

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف - المسيلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

تمويل المؤسسات الاقتصادية

مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات
التأمين

إعداد الأستاذ: علي عيشاوي.

السنة الجامعية: 2019-2020



محتوى مقياس : تمويل المؤسسات

الصفحة	المحتوى
09	مقدمة.
09	المحور الأول: مفهوم التمويل.
09	أولا - تعريف التمويل.
10	ثانيا - أسباب الحاجة للتمويل.
11	1- الحاجة إلى التمويل قصير الأجل.
12	2- الحاجة إلى التمويل طويل الأجل.
12	ثالثا - تقدير حجم التمويل اللازم.
12	1- تحديد قيمة الاستثمار (نفقات الاستثمار أو رأس المال المستثمر).
13	2- تحديد الاحتياجات التمويلية لدورة الاستغلال.
13	2-1- التحليل السكوني.
14	2-2- التحليل الحركي (الديناميكي) الاحتياج في رأس المال العامل المعياري.
14	أ- معدلات دوران عناصر الاستغلال.
15	ب- معاملات ترجيح عناصر الاستغلال.
15	ج- حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري.
16	رابعا - مصادر التمويل.
16	1- من حيث الملكية.
16	1-1- التمويل من المالكين أنفسهم.
16	1-2- التمويل عن طريق غير المالكين (المقرضين).
16	2- من حيث النوع.
16	2-1- تمويل مصرفي.
16	2-2- تمويل تجاري.
16	3- من حيث المدة.
6	3-1- التمويل طويل الأجل.
16	3-2- التمويل متوسط الأجل.
16	3-3- التمويل قصير الأجل.

16	4- من حيث المصدر.
16	4-1- التمويل الداخلي.
16	4-2- التمويل الخارجي.
17	خامسا- محددات الاختيار بين مصادر التمويل.
17	1- الملائمة.
18	2- تكلفة مصادر التمويل وسهولة الحصول عليها.
18	3- المخاطرة.
19	4- المرونة.
19	5- الدخل.
20	6- التوقيت.
20	المحور الثاني: التمويل من خلال حقوق الملكية (الأموال الخاصة).
21	أولا- التمويل الخاص الداخلي.
21	1- التمويل الذاتي للمؤسسة.
21	1-1- تقدير التمويل الذاتي للمؤسسة.
21	أ- حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من الفائض الخام للاستغلال.
22	ب- حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية.
23	1-2- مراحل تشكيل التمويل الذاتي.
24	1-3- مكونات التمويل الذاتي.
24	أ- الإهلاك.
29	ب- المؤونات.
30	ج- الأرباح المحتجزة.
32	د- الاحتياطات.
34	1-4- مزايا وعيوب التمويل الذاتي.
34	أ- مزايا التمويل الذاتي.
35	ب- عيوب التمويل الذاتي.
35	2- التنازل عن الاستثمارات.
35	2-1- دواعي التنازل عن الاستثمارات.

36	2-2- أشكال التنازل عن الاستثمارات.
36	أ- أشكال الاستثمار السليبي بحسب طبيعة الأصل المتنازل عنه.
36	ب- أشكال الاستثمار السليبي بحسب درجة حرية المؤسسة في اللجوء إليه.
37	ثانيا- التمويل الخاص الخارجي.
37	1- التمويل عن طريق الأسهم.
38	1-1- الأسهم العادية.
38	أ- القيمة الاسمية.
38	ب- القيمة الدفترية.
38	ج- القيمة السوقية.
40	2-1- الأسهم الممتازة.
42	2- طرق أخرى للتمويل الخاص الخارجي.
42	1-2- زيادة رأس المال عينا.
42	2-2- تحويل الديون.
43	2-3- التمويل بواسطة شبه الأموال الخاصة.
43	أ- أسهم ذات عائد ممتاز بدون حق التصويت.
43	ب- شهادة الاستثمار.
43	ج- سندات المساهمة.
43	د- الأوراق المالية التابعة.
44	المحور الثالث: التمويل بالاستدانة والاستئجار.
44	أولا- الائتمان التجاري.
44	1- تعريف الائتمان التجاري.
44	2- أشكال الائتمان التجاري.
44	2-1- الحساب الجاري.
45	2-2- أوراق الدفع.
45	3- العوامل المؤثرة في الائتمان التجاري كمصدر للتمويل.
45	3-1- مركز البائع المالي.
46	3-2- مدى رغبة البائع في التخلص من مخزونه السلعي.

