرة له وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنوياً أو كل نصف سنة دون النظر إلى الدخل أو الربح الذي تحققه المؤسسة وذلك إلى جانب سداد أصل السند.

ويعرف كذلك بأنه مستند مديونية صادر عن المؤسسة من أجل الحصول على تمويل طويل الأجل حيث يعطي لحامله الحق في الحصول على عوائد دورية والقيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، إذ تتمثل الفوائد في سعر الفائدة.

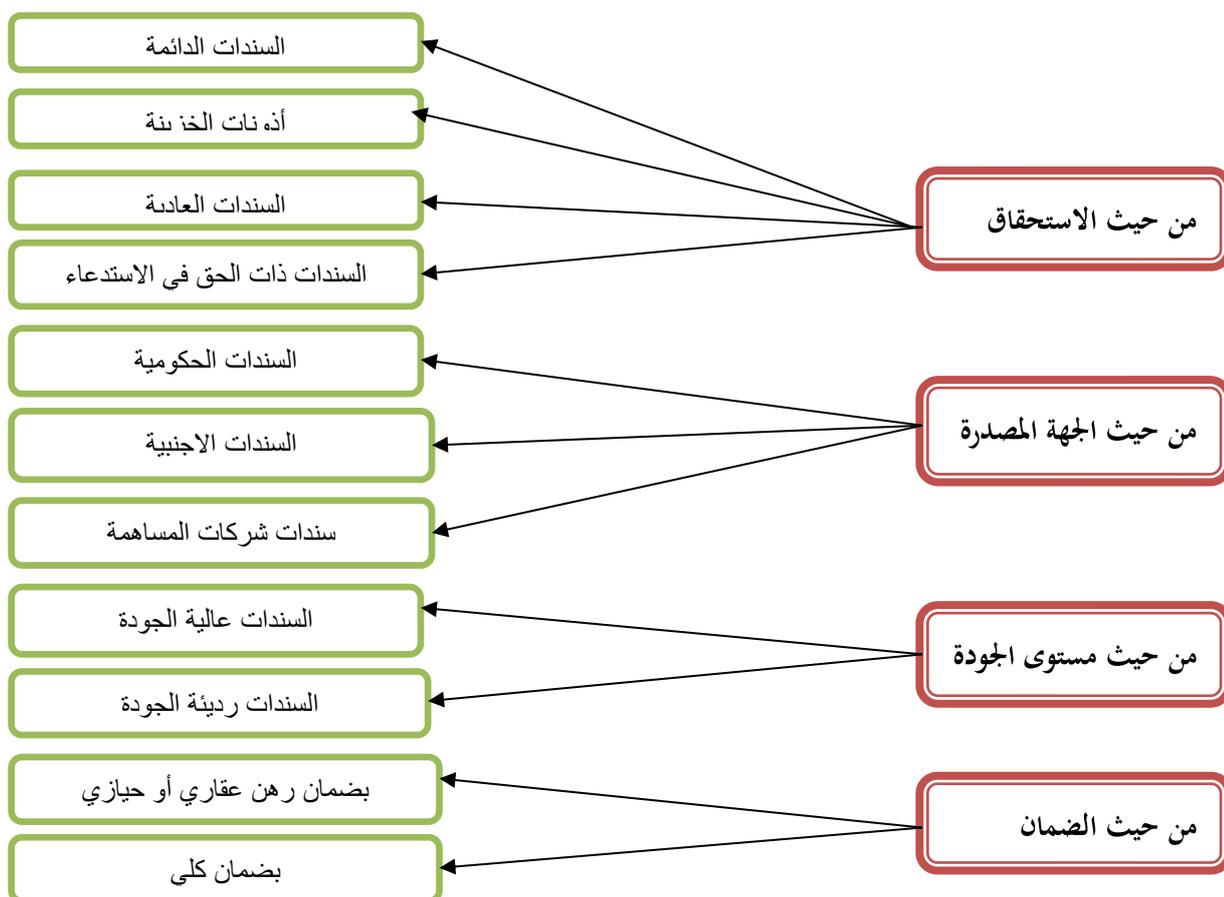
ويعتبر السند قابلاً للتداول مما يعطي لحامله فرصة في تحقيق أرباح غير عادية عند ارتفاع قيمته السوقية والتي تتحدد وفقاً لدرجة المخاطر والظروف الاقتصادية خاصة سعر الفائدة.

ثانياً: أنواع السندات

هناك أنواع عديدة من السندات أهمها السندات القابلة للاستدعاء والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وهناك سندات مضمونة وسندات غير مضمونة وذلك تبعاً لمخاطر عدم السداد بالإضافة إلى أنواع أخرى من السندات مثل السندات التي تعطي لصاحبها الحق في شراء أسهم المؤسسة، السندات القابلة للبيع، سندات الدخل، والسندات ذات العائد المتغير، السندات ذات معدل الفائدة الصفري، السندات الصادرة عن القروض العقارية.

كما يمكن تقسيم السندات حسب التصنيفات التالية:

الشكل (9): التصنيفات النظرية لأنواع السندات



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية

ثالثا: قيمة السند

تتمثل القيمة الحقيقية للسند كأصل آخر في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيولدها هذا السند بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب، وعليه فإن المحددات الأساسية لقيمة السند هي:

أ- التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من السند وهي:

- القيمة الاسمية التي يحصل عليها حامل السند في تاريخ الاستحقاق؛

- الفوائد الدورية المقررة التي تحدد على أساس معدل الكوبون المثبت على السند.

ملاحظة: يمثل معدل الكوبون نسبة مئوية من قيمة السند، بحيث يتحدد هذا المعدل بالنسبة لأي سند في ضوء سعر الفائدة السائد في السوق للسندات المماثلة التي تنطوي على نفس معدل الخطر.

ب- تاريخ استحقاق السند

- يؤثر تاريخ استحقاق السند على قيمته السنوية حيث أنه يحدد عدد دفعات الفوائد التي يحصل عليها حامل السند؛
- يعكس تاريخ الاستحقاق تأثير الزمن على التدفقات النقدية أو ما يسمى بالقيمة الزمنية للنقود.

ج- معدل العائد المطلوب

يعكس معدل العائد المطلوب المعدل الذي يتم به خصم التدفقات النقدية للسند، حيث ينقسم هذا المعدل إلى شقين:

- وهو معدل العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من الخطر والذي يتكون من معدل الفائدة الحقيقي الخالي من الخطر بالإضافة إلى علاوة خطر التضخم ويمثل هذا المعدل تعويض للمستثمر عن الزمن.
- علاوة تعكس مخاطر الاستثمار في السند بحيث تتمثل هذه الامخاطر في مخاطر عدم السداد، مخاطر السيولة، مخاطر أجل الاستحقاق

ثالثا- مميزات وعيوب السندات**أ- من وجهة نظر حاملها**

- بالنسبة للمزايا فإن السندات تعطي لحاملها بعض الحقوق أهمها:
 - الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الاسهم العادية والأسهم الممتازة؛
 - حق الاولوية في الحصول على كافة الحقوق في حالة تصفية المؤسسة
 - تأسيسا على الميزتين السابقتين تتصف السندات بانخفاض درجة المخاطرة التي يتحملها حائزها مقارنة بالمخاطر التي يتحملها حملة الاسهم العادية والاسهم الممتازة.
- أما فيما يخص عيوب السندات من وجهة نظر حاملها فأهمها مايلي:
 - ليس لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات العامة
 - ليس لحملة السندات الحق في التصويت داخل الجمعية العامة
 - ليس لحملة السندات الحق في التدخل في إدارة المؤسسة وتسييرها
- غالبا ما تكون فوائد السندات ثابتة، الأمر الذي يجعلها تتأثر سلبا بارتفاع معدلات التضخم مما يسبب خسائر لحملة السندات، وهذا ما أدى إلى ظهور سندات ذات معدلات فائدة متغيرة تأخذ في الحسبان معدلات التضخم.

ب- من وجهة نظر المؤسسة

- من وجهة نظر المؤسسة تتميز السندات بجملة من المزايا أهمها:

- تتميز تكلفة التمويل بالسندات بالانخفاض النسبي مقارنة بالاسهم العادية والاسهم الممتازة لأنها تسمح بتحقيق وفورات ضريبة للمؤسسة (خصم فوائد السندات من وعاء الضريبة)؛
- يمنح التمويل بالسندات للمساهمين القدامى في المؤسسة ميزة الاحتفاظ بسيطرتهم على قرارات المؤسسة الأمر الذي قد لا يتحقق عند التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة قد تأتي بمساهمين جدد تختلف توجهاتهم عن توجهات المساهمين القدامى حيال سياسات المؤسسة.
- أما عن عيوب السندات من وجهة نظر المؤسسة فاهمها:
 - تمثل السندات مصدرا تمويليا مرتفع الخطر مقارنة بالاسهم العادية والاسهم الممتازة، حيث يتعين على المؤسسة سداد الفوائد سواء تم تحقيق أرباح أم لم يتم ذلك؛
 - تعرض المؤسسة لمخاطر الافلاس ومن ثمة مخاطر التصفية في حال توقفها أو امتناعها عن سداد أصل السندات بيد أنها ملزمة بذلك.

1-2 القروض طويلة الأجل

- تحصل المؤسسة على قروض طويلة الاجل من المؤسسات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين أو من مؤسسات خارجية، وبعكس السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها انتقال الاموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة في العقد المبرم بينهما، ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية:
- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ الاستحقاق؛
 - الرهونات المرتبطة بالقرض؛
 - فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض (الفوائد)؛
 - أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

أولاً: القروض طويلة الأجل والسندات

- لا تختلف مزايا وعيوب القروض طويلة الأجل عن السندات فكلاهما مصدر تمويل طويل الاجل بالنسبة للمؤسسة، غير أن السندات تتميز بإمكانية استدعائها في حالة انخفاض أسعار الفائدة، في حين تتميز القروض بالمرونة والسهولة والبساطة بما يمكن المؤسسة من الحصول على احتياجاتها بسرعة.

1-3 القرض الإيجاري credit bail ou leasing

- يفترض عادة أن تشتري المؤسسة أصولها الثابتة وتسجلها في قوائمها المالية، غير أن هناك وسيلة أخرى تستطيع المؤسسة الحصول من خلالها على احتياجاتها من الاصول الثابتة تتمثل في استئجارها مقابل سداد

أو دفع ايجار دوري، بحيث يمكن للمؤسسة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الاصول المستأجرة لفترة زمنية محددة دون الحاجة إلى شرائها، ويعرف هذا النوع من تمويل الاستثمارات بالقرض الإيجاري.

القرض الإيجاري هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها البنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونيا لذلك بوضع آلات ومعدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة (تحت تصرف) مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى " ثمن الإيجار"، وعليه يمكن استنتاج مايلي:

- إن المؤسسة المسأجرة (المستفيدة من هذا القرض) غير مطالبة بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة وإنما تقوم بالدفع على أقساط تسمى ثمن الإيجار، حيث تتضمن هذه الأقساط ثمن شراء الأصل مضافا إليه الفوائد التي تعود إلى المؤسسة المؤجرة، ومصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد عليه.

- إن ملكية الأصل أثناء فترة العقد تعود إلى المؤسسة المؤجرة، فالمؤسسة المستأجرة تستفيد من حق الاستعمال فقط.

- في نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاث إمكانيات:

- طلب تجديد عقد الإيجار وفق شروط جديدة
- شراء الأصل نهائيا بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد
- الامتناع عن تجديد العقد والامتناع كذلك عن الشراء (إنهاء العلاقة وإرجاع الاصل إلى المؤسسة المؤجرة)

ويمكن التمييز بين صنفين أساسيين للقرض الإيجاري تتضمن أنواع عديدة، ويمكن فيمايلي توضيح هذين الصنفين:

1-3-1 القرض الإيجاري حسب طبيعة العقد

يشمل هذا التصنيف ثلاثة أنواع وهي:

- البيع والاستئجار
- الاستئجار التشغيلي
- الاستئجار الرأسمالي أوالمالي

أولا- البيع والاستئجار

وفقا لأسلوب البيع والاستئجار تقوم المؤسسة التي تمتلك أصولها ببيعها ثم تعقد اتفاقا في نفس الوقت باستئجار هذه الأصول لمدة معينة، ويمكن أن يكون مشتري الأصول شركة تأمين أو بنك تجاري أو مؤسسة

متخصصة في التأجير أو أي مستثمر آخر، ويمثل هذا النوع من التمويل بديلا جيدا للقروض المضمونة بأصول.

وتتلقى المؤسسة المستأجرة - التي تقوم ببيع أصولها - قيمة الأصول من المؤسسة المشترية وفي الوقت نفسه تقوم باستئجارها وتظل تستخدمها كما لو أنها اقتضت هذه الأصول.

ثانيا- قرض الإيجار التشغيلي

يسمى الاستئجار أيضا باستئجار الخدمات لأنة يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة (مثل شركة IBM) وتشكل الآلات والمعدات الثقيلة والسيارات والكمبيوتر ومعدات الصناعة أهم مجموعات الأصول التي يمكن أن تخضع لنظام التأجير التشغيلي، ووفقا لنظام الاستئجار التشغيلي يلتزم المؤجر بصيانة وخدمة الأصول. وهناك خاصية هامة أخرى تميز الاستئجار التشغيلي تتمثل في أن عقود الإيجار التشغيلي غالبا ما تضمن شرط الإلغاء، إذ يتمثل هذا الحق في حق المستأجر في إلغاء العقد قبل التاريخ المحدد لانتهائه، ويمثل هذا الشرط أهمية خاصة من حيث أنه يسمح للمستأجر بإرجاع الأصول في الحالات التالية:

- حالة تقادم الاصل تكنولوجيا بفعل عوامل التطور التكنولوجي؛

- حالة انتهاء حاجة المستهلك للأصل؛

ثالثا- قرض الإيجار الرأسمالي أو المالي

يختلف الاستئجار الرأسمالي أو المالي كثيرا عن الاستئجار التشغيلي من جوانب ثلاثة:

- أنه لا يوفر خدمات الصيانة

- أن عقود الإيجار المالي لا يمكن إلغاؤها

- أن مدفوعات الإيجار تغطي بالكامل قيمة الاصول المستأجرة بمعنى ان إجمالي الإيرادات التي يتلقاها

المؤجر تكون مساوية للقيمة الكلية للأصول المستأجرة إلى جانب عائد للاستثمار على هذه الأصول

1-3-2 القرض الإيجاري حسب موضوع التمويل

حسب هذا التصنيف يمكن التمييز بين نوعين من القرض الإيجاري:

- القرض الإيجاري للأصول المنقولة (المعدات، تجهيزات الإنتاج، السيارات....)

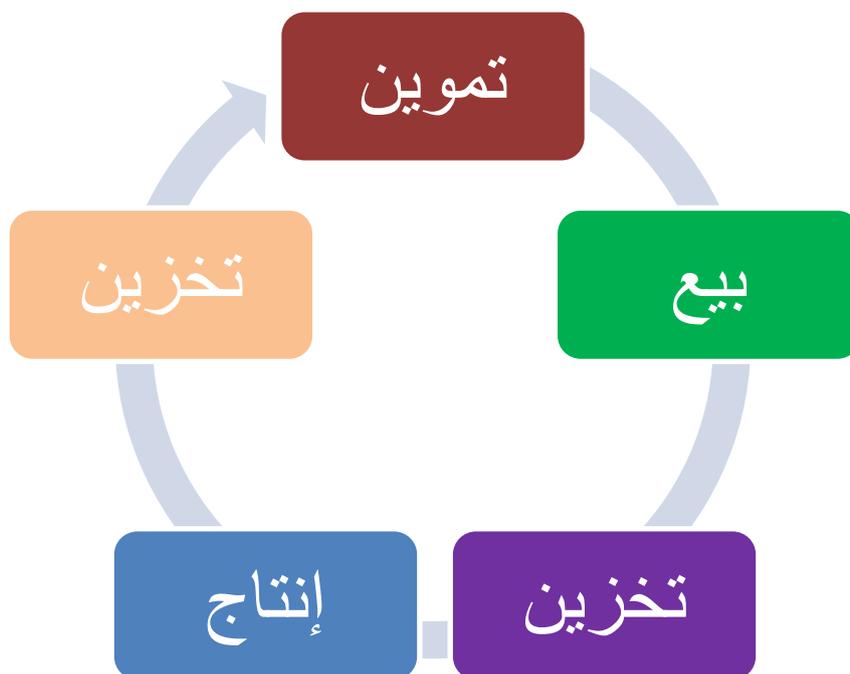
- القرض الإيجاري للأصول غير المنقولة (المباني خاصة)

IV- الاقتراض قصير الاجل

1- ارتباط الاقتراض القصير الاجل بدورة الاستغلال

يسمى الاقتراض قصير الأجل بالتمويل عن طريق قروض الاستغلال والتي تستخدم عادة من طرف المؤسسة الاقتصادية لتمويل الدورة الاستغلالية قصيرة الأجل والتي لا تتعدى حد أقصى 18 شهرا والتي تتضمن نشاطات الاستغلال أو النشاط العادي والمتمثلة في التموين، التخزين، الإنتاج، التخزين، البيع وذلك كما يبينه الشكل الموالي:

الشكل (10): مراحل ووظائف الدورة الاستغلالية



المصدر: من إعداد الدكتورة مواعي بحرية

ونظرا لقصر مدة هذه الدورة وتكرارها أو تواترها فهي تحتاج إلى نوع معين من القروض يتلائم مع هذه الخصائص كما يتلائم مع طبيعة الأنشطة الاستغلالية (أنشطة تجارية، زراعية، صناعية، خدمية). وترتبط هذه القروض بصفة عامة بحركة الصندوق الخاص بالمؤسسة الذي يكون مرة دائما ومرة مدينا وذلك حسب وتيرة النشاط في المؤسسة وحسب قدرتها على تحصيل ديونها من الغير.