46	3-3- طبيعة السلعة المباعة.
46	3-4- حالة المنافسة.
46	3-5- الحالة التجارية.
46	4- مزايا الائتمان التجاري بوصفه مصدر للتمويل.
46	4-1- التوافر باستثناء المنشآت التي تعاني من مشاكل مالية.
46	4-2- المرونة في حالة زيادة مبيعات المؤسسات.
46	4-3- قلة القيود أو عدمها.
47	ثانيا- التمويل المصرفي.
47	1- تعريف القروض المصرفية.
47	2- خصائص القروض المصرفية.
47	2-1- قيمة القرض.
47	2-2- مدة القرض.
47	2-3- معدل الفائدة.
47	2-4- الضمانات المطلوبة.
48	3- تصنيف القروض المصرفية.
48	3-1- تصنيف القروض بحسب آجالها.
48	أ- القروض قصيرة الأجل.
48	ب- القروض متوسطة الأجل.
48	ج- القروض طويلة الأجل.
48	3-2- تصنيف القروض بحسب الأنشطة المراد تمويلها
48	أ- القروض الاستهلاكية.
48	ب- القروض الإنتاجية
48	ج- القروض التجارية.
49	د- القروض الاستثمارية.
49	3-4- تصنيف القروض حسب الضمان.
49	أ- القروض المضمونة.
49	ب- القروض غير المضمونة.

50	3-5- تصنيف القروض حسب طبيعة المقترضين.
50	4- أشكال القروض المصرفية قصيرة الأجل.
50	4-1- تسهيلات الصندوق.
50	4-2- السحب على المكشوف.
51	4-3- قروض الموسمية.
51	4-4- قروض الربط.
52	4-5- الخصم التجاري.
52	4-6- عقد تحويل الفاتورة.
52	4-7- الاعتماد المستندي.
53	5- أشكال القروض المصرفية متوسطة الأجل.
53	5-1- قروض المدة.
53	5-2- قروض التجهيزات.
54	أ- عقود البيع المشروطة.
54	ب- القرض المصرفي المرهون برهن حيازي .
54	6- القروض المصرفية طويلة الأجل.
55	ثالثا- التمويل عن طريق السندات.
55	1- السوق السندي
56	2- السندات.
56	2-1- تعريف السندات وخصائصها.
56	أ- القيمة الاسمية.
56	ب- قيمة الإصدار أو سعر الإصدار.
56	ج- القيمة السوقية للسندات.
57	د- سعر الفائدة أو معدل الفائدة.
57	هـ- الكيون.
57	و- مدة حياة السند.
58	ز- مدة نضج السند.
58	ح- استهلاك القرض السندي.

58	2-2- شروط إصدار السندات.
59	2-3- تصنيف وأنواع السندات.
59	أ- من حيث الضمان.
59	ب- من حيث سعر الفائدة.
60	ج- من حيث الجهة المصدرة.
60	د- من حيث القابلية للاستدعاء.
60	هـ- من حيث قابلية التحويل.
60	و- من حيث الملكية.
60	3- تقييم السندات كمصدر تمويلي للمؤسسة.
61	رابعا- التمويل التأجيري.
62	1- تعريف التمويل التأجيري وخصائصه.
62	1-1- تعريف التمويل التأجيري.
62	1-2- خصائص التمويل التأجيري.
63	2- أنواع الاستئجار.
63	2-1- الاستئجار التشغيلي.
63	2-2- الاستئجار التمويلي.
64	أ- البيع ثم الاستئجار.
64	ب- الاستئجار المباشر.
64	ج- الاستئجار التمويلي المقرون بالرافعة المالية.
64	3- تقييم الاستئجار كمصدر تمويلي للمؤسسة.
66	خامسا- التمويل برأس المال المخاطر.
66	1- مفهوم وتطور رأس المال المخاطر.
66	1-1- تعريف رأس المال المخاطر.
67	1-2- تطور نشاط شركات رأس المال المخاطر.
68	2- أهداف شركات رأس المال المخاطر.
69	3- آلية عمل شركات رأس المال المخاطر.
69	3-1- مرحلة ما قبل الإنشاء.



69	3-2- مرحلة الانطلاق.
69	3-3- مرحلة التوسع.
70	4- تقييم رأس المال المخاطر كمصدر لتمويل المؤسسة الاقتصادية.
70	4-1- مزايا رأس المال المخاطر.
70	أ- المشاركة.
70	ب- الانتقاء.
70	ج- المرحلية.
70	د- التنويع.
70	هـ- التنمية والتطوير.
71	و- توسيع قاعدة الملكية.
71	4-2- عيوب التمويل برأس المال المخاطر
72	قائمة المراجع

مقدمة:

يشكل نشاط التمويل إحدى الأنشطة الأساسية في أية مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها، و هذا نظرا للدور الذي يلعبه رأس المال للشروع في النشاط الاستغلالي أو الاستثماري للمؤسسة، وتعتبر الأهداف الرئيسية للوظيفة المالية هي التخطيط والذي يستدعي وضع البرامج التشغيلية، ثم تحديد مصادر التمويل الضرورية لتنفيذ البرامج والخطة. إن تحديد مصادر التمويل التي تعتمد عليها الإدارة في تنفيذ البرامج والخطة، يحدد الهيكل المالي للمؤسسة ضمن السياسة المالية العامة التي تمثل تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية، وهذا ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة.

الحدود الأولى: مفهوم التمويل

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد، فمع إثراء النظرية الاقتصادية، وضعت المبادئ النظرية اللازمة للتمويل.

أولاً - تعريف التمويل:

يقصد به توفير المبالغ النقدية اللازمة لتطويل مشروع عام أو خاص، أو بعبارة أخرى هو عملية تجميع المبالغ المالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة، وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي. غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال واستخدامها لتطوير وتشغيل المؤسسة يمثل النظرية التقليدية للوظيفة التمويلية وهي نظرة تركزت أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة.¹

لكن النظرية الحديثة تتضمن جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا، بما في ذلك الاستخدامات البديلة، ودراسة تكلفة المصادر المتاحة والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة على أعمال كثيرة أخرى في المشروع كالإنتاج والتسويق..... الخ.

يقصد بالمزيج التمويلي أو الهيكل المالي، توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية احتياجاتها، ويتكون الهيكل المالي للشركة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية، سواء

¹ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عناية الجزائر 2008، ص24.



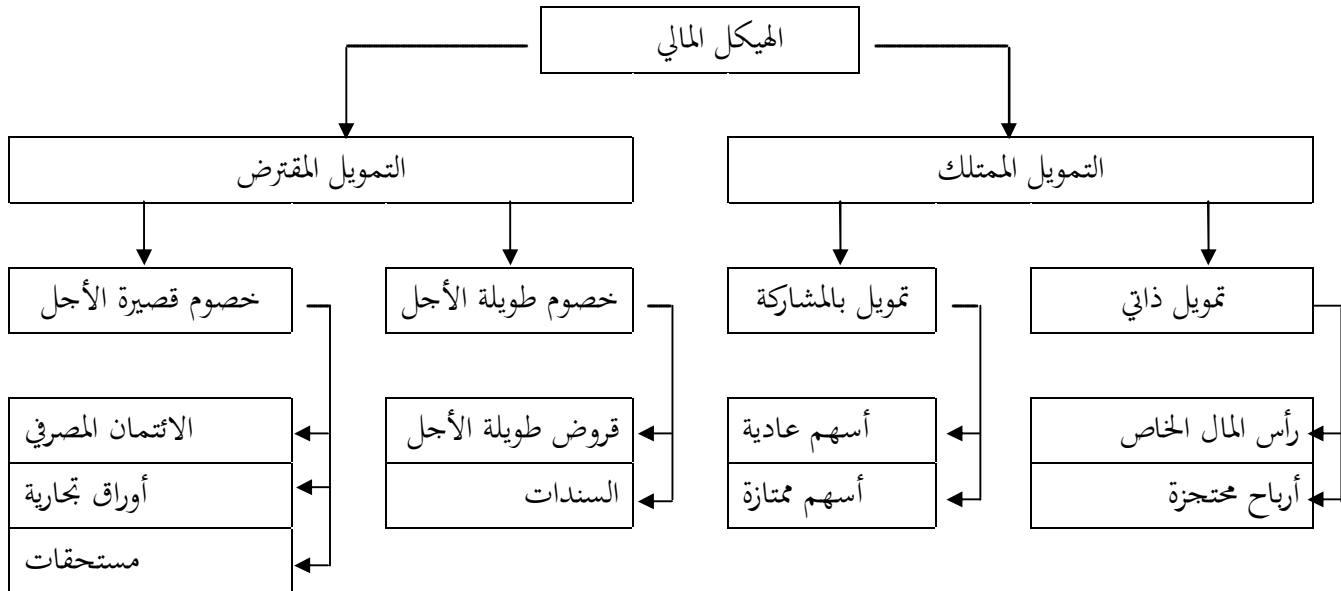
محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم قصيرة الأجل التي تخص دورة استغلال ، وسواء كانت أموال دين أو أموال ملكية. وتختار الشركة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات، ومع تغير هذه الاعتبارات يتغير الهيكل المالي حيث يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة المؤسسة اتخاذها، ومما لا شك فيه أن ترشيد هذا النوع من القرارات يتوقف إلى حد كبير على طبيعة ونوعية المعلومات الموفرة للمدير المالي، ومن ثم على مدى كفاءته في استخدام هذه المعلومات.¹