2- قروض الاستغلال من حيث موضوع التمويل

تصنف قروض الاستغلال من حيث أنواع الأصول المتداولة التي يراد تمويلها أي من حيث موضوع التمويل بصفة عامة إلى قروض عامة وقروض خاصة.

أولاً: قروض الاستغلال العامة

سميت هذه القروض بالقروض العامة لكونها موجهة لتمويل الأصول المتداولة بصفة إجمالية وليس لتمويل أصل بعينه، وتسمى أيضاً بقروض الخزينة أو القروض عن طريق الصندوق، وتلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من القروض لمواجهة صعوبات مالية مؤقتة.

تنفرق قروض الاستغلال العامة إلى عدة أنواع هي:

- تسهيلات الصندوق
- المكشوف
- اعتماد الموسم
- قروض الربط

ثانياً- قروض الاستغلال الخاصة

هذه القروض ليست موجهة لتمويل الأصول المتداولة بصفة عامة وإنما توجه لتمويل أصل معين من بين هذه الأصول، وهي تنقسم إلى عدة أنواع أهمها:

- تسبيقات على البضائع
- تسبيقات على الصفقات العمومية
- الخصم التجاري

بالإضافة إلى قروض الاستغلال العامة وقروض الاستغلال الخاصة هناك نوع آخر يسمى بالقرض بالالتزام، وهي قروض يتعهد فيها البنك بدفع مستحقات عميله إذا تعذر عليه الأمر، إذ يكون إمضاء البنك بمثابة ضمان لتمكين العميل من الحصول على قرض من شخص آخر.

ويمكن التمييز في هذا النوع من القروض بين ثلاثة أنواع هي:

- الضمان الاحتياطي
- الكفالة
- القبول

فيما يخص القبول، فإن هذا النوع يلتزم فيه البنك بالتسديد للدائن وليس لعميله، ويمكن في هذا الصدد التمييز بين عدة أشكال لهذا النوع من القروض:

- القبول الممنوح لضمان ملاءة العميل الامر الذي يعفيه من تقديم ضمانات
- القبول المقدم بهدف تعبئة الورقة التجارية
- القبول الممنوح للزبون من أجل مساعدته على الحصول على مساعدة للخزينة
- القبول المقدم في التجارة الخارجية.

3- قروض الاستغلال من حيث مصدر التمويل (جهة التمويل)

تعتبر الخصوم المتداولة مصادر للتمويل قصير الأجل حيث يستخدم هذا الأخير في تمويل احتياجات المشروع من الأصول المتداولة، وتتمثل أهم مصادر التمويل القصير الأجل في الآتي:

- الائتمان التجاري؛
- الائتمان المصرفي (قرض أو اعتماد)؛
- المصروفات المستحقة التي تتمثل في الائتمان المستحق على المشروع لأطراف أخرى تتعامل مع هذا المشروع.

أولا : الائتمان التجاري

ويسمى بقرض المورد، حيث يقدم الموردون تسهيلات ائتمانية لعملائهم (المؤسسات) عند شراء مواد أولية وسلع يكون تسديد قيمتها أجلا وفقا لشروط يحددها المورد (الدائن)، وغالبا ما تكون هذه التسهيلات غير مضمونة اعتمادا على سمعة المدين (المؤسسة) ومركزه الائتماني.

تعتمد المؤسسات على هذا النوع من التمويل بشكل كبير أكثر من الائتمان التجاري وغيره من المصادر التمويلية قصيرة الأجل كونه تلقائيا أي يزيد وينقص حسب حجم النشاط، ويتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية.

ثانيا: الائتمان المصرفي

تولد دورة الاستغلال احتياجا ماليا BFRE مع عدم كفاية الأموال المتاحة، فتلجأ المؤسسة في أغلب الأحيان إلى عملية الائتمان القصير الأجل من المؤسسات المالية (البنوك) والتي تكون على صورتين:

- **القرض:** هو تسليم المال دفعة واحدة مقابل سعر فائدة معين إضافة إلى بعض الشروط التي يفرضها البنك
 - **الاعتماد:** هو ترك مبلغ مالي تحت التصرف لمدة معينة مقابل سعر فائدة معين على ما تم سحبه فعلا، وعادة ما يوضع له حد أقصى يعرف بالسقف الائتماني.
- ومن ناحية أخرى فقد تكون قروض المصرفية القصيرة الأجل مضمونة أو غير مضمونة على الاطلاق، حيث يمكن التمييز بينهما كمايلي:

أ- القروض البنكية غير المضمونة

لا يشترط البنك في ظل هذا النوع من الائتمان ضرورة تقديم ضمانات مادية للحصول على القرض حيث يسمح للمؤسسة أن تقترض لفترة زمنية وفي حدود سقف معين لا يمكن تجاوزه، وعندما يقرر البنك منح المؤسسة هذا النوع من الائتمان فإنه يضع بعض الشروط أهمها:

- يطلب البنك عادة من المقترض (المؤسسة) أن يحتفظ برصيد في شكل وديعة تحت الطلب تتراوح ما بين 10% و 20% من القيمة الاسمية للقرض، حيث يسمى ذلك الرصيد بالرصيد التعويضي؛
- عادة ما يتفق البنك والمؤسسة بشكل غير رسمي على تحديد سقف ائتماني يمثل حد أقصى للائتمان الذي يمنحه البنك للمؤسسة خلال فترة معينة؛
- قد يشترط البنك على المؤسسة بأن تقوم بسداد قروضها مرة واحدة على الأقل كل سنة ضمنا لعدم تحول القروض من النوع القصير الأجل إلى النوع الطويل الأجل؛
- يشترط البنك على المؤسسة اتباع سياسة مالية معينة طوال فترة القرض كأن يلزمها بالحفاظ على مستوى معين للسيولة وعدم التوسع في الاقتراض حيث يهدف هذا الشرط إلى حماية أموال البنك وضمان استمرارية قدرة العميل على السداد.

ب- القروض البنكية المضمونة

وفقا لهذا النوع من القروض يطلب البنك ضمانات معينة تلتزم المؤسسة المقترضة بتقديمها قبل الحصول على القرض. وتزداد رغبة البنك في الحصول على الضمانات في حالات الائتمان الذي يقدم إلى مؤسسات تتسم إما بضعف مركزها المالي أو بارتفاع نسبة الاقتراض لديها، وعادة ما تكون قيمة القرض أقل من الضمانات المقدمة.

تأخذ عمليات الاقتراض البنكية المضمونة في هذه الحال أحد أو بعض الأشكال التالية:

- الاقتراض بضمان شخص آخر غير المقترض؛
- الاقتراض بضمان أصل معين يتم الاستيلاء عليه في حال توقف المؤسسة عن السداد؛
- الاقتراض بضمان حسابات العملاء المدينة؛
- الاقتراض بضمان الأوراق المالية التي تملكها المؤسسة كالأسهم والسندات؛
- الاقتراض بضمان بضائع من خلال قيام البنك بوضع اليد على البضائع وسندات الملكية الخاصة بها كالفواتير وغيرها.

وتشكل الفائدة المكون الأساسي لتكلفة القروض البنكية التي تحصل عليها المؤسسة نظرا لاختلاف هذه التكلفة حسب أسلوب سداد الفائدة على القرض والذي يأخذ أحد الشكلين:

- قيام المؤسسة بسداد الفائدة مع حلول موعد استحقاق القرض، وفي هذه الحالة يتساوى المعدل الاسمي للفائدة على القرض مع المعدل الفعلي لها؛
- يتم إصدار القرض بسعر خصم، أي يتم خصم الفائدة من أصل القرض مقدما وحسب ذلك تكون قيمة المبلغ المتحصل عليه أقل من القيمة المقررة للقرض، ومن ثمة سيختلف المعدل الاسمي للفائدة عن المعدل الفعلي لها.

ثالثا: أنواع الائتمان المصرفي

للائتمان قصير الأجل عدة أنواع، أبرزها مايلي:

1- إتمادات الخزينة

عادة ما يكون تمويل الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال عن طريق اعتمادات الخزينة، يستعمل في بعض الأحيان لتمويل احتياجات متخصصة مثل اعتماد الموسم، اعتماد التخزين، اعتمادات متعلقة بالتجارة الخارجية (الاعتماد المستندي)، أو لتمويل احتياجات غير متخصصة أهمها تسهيلات الصندوق والمكشوف.

أ- تسهيلات الصندوق

قد تكون المؤسسة في حالة توسع ولا تستطيع الموائمة بين نفقاتها وتحصيلاتها، فيعرف بذلك حسابها الجاري حالة من الانكشاف المستمر والاستقرار، وهي حالة يقترح البنك على إثرها اللجوء إلى صيغة تسهيلات الصندوق، حيث يرفع الحد الائتماني ويشترط التسديد الدوري لهذه القروض ورقم الاعمال كسقف ائتماني، وتكون هذه الصيغة برخصة من البنك بعد الموافقة على الملف المقدم له، وتكون سارية لمدة سنة قابلة للتجديد، إضافة إلى بعض الصيغ الأخرى مثل اعتماد الوصل، اعتماد المعتمد، التوطين، خطاب الضمان.... وغيرها.

ب- المكشوف

عندما تكون المؤسسة في حالة توسع والمساهمون لا يرغبون في دفع مساهمات جديدة وتسجل المؤسسة تجاوزا مستمرا لسقف تسهيلات الصندوق، يقترح البنك صيغة المكشوف، ولايمنح هذا النوع إلا بعد ضمانات قوية من الشركاء لضمان أمواله في حالة الإفلاس، كما أن المؤسسة لا تطلب هذا النوع إلا إذا كانت في انتظار تحصيلات مالية كبيرة، وتكون مدته ما بين بضعة أسابيع أو بضعة أشهر، وهو جد مكلف كونه يعتمد على نظام الأيام المقيمة فعلا.

ج- اعتماد الموسم

يمنح هذا النوع من الاعتمادات للمؤسسات التي تسجل فارقا زمنيا كبيرا بين مدخلاتها ومخرجاتها، أي ذات الأنشطة الموسمية والتي تعرف احتياجات كبيرة ولا تستطيع تغطيتها بأموالها الخاصة، فتلجأ إلى

الاستدانة، وفي هذه الحالة فإن القرض الممنوح يغطي جزء من هذه الاحتياجات، أما عن الدفع فيكون بالتقسيم حسب البيع والقرض، يكون متغير من شهر إلى آخر وقد تبلغ مدته سنتين كحد أقصى.

د- الاعتمادات على البضائع (التخزين)

يستخدم هذا النوع من التمويلات في حالة احتياج المؤسسة لتمويل مخزونها، مع توفرها على كمية من المخزون تستعملها كضمان للحصول على قرض، ويكون بطريقتين هما التسبيق على البضائع وخصم سند الرهن.

هـ- الاعتماد المستندي

يمثل الاعتماد المستندي عقد يلتزم به البنك مباشرة امام الغير بناء على طلب العميل الذي يسمى بالأمر بدفع أو قبول كمبيالة مسحوبة عليه من طرف الغير يسمى بالمستفيد، ويتم ذلك وفق شروط معينة واردة في العقد ومضمونه برهن حيازي على المستندات الممثلة للبضائع المصدرة أو المستوردة، وهو بذلك يكتسي أهمية بالغة في تمويل التجارة الدولية، الأمر الذي يتحتم معه ضرورة معالجته بشيء من التفصيل فيما يلي.

هـ-1 تعريف الاعتماد المستندي

يعتبر الاعتماد المستندي شكل من أشكال التوظيف الغير نقدي لأموال وموارد البنوك، وقد ظهر الاعتماد المستندي كتقنية لها كبير الأثر في تسيير وتمويل عمليات التجارة الخارجية التي عرفت مراحل تاريخية مهمة جدا في تطورها ساهمت في تعزيز طرق ومصادر تمويل هذه العمليات. فالاعتماد المستندي هو عقد يتعهد البنك بمقتضاه بفتح اعتماد لصالح المستفيد بناء على طلب الامر بفتح الاعتماد بضمان مستندات تمثل بضاعة منقولة او معدة للنقل".

وأیضا الاعتماد المستندي هو عملية يتعهد بموجبها البنك ولحساب عميله المستورد بتسديد مبلغ معين في مهلة محددة إلى شخص ثالث وهو المصدر، لقاء تسليم مستندات مطابقة تماماً ومطلوبة من المشتري ومثبتة لقيمة البضائع، لمطابقتها وإرسالها.

كما يعرف أيضا بأنه تعهد كتابي صادر من بنك بناء على طلب مستورد بضائع لصالح مصدرها يتعهد فيه البنك بدفع أو بقبول كمبيالات مسحوبة عليه في حدود مبلغ معين ولغاية أجل محدود مقابل استلامه مستندات الشحن طبقاً لشروط الاعتماد والتي تظهر شحن بضاعة معينة بمواصفات وأسعار محددة.

فالاعتماد المستندي هو عقد يلتزم به البنك مباشرة أمام الغير بناء على طلب العميل الذي يسمى الأمر (المستورد) بدفع مبلغ أو قبول كمبيالة مسحوبة عليه من الغير ويسمى بالمستفيد (المصدر)، وذلك بشروط معينة واردة في هذا التعهد ومضمون برهن حيازي على المستندات التي تثبت البضائع المصدرة.

وتنفذ الاعتمادات المستندية بالبنوك من خلال أسلوبين هما:
الأسلوب الأول: وهو تنفيذ الاعتماد المستندي كخدمة بنكية حيث يتم تغطيته بالكامل من قبل المستورد، ويقتصر دور البنك على الإجراءات البنكية لفتح الاعتماد لدى المصدر وسداد قيمة الاعتماد بالعملية المطلوبة عن طريق المراسلين.

الأسلوب الثاني: وهو تنفيذ الاعتماد المستندي كائتمان بنكي حيث يقوم المستورد بسداد جزء فقط من قيمة الاعتماد ويقوم البنك باستكمال سداد قيمة الاعتماد كعملية ائتمانية.
 وعلى هذا الأساس فإن أطراف الاعتماد المستندي هي:

- المستورد (المشتري)
- بنك المستورد (البنك المصدر للاعتماد)
- المصدر (البائع)
- بنك المصدر (البنك المراسل للاعتماد)

هـ-2 المستندات الخاصة بالاعتماد المستندي

وهي مجموعة الوثائق الخاصة بشحن البضاعة والتي يجب أن يسلمها المصدر إلى بنكه عند قيامه بشحن البضاعة إلى المستورد، حيث يقوم بنك المصدر بإرسالها إلى بنك المستورد والتي يجب أن تكون مستوفاة لشروط فتح الاعتماد، وتتمثل المستندات الخاصة بالاعتماد المستندي فيما يلي:

أولاً: بوليصة الشحن (سند الشحن)

وتعتبر بوليصة الشحن من أهم المستندات المتعلقة بالاعتماد المستندي، حيث تصدرها الشركة التي تقوم بنقل البضاعة من بلد المصدر وتكون عدة نسخ منها النسخة الاصلية والنسخ الكربونية، كما تتضمن:

- البيانات الخاصة بطريقة الشحن؛
- كمية أو عدد البضاعة التي تم شحنها؛
- ميناء الشحن وميناء الوصول؛
- عدد الطرود والوزن القائم والوزن الصافي.

وتحرر هذه البوليصة لأمر بنك المصدر والذي يقوم بتظهيرها لبنك المستورد والذي يقوم بدوره بتظهيرها لأمر المستورد لكي يتمكن من إتمام الإجراءات الجمركية الخاصة بالبضاعة والتخليص عليها لنقلها من ميناء الوصول إلى مخازن المستورد.

ثانيا: الفاتورة

يقوم بإصدارها المصدر الذي سيقوم بشحن البضاعة إلى بلد المستورد، حيث تحتوي هذه الفاتورة على كافة البيانات الخاصة بالبضاعة التي تم شحنها، وتتمثل هذه البيانات في:

- اسم المصدر وعنوانه
- اسم المستورد وعنوانه
- كمية وعدد ووزن البضاعة
- مواصفات البضاعة وسعرها
- إجمالي القيمة وتاريخ الشحن
- شروط التسليم
- وتعد الفاتورة من عدة نسخ ويتم التصديق عليها في غرفة التجارة في بلد المصدر.

ثالثا: شهادة التأمين

وتتمثل هذه الشهادة في قيام المصدر نتيجة قيامه بالتأمين على البضاعة التي تم شحنها إلى المستورد ضد الأخطار التي قد تتعرض لها وسيلة النقل (شاحنة أو طائرة... إلخ) أو أن يقوم المستورد بالتأمين عليها وذلك حسب نص العقد المبرم بينهما.