يمكن تقسيم الهيكل المالي لأي مؤسسة اقتصادية إلى التمويل عن طريق حقوق الملكية والتمويل عن

طريق الاستدانة وهذا ما يبينه الشكل التالي:

شكل رقم (1): مكونات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية



المصدر: عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن 2007، ص 139.

ثانيا - أسباب الحاجة للتمويل:

تحتاج المؤسسة للتمويل بصفة عامة من أجل:

- الحصول على المعدات والتجهيزات (من أجل التجديد أو الإنشاء أو التوسع)؛
- تسديد الالتزامات كالأجور والنقل وتسيير العمليات الجارية؛
- سد الفرق بين مستوى المداخيل ومستوى المصاريف نتيجة مصاريف استثنائية أو توسعة المشروع؛

¹ محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، الأردن 2003، ص 287.

- الحاجة للسيولة بسبب الفرق بين توقيت دفع الالتزامات وتحصيل المستحقات.
إن الغرض من الحصول على التمويل هو سد الاحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل والتي تخص دورة الاستغلال، أو احتياجات طويلة الأجل والتي تخص دورة الاستثمار، وتختلف أسباب الحاجة للتمويل القصير والطويل الأجل:

1- الحاجة إلى التمويل قصير الأجل:

تلجأ عادة المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل لتمويل العجز في رأس المال العامل الناتج على نمو النشاط الداخلي للمؤسسة، فأثناء دورة نشاطها عليها أن تغطي مخزونات ومدينوها، ويعتبر الائتمان التجاري والائتمان المصرفي من المصادر الرئيسية لهذا النوع من التمويل، وتلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دورا هاما في استمرارية النشاط وتوسيعه، حيث تعتبر هذه الأخيرة المحرك الأساسي للعمليات الجارية عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتداولة. ولهذا فإن هذا النوع من التمويل يعتمد على طبيعة عمل أو طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة،¹ وبالرغم من أن المؤسسات تتجنب عددا من المشاكل فيما لو أمكنها الحصول على تمويل طويل الأجل لتمويل احتياجاتها في الموجودات أو الأصول المتداولة إلى أنه رغم هذه الحقيقة، فإن المؤسسات تلجأ إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية:²

- ضعف نسبة المخاطرة وهو أمر يهم الدائنين أي أن قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المؤسسة، وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها تكون عالية؛
- قد يكون الحصول على تمويل قصير الأجل اقل تكلفة من الحصول على التمويل متوسط أو طويل الأجل، لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة؛
- الحاجة للأموال في بعض المؤسسات الموسمية، لهذا تلجأ هذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الآني في السيولة وتمويل احتياجاتها الموسمية؛

¹ زاوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق المکانیزمات الجديدة في الجزائر دراسة حالة سونلغاز، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة بومرداس 2009/2008، ص 31.

² عدنان هاشم، أساسيات الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد العراق 1997، ص 264.

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- بعض حالات التمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل المؤسسات أي تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل على أن يتم التسديد بمدة معينة فان لم يتم التسديد بالمدة المتفق عليها، فان ذلك يعني عدم تحميل المؤسسة أي تكلفة نتيجة لحصولها على ذلك الائتمان.

2- الحاجة إلى التمويل طويل الأجل:

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل لتغطية النشاطات الاستثمارية التي تقوم بها لفترات طويلة، وهذا لغرض الحصول إما على وسائل الإنتاج ومعدات وإما على عقارات مثل الأراضي، المباني الصناعية والتجارية والإدارية، ونجد أن المؤسسات تسعى للتمويل طويل الأجل بغرض تحقيق ما يلي:¹

- تمويل شراء الأصول الدائمة ذات العمر الطويل؛
- تمويل الجزء الدائم من رأس مال العامل، على أن يتم تمويل الجزء الآخر بخليط من السحب على المكشوف والتمويل قصير الأجل؛
- تمويل ما يتم الاضطلاع به من استثمارات رأسمالية، وكذا التوسعات الطويلة الأجل للمؤسسة.

ثالثا- تقدير حجم التمويل اللازم:

تختلف طريقة التقدير بين حجم الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار وحجم اللازمة لتمويل دورة الاستغلال:

1- تحديد قيمة الاستثمار (نفقات الاستثمار أو رأس المال المستثمر):

عند تحديد قيمة الاستثمار لابد من إدراج جميع النفقات اللازمة لإنجاز المشروع و هي:²

أ- مبلغ حيازة الأصول المادية و الذي يحدد بالعلاقة التالية:

قيمة الفاتورة + الرسوم الجمركية - رسم على القيمة المضافة القابل للاسترجاع - الرسوم القابلة للاسترجاع قانونا - التخفيضات ذات الطابع التجاري.

ب- المصاريف المرتبطة بجيازة الاستثمار و تشمل:

- التكاليف المرتبطة بالشراء كالتأمين و النقل.

- تكاليف التركيب و التثبيت الضرورية لاستعمال الاستثمار.

¹ محمد سويلم، الإدارة المالية في ظل الكوكبة، دار الهاني للطباعة، منصور مصر 1997، ص 423.

² Guedj N et autre, **Finance d'entreprise**, 2ème édition, édition d'Organisation, Paris 2001, p278.

- رسوم نقل الملكية.

- أتعاب و مصاريف تسجيل العقد.

ج- مصاريف الدراسات و البحوث التجارية و التقنية المرتبطة بالاستثمار.

د- مصاريف تكوين المستخدمين.

هـ- الارتفاع في احتياجات التمويل بسبب الارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل و ذلك لأن كل مشروع استثماري يرفع من مستوى نشاط المؤسسة (رقم الأعمال) وبالتالي ارتفاع احتياجات دورة الاستغلال (المخزونات، و حقوق العملاء).

2- تحديد الاحتياجات التمويلية لدورة الاستغلال:

يعتمد في تحديد احتياجات تمويل دورة الاستغلال على رصيد الاحتياج في رأس المال العامل (BFR) والذي يحسب بعدة طرق نذكر منها:

1-2- التحليل السكوني: هو تحديد الاحتياج في رأس المال العامل انطلاقا من عناصر الميزانية في تاريخ

محدد و الذي يتمثل في حاصل الفرق بين احتياجات و موارد الاستغلال و خارج الاستغلال:

الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFR_{exp}) = حقوق الاستغلال الأخرى + العملاء + المخزون - ديون المورد - ديون الاستغلال الأخرى (الديون الجبائية و الاجتماعية).

الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFR_{exp}) = حقوق خارج الاستغلال - ديون خارج الاستغلال تتميز هذه الطريقة بالبساطة و سهولة الحساب و أنه يعاب عليها ما يلي:

- يجب قبل تحديد كل من الاحتياج في رأس المال للاستغلال والاحتياج في رأس المال خارج الاستغلال، إعادة ترتيب عناصر الميزانية للفصل بين عناصر الاستغلال و العناصر خارج الاستغلال؛

- إن التحليل بواسطة الميزانية يعطي نظرة حالية (لحظي) لعناصر الأصول والخصوم؛

- هذا التحديد الأدنى لمستوى الاحتياج في رأس المال العامل لا يأخذ بعين الاعتبار التقلبات الموسمية لنشاط المؤسسة؛

- لا تسمح هذه الطريقة بتقدير تقلبات الاحتياج في رأس المال العامل خلال السنة و الذي يعتبر مهما لتحديد الاحتياجات التمويلية للمؤسسة؛

- إن شروط الاستغلال الماضية يمكن أن تكون مختلفة عن شروط الاستغلال الحالية أو المستقبلية.

2-2- التحليل الحركي (الديناميكي) الاحتياج في رأس المال العامل المعياري:¹

وضعت هذه الطريقة من طرف خبراء المحاسبة و ذلك استنادا لاستنتاج مفاده وجود علاقة طردية بين نمو الاحتياج في رأس المال العامل و نمو نشاط المؤسسة (رقم الأعمال)، بمعنى أنه إذا حدث تغير في رقم أعمال المؤسسة فسوف يقابله تغير بنفس النسبة لمكونات الاحتياج في رأس المال العامل وذلك تحت فرضية ثبات شروط الاستغلال للمؤسسة.