وتتضمن بوليصة التأمين البيانات التالية:

- اسم طالب البوليصة؛
- الاخطار المحددة التي تغطيها الوثيقة؛
- مدة التأمين والمبلغ المؤمن عليه؛
- تاريخ عقد التأمين وتاريخ سريانه؛
- قيمة التأمين وطريقة دفع التعويضات في حالة حدوث الأضرار.

رابعا: شهادة المنشأ

تظهر هذه الشهادة البلد الذي تم فيه صنع البضاعة، وهي شهادة تصدرها غرفة التجارة أو الصناعة في بلد المصدر والذي تشهد فيها بأن البضاعة من إنتاج هذه الدولة أو المدينة.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك مستندات اخرى يجب على المستورد تجهيزها مثل رخصة الاستيراد (البطاقة الاستيرادية) وإذن تحويل العملة، وطلب فتح الاعتماد وغيرها مما تتطلبه قوانين وتشريعات بلد المستورد.

هـ-3 الخطوات العملية لفتح الاعتماد المستندي

يمكن تلخيص خطوات الاعتماد المستندي من خلال الجدول الموالي:

الجدول 3: الخطوات العملية للاعتماد المستندي المنفذ بين بنكين

رقم الخطوة	المهمة
(1)	يتعاقد المصدر مع المستورد، ويتعهد المستورد بدفع الثمن بواسطة اعتماد مستندي.
(2)	يطلب المستورد من بنكه أن يفتح اعتمادا مستنديا لصالح المصدر مبينا الشروط التي اتفق هو عليها مع هذا المصدر.
(3)	يدرس البنك طلب المستورد، وبعد الموافقة وتحديد شروط التعامل، يقوم بإصدار الاعتماد وارساله لبنك المصدر في بلد البائع.
(4)	يقوم بنك المصدر بتبليغ الاعتماد للبائع (المصدر)، مضيفا تعزيره على ذلك عند الاقتضاء.
(5) و (6)	يسلم البائع (المصدر) السلعة إلى ربان السفينة، الذي يسلمه وثائق الشحن
(7)	يسلم البائع (المصدر) المستندات ووثائق الشحن إلى بنكه بانتظار تحصيل القيمة.
(8)	يرسل بنك المصدر المستندات إلى بنك المستورد الذي فتح فيه الاعتماد من طرف المشتري بالبريد السريع.
(9) و (10)	يسلم بنك المستورد في بلد المشتري المستندات إلى طالب فتح الاعتماد مقابل السداد حسب الاتفاق بينها.
(11) و (12)	يسلم المستورد المستندات إلى وكيل شركة الملاحة في ميناء الوصول الذي يسلمه السلعة.
(13)	يقوم كل من بنك المستورد وبنك المصدر بترتيبات التغطية بينهما بحيث يتم تصفية العلاقات بشكل نهائي.

المصدر: كتوش عاشور وقورين حاج قويدر، دور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية: حالة مؤسسة SNVI، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات الناشئة، جامعة بسكرة، أيام 22/21 نوفمبر 2006، ص: 13.

هـ-4 أهمية الاعتماد المستندي

تبرز الأهمية الاقتصادية للاعتماد المستندي من خلال المزايا التي يحققها لكل من المستورد والمصدر.

بالنسبة للمستورد

بافتراض ان المستورد قام بتحويل قيمة البضاعة إلى المصدر فور الاتفاق ثم انتظر وصول البضاعة فسوف يؤدي ذلك إلى مشاكل عديدة منها:

- فقدان المستورد لجزء من أمواله لفترة طويلة يستغرقها إعداد وشحن ووصول واستلام البضاعة في حين يكون المصدر قد استفاد من ثمن البضاعة لنفس الفترة؛
 - قد يرتفع ثمن البضاعة في البلد المصدر وعندئذ قد يتعلل المصدر بشتى الأعذار ليتحلل من تنفيذ التزامه رغم قبض ثمن البضاعة.

قد ترد البضاعة - بعد انتظار طويل- مخالفة للمواصفات المطلوبة فيظطر المستورد إلى مقاضاة المصدر في بلده بكل ما يترتب على ذلك من جهل بالقوانين الأجنبية وبالتالي خسارة الاموال والوقت معا.

بالنسبة للمصدر

بافتراض أن المصدر قام بشحن وإرسال البضاعة إلى المستورد أولاً ثم انتظر وصول الثمن، فسوف يترتب على ذلك مشاكل عديدة أيضاً:

- تجميد جزء من أمواله (البضاعة) من وقت شحن البضاعة إلى حين استلام ثمنها.
 - قد ينخفض سعر البضاعة في بلد المستورد قبل وصولها، فيجد المستورد نفسه في وضع لا يحقق له الربح المنتظر من هذه الصفقة فيحاول أن يتحلل من التزامه بشتى الأعذار مما يظطر المصدر إلى بيع البضاعة بتلك الثمن المنخفض أو يلجأ إلى مقاضاة المستورد في بلده أو يقوم بإعادة شحن البضاعة إلى بلده (بلد المصدر) وفي ذلك خسارة في كل الأحوال.

هذا بالإضافة إلى مشاكل أخرى قد تحدث بين المصدر والمستورد منها مثلاً تلك المتعلقة بتغيير أسعار الصرف بين البلدين فيكون ذلك لصالح أحدهما ويضر الآخر.

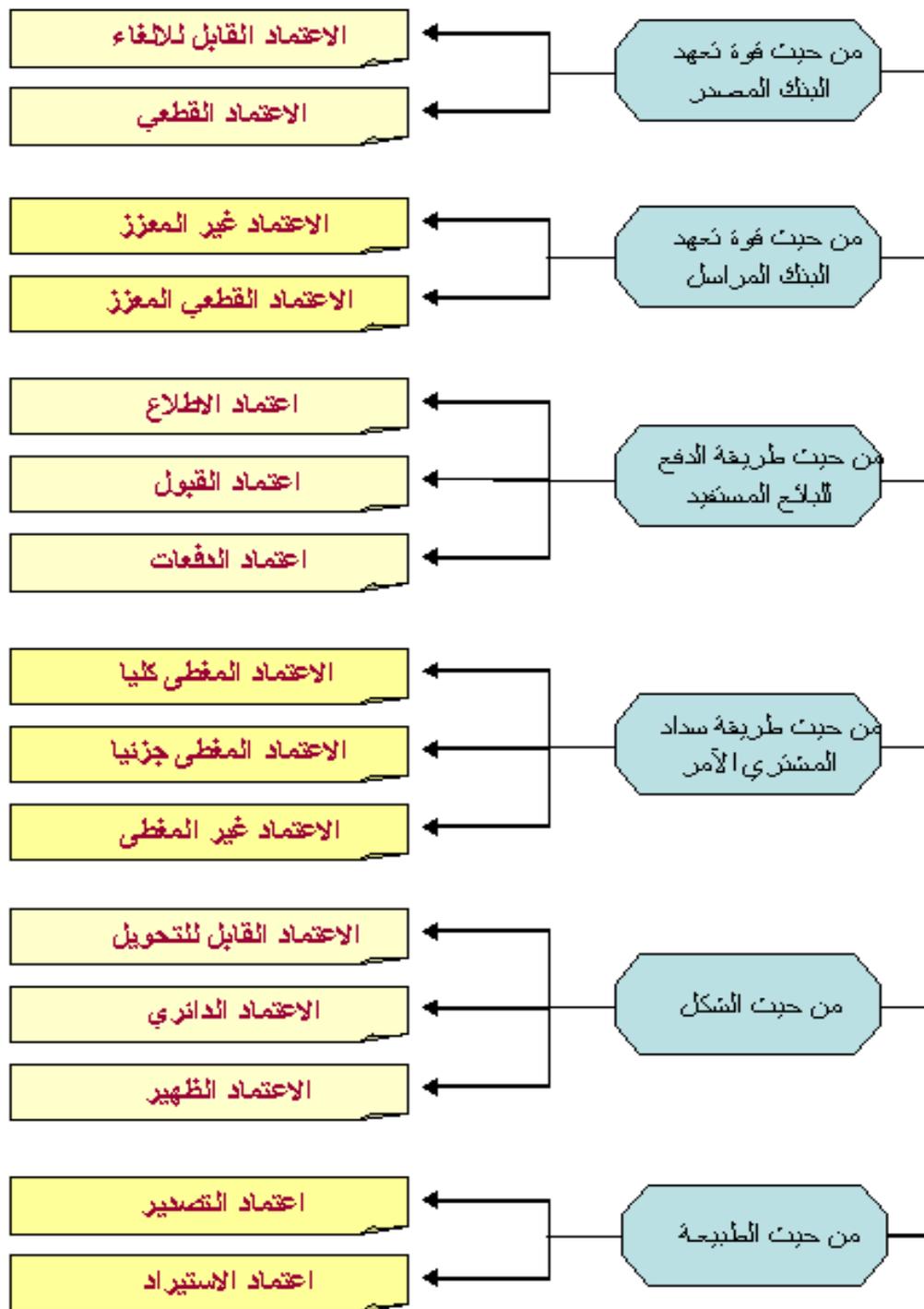
فالاعتماد المستندي إذن يعمل على تقادي الوقوع في هذه المشاكل وأخرى وذلك لأسباب عديدة منها:

- ضمان حسن سير العملية لهما بكل ما تتطلبه من ضمانات؛
- السرعة في استفاة الطرفين من خلال السرعة في سير الاجراءات المتعلقة بتنفيذ الاعتماد المستندي؛
- وجود مستندات تبوثية تمكن من تنفيذ الاعتماد المستندي في ظل أكبر قدر من الأمان.

هـ-5 أنواع الاعتمادات المستندية

يمثل الشكل الموالي التصنيفات النظرية لأنواع الاعتمادات المستندية:

الشكل (11): التصنيفات النظرية لأنواع الاعتمادات المستندية



المصدر: كتوش عاشور وقورين حاج قويدر، مرجع سابق، ص: 6.

أولاً- تصنيف الاعتمادات من حيث قوة تعهد البنك المصدر للاعتماد (بنك المستورد):

تتخذ الاعتمادات المستندية صوراً مختلفة، يمكن تصنيفها من حيث قوة التعهد (أي مدى التزام البنوك بها) إلى نوعين هما الاعتماد القابل للإلغاء والاعتماد القطعي (غير القابل للإلغاء).

- الاعتماد القابل للإلغاء

الاعتماد القابل للإلغاء أو النقص هو الذي يجوز تعديله أو إلغاؤه من البنك المصدر له في أي لحظة دون إشعار مسبق للمستفيد أي المصدر. وهذا النوع نادر الاستعمال حيث لم يجد قبولاً في التطبيق العملي من قبل المصدرين لما يسببه لهم من أضرار ومخاطرة.

- الاعتماد المستندي غير القابل للإلغاء (الاعتماد القطعي)

الاعتماد القطعي أو غير القابل للإلغاء هو الذي لا يمكن إلغاؤه أو تعديله إلا إذا تم الاتفاق والتراضي على ذلك من قبل جميع الأطراف ذات العلاقة، ولا سيما موافقة المصدر، فيبقى البنك فاتح الاعتماد ملتزماً بتنفيذ الشروط المنصوص عليها في عقد فتح الاعتماد. وهذا النوع من الاعتمادات المستندية هو الغالب في الاستعمال لأنه يوفر ضماناً أكبر للمصدر لقبض قيمة المستندات عند مطابقتها لشروط وبنود الاعتماد.

ثانياً- تصنيف الاعتمادات من حيث قوة تعهد البنك المرسل بنك المصدر:

يمكن تقسيم الاعتماد القطعي إلى قسمين اعتماد معزز واعتماد غير معزز.

- الاعتماد المستندي غير المعزز

بموجب الاعتماد المستندي غير المعزز، يقع الالتزام بالسداد للمصدر على عاتق البنك فاتح الاعتماد، ويكون دور بنك المصدر في بلد المصدر مجرد القيام بوظيفة الوسيط في تنفيذ الاعتماد نظير عمولة، فلا الزام عليه إذا أخل أحد الطرفين بأي من الشروط الواردة في الاعتماد.

- الاعتماد القطعي المعزز

في الاعتماد القطعي المعزز، يضيف بنك المصدر في بلد المصدر تعهده إلى تعهد البنك الذي قام بفتح الاعتماد، فيلتزم بدفع القيمة في جميع الظروف ما دامت المستندات مطابقة للشروط، وبالتالي يحظى هذا النوع من الاعتمادات بوجود تعهدين من بنكين (البنك المصدر للاعتماد والبنك المرسل في بلد المستفيد) فيتمتع المصدر المستفيد بمزيد من الاطمئنان وبضمانات أوفر بإمكانية قبض قيمة المستندات.

ثالثاً- تصنيف الاعتمادات من حيث طريقة الدفع للبائع المستفيد:

يمكن تقسيم الاعتماد المستندي من حيث طريقة الدفع للبائع المستفيد (تنفيذ الاعتماد) إلى اعتماد اطلاق، واعتماد قبول، واعتماد الدفعات المقدمة.

- اعتماد الاطلاق

في اعتماد الاطلاق، يدفع البنك فاتح الاعتماد بموجبه كامل قيمة المستندات المقدمة فور الاطلاق عليها والتحقق من مطابقتها للاعتماد، حيث يقوم البنك بإبلاغ عميله طالب فتح الاعتماد بوصول المستندات ويطلب منه توقيعها وتسليمها ودفع قيمتها كاملة مع العمولات المضافة (أو ما بقي من قيمتها على افتراض أنه سَلَمَ دفعة مقدمة عند فتح الاعتماد) أو يقيد ذلك فوراً على حسابه. وهذا النوع هو أكثر الاعتمادات شيوعاً.

- اعتماد القبول

في اعتماد القبول، ينص على أن الدفع يكون بموجب كمبيالات يسحبها البائع المستفيد ويقدمها ضمن مستندات الشحن، على أن يستحق تاريخها في وقت لاحق معلوم. والمسحوبات المشار إليها أما أن تكون على المشتري فاتح الاعتماد، وفي هذه الحالة لا تسلم المستندات إلا بعد توقيع المشتري بما يفيد التزامه بالسداد في التاريخ المحدد لدفعها. وأما أن تكون مسحوبة على البنك فاتح الاعتماد الذي يتولى نيابة عن المشتري توقيعها بما يفيد التزامه بالسداد في الأجل المحدد لدفعها. أو يسحبها على المشتري ويطلب توقيع البنك الفاتح بقبولها أو التصديق عليها.

- اعتماد الدفعات

اعتمادات الدفعات المقدمة أو الاعتمادات ذات الشرط الأحمر هي اعتمادات قطاعية يسمح فيها للمصدر بسحب مبالغ معينة مقدماً بمجرد اخطاره بالاعتماد، أي قبل تقديم المستندات. وتخصم هذه المبالغ من قيمة الفاتورة النهائية عند الاستعمال النهائي للاعتماد، وسميت هذه الاعتمادات بهذا الاسم لأنها تحتوي على هذا الشرط الخاص الذي يكتب عادة بالحبر الأحمر للفت النظر إليه. ويقوم بنك المصدر بتسليم الدفعة المقدمة للمصدر مقابل إيصال موقع منه إلى جانب تعهد منه بردها إذا لم تشحن البضاعة أو يستعمل الاعتماد خلال فترة صلاحيته.

رابعاً- تصنيف الاعتمادات من حيث طريقة سداد المشتري الأمر بفتح الاعتماد

يمكن تقسيم الاعتمادات المستندية من حيث مصدر تمويلها، فقد تكون ممولة تمويلًا ذاتيًا من قبل المستورد طالب فتح الاعتماد، أو ممولة تمويلًا كاملاً أو جزئياً من طرف بنك المستورد (البنك فاتح الاعتماد).

- الاعتماد المغطى كلياً

الاعتماد المغطى كلياً هو الذي يقوم المستورد بتغطية مبلغه بالكامل للبنك، ليقوم البنك بتسديد ثمن البضاعة للبائع لدى وصول المستندات الخاصة بالبضاعة إليه. فالبنك في هذه الحالة لا يتحمل أي عبء مالي لأن المستورد يكون قد زوده بكامل النقود اللازمة لفتح وتنفيذه، أو يكون في بعض الحالات قد دفع جزءاً من المبلغ عند فتح الاعتماد ويسدد الباقي عند ورود المستندات، فهذه الحالة تأخذ حكم التغطية الكاملة.

- الاعتماد المغطى جزئياً

الاعتماد المغطى جزئياً هو الذي يقوم فيه المستورد الذي طلب فتح الاعتماد بدفع جزء من ثمن البضاعة من ماله الخاص، وهناك حالات مختلفة لهذه التغطية الجزئية مثل أن يلتزم المستورد بالتغطية بمجرد الدفع للمصدر حتى قبل وصول المستندات، أو الاتفاق على أن تكون التغطية عند وصول المستندات، أو أن يتأخر الدفع إلى حين وصول السلعة.