تقدير الاحتياج في رأس المال العامل بهذه الطريقة يتم حسب الخطوات التالية:

- تحديد أزمنا الدوران لمكونات الاحتياج في رأس المال العامل بالأيام؛
- تقدير معاملات الترجيح بدلالة رقم الأعمال التي تسمح بإعادة تقدير أزمنا الدوران السابقة بأيام من رقم الأعمال؛
- حساب الاحتياج في رأس المال المعياري بيوم من رقم الأعمال خارج الرسم ثم بقيمته بضربه في رقم الأعمال اليومي.

أ- معدلات دوران عناصر الاستغلال:

- ◀ معدل دوران المخزون (A_1) = (مخزون المواد الأولية / تكلفة شراء المواد الأولية) $\times 360$ = يوم
- = (مخزون البضائع / تكلفة شراء البضائع المباعة) $\times 360$ = يوم
- = (مخزون المنتجات التامة / تكلفة الإنتاج التام المباع) $\times 360$ = يوم
- ◀ معدل دوران العملاء (A_2) = (حقوق العملاء + أوراق القبض / رقم الأعمال TTC) $\times 360$ = يوم

- ◀ معدل دوران الموارد (A_3) = (ديون المورد + أوراق الدفع / المشتريات TTC) $\times 360$ = يوم

أما بالنسبة لـ:

- معدل دوران الرسم على القيمة المضافة المدفوعة على المشتريات (A_4)؛
- معدل دوران الرسم على القيمة المضافة المجمعة على المبيعات (A_5)؛
- معدل دوران الأجور (A_6)؛
- معدل دوران المصاريف الاجتماعية (A_7)؛

تتوقف حساب هذه المعدلات على المدة الممنوحة للمؤسسة لتسديدها.

¹ Barreau. J et Delahaye. J, Gestion, **financière manuel & application**, 9ème édition, DUNOD, Paris 2000, PP 387-395.

ب- معاملات ترجيح عناصر الاستغلال:

◀ معامل ترجيح المخزون (B₁) = تكلفة شراء المواد الأولية المستهلكة / رقم الأعمال خارج الرسم

= تكلفة شراء البضائع المباعة / رقم الأعمال خارج الرسم.

= تكلفة الإنتاج قيد التنفيذ / رقم الأعمال خارج الرسم.

= تكلفة الإنتاج التام المباع / رقم الأعمال خارج الرسم.

◀ معامل ترجيح العملاء (B₂) = رقم الأعمال TTC / رقم الأعمال خارج الرسم.

◀ معامل ترجيح المورد (B₃) = المشتريات TTC / رقم الأعمال خارج الرسم.

◀ معامل ترجيح الرسم على القيمة المضافة المدفوعة على المشتريات (B₄) = الرسم على القيمة المضافة

المدفوعة / رقم الأعمال خارج الرسم.

◀ معامل ترجيح الرسم على القيمة المضافة المجمعة على المبيعات (B₅) = الرسم على القيمة المضافة المجمعة

/ رقم الأعمال خارج الرسم.

◀ معامل ترجيح الأجور (B₆) = الأجور السنوية / رقم الأعمال خارج الرسم.

◀ معامل ترجيح المصاريف الاجتماعية (B₇) = المصارف الاجتماعية السنوية / رقم الأعمال خارج الرسم.

ج- حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري: بعد حساب معدلات الدوران و معاملات الترجيح

لعناصر الاستغلال يمكننا حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري و ذلك كما يلي:

◀ صافي الاحتياج في رأس المال العامل بيوم من رقم الأعمال (HT) = (C₅ + C₂ + C₁) - (C₃ +

C₄ + C₆ + C₇)

حيث أن:

C = A + B أي: (C₁ = A₁ + B₁، C₂ = A₂ + B₂... الخ)

رابعا- مصادر التمويل:



يمكن تصنيفها حسب العديد من المعايير:

1- من حيث الملكية:

1-1- التمويل من المالكين أنفسهم: وذلك من خلال عدم توزيع الأرباح، أو زيادة رأس مال المساهمين ويطلق عليه التمويل الذاتي.

2-1- التمويل عن طريق غير المالكين (المقرضين): وقد يكونوا موردين للمؤسسة أو بنوك أو مؤسسات مالية.

2- من حيث النوع:

1-2- تمويل مصرفي: هو الذي تحصل عليه من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

2-2- تمويل تجاري: هو الذي تحص عليه المؤسسة من الائتمان التجاري.

3- من حيث المدة:

1-3- التمويل طويل الأجل: مثل القروض البنكية طويلة الأجل، السندات، وتكون مدتها أكثر من 10 سنوات.

2-3- التمويل متوسط الأجل: وهو ذلك التمويل الذي يمتد من 5 إلى 10 سنوات.

3-3- التمويل قصير الأجل: مدته أقل من سنة مثل القروض البنكية قصيرة الأجل، الائتمان التجاري..... الخ.

4- من حيث المصدر:

1-4- التمويل الداخلي: ويكون مصدره من المؤسسة نفسها أو مالكيها مثل: بيع الأصول أو تأجيرها، أو حجز الأرباح ومخصصات الإهلاكات والمؤونات.... الخ.

2-4- التمويل الخارجي: ويكون مصدره من خارج المؤسسة وبعيدا عن مالكيها مثل الاقتراض والتمويل التجاري والسندات.... الخ.

خامسا - محددات الاختيار بين مصادر التمويل:

لا يتم اختيار مصادر التمويل بشكل اعتباطي، فلكل مصدر مزايا وعيوب ومسألة لاختيار بينهما (تكوين ما يعرف بالهيكل المالي للمؤسسة) يعتمد على المفاضلة بين العائد والخطر، ويختلف تقييم مختلف مصادر التمويل بناء على الاعتبارات التالية:¹

- حجم الأموال التي تحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال من خلالها؛
 - توافق مصادر الأموال لأوجه استخداماتها وتوظيف هذه الأموال؛
 - تكلفة مقارنة مع معدل التكلفة السائدة ومع عائد الاستثمار المتوقع؛
 - أجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقعة تحقيقها من استغلال المشاريع الممولة؛
 - القيود التي يفرضها الممولون على المؤسسة المقترضة ك شروط عدم الاقتراض الإضافي، أو عدم توزيع الأرباح والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.
- يعتمد تكوين وتسيير الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية على الاعتبارات التالية:

1- الملائمة:

يقصد بالملائمة أن تتلاءم الأموال التي تتمول بها المؤسسة الاقتصادية لاستخدامها مع طبيعة الأصول، وأن تراعي ترتيب درجة السيولة للأصول مع درجة الاستحقاق لهذه الموارد، حيث تسعى الإدارة المالية إلى الحصول على الأموال المناسبة لأنواع الأصول المستخدمة، ويرتكز عامل الملائمة على ضرورة وأهمية الوصول إلى التوازن الأمثل بين كلا من جانبي الأصول والخصوم، حيث أن لذلك التوازن أثر مباشر على تحقيق هدي السيولة والربحية للمؤسسة، وذلك على اعتبار أن كلا من استخدامات الأموال ومصادرها تنقسم داخليا من حيث التوقيت الزمني إلى طويلة الأجل وقصيرة الأجل، ومن جهة أخرى فإن مصادر الأموال تنقسم إلى مصادر طويلة الأجل ومصادر قصيرة، ويتميز رأس المال العامل الدائم، بأن قيمة تفضل بصفة دائمة في المؤسسة، وبالتالي لا يمكن للموردين أو الدائنين من استرداد الأموال المستثمرة فيه إلا عند تصفية المؤسسة، أي أن رأس المال

¹ أحمد بوراس، المرجع السابق، ص26.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

العامل الدائم يمثل الحد الأدنى للأصول المتداولة التي تحتفظ به المؤسسة بشكل مستمر وعلى هذا الأساس يتحقق التناسق بين التدفق النقدي الداخلى والتدفق النقدي الخارج، وهذا ما يمكن أن يطلق عليه منهج التغطية في التمويل، ووفقا لمبدأ الملائمة فان الاستخدامات الدائمة والمتمثلة في الأصول الثابتة والحد الأدنى من الأصول المتداولة، يجب أن تمول من مصادر تمويل طويلة الأجل، وإن الاستخدامات المؤقتة والمتمثلة في الأصول المتداولة المؤقتة أو المتغيرة يجب أن يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل.¹

2- تكلفة مصادر التمويل وسهولة الحصول عليها:

إن التكلفة عامل مؤثر في اختيار التمويل المناسب، لأنه كلما كانت الفوائد على القروض أقل شجع ذلك المؤسسة على الاقتراض، كما انه كلما كانت الوضعية المالية السائدة مضطربة أو هناك صعوبة نسبية في الحصول على هذه الأموال، زادت صعوبة الاعتماد على القروض طويلة الأجل سواء من البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى.