ويساهم البنك في تحمل مخاطر تمويل الجزء الباقي من مبلغ الاعتماد. وتقوم البنوك التقليدية باحتساب فوائد على الأجزاء غير المغطاة، وهي فوائد ربوية محرمة تتجنبها البنوك الإسلامية باستخدام بديل آخر يسمى اعتماد المشاركة.

الاعتماد غير المغطى

الاعتماد غير المغطى هو الاعتماد الذي يمنح فيه البنك تمويلاً كاملاً للمستورد في حدود مبلغ الاعتماد حيث يقوم البنك بدفع المبلغ للمصدر عند تسلم المستندات، ثم تتابع البنوك التقليدية عملائها لسداد المبالغ المستحقة حسبما يتفق عليه من آجال وفوائد عن المبالغ غير المسددة. وتختلف البنوك الإسلامية في كيفية تمويل عملائها بهذا النوع من الاعتمادات حيث تعتمد صيغة تعامل مشروعة تسمى اعتماد المرابحة.

خامساً- تصنيف الاعتمادات من حيث الشكل

يمكن أيضاً تقسيم الاعتمادات من حيث الصورة والشكل إلى ثلاثة أنواع: الاعتماد القابل للتحويل، الاعتماد الدائري أو المتجدد والاعتماد الظهيري.

- الاعتماد القابل للتحويل

الاعتماد القابل للتحويل هو اعتماد غير قابل للنقض ينص فيه على أنه يحق للمصدر أن يطلب من البنك المقروض بالدفع أن يضع هذا الاعتماد كلياً أو جزئياً تحت تصرف مستفيد آخر، ويستخدم هذا النوع غالباً إذا كان المستفيد الأول وسيطاً أو وكيل للمستورد في بلد التصدير، فيقوم بتحويل الاعتماد بدوره إلى

المصدرين الفعليين للبضاعة نظير عمولة معينة أو الاستفادة من فروق الأسعار. وتتم عملية التحويل باصدار اعتماد جديد أو أكثر لصالح المستفيد الأول أو المستفيدين التاليين، ويشترط لإمكان التحويل موافقة المستورد وبنك المستورد والمستفيد الأول.

- الاعتماد الدائري أو المتجدد

ويستخدم هذا النوع من الاعتمادات في حال الاتفاق على تسليم البضاعة للمشتري / المستورد على دفعات على فترات زمنية منتظمة. ويتيح هذا النوع من الاعتمادات نوعاً من المرونة في التعاملات التجارية بين المستوردين والمصدرين، وخصوصاً إذا كان هناك احتمال لشحن كميات أخرى من نفس البضاعة على شحنات منتظمة في المستقبل. ويمكن تجديد هذا النوع من الاعتمادات استناداً للفترة الزمنية أو قيمة البضاعة.

- الاعتماد الظهير

الاعتماد الظهير (أو الاعتماد مقابل اعتماد آخر) يشبه الاعتماد القابل للتحويل حيث يستعمل في الحالات التي يكون فيها المستفيد من الاعتماد الأصلي وسيطا وليس منتجا للبضاعة كأن يكون مثلاً وكيلاً للمنتج، وفي هذه الحالة يقوم المستفيد بفتح اعتماد جديد لصالح المنتج بضمانة الاعتماد الأول المبلغ له. ويستخدم هذا الأسلوب خصوصاً إذا رفض المستورد فتح اعتماد قابل للتحويل أو في حالة طلب المنتج شروطاً لا تتوفر في الاعتماد الأول، وعادة ما تكون شروط الاعتماد الثاني مشابهة للاعتماد الأصلي باستثناء القيمة وتاريخ الشحن وتقديم المستندات التي تكون في الغالب أقل وأقرب ليتيسر للمستفيد الأول اتمام العملية وتحقيق الربح من الفرق بينهما.

سادسا- تصنيف الاعتمادات من حيث طبيعتها

يمكن تقسيم الاعتمادات المستندية باعتبار طبيعة الاعتماد إلى اعتماد تصدير واعتماد استيراد.

- اعتماد التصدير

هو الاعتماد الذي يفتحه المشتري الأجنبي لصالح المصدر بالداخل لشراء سلع محلية.

- اعتماد الاستيراد

هو الاعتماد الذي يفتحه المستورد لصالح المصدر بالخارج لشراء سلعة أجنبية.

2- اعتمادات تحريك الحقوق التجارية

يقصد باعتمادات تحريك الحقوق التجارية ان تقوم المؤسسة بتحويل حقوقها التجارية المتمثلة في الأوراق التجارية (الكمبيالة، السند الأدنى، السند لامر) أو بإثباتات أخرى كالفواتير إلى مؤسسات مالية (بنوك) أو مؤسسات مالية متخصصة، وذلك وفق عدة صور هي:

1-2 الخصم

الخصم هو قيام العميل الحامل للورقة التجارية بتظهيرها تظهيراً ناقلاً للملكية لصالح البنك الذي يقدم للعميل قيمة الورقة التجارية منقوصاً منها الأجيو، ويكون الخصم على صورتين تجاري ومالي.

2-2 طريقة DAILY

هذه الطريقة تمكن المؤسسة من تحويل المؤسسة لديونها أو جزء منها إلى بنك أو مؤسسة مالية متخصصة، خاصة تلك الديون التي لا تكون ممثلة في الأوراق التجارية، وإنما ممثلة في إثباتات أخرى كالفواتير وغيرها، وتكون على شكلين:

طريقة الخصم: تتمثل في تحويل الفواتير إلى مؤسسة متخصصة مقابل الحصول على قرض يساوي تقريباً قيمة الإثباتات، لأنه تم خصم تكلفة الخصم العادي.

طريقة الضمان: تتمثل في تحويل الفواتير إلى مؤسسة متخصصة مقابل الحصول على قرض يساوي قيمة الإثباتات، والمؤسسة المتخصصة تمسك هذه الإثباتات كضمانات، وتعتبر هذه الطريقة أقل تكلفة ولكن خطر عدم السداد يبقى قائماً.

2-3 طريقة L'affacturage

تتجلى طريقة L'affacturage في عملية تحويل المؤسسة لحقوقها التجارية إلى مؤسسة facteur تكون هذه الأخيرة عموماً منظمة مالية متخصصة تدفع للمؤسسة هذه الحقوق منزوعاً منها قيمة العمولة ومختلف مصاريف التحصيل من العملاء.

تجدر الإشارة في هذه الحالة إلى أن عملية تحويل الحقوق التجارية قد يكون كلياً أو جزئياً، ففي الحالة الأخيرة L'affacturage تختار المؤسسة الأوراق السهلة التحصيل التي يتميز أصحابها بملاءة مالية جيدة نسبياً، هذه العملية لها ميزة جيدة كونها تضمن حسن نهاية الديون وخطر عدم السداد تتحمله المؤسسة المتخصصة.

3- المستحقات

يقصد بالمستحقات الاجور المستحقة، الضرائب المستحقة ومصروفات أخرى كالتأمينات المستحقة والتي قد تظهر في ميزانية المؤسسة في نهاية السنة وهي مصروفات مستحقة عليها لم تقم بسدادها بحيث تسجل في بند المصروفات المستحقة ضمن الخصوم المتداولة بالميزانية؛ ويتميز هذا المصدر التمويلي بأنه مجاني أي لا يترتب عليه أي تكلفة ظاهرة لكن بالرغم من ذلك لا يعتبر هذا المصدر مصدراً تمويلياً يمكن الاعتماد عليه بشكل رئيسي.

V - مساهمة الدولة في التمويل

قد تعتمد المؤسسة أحيانا على مصدر خارجي للتمويل يمنح له من طرف الدولة في شكل إعانات مالية وهي مساعدة أو دعم يقدمان نقدا أو عينا أو على نحو آخر. ولا يتوقع المانح بمقابل ذلك أي عائد أو تعويض؛ وتكون الدولة على الأكثر هي الطرف المانح في حين يكون الطرف الآخر إما فئات اجتماعية معينة تستفيد من الإعانات لتحسين وضعها المعيشي وإما فروعاً اقتصادية معينة، أو مناطق وأقاليم، أو بعض البرامج والمشروعات التي تقدم لها الإعانات من أجل تطوير وضعها وتمكينها من مواجهة بعض الأوضاع الاستثنائية.

وتتحقق الإعانات بصور كثيرة فقد تأخذ عدة صور منها:

- مساعدات مالية ونقدية
 - تخفيض الضريبة أو الإعفاء منها،
 - تقديم قروض بفوائد مُخَفَّضة،
 - ضمانات حكومية
 - مدفوعات لدعم أسعار بعض السلع والخدمات،
 - إعانات مباشرة لدعم إنتاج بعض السلع،
 - سياسات حمائية لتطوير عدد من الصناعات الوطنية.
- وسيتيم في هذا الصدد التركيز على تلك الإعانات الممنوحة للفروع الاقتصادية ومنظمات الاعمال في إطار تمويلها؛ حيث يمكن التمييز بين نوعين من الاعانات وذلك بالنظر إلى مصدرها:



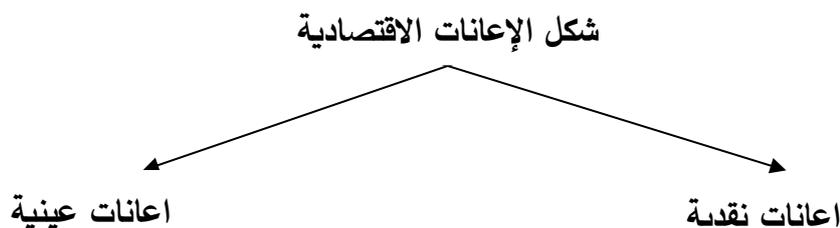
3-1 الإعانات المالية التي تمنحها الدولة

وهي الإعانات المالية التي تقدمها الدولة إلى القطاعات والمؤسسات الإنتاجية وتهدف منها إلى تخفيض الأسعار وزيادة الانتاج لبعض السلع الضرورية أو الأساسية وهي تعتبر شكل من أشكال الانفاق الحكومي غير المباشر أو التحويلي.

وقد سمي بالانفاق التحويلي لأنه تحويل من الدولة إلى القطاعات الإنتاجية دون أن يقابله حصول الدولة على أي سلع أو خدمات مقابل ما تدفع، حيث يكون الهدف هو تشجيع وحماية الانتاج الوطني ومحاربة ارتفاع الأسعار.

3-2 أشكال الإعانات الاقتصادية التي تمنحها الدولة

تتخذ الإعانات الاقتصادية التي تمنحها الدولة شكلين أساسيين هما:



أولاً/ الإعانات الاقتصادية النقدية

هي تلك الإعانات التي تقدمها الحكومة لقطاع إنتاجي معين أو نوع معين من الإنتاج وذلك بهدف تخفيض الأسعار أو زيادة الإنتاج.

ومن أمثلتها إعانات الصناعات ذات التكاليف المتناقصة وهذا النوع يتميز بأنه كلما زاد الإنتاج قلت التكاليف لأن التكاليف الثابتة مرتفعة جداً مقارنة بالتكاليف المتغيرة " كالكهرباء " .

في معظم الأحوال فإن الدولة تمنح حق الامتياز لمثل هذا النوع من الإنتاج لمنتج معين لأن ذلك سوف يؤدي إلى تخفيض سعر الوحدات المنتجة خصوصاً عندما تكون السلعة مهمة للمنتج والمستهلك وهذا النوع يعد من الإعانات المباشرة حيث أنه يدفع للمنتج على كل وحدة منتجة ولا يتحول إلى المستهلك في شكل أسعار أقل، حيث أن تحديد السعر سلفاً من قبل الدولة هو الذي أدى إلى خفض السعر وليس الإعانة التي ذهبت للمستهلك .

وهناك نوع آخر من الإعانات المباشرة التي تدفعها الدولة ويستفيد منها المنتج فقط إما لهدف زيادة الإنتاج أو لهدف تخفيض الأسعار وعادة ما تدفع الدولة هذه الإعانات لقطاع دون الآخر.

ثانيا/ الإعانات الاقتصادية العينية

وهذا النوع من الإعانات عادة ما يأخذ شكل الإعانات غير المباشرة كإعانات الإنتاج مثل بيع السلع والمعدات والأراضي إلى المنتجين بأسعار مخفضة وإعطاء القروض بلا فوائد (القروض الميسرة) وإلغاء الرسوم الجمركية عن الآلات والمعدات والمواد الخام المستوردة وهذا يؤدي إلى تخفيض تكاليف الإنتاج.

ومثال ذلك الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار في الجزائر والتي يتمثل دورها في التمويل في تغطية الإعفاءات الممنوحة من الحكومة أي أن المصاريف الجبائية، الشبه جبائية والإدارية والتي من المفروض أن تدفعها المؤسسة تقوم الوكالة بدفعها نيابة عنها أو بالأحرى يقوم صندوق دعم الاستثمار بدفعها ولاسيما منها النفقات، وتتمثل الإعفاءات الممنوحة في هذا الإطار فيما يلي:

- تطبيق النسبة المخفضة في مجال الحقوق الجمركية فيما يخص التجهيزات المستوردة والتي تدخل مباشرة في انجاز الاستثمار.
- الإعفاء من الضريبة على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات التي تدخل مباشرة في انجاز الاستثمار.
- الإعفاء من رسم نقل الملكية بعوض بالنسبة لكل الأصول العقارية موضوع الاستثمار المعني.
- كما تتولى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار منح تحفيزات استثنائية للاستثمار في المناطق التي ترغب الدولة في تنميتها أو الاستثمارات ذات الأهمية الخاصة لاسيما التي تستخدم تكنولوجيا متطورة حيث تستفيد تلك الاستثمارات من المزايا المبينة أعلاه ومزايا أخرى هي:
- تطبيق حق ثابت في مجال التسجيل بنسبة مخفضة % 0,2 على كل العقود التأسيسية والزيادات في رأس المال.
- تتكفل الدولة بكل أو بجزء من تكاليف الأشغال المتعلقة بالمنشآت الأساسية الضرورية لانجاز الاستثمار.
- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة على السلع والخدمات الخاضعة لهذا الصنف من الضرائب سواء كانت السلع مستوردة أو محلية لكن بشرط أن تدخل مباشرة في العملية الإنتاجية أو في الاستثمار محل الدعم.
- الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات الضريبة على الدخل الإجمالي على الأرباح الموزعة الدفع الجزافي والرسم على النشاط المهني لمدة عشرة سنوات من انطلاق المشروع.
- الإعفاء من الرسم على الأملاك العقارية لمدة عشرة سنوات ابتداء من تاريخ الملكية.

الفصل الثالث

تكلفة التمويل والهيكل المالي

- تكلفة التمويل وطرق حسابها
- ماهية الهيكل المالي للمؤسسة والعوامل المؤثرة ومحدداته
- الهيكل المالي الأمثل وكيفية تحديد تكلفته

I- تكلفة التمويل

تعتبر تكلفة التمويل من المتغيرات الأساسية التي يجب أن تحدد بدقة قبل استخدام أي طريقة من طرق التقييم، وذلك بالنظر إلى تكلفة التمويل تستخدم عمليا كمعدّل خصم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يولدها المشروع، باعتبارها الحد الأدنى من معدّل العائد للاستثمار (الحد الأدنى لمردودية الاستثمار) الواجب أن يحققه الاستثمار لكي يصبح مقبولا مبدئيا.

وتعني تكلفة التمويل تكلفة توليفة الأموال التي تتكون منها مصادر تمويل المشاريع (أموال الملكية + أموال مقترضة)؛ كما أنه يتم الاعتماد على التنبؤ بدرجات متفاوتة في جميع المناهج والطرق المستخدمة في قياس تكلفة التمويل.

1- تعريف تكلفة التمويل

تعرف تكلفة رأس المال رياضيا بأنها "المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة".

وتعرّف كذلك بأنها "تكلفة التضحية التي على أساسها يقبل ملاك رؤوس الأموال التضحية برؤوس أموالهم داخل المؤسسة في شكل استثمارات".

كما تعرّف أيضا بأنها "معدّل المردودية الأدنى المطلوب من طرف المستثمرين - المساهمين والمقرضين - من أجل ضخ رؤوس أموال داخل المؤسسة ويتطلب تحديدها تقدير تكاليف كل من الأموال الخاصة والديون".

كما تعرّف أيضا بأنها معدّل المردودية الأدنى الذي يفترض أن تحققه استثمارات المؤسسة بالشكل الذي يغطي المردودية المطلوبة من طرف المساهمين وكذلك المردودية المطلوبة من طرف المقرضين.

على أساس هذه التعاريف فإنه يمكن اعتبار تكلفة رأس المال على أنها معدّل المردودية الأدنى الذي على أساسه يقبل المستثمرون (مساهمين ومقرضين) التضحية برؤوس أموالهم في مقابل الحصول على مستوى مردودية أو عائد أكبر في المستقبل، وهي بذلك تتكون من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون، وبالتالي فهي تمثل مجموع تكاليف مختلف مصادر التمويل مرجحة بأهميتها النسبية في رأس مال المؤسسة، ولذلك سميت بالتكلفة المتوسطة المرجحة

2- طرق ومناهج حساب تكلفة التمويل

سوف تتعدد طرق ومناهج حساب تكلفة التمويل وذلك بتعدد المصادر التمويلية التي تشكل الهيكل المالي الذي سيتم اختياره، وهذا ما يؤدي إلى ضرورة حساب التكلفة الوسيطة المرجحة للأموال الممولة للمشروع

في حالة الاعتماد على عدّة مصادر وليس مصدرا منفردا بحد ذاته إذ تعتبر التكلفة الوسيطة المرجحة الحد الأدنى من معدّل العائد الواجب تحقيقه كنسبة من الاستثمارات الإضافية الكلية.

2-1 تكلفة التمويل بالأسهم العادية

وهي عبارة عن الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والتمولة بإصدار أسهم عادية جديدة، بحيث يحافظ هذا الحد الأدنى للعائد على القيمة السوقية للسهم بدون تغير. وعليه يمكن قياس تكلفة التمويل بالأسهم العادية وفقا للعلاقة:

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

K_e : تكلفة التمويل بالسهم العادي

P_0 : السعر السوقي للسهم العادي

D_1 : التوزيعات المتوقعة للسهم

g : معدّل النمو السنوي للأرباح الموزعة.

حيث أن التكلفة الحدية لمصدر التمويل تمثل المقدار الذي يكتسبه المشروع من إصدار الأسهم العادية الجديدة.

وعليه من الضروري حساب تكلفة الإصدار من خلال العلاقة :

$$NK_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g \quad (\text{نموذج قوردين})$$

بجيث:

NK_e : تكاليف الإصدار لسهم عادي جديد.

F : تكاليف الإصدار معبرًا عنها في صورة لنسبة مئوية من السعر السوقي للسهم.

مثال: علما أن القيمة السوقية لسهم عادي حديث الإصدار هو 100 دينار وأن قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار هي 12 دينار وأن معدّل النمو السنوي المتوقع هو 8% كما أن تكلفة إصدار الأسهم بلغت 5%. فما هي تكاليف هذا السهم؟

الحل:

$$NK_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g = NK_e = \frac{12}{100 \cdot (1-0,05)} + 0,08$$

$$NK_e = 20,63\%$$

2-2 تكلفة التمويل بالأرباح المتحجرة

تعتبر الأرباح المتحجرة حق من حقوق عملية الأسهم العادية، ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم، كما أن موافقتهم هذه لا تتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد في السنوات القادمة لا يقل عما يحصلون عليه حالياً. وبالتالي يمثل ذلك التزاماً بالنسبة للمؤسسة بتحقيق هذا العائد ولما كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة.

ولقياس تكلفة الأرباح المحتجزة نستخدم العلاقة:

$$K_r = \frac{D_1(1-T)}{P_0}$$

حيث:

T : معدّل الضريبة على الأرباح.

P_0 : السعر السوقي للسهم العادي

D_1 : التوزيعات المتوقعة للسهم.

مثال: إذ كانت القيمة السوقية للسهم العادي هي 1000 دينار والتوزيعات المتوقعة له في العام القادم هي 100 دج وكان معدّل الضريبة هو 30% فإن:

$$K_r = \frac{100(1-0,30)}{1000} = 7\%$$

2-3 تكلفة التمويل باستخدام الأسهم الممتازة

وهي معدّل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير ولقياس تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة نستخدم العلاقة:

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

K_p : تكلفة السهم الممتاز.

D_p : قيمة العائد الثابت للسهم.

P_p : السعر السوقي للسهم الممتاز.

وكما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية، يجب أن يتم إدراج تكاليف الإصدار المرتبطة بأي إصدارات جديدة للأسهم الممتازة، وذلك بالاعتماد على العلاقة التالية:

$$NK_p = \frac{ND_p}{NP_p(1 - F)}$$

NK_p : تكلفة إصدار أسهم جديدة ممتازة.

ND_p : العائد الموزع عن الإصدار الجديد.

F : تكاليف الإصدار معبر عنها بنسبة مئوية من السعر السوقي.

NP_p : سعر بيع أسهم جديدة ممتازة.

2-4 تكلفة التمويل باستخدام القروض المصرفية

تتمثل تكلفة التمويل بالقروض المصرفية في سعر الفائدة على القروض التي تم الحصول عليها من البنوك والذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغيير.

وتحسب تكلفة التمويل بالاقتراض بطرح قيمة الخفض في الضريبة نتيجة لخصم مدفوعات الفائدة من الوعاء الضريبي (الوفر الضريبي) وتحسب بالعلاقة:

$$\text{تكلفة الاقتراض} = \text{سعر الفائدة} - \text{الوفر الضريبي}$$

أو:

$$K_d = i(1 - T)$$

K_d : تكلفة الاقتراض بعد الضريبة.

i : الفائدة السنوية.

T : معدّل الضريبة على أرباح الشركات.

2-4-1 تكلفة التمويل باستخدام السندات

باعتبار السندات كديون، فإن أساس حساب تكلفة التمويل بإصدار سندات لا يختلف عن أساس حساب تكلفة التمويل بالقروض إلا في حالة وجود أو إصدار السندات بعلاوة أو خصم أو وجود مصروفات لإصدار السندات.

أولاً: حالة وجود خصم إصدار

في بعض الأحيان يقوم المشروع بإصدار سندات بقيمة اسمية محددة وبسعر فائدة محددة، غير أنه عندما يقوم بطرح هذه السندات للبيع يتقاضى قيمة إصدار أقل كوسيلة لتشجيع الجمهور على الشراء على أن يسدد المشروع القيمة الاسمية للسندات عند تاريخ الاستحقاق ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية للسند وقيمة الإصدار "خصم الإصدار".
وتحسب تكلفة التمويل بالسندات وفقاً للمعادلة الآتية:

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \left[\frac{\text{قيمة الفائدة} + (\text{خصم إصدار} \div \text{الاستحقاق})}{2 \div (\text{القيمة الاسمية للسند} + \text{قيمة الإصدار})} \right] \times (1 - \text{معدّل الضريبة})$$

مثال: أصدر أحد المشاريع سندات بقيمة اسمية 1000 دينار للسند الواحد، وتم بيع السند للجمهور بـ 800 دينار بفائدة 10% ومدة استحقاق السند هي 10 سنوات، ومعدّل الضريبة 20%.

الحل:

نسحب أولاً قيمة الفائدة: $0,1 \times 1000 = 100$ د.ج.

خصم الإصدار $= 1000 - 800 = 200$ د.ج.

ومنه:

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = (0,2 - 1) \times \left[\frac{(10 \div 200) + 100}{2 \div (800 + 1000)} \right] = 10,66\%$$

ثانياً: في حالة وجود علاوة إصدار

في هذه الحالة يقوم المشروع ببيع السند بقيمة أعلى من قيمته الاسمية على أن يسترد القيمة الاسمية للسند فقط عند تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يحسب معدّل تكلفة التمويل كالاتي:

$$\text{تكلفة التمويل} = \left[\frac{\text{قيمة الفائدة} + (\text{علاوة الإصدار} \div \text{سنوات الاستحقاق})}{2 \div (\text{القيمة الإسمية للسند} + \text{قيمة الإصدار})} \right] \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

مثال: بالرجوع إلى المثال السابق مع إضافة علاوة إصدار قدرها 200 دج فتصبح تكلفة التمويل بالسندات هي:

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \left[\frac{(10/200) - 100}{(1200 + 1000)} \right] \times (0,2 - 1) = 5,82\%$$

ثالثا: في حالة وجود مصاريف إصدار

عندما يصدر المشروع سندات فإنه يتحمل أعباء قانونية وإدارية وتمثل هذه الأعباء تكلفة تجعل تكلفة الاقتراض باستخدام السندات أعلى من سعر الفائدة، وفي هذه الحالة تحسب تكلفة التمويل بالسندات كالتالي:

$$\text{تكلفة التمويل} = \left[\frac{\text{قيمة الفائدة} + (\text{تكاليف الإصدار} \div \text{سنوات الاستحقاق})}{2 \div (\text{القيمة الإسمية للسند} + \text{قيمة الإصدار})} \right] \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

2-4-2 تكلفة التمويل بالاعتماد الإيجاري

تتمثل تكلفة التمويل عن طريق الاعتماد الإيجاري في الفرق بين المبلغ الذي يجب دفعه في حالة شراء الأصل وقيمه عند انتهاء فترة الإيجار مطروحا منها القيمة الإيجارية للأصل خلال فترة عقد الاستئجار. وعليه يمكن حساب تكلفة التمويل بالاعتماد على الاعتماد الإيجاري كالتالي:

$$I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{l_i(1-T) + TA_i}{(1+Kcd)^t} + \frac{VR}{(1+Kcd)^n}$$

l_0 : قيمة الأصل

l_i : القيمة الإيجارية

T : معدل الضريبة

TA_i : مقدار التخفيض من الضرائب للاهتلاكات.

Kcd: تكلفة القرض الايجاري.

VR: القيمة المتبقية للأصل في نهاية المدّة في حالة شرائه.

Ai: مخصص الاهتلاكات الذي يمكن أن يكسب عن الدورة أ.

3- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال: CMPC

في الحالات السابقة من طرق التمويل قمنا بافتراض أن المستثمر يقوم بتمويل مشاريعه من مصدر مالي واحد، لذا قمنا باستعمال العلاقات السابقة في حساب تكلفة الأموال التي ستمول المشروع؛ ولكن إذا كانت الأموال التي يحصل عليها المستثمر تكون من عدّة مصادر، فإن تكلفة الأموال يتم حسابها عن طريق متوسط التكلفة المرجحة لرأي المال CMPC من خلال تحديد مصادر التمويل التي يحتوي الهيكل التمويلي وتحديد التكلفة والوزن النسبي (w_i) لكل مصدر من مصادر التمويل وهذا كما يلي:

$$\frac{\text{قيمة التمويل للمصدر}}{\text{إجمالي قيمة التمويل}} = (w_i) \text{الوزن النسبي}$$

ونقاس متوسط التكلفة المرجحة للتمويل كما يلي:

$$CMPC = \sum_{i=1}^n (K_i \times W_i)$$

حيث:

K_i: تكلفة تمويل المصدر أ.

n: عدد مصادر التمويل.

W_i: الوزن النسبي لكل مصدر.

فمثلا إذا كان هيكل تمويل المشروع تتكون من ثلاث عناصر أو مصادر التمويل فتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل للتمويل كما يلي:

$$CMPC = (K_p \times W_p) + (K_d \times W_d) + (K_e \times W_e)$$

وتجدر الإشارة إلى أن مجموع الأوزان النسبية لمصادر التمويل تساوي 1، أي:

$$(W_p + W_d + W_e) = 1$$

مثال: يطلب بنك حساب تكلفة التمويل الكلية بناء على ما يلي:

عدد الأسهم العادية	100.000 سهم.		} أسهم عادية
سعر السهم في السوق	50 دينار		
القيمة الإسمية للسهم	10 دينار		
تكلفة الأسهم العادية	16 %		
إجمالي القروض	6000.000 دينار		} قروض
تكلفة القروض	12 %		
عدد الأسهم الممتازة	10.000 سهم		} أسهم ممتازة
سعر السهم الممتاز في السوق	45 دينار		
توزيع السهم الممتاز	5 دينار		

الحل:

1/ تحديد الوزن النسبي W_i من الهيكل التمويلي:

القروض	6000.000	52%
الأسهم الممتازة	450.000	4%
الأسهم العادية	5000.000	44%
إجمالي	11.450.000	100%.

2/ تكلفة مختلف مصادر التمويل

تكلفة القروض (بعد الضرائب) = معدّل الفائدة (1- معدّل الضريبة).

$$= 12\% (1 - 20\%)$$

$$= 9,6\%$$

$$K_p = \frac{D_p}{P_p} = \text{تكلفة الأسهم الممتازة}$$
$$\%11,1 = \frac{5}{45} =$$
$$\%16 = \text{تكلفة الأسهم العادية (معطاة)}$$

3/ حساب التكلفة الوسيطة المرجحة:

$$CMPC = (0,44 \times 16) + (0,04 \times 11,1) + (0,52 \times 9,6) = 12,5\%$$

II- الهيكل المالي للمؤسسة، محدداته والعوامل المؤثرة فيه

1- تعريف الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه هيكل مصادر التمويل او جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية.

ويمكن تعريفه انه ذلك الهيكل الذي يتعلق بكيفية تمويل أصول أو استثمارات المؤسسة والممثل في الجانب الايسر من الميزانية؛ أي جانب الخصوم وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التي تستخدمها المؤسسة. وعليه، فإن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل؛ وعليه، فإن الهيكل المالي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها، ومن باب الرشادة ان تحسن المؤسسة اختيار هيكلها المالي وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة؛ ويكون اختيار الهيكل المالي المناسب بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة.

وتعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من اهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث انه منذ أزيد من أربعين عاما يدور الجدل بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

إذ أن هدف المدير المالي عند اتخاذه للقرارات التمويلية هو التوصل إلى ذلك المزيج التمويلي الذي يعظم إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة، هذا الهدف يتفق مع هدف تعظيم ثروة المساهمين وفي حالة الوصول إلى هذا المزيج نكون بصدد ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل.

لذلك فهيكال التمويل الأمثل يتحدد اختياره وفقا لمعيار أقصى ربحية ممكنة الذي يتوقف تحقيقه مستقبلا على بعض القيود المرتبطة مباشرة بالقيمة السوقية للأسهم .حيث أن عنصر الخطر الناجم من الاعتماد على القروض من شأنه أن يؤثر على الربحية في المستقبل، وهو ما يؤكد ضرورة العناية بكيفية اختيار الهيكل المالي في المؤسسة إذ أن مثل هذا الهيكل يجب أن يحقق التوازن بين العائد وبين المخاطر المتعلقة بهيكل المالي ذاته، أي بين الربحية والمخاطر المالية.

وقد كان مودكلياني و ميلر هما أول من قاما بتحليل نظري لأثار الهياكل المالية، خاصة العلاقة (ديون /أموال خاصة) على قيمة المؤسسة، و التي توصلنا من خلالها أنه بقبول بعض الفرضيات فإن كل أشكال التمويل هي متعادلة تحت ظل وجود سوق مالي تسوده المنافسة التامة.

لكن الانتقادات التي قدمت بشكل تدريجي لهذه الفرضيات سمحت بإبراز تأثير عوامل أخرى محددة للهيكل المالي، الأمر الذي سمح برفض فرضية حيادية الهياكل التمويلية ومن هنا بدأت تظهر مقاربات وتيارات جديدة بين مؤيدة ومعارضة لها.

ولذلك ومن أجل فهم أدق للهيكل المالي والتمويل وعلاقتها بالسياسة المالية للمؤسسة قامت العديد من الدراسات بتحليل المقاربات النظرية الأساسية التي درست الهيكل المالي للمؤسسة، والتمثلة في:

- الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مدخل صافي الربح ومدخل صافي الربح التشغيلي، النظرية التقليدية، ونظرية مودكليني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الافلاس؛
- الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مودكليني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات، نظرية تكلفة الافلاس، ونظرية التسوية؛
- الهيكل المالي في ظل التيارات الجديدة حيث تضم نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية التسلسل الهرمي للتمويل.

يوضح الجدول التالي أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي:

الجدول 04: النظريات الأساسية للهيكل المالي

المؤلفين	الفرضيات	النتائج
نظرية عدم التأثير على هيكل رأس المال		
Modigliani Et Miller (1958)	كمالية الأسواق	الهيكل المالي ليس له تأثير على قيمة المؤسسة
نظرية الهيكل المالي الأمثل		
(1963) Modigliani Et Miller	الأسواق غير كاملة، وجود ضريبة على أرباح الشركات	هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على الأموال المقترضة
Ross (1977)	عدم تناظر المعلومات	عدم تماثل المعلومات يمكن ان يؤثر على قرارات المدير المالي المتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة
نظرية التمويل الهرمي		
Myers Et Majulf (1984)	إن المدير المالي يقوم باتخاذ القرارات التي تعظم ثروة أصحاب	التمويل الذاتي هو أفضل مصدر تمويل يتبع بالديون وإصدار الأسهم الجديدة في الأخير.

	المؤسسة (المساهمين) بوجود معلومات غير متماثلة	
نظرية الوكالة		
إصدار الديون والأموال الخاصة يسمح بحل الصراع عن طريق تخفيض التكاليف الإجمالية للوكالة	وجود صراع وكالة داخلي (بين المساهمين والمدراء) وصراع خارجي (بين المدراء والمقرضين)	Jensen Et Meckling (1976)
الاختيار بين إعادة التنظيم والتصفية حسب المعلومات المنقولة عن الديون	وجود صراع وكالة حتى في حالة الإفلاس	Haris Et Raviv

Source : Fatima Ly-Baro, Structure financière de l'entreprise, éd Economica, 2002, p 44-45.

2- العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بالعوامل المتمثلة فيما يلي:

2-1 نمو المبيعات

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد وتنمو بمعدلات عالية (10 % فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2-2 استقرار المبيعات:

توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرارا كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، إن استقرار المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر.

2-3 درجة المنافسة

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرار أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحسر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض قدرتها على خدمة الديون والتي من أحد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.

2-4 بنية الأصول

توجد علاقة بين بنية الأصول والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون اقل عندما تكون نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

2-5 موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، أما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح.

2-6 موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر

لاشك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاطف الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة؛ واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالباً ما تتصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

3- العوامل المحددة للهيكل المالي

وتباعاً لجملة العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسة، فإن هذا الأخير يتحدد في ضوء جملة من العناصر المتمثلة فيما يلي:

3-1 معدل نمو المبيعات واستقرارها

يمثل معدل نمو المبيعات مؤشراً لاداء المؤسسة وهو يعتبر اول مصدر لإنشاء القيمة مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها ومنه ارتفاع قيمتها في السوق وبالتالي انخفاض معدل العائد المطلوب؛ كذلك يؤدي ارتفاع معدل نمو المبيعات إلى ارتفاع قيمة احتياجات رأس المال العامل **BFRE** مما يعني اللجوء إلى الاستدانة البنكية قصيرة الاجل.

3-2 المردوديات

تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة في حالة عدم كفاية الموارد الداخلية والمتمثلة أساساً في المردودية، ومن هنا تكون العلاقة عكسية بين المردودية ومعدل الاقتراض. من جهة أخرى هناك علاقة طردية بين المردودية

والمخاصرة، فكلما زادت المخاطر التشغيلية كلما قللت المؤسسة من اللجوء إلى الاستدانة بغرض تقليل حدة هذه المخاطر؛ ولقد أيدت نتائج دراسة Marsh ذلك، حيث كشفت عن وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، و يبرر الباحث ذلك بأن زيادة مستوى مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر التشغيلية وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو أن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط به زيادة نسبة الأرباح المحتجزة وبالتالي اعتماد المؤسسة بدرجة اقل على الأموال المقترضة.

3-3 حجم المؤسسة

اتبنت عديد الدراسات وجود علاقة بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، فقد يكون لحجم المؤسسة تأثير على الهيكل المالي من خلال تراجع تكلفة الإفلاس، فكلما كان حجم المؤسسة مهم تتخفف تكلفة الإفلاس، لأن الدولة عند تطبيقها لقوانين الإفلاس تراعي جوانب عديدة مثل البطالة، تراجع الصادرات؛ ولهذا من المحتمل أن تكون هناك علاقة طردية بين حجم المؤسسة والقدرة على الاستدانة، فكلما زاد حجم المؤسسة كلما زادت قدرتها على الاستدانة سواء من البنوك في شكل قروض أو من السوق المالي على شكل استدانة وفي نفس الوقت تتخفف تكاليف الإفلاس المحتملة، في حين توجد علاقة عكسية بالنسبة للمؤسسة الصغيرة التي تتخفف قدرتها على الاستدانة وفي نفس الوقت ترتفع لديها تكاليف الإفلاس.

3-4 هيكل الأصول

تفترض نظريات الهيكل المالي بأن هيكل الأصول من العوامل المحددة لنوع التمويل في المؤسسة، وذلك من خلال نوع الأصول الذي يقدم ضمانات أكثر لمقدمي الأموال وهو ما يشجع المقرضون على منح القروض للمؤسسة وذلك لتوفر نوع من الضمان لاسترجاع أموالهم؛ وفي هذا الصدد، وضح Scott بأن المؤسسة ترفع من قيمة أسهمها من خلال بيع الديون المضمونة بأصول المؤسسة، كما أشار Myers et Majluf بأن إصدار الديون يرفع من تكاليف التناظر في المعلومة وذلك لأن المسيرين لديهم معلومات أكثر من المتعاملين مع المؤسسة ولكن إصدار الديون المضمونة بأصول المؤسسة سيجنب المؤسسة هذه التكاليف، وبالتالي فإن المؤسسات التي تمتلك أصول كبيرة من المتوقع أن تكون نسبة الاستدانة بها مرتفعة؛ هذا الافتراض تم تدعيمه من خلال نموذج Jensen/Meckling et Myers من خلال الفرضية القائلة بأن المساهمين يكون لديهم حافز في الاستثمار الفرعي الأمثل (sub-optimally) وذلك من أجل مصادرة الثروة من الدائنين، لكن إذا كانت الديون مضمونة فالاستدانة تشكل قيد من أجل استعمال هذا الدين في مشروع محدد وخاص، مما يخفف من صراعات الوكالة و يؤدي إلى علاقة إيجابية بين قيمة الأصول الضامنة ونسبة الاستدانة.

3-5 طبيعة القطاع

يلعب قطاع النشاط دورا مهما في تحديد مصدر التمويل الخاص بالمؤسسة، باعتبار أن المؤسسات التي تقوم بنفس النشاط تواجه نفس المحيط الاقتصادي (المنافسة)، والتكنولوجي (تكاليف، اهتلاك المعدات)، وعليه فإنه من المفترض أن المؤسسات التي تنتمي لنفس قطاع النشاط تكون لها مستويات تمويل واستدانة خاصة متقاربة في حين تختلف هذه المعدلات ما بين القطاعات.

- تركيز الملكية واتجاهات رجال الإدارة: يمكن أن نجد عدة حالات لمكانة المساهم في المؤسسة أهمها:

- يمكن أن يملك المساهم أغلبية أسهم الشركة والذي يكون في العادة هو المسير؛
- يمكن أن يكون المساهم هو المسير، رغم إمتلاكه لأسهم قليلة في الشركة؛
- لا يرغب أي مساهم في تولي تسيير المؤسسة، ولذلك توكل مهمة تسيير المؤسسة إلى مسير خارجي.

الحالة 1: في هذه الحالة يوجد مزيج بين الذمة الشخصية للمسير وذمة المؤسسة، ولهذا لا تمثل السياسة المالية للمؤسسة سوى وسيلة للوصول إلى أهداف المساهم.

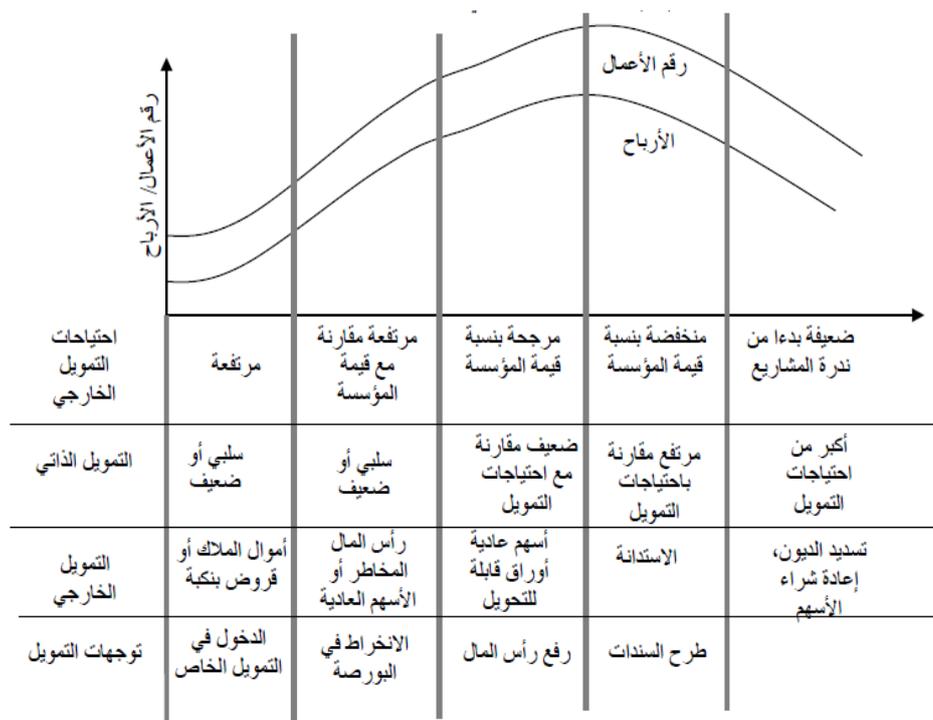
الحالة 2: عندما لا يمتلك المسير سوى جزءا ضئيلا من أسهم الشركة فإنه يهدف إلى المحافظة على مراقبة المؤسسة، ومن ثم مكانته كمسير، ويستعين في ذلك بالسياسة المالية التي تخدم هذا الغرض، توزيع الأسهم المجانية، توزيع واسع للأرباح على المساهمين، تفضيل الاعتماد على الاستدانة بدلا من رفع رأس المال الذي قد ينتج عنه فقدان السيطرة على المؤسسة.

الحالة 3: إذا كان المسير ليس مساهما في الشركة، فإنه يمكن أن ينتهج أهدافا مختلفة إن لم نقل متعارضة مع أهداف المساهمين (مثلا الإفراط في الامتيازات المادية لصالحه من الشركة، محاولة كسب شهرة على حساب الشركة)، بينما على مستوى السياسة المالية يمكن أن يعمد إلى توزيع واسع للأرباح على المساهمين لإشباع المساهمين ومحاولة صرف نظرهم عن وجوب تحسين قيمة أسهمهم.

3-6 دورة حياة المؤسسة

خلال تطور ونمو المؤسسة عبر مرورها بالعديد من المراحل المختلفة من الظهور حتى مرحلة النضج والتدهور فإن تدفقاتها النقدية وكذلك مدى تعرضها للمخاطر تصبح أكثر أهمية مما يؤثر على قيمتها السوقية، وبالتالي فإن اختيارات التمويل من طرف المؤسسات تعكس وضعيتها وتقدمها في دورة الحياة، ويوضح الشكل التالي علاقة الهيكل المالي للمؤسسة بدورة حياتها:

الشكل (12): تمويل المؤسسة في كل مرحلة من دورة الحياة



المصدر: محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية-دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص: 243.

3-6 تكلفة الاستدانة

تعتبر تكلفة الاستدانة من أهم العوامل المحددة في اختيار وسيلة التمويل، وترتبط بعدة عوامل مثل طبيعة المصدر التمويلي، وحالة السوق ومدة الدين من جهة، ومن جهة أخرى فإن ضعف قدرة المؤسسة التفاوضية مع الوسطاء يرفع من تكلفة الاستدانة، وخاصة كلما كانت المؤسسة صغيرة الحجم وحديثة الظهور في القطاع الاقتصادي؛ ويرى Chandler (1979) بأن لتكلفة الاقتراض تأثير على نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة حيث انه كلما زادت هذه التكلفة عن معدل العائد على الاستثمار كلما أدى ذلك إلى التقليص من الاقتراض، وهي النتيجة التي أيدتها دراسة Taggart التي أشارت إلى أن تكلفة الاقتراض تكون محددا أساسيا لنسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، وقد تلجأ الدولة إلى تقديم بعض الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار وما يترتب على ذلك من الاعتماد على الاستدانة أو المصادر الخارجية

الأخرى، كما أن سياسة المؤسسة في تكوين المخصصات واحتجاز الأرباح قد يؤدي كذلك إلى عدم اللجوء إلى المصادر الخارجية، و يتأكد ذلك خاصة إذا كانت المؤسسة تعاني من مشكلات مرتبطة بالسيولة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن حجم السيولة يعتبر أيضا محددًا هامًا للهيكل المالي للمؤسسة، حيث أصبحت المتاحات (النقدية) أو القيم الجاهزة في المفهوم الاقتصادي الحديث أحد أهم مكونات الخصوم حيث تطرح من إجمالي الديون للحصول على الاستدانة الصافية باعتبارها فرصة ضائعة، كما أن متطلبات الاستدانة والمتمثلة في الدفعات الدورية للفوائد تستوجب الحفاظ بجزء من السيولة للوفاء بالالتزامات.

3-7 الوفرات الضريبية

تمثل هذه الأخيرة تلك المنافع التي تحققها المؤسسة من غير الفوائد على الديون، حيث أن المؤسسات التي تحقق وفرات ضريبية مرتفعة فإنها سوف تتوسع في الاستدانة، إذ أن قرار التمويل يعتمد على الوفرات الضريبية الممكنة تحقيقها، لأن قيام المؤسسة بالاستدانة لتمويل استثماراتها له فوائد ضريبية مقارنة بإصدار الأسهم، وذلك لقابلية الفوائد على الديون الإدراج في هيكل تكاليف المؤسسة قبل اقتطاع الضريبة من الربح الإجمالي للمؤسسة، حيث تكمن الميزة الأساسية للديون في الوفرات الضريبية التي تحققها؛ كما أنه بإمكان المؤسسة الاستفادة من الوفرات الضريبية من خلال وسائل أخرى، ذلك أن اللجوء إلى الاقتراض ليس دائمًا إيجابيًا إلا في حالة كون جميع البدائل الأخرى للاستدانة قد استنفذت، وقد كشفت نتائج العديد من الدراسات عن إمكانية تأثير الوفرات الضريبية الناتجة عن أعباء غير أعباء القروض على الهيكل المالي كالوفرات الضريبية لأقساط الاهتلاك، والإعفاءات الضريبية المقدمة لتشجيع الاستثمارات، وقد أيدت دراسة De Angelo et Masulis (1988) ذلك فهي ترى انه كلما أتحت للمؤسسة تحقيق وفرات ضريبية من غير فوائد القروض كلما يتوقع أن تنخفض نسبة الاستدانة في الهيكل المالي، كذلك ومن جهة أخرى بينت دراسة ل Titman et Wessels وجود علاقة عكسية بين الوفرات الضريبية ونسبة الاستدانة من خلال قياس المتغير الأول بمجموع أقساط الاهتلاك والإعفاءات الضريبية.

3-8 معدل النمو

يمثل معدل النمو تلك الزيادة ممثلة بالنسبة المئوية لرقم الأعمال، الإنتاج، أو القيمة المضافة مقارنة بالسنة السابقة، كما أنه يمثل التوسع في حجم المؤسسة، الذي يمكن قياسه من خلال العديد من مؤشرات الميزانية (الأصول الثابتة، الأصول الكلية، الأموال الخاصة وغيرها)، أو من خلال مؤشرات التدفقات (القيمة المضافة، التدفق النقدي، رقم الأعمال وغيرها)؛ وقد أكدت عديد الدراسات التجريبية منها Heshmati 2001, Gul 1999, Booth et Al 2001 وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة وفرص نمو المؤسسة؛ وعلى العكس من ذلك فهناك الكثير من الدراسات الميدانية السابقة من كشفت عن

علاقة طردية بين معدل النمو ومستوى الاقتراض في المؤسسة، حيث يشير Rielly إلى أن معدل نمو المؤسسة يؤثر بشكل جوهري في تحديد قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية، و من ثم يحدد نسبة الاقتراض في الهيكل المالي، ويرى Walker & Baughn أن زيادة نمو المؤسسة سوف يؤثر على حجم التمويل المطلوب، وهو ما يؤثر بالتالي على نسبة الاقتراض، وقد يكون لذلك ما يبرره، فعادة ما يتم قياس نمو المؤسسة من خلال النمو في المبيعات، حيث أن النمو في المبيعات قد يتيح للمؤسسة فرصة أكبر في الحصول على القروض، نظرا لأن النمو في المبيعات قد يسهم في زيادة قدرة المؤسسة على خدمة الدين.

4- القيود المتحكمة في قرار التمويل

هناك بعض القيود التي تقف حائلا أمام القرار التمويلي وذلك بما يضمن الموازنة بين العائد والمخاطرة عند بناء الهيكل المالي للمؤسسة، ومن بين أهم هذه القيود، قيود كلاسيكية وقيود أخرى

4-1 قيود كلاسيكية

والتي تعبر عن أسس التحليل المالي الكلاسيكي والذي رغم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة وذات تأثير على قرار اختيار المصدر التمويلي ومن هذه القيود:

- قاعدة التوازن المالي الأدنى
 - قاعدة الأستدانة العظمى أو الاستقلالية المالية
 - قاعدة القدرة على السداد
 - قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي
- قاعدة التوازن المالي الأدنى مفادها:

الأصول الدائمة تمويل عن طريق موارد دائمة

الاخلال بهذه القاعدة يؤدي إلى عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال

قاعدة الأستدانة العظمى أو الاستقلالية المالية مفادها:

مجموع الديون المالية يجب ألا يفوق الاموال الخاصة

الاستقلالية المالية = الاموال الخاصة / الديون المالية (أكبر من 1)

الاستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة (أقل من 1)

الاستقلالية المالية = الاموال الخاصة / الموارد الدائمة (أكبر من النصف)

قاعدة القدرة على السداد مفادها:

الديون المالية يجب أن تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي

أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون؛ الاخلال بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة وبالتالي ارتفاع احتمالات الإفلاس، وتمثل هذه القاعدة أساسا للرقابة الداخلية بالنسبة لمتخذ القرار وأساسا كذلك للرقابة الخارجية بالنسبة للبنك.

قاعدة الحد الأدنى للتمويل مفادها:

يجب أن تمويل جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة

فلا يجب الاعتماد كلية على الديون (إرتفاع المخاطر وتكاليف الاستدانة) ولا الاعتماد كلية على التمويل الذاتي (عدم الاستفادة من الوفورات الضريبية)

4-2 قيود أخرى

- الطبيعة القانونية للمؤسسة (شركة عمومية، شركة مساهمة
- الحجم
- حالة السوق المالي

III- الهيكل المالي الأمثل

1- مفهوم الهيكل المالي الأمثل

يتمحور التساؤل الرئيسي في مجال تمويل المؤسسة هو حول الإمكانية من عدمها للمؤسسة من تحقيق هيكل مالي أمثل حيث تتاح للمؤسسة العديد من السيناريوهات المتعلقة بنمط التمويل حيث تختلف درجة المخاطرة من نوع إلى آخر وعليه فمن باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيارها لهيكلها المالي وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية للمؤسسة، حيث يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل من خلال:

- يعرف الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بأنه "ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الأموال ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين "

- كما يعرف بأنه "ذلك الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للأموال الخاصة من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ككل وذلك من خلال اختيار لمزيج تمويلي يخفض تكلفة التمويل لأقصى درجة ممكنة"

- الهيكل المالي الأمثل هو "تلك التوليفة من الأموال الخاصة والديون والتي سوف تعظم ثروة المؤسسة، ففي هذا الهيكل تكون القيمة السوقية للسهم عظمى وتكلفة التمويل تكون في قيمتها الدنيا.

فأمثلية الهيكل المالي تعني مدى إمكانية اختيار المؤسسة لنسبة تمويل معينة بين كل من الاموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

إن التطور الذي عرفته وسائل التمويل يعود إلى الخاصية الإستراتيجية للهيكل المالية إذ تعكس هذه الأخيرة طبيعة الاستراتيجية المالية التي تسمح بمباشرة نشاطها من خلال حيازة أصولها، حيث أنه من بين المشاكل الأكثر إلحاحا في مجال مالية المؤسسة هي تلك التي تتعلق بالتساؤل المحوري ما هو أثر الهيكل المالية على قيمة المؤسسة حيث أن إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل من عدمه قد أثار جدلا حادا بين الباحثين في مجال مالية المؤسسة حيث منهم من يقر بوجود هيكل مالي أمثل ومنهم من ينفي إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل.

لقد تعددت النظريات الخاصة بهيكل التمويل، إلا أن التطبيق العملي لهذه النظريات يعد أمرا بالغ الصعوبة، إذ يلزم لتحديد هيكل التمويل أن تتم الموازنة بين الوفرة الضريبي من ناحية وتكلفة القروض من جهة أخرى دون أن يكون هناك نموذج أمثل يمكن الاعتماد عليه في تحديد الحجم الأمثل لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة، حيث تدخل العديد من العوامل الأخرى من أجل تحديد نوع التمويل وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة حيث تذكر بعض المراجع أن هناك أكثر من 400 طريقة للتمويل بين الأموال الخاصة أو القروض أو المزج بينهما فالرافعة المالية ترتبط بهيكل التمويل وذلك من خلال شراء الأصول من الأموال

المقترضة، وهو ما يعني محاولة المؤسسة استثمار رأس المال المقترض بما يحقق عائد أكبر من تكلفة الاقتراض.

إن الهدف الأساسي للمسير المالي هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف يجب على المسيرين للمؤسسة اتخاذ قراراتين هامين:

- القرار الأول مرتبط بمحفظات الأصول التي يسيرونها والمتمثل في حيازة الاستثمارات وإدارتها؛
- القرار الثاني مرتبط بحجم وأشكال التمويل التي يمكن استخدامها لتمويل هذه الأصول. ولاتخاذ هذين القرارين يجب على متخذ القرار الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية:
- معدل المردودية المطلوب الأدنى الواجب تحقيقه للاستثمار؛
- طريقة التمويل المعتمدة من طرف المؤسسة هل ستؤثر أم لا على هذا المعدل والقيمة السوقية للمؤسسة؛ وبالتالي فإن تحقيق الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق العناصر التالية:
- تكون القيمة السوقية للسهم أعلى ما يمكن، بما يحقق تعظيم قيمة المؤسسة؛
- تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال أقل ما يمكن؛
- الاستخدام الأمثل لموارد التمويل، ورفع معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي؛
- زيادة إمكانية الحصول على الأموال اللازمة والاستفادة من الفرص الاستثمارية. وعليه، يمكن القول بان الهيكل المالي الأمثل يتسم بجملة من الخصائص هي:
- تدبير احتياجات المؤسسة التمويلية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأيسر الشروط؛
- المساهمة في تحقيق التوازن بين مكونات الهيكل المالي الداخلي والخارجي، وتحقيق التوازن والتناسق بين مكونات الهيكل المالي والهيكل الاستثماري؛
- تعظيم ربحية المؤسسة والعائد على الأموال المستثمرة؛
- تقليل المخاطر المالية، وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدلات النمو في المؤسسات؛
- القدرة على الوفاء بالدينين فيجب ألا يتجاوز حجم القروض في المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذه القروض، وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية؛
- المرونة، بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي بالجمود وإنما بتغير مصادر التمويل تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

2- المدخل التقليدي ونموذج مودكلياني وميلر في تفسير الهيكل المالي الأمثل

لقد تعدد النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل وذلك حسب وجهات النظر ومختلف المقاربات التي جاءت في هذا الإطار، ومنها الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق، و قد تعددت المداخل المرتبطة بهذه المقاربة

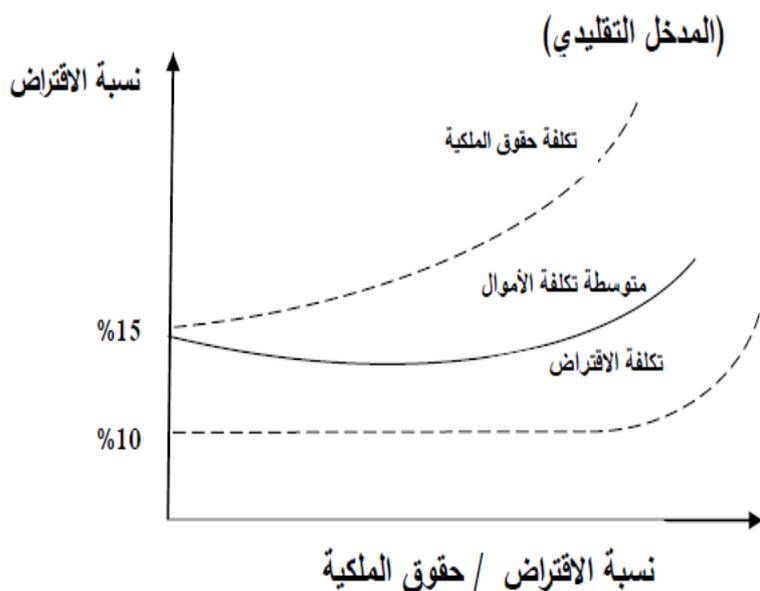
بين تأييد ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل والمتمثلة في: نظرية صافي الربح، ونظرية الربح التشغيلي، النظرية التقليدية، ونظرية مودكلياني وميلر في ظل الضريبة وتكلفة الإفلاس؛ وفيما يلي سنتناول مدخلين هما النظرية التقليدية ونظرية مودكلياني وميلر.

2-1 المدخل التقليدي

حسب المدخل التقليدي فإنه يفترض وجود بئكل مالي أمثل، أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى؛ كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (ملاك ودائنون) يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، وذلك حسب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه.

وإذا كانت نسبة الاقتراض ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الاقتراض وتكمفة حقوق الملكية، فكيف تتحدد نسبة الاقتراض المثالية؟ إن الفكرة التي يقوم عليها المدخل التقليدي تشير ضمناً إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة، إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين، بعده تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع، ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية، ولكن كيف يمكن تفسير سلوك تكلفة الأموال على النحو المشار إليه؟ وللإجابة على هذا التساؤل فقد تم تجسيد المدخل التقليدي من خلال شكل بياني يلقي الضوء على العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (13): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي للنشر، الإسكندرية، 2004، ص: 54.

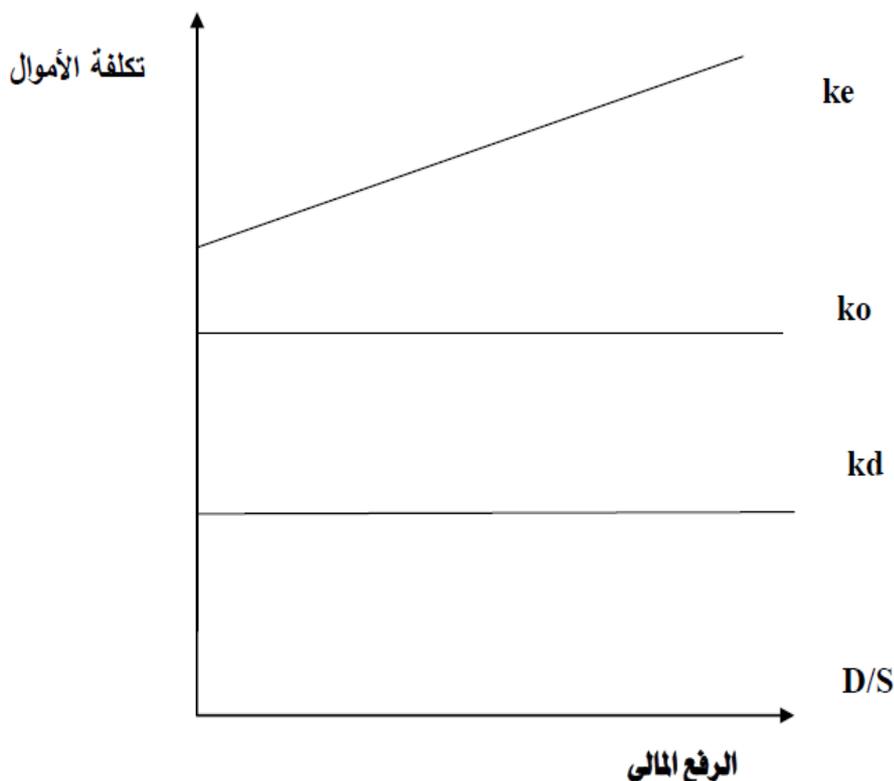
يشير الشكل أعلاه إلى أن تكلفة الأموال تتخفض مع زيادة نسبة الاقتراض، إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة "م" بعدها تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع، وتفسير ذلك أن الاقتراض على الرغم من أن تكلفته ترتفع تدريجياً إلا أنه يظل مصدراً أقل تكلفة من الأسهم العادية ومن ثم فإن زيادة الاعتماد عليه يساهم في تخفيض تكلفة الأموال؛ علماً أن تكلفة حقوق الملكية ترتفع هي الأخرى مع زيادة نسبة الاقتراض، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل الإجمالية.

2-2 مغل مدكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس

إن كل من مودكلياني وميلر لا يوافقان على نتائج التحليل التقليدي، فالدراسة الرائدة والشهيرة من طرف فرنكو مودكلياني ومرتن ميلر سنة 1958 في ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة، وهذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل المالي لها، وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر، فلو كانت هناك مؤسستين واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على مصادر التمويل الداخلي والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل الخارجي وكلا المؤسستين تنتمي

لنفس فئة المخاطر، فالقيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية الترحيح كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين؛ والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (14): نموذج مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع الفنية، القاهرة، 1997، ص: 238.

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أنه يمكن تبني أي هيكل مالي دون أن يؤثر ذلك على تكلفة الأموال وبالتالي على قيمة المؤسسة؛ ولقد وجهت لمدخل مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب عدة انتقادات من بينها ما يلي:

- الفرض القائل بأن المؤسسات والأفراد يمكنهم الاقتراض والاقراض بنفس معدل الفائدة، فهو فرض بعيد عن الواقع، إذ أن المؤسسة تتمتع بثقة أكبر من التي يتمتع بها الأفراد، فهي تملك حجم معين من الأصول الثابتة يكسبها هذه الثقة عند طلب القروض؛

- من الخطأ افتراض أن الرفع المالي للشخص يحل محل الرفع المالي للمؤسسات، فإذا أفلست إحدى المؤسسات المستخدمة للرفع المالي فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته، أما في حالة إفلاس أحد المستثمرين للرفع المالي الشخصي فنجده لا يخسر فقط حصته بل عليه سداد القرض؛
- إن إدخال الضرائب على الدخل في الاعتبار سوف يغير نتائج هذا المدخل حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الاقتراض تعتبر من التكاليف التشغيلية الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي لأرباح المؤسسة وهذا معناه أن كلفة الاقتراض بالنسبة للمؤسسة تكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه، فالفوائد تمنح المؤسسة ميزة جبائية تعود بإيرادات أكثر على الملاك والمقترضين (تحقيق وفورات ضريبية)

3- تحديد تكلفة الهيكل المالي الأمثل

بعد التعرف على كيفية حساب وتحديد تكلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل على حدة ومن ثم تحديد تكلفة التمويل للهيكل الاستثماري ككل تبقى المشكلة تكمن في التساؤل حول ما هي تكلفة الهيكل المالي الأمثل؟

وقد يظن البعض أنه من الأفضل أن يكون الهيكل الاستثماري رأس مال مملوك بالكامل لتجنب دفع فوائد للغير في حال الاقتراض وحتى يكون عائد الاستثماري بالكامل للملاك، ولورد على هذا التفكير يدعو أحد الباحثين إلى افتراض أن أحد المشروعات يحتاج إلى تمويل 200 ألف دينار ويحقق معدل عائد على الاستثمار 15% وذلك قبل الفوائد والضرائب وهناك بديلان للتمويل: الأول برأس مال مملوك بالكامل، والثاني 100 ألف دينار رأس مال مملوك والباقي قرض بفائدة 10%، والمشروع يخضع للضريبة بمعدل 20% وفيما يلي جدول يبين صافي الربح الخاص بالملاك في البديلين:

البيان	بدون اقتراض	اقتراض
حجم التمويل	200	200
رأس مال مملوك	200	100
قروض	-	100
الربح قبل الفوائد والضرائب 15%	30	30
الفوائد 10%	-	10

20	30	الربح الخاضع للضريبة
4	6	الضريبة 20%
16	24	صافي الربح بعد الضريبة
16%	12%	معدل العائد على حق الملكية

بالنظر إلى معدل العائد على حق الملكية وهو ما يخص الملاك نجد أنه في حالة الاقتراض يحقق معدل 16% وهو أعلى من ذات المعدل في حالة عدم الاقتراض (12%) وهو ما يعرف بالرافعة المالية، وعليه تعتبر حالة الاقتراض أفضل من عدم الاقتراض بشرط أن يكون معدل العائد على الاستثمار أعلى من قيمة الفوائد على القروض.

كما أن وجود القروض ضمن الهيكل التمويلي غالباً ما تؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل، ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي:

بافتراض أن أحد المشروعات يحتاج إلى تمويل قيمته 100 ألف دينار، وأنه سيتم تمويلها بالكامل من الملاك وكان المعدل المتوسط لتوزيعات الأرباح في السوق 15%، فإن تكلفة التمويل في هذه الحالة 15% بقيمة مقدارها $(15000 = 15\% \times 100000)$

وبافتراض أن المشروع سيقترض 20 ألف دينار بفائدة 10% فإنه في هذه الحالة يصبح رأس المال المملوك 80 ألف دينار، وبفرض أن معدل توزيعات الأرباح 15% أيضاً فإن

$$\text{تكلفة التمويل} = (15\% \times 80 + 10\% \times 20) / 100 = 14 / 100 = 14\%.$$

يلاحظ أن تكلفة التمويل انخفضت بسبب الاقتراض، هذا سيغري الملاك بزيادة الاقتراض لأنه يقلل تكلفة التمويل، ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار أن الزيادة في الاقتراض سيترتب عليها ارتفاع نسبة الفائدة على القرض وذلك بسبب زيادة الطلب على الاقتراض وكذلك ارتفاع درجة المخاطرة بالنسبة للجهة المقرضة نظراً لانخفاض رأس المال المملوك الذي يمثل الضمان للقروض، وكذلك سوف ترتفع معدلات توزيعات

الأرباح بزيادة الاقتراض بسبب زيادة درجة المخاطرة التي يتعرض لها الملاك عند زيادة الاقتراض حيث أن القروض تمثل أكبر عبء تمويلي على المشروع.

لذلك نفترض أنه في حالة التمويل بقروض بالكامل فإن نسبة الفائدة سترتفع إلى 15%، فإن تكلفة التمويل ستصبح 15% أي أنها بعد أن انخفضت مع الاقتراض بدأت ترتفع مع التوسع في الاقتراض وفي حالة الخلط بين المصدرين تكون نسب توزيعات الأرباح والفوائد مختلفة.

حالة تطبيقية

تبلغ التكاليف الاستثمارية لأحد المشروعات 600 ألف دينار، وتواجه إدارة المشروع مشكلة تحديد الهيكل الأمثل للتمويل في ظل البدائل التمويلية التالية:

1. أن يتم تمويل المشروع برأس مال مملوك بالكامل وعندها تبلغ تكلفة التمويل (معدل توزيع الأرباح) 15%.

2. أن يتم تمويل المشروع برأس مال مملوك وقروض معاً وفيما يلي بيان بتكلفة كل مصدر عند هياكل تمويلية مختلفة من المصدرين:

رأس مال مملوك (بالألف)	قروض (بالألف)	معدل توزيع الأرباح	سعر الفائدة
500	100	15%	10%
400	200	15.5%	11%
300	300	16%	12%
200	400	16.5%	13%
100	500	17%	14%

3. أن يتم تمويل المشروع بقروض بالكامل وعندها تبلغ تكلفة التمويل (سعر الفائدة) 15%.

المطلوب

1/ تحديد الهيكل الأمثل للتمويل الاستثماري لهذا المشروع.

الحل:

يتم إعداد جدول يبين تكلفة التمويل لجميع البدائل المتاحة كما يلي:

البدائل	الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الخامس	السادس	السابع
رأس مال مملوك	600	500	400	300	200	100	-
قروض	-	100	200	300	400	500	600
قيمة تكلفة رأس المال المملوك (دينار)	90	75	62	48	33	17	-
قيمة تكلفة القروض (دينار)	-	10	22	36	52	70	90
قيمة التكلفة الكلية للتمويل	90	85	84	84	85	87	90
تكلفة التمويل	%15	%14.2	%14	%14	%14.2	%14.5	%15
التغير في قيمة تكلفة رأس المال المملوك	-	15-	13-	14-	15-	16-	17-
التغير في قيمة تكلفة القروض	-	10+	12+	14+	16+	18+	20+
التغير في قيمة التكلفة الكلية للتمويل	-	5-	1-	صفر	1+	2+	3+

يلاحظ أن تكلفة التمويل تكون عند أدنى حد لها (14%) في كل من البديلين الثالث والرابع في حالة التمويل 400 ألف دينار برأس مال مملوك و200 ألف دينار قروض وكذلك في حالة التمويل 300 ألف دينار برأس مال مملوك و300 ألف دينار قروض.

ويعتبر الهيكل الأفضل هو البديل الرابع التمويل 300 ألف دينار برأس مال مملوك و300 ألف دينار قروض حيث التغير في التكلفة الكلية = صفر (يتساوى التغير في توزيعات الأرباح مع التغير في الفوائد ولكن بالاتجاه المعاكس) وعندها يحصل الملاك على نسبة توزيعات أرباح 16% أعلى من البديل الثالث 15.5%.

وبعد الانتهاء من تحديد الهيكل الأمثل للتمويل من مصادره المختلفة وتحديد تكلفة هذا الهيكل، يتم البدء في مرحلة تحليل الربحية التجارية وتقييم المشروع وتعتبر مخرجات كل من الدراسة الفنية والدراسة التمويلية هي المدخلات التي ستعتمد عليها مرحلة التقييم

حالات تطبيقية حول تكلفة التمويل**تمرين (1)**

يحتاج أحد المشروعات الاستثمارية القائمة إلى تمويل قدره 700.000 و.ن بغرض توسيع النشاط، حيث وبعد قيام المسؤولين الماليين بدراسة الهيكل المالي الامثل للتمويل تم الوصول إلى مايلي:

القيمة (و.ن)	مصادر رأس المال
154.000	سندات
182.000	أسهم ممتازة
228.200	أسهم عادية
9.800	أرباح محتجزة
126.000	قروض طويلة الاجل

كما قام المسؤولون الماليون بدراسة تكاليف التمويل المرتبطة بكل نوع من أنواع التمويل والتي يمكن إظهارها بالشكل التالي:

السندات	القيمة الاسمية	القيمة السوقية	معدل الفائدة	مدة الاستحقاق	معدل الضريبة	تكاليف الإصدار
القيمة	2000 و.ن	1800 و.ن	10%	20 سنة	30%	/

الاسهم الممتازة	القيمة الاسمية	القيمة السوقية	مدة الاستحقاق	معدل الضريبة	تكاليف الإصدار	التوزيعات السنوية
القيمة	800 و.ن	400 و.ن	10 سنة	30%	8 و.ن / سهم	60 و.ن

الاسهم العادية	القيمة الاسمية	القيمة السوقية	التوزيعات المتوقعة	معدل الضريبة	تكاليف الإصدار	G
القيمة	2000 و.ن	70 و.ن	5 و.ن / سهم	/	8 و.ن	9%

المطلوب:

1/ حدد التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل مع العلم أن معدل الفائدة البنكي يساوي 12%؟

تمرين (2):

تبلغ التكاليف الاستثمارية لأحد المشروعات 800 ألف دينار، وتواجه إدارة المشروع مشكلة تحديد الهيكل الأمثل للتمويل في ظل الاقتراحات التمويلية التالية:

ج 1. أن يتم تمويل المشروع بمصدر واحد يتمثل في رأس مال خاص بالكامل وذلك في شكل أسهم عادية وعندها تبلغ تكلفة التمويل (معدل توزيع الأرباح) 15%.

ج 2. أن يتم تمويل المشروع بمصدرين رأس مال خاص في شكل أسهم عادية وقروض معاً. وفيما يلي بيان بتكلفة كل مصدر عند هياكل تمويلية مختلفة من المصدرين:

الهيكل التمويلية	أسهم عادية	K _i	قروض	K _i
الهيكل التمويلي (2)	400	16%	400	12%
الهيكل التمويلي (3)	300	16.5%	500	13%
الهيكل التمويلي (4)	200	17%	600	14%

المطلوب:

1/ بعد تحديد التكلفة الوسيطة المرجحة لكل بديل من البدائل التمويلية، اختر البديل الأمثل لتمويل هذا المشروع مع التعليق؟

تمرين (3)

إليك المعلومات التالية والخاصة بأحد المشاريع الاستثمارية المراد تمويلها ويطلب منك تحديد قيمة التمويل بالقروض إذا علمت ان التكلفة الوسيطة المرجحة تساوي 0,116808

مصدر التمويل	القيمة	كلفة العنصر
القروض الطويلة الاجل	?	4.8%
الأسهم الممتازة	230	10.5%
الأسهم العادية	650	14.6%
الأرباح المحتجزة	100	14%
المجموع	1250	

تمرين (4)

بينت الدراسة الجدوى المالية في إحدى شركات المساهمة أن هيكل التمويل المناسب سيكون كما يلي:

البيان	القيمة (دج)
أرباح محتجزة	250.000
أسهم عادية	1.000.000
سندات	950.000
إجمالي التمويل	2.200.000 دج

علما أن:

لج سعر السهم العادي في السوق هو 100 دج، ومن المتوقع أن يوزع سنويا 4,5 دج وأن الأرباح تنمو بعدل 7 % سنويا، والمؤسسة ستتحمل تكاليف إصدار قدرها 3 دج.
لج القيمة الإسمية للسند تساوي 2000 دج وقيمتها السوقية تساوي 2200 دج، معدل الفائدة 12% ، حيث يستحق هذا السند بعد 20 سنة، و معدل الضريبة 30 %.

المطلوب

1/ أحسب تكلفة التمويل التي ستحملها المؤسسة من أجل تمويل مشروعها الجديد.

المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

1. الكتب

- إبراهيم منير هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي للنشر، الإسكندرية، 2004
- إبراهيم منير هندي، تأثير الوفرات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الاقتصاد، جامعة قطر، 1990.
- أبو فتوح يحي عبد الغني، أسس وإجراءات دراسات الجدوى للمشروعات، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003، الإسكندرية.
- الراوي خالد، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، ط1، دار الميسرة، 2000، الأردن.
- الزبيدي حمزة محمود، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق، 2000، الأردن.
- السعيد جمعة فرحات، الأداء المالي لمنظمات الاعمال - التحديات الراهنة، دار المراجع، السعودية، 2000.
- السعيد محمد أوكيل، وظائف ونشاطات المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- الشمري ناظم محمد النوري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، 1999، الأردن.
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، الجزائر.
- العمار رضوان وليد، أساسيات في الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل) ط1، 1997، الأردن.
- العيساوي كاظم جاسم، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات (تحليل نظري وتطبيقي)، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2001، الأردن.
- المولود فتيحة يوسف عماري، أحكام الشركات التجارية وفقا للنصوص، التشريعات والمراسيم التنفيذية الحديثة، الطبعة 02، دار الغرب للنشر وتوزيع وهران، 2007.
- بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، الجزائر.
- حلوة حنان رضوان وآخرون، محاسبة الشركات، أموال أشخاص، التأصيل النظري والتطبيق العملي، إثراء للنشر والتوزيع، بدون تاريخ.
- ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية (التحليل الاقتصادي الكلي)، ديوان المطبوعات الجامعية، 1994، الجزائر.

- طارق عبد العالي حماد، تقييم أداء البنوك التجارية، الدار الجامعية لنشر والتوزيع، 2001، الإسكندرية.
- عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العملي)، الدار الجامعية، 2003، الإسكندرية.
- عباس حلمي المتزلاوي، القانون التجاري، الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 03، الجزائر، 1992.
- عبد العزيز محمد سمير، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع الفنية، القاهرة، 1997.
- عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، 2002، الأردن.
- عبد الغفار حنفي وعبد السلام قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية للمشروعات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2001، الإسكندرية.
- عبد المعطي رضا الرشيد ومحفوظ أحمد جودت، إدارة الائتمان، ط1، دار وائل للنشر، 1999، الأردن.
- عدون دادي ناصر، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، دار المحمدية، الحامة، الجزائر، 1998.
- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2006.
- فضيل نادية، أحكام الشركة طبقا للقانون التجاري الجزائري (الشركة الأشخاص)، الجزائر، دار هومة، 2002.
- فضيل نادية، شركات الأموال في قانون الجزائري، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- مطر محمد، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية) ط2، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 1999، عمان.
- موزاوي نصر الدين وساحل فاتح، البسيط في القانون، من السلسلة الطريق نحو النجاح، دار بلقيس للنشر، دار البيضاء، الجزائر، 2013.
- 2. المقالات العلمية والمداخلات**
- شوايدية منية، تأسيس الشركات التجارية في التشريع جزائري بين الطابع التعاقدية والنظامي، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، المجلد 12، جويلية، 2020.

- كتوش عاشور وقورين حاج قويدر، دور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية: حالة مؤسسة SNVI، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات الناشئة، جامعة بسكرة، أيام 22/21 نوفمبر 2006.

- يحيوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، أكتوبر 2002.

3. الرسائل والمطبوعات الجامعية

- براهيم بن حراث حياة، سياسة واستراتيجية الاستثمار، مطبوعة علمية بيداغوجية مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص مالية المؤسسة، قسمة العلوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2020/2019.

- بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية للفترة 2006-2008، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009/2008.

- بوشوشة محمد، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية- دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015.

- دادن عبد الوهاب ودادن عبد الغني، التسيير المالي، مطبوعة بيداغوجية مقدمة لطلبة السنة الثالثة علوم تسيير وعلوم تجارية، تخصص محاسبة، مالية، إدارة أعمال، تسويق، بالإضافة إلى طلبة المستوى الثاني والثالث في نظام ل. م. د. ، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008/2007.

- علي عبد الله، أثر البيئة على أداء المؤسسات الاقتصادية العمومية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.

- قويدري محمد، أسس دراسات الجدوى ومعايير تقييم المشروعات الاستثمارية، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1997.

- مواعي بحرية، التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في ظل المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2017/2016.

المراجع باللغة الفرنسية

1. OUVRAGES

- A. BOUDINOT et FRABOT J.C, Technique et pratique bancaires, 2^{ème} éd, éd Sirey, Paris, 1972.
- ABTEY Bertrand et HEITZ Charles, Comment évaluer les risques liés aux investissements, éd Clet, Paris, 1989.
- ALAZARD Claude, Contrôle de gestion (manuels et application) 5^{ème} éd, éd Dunod, Paris, 2003.
- BARREAU Jean et DELAHAYE Jacqueline, Gestion financière de l'entreprise, Manuel et application, 9^{ème} édition DUNOD, Paris, 2000.
- BARREAU Jean et DELAHAYE Jacqueline, Gestion financière, 10^{ème} éd, éd Dunod, Paris, 2001.
- BOUDIANOVE Christian et MARTOS Fernando, lexique de théories économique, éd Ellipses, Paris, 1992.
- BOUGHABA Abdellah, Analyse et évaluation de projets, éd Berti, Algérie, 1998.
- CABY Gêrôme et KOEHL Jacky, Analyse financière, éd E-Mode et Pearson, Paris, 2003.
- CHOINEL Alain, Introduction à l'ingénierie financière, 3^{ème} éd, éd Banque éditeur, Paris, 1999.
- CHOUAM Bouchama, Evaluation et choix des investissements, éd el- Gharb, Oran 2002.
- De POLIGNAC Françoise Jean, La notation financière (l'approche du risque de crédit), éd Revue Banque, Paris, 2002.
- DEPALLENS George et JOBARD Jean Pierre, Gestion financière de l'entreprise, éd Sirey, Paris, 1990.
- ELARBI Abéd, Analyse financière de l'entreprise et les éléments de décision à court terme, Polycopie, sciences économiques, université d'Oran, 1994.
- Eric STEPHANY, gestion financière 2^{ème} éd, éd Economica, Paris, 2000.
- Fatima Ly-Baro, Structure financière de l'entreprise, édition Economica, Paris 2002.
- FORGET jack, Analyse financière, éd Organisation, Paris, 2005.
- Gérard MELYON, Gestion financière, éd Bréal, Paris, 1999.
- GIDE Charles et RIST Charles, Histoire des doctrines économique, éd Dalloz, Paris, 2000.
- HUTIN Hervé, Toute la finance d'entreprise en pratique, 2^{ème} éd, éd Organisation, Paris, 2002.
- IHDDADENE Athmane, Problématique de l'évaluation des entreprises publiques en privatisation par l'investisseur privé Algérien, Thèse de doctorat en sciences de gestion « option finance », Ecole supérieure de commerce d'Alger, Algérie, 2007 .
- JARY Anne et autres, Comptabilité et gestion des organisations (gestion des immobilisations et investissements), éd Nathan, technique, Paris, 2001.
- Jean pierre LAHILLE, finance d'entreprise, 2^{ème} éd, éd organisation, Paris, 2003.
- Jean RAFFEGEAU et Fernand DUBOIS, l'évaluation financière de l'entreprise, 3^{ème} éd, presse universitaire de France, Paris, 1998.
- Jean-Marie GAGNON et Nabil KHOURY, Traité de gestion financière, 2^{ème} éd, Gaétan Morin, Canada, 1981.
- KEISER Anne Marie, Gestion financière, 5^{ème} éd, éd Eska, Paris, 1998.
- MARION Alain, Analyse financière (concept et méthode), éd Dunod, Paris, 2001.
- MILOUDI Boubaker, Investissement et stratégie de développement, OPU, Alger, 1988.
- MONDHER Abdellah, Gestion financière : diagnostic, évaluation et choix des investissements, éd Economica, Paris, 1998.

- Norbert GUÉDJ, Finance d'entreprise (les règles du jeu), éd organisation, Paris, 2000.
- Ouafa SAKKA et Moujib BAHRI, Evaluation du coût du capital dans les PME, critique de la littérature, Régine ; Saskatchewan, ASAC, 2010.
- Patrice VIZZAVONA, Gestion financière, 9^{ème} éd, éd Berti, Alger, 2004.
- Patrick EPINGARD, Investir (face aux enjeux technologique et informationnels), éd Ellipses, Paris, 199.
- Patrick OUGET, Gestion financière de l'entreprise, éd Economica, Paris, 1998.
- Paul SAMMUELSON, l'économie 1, éd Clin, Paris, 1972.
- Philipe DARVISENET, La politique économique conjoncturelle, éd Dunod, Paris, 1999.
- Pierre VERNIMMEN, Finance d'entreprise, 4^{ème} éd, éd Dalloz, Paris, 2000.
- Pierre RAMACE, Analyse et diagnostic financier, éd organisation, Paris, 2001.
- ROCHER Meunier, Le diagnostic financier, 3^{ème} éd, éd Organisation, Paris, 2003.
- SAMMUELSON Alain, Les grands courants de la pensée économique, OPU, Algérie, 1993.
- SCHLACTHER Didier, Calcul financier (initiation pratique), éd Hachette Supérieur, Paris, 1989.
- Stéphane GRIFFITHS et Jean Guy DEGOS, Gestion financière de l'analyse à la stratégie, 2^{ème} éd, éd Organisation, Paris, 1999.
- Tayeb ZITOUNI, Analyse financière, éd Berti, Algérie, 2003.
- TCHEMENI Emmanuel, L'évaluation des entreprises, 2^{ème} éd, éd Economica, Paris, 1998.
- Vassilis DOUKASSIS, Accumulation du capital et calcul économique, OPU, Algérie, 1984.
- Youssef BISSADA, Initiation à la finance, éd Organisation, Paris, 2001.
- Faouzi BOUCHAIB, Manuel d'évaluation financière des projets, éd Madani, Algérie 2001.

2. LES SITES D'INTERNET :

- http://gestionfin.camalblge.com/does/NG_gestion_de-tr-sorerie_chapitre1.pdf.pageconsultele10.12.07
- www.banque-info.com.
- www.comptanoo.com.
- www.Fr.wikipedia.org.
- www.bank-of-algeria.dz.
- www.netpme
- www.Strategic.ic.gc.ca
- www.l'economiste.com