3- المخاطرة:

نعني بالمخاطرة المقياس النسبي لمدى تقلب العائد الذي سيتم الحصول عليها مستقبلا، أي هي احتمال أو توقع حدوث نتائج سلبية خلال دورة الاستغلال، وعليه فان إدارة المؤسسة يجب أن تستلزم بتحليل وقياس هذه المخاطرة عن طريق وضع تقنيات للتنبؤ والتي من خلالها يتم التخلص أو حتى تفادي المزيد منها، كما أن المخاطرة تعد عاملا مهما في تحديد مصدره، حجم ومدة تمويل، حيث إنها تؤثر على الدورة الاستغلالية للمؤسسة كما تؤثر على مشاريعها الحالية أو المستقبلية، وأي تهاون في هذا الجانب قد يؤدي إلى الإفلاس، وهذا خاصة عندما تفوق أعباء الديون قدرة المؤسسة على التسديد ويعود السبب في ذلك إما إلى المبالغة في الاعتماد على الاقتراض أو عدم انتظام حجم الإنتاج في المؤسسة، والذي يؤثر على قدرتها في خدمة الديون.²

تتضح درجة المخاطرة من خلال وضع السيولة النقدية □ في المؤسسة الاقتصادية عند اتخاذ القرار التمويلي، فإن كان الوضع حرجا قد تضطر المؤسسة لتجاوز عامل التكلفة والبحث عن

¹ جمال الدين المرسي، احمد عبد اله اللحج، الإدارة المالية، الدار الجامعية، إسكندرية مصر 2006، ص 250.

² سمير عبد العزيز عثمان، دراسة الجدوى بين النظري والتطبيق، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية مصر 1993، ص 303.



مصدر تمويل طويل الأجل حتى تتجنب عوامل الضغط على السيولة مستقبلا، وهكذا يصبح تاريخ الاستحقاق عاملا متحكما في مثل هذه الظروف.¹

4- المرونة:

يمثل هذا العامل إمكانية تعديل مقدار التمويل بالزيادة أو النقصان تبعا للتغيرات الرئيسية في مقدار الحاجة إلى الأموال، فعند الاقتراض مثلا لتمويل الأصول المتداولة فإن الإدارة المالية تبحث عن مصدر تمويل قصير الأجل، إلى جانب ذلك فهي تستخدم المصدر الذي يعطيها إمكانية زيادة مقدار التمويل عند الحاجة أو الحرية في تسديد جزء أكبر من المبلغ في حالة توفر السيولة غير مستخدمة لديها وذلك تبعا للتقلبات والظروف الموسمية. يمكن أن تفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية:

- عند زيادة الالتزامات المترتبة عليها، ففي هذه الحالة لا تستطيع المؤسسة القيام بعملية الاقتراض رغم توفر الأموال الاقتراض في السوق وبفائدة اقل؛
- عدم القدرة على توفير ضمانات لقروض إضافية بنفس الضمانات التي منحت للقروض السابقة وهذا ما يقلل من قدرة المؤسسة على الاقتراض؛
- قد تؤدي بعض الشروط المنصوص عليها في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد قدرة المؤسسة الحالية في الحصول على أموال إضافية؛

5- الدخل:

يعتبر الدخل مجموع التدفقات النقدية الصافية للمؤسسة الاقتصادية نتيجة لاستخدامها للموجودات، ويعتبر تحقيق أكبر قدر ممكن من الدخل واحد من الأهداف الرئيسية للتخطيط المالي في اختيار نوع الأموال التي تستخدم في الهيكل المالي، ولذا نلاحظ أن المدير المالي يعمل على رفع معدل العائد على الاستثمار عن طريق استخدام أموال الغير، حيث يطلق على هذه العملية اصطلاحا المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي. فإذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات، ففي هذه الحالة تكون نسبة الربحية للمالكين أفضل مما لو كان التمويل عن طريق مساهمات جديدة، وتكون نتائج الرفع المالي عكسية، أي تنخفض نسبة ربحية المالكين على حقوق الملكية في حالة ما إذا كانت تكلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق على الموجودات،

¹ محمد مطر، المرجع السابق، 276.



أما في حالة التساوي بين العائد الناجم عن الموجودات وكلفة الاقتراض فلا يكون هناك فرق في نسبة ربحية المالكين سواء اعتمدت إدارة المؤسسة في تمويلها على الاقتراض أو من خلال مساهمات جديدة.

6- التوقيت:

يشير هذا العامل إلى أهمية حصول المؤسسة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت يناسبها من حيث التكلفة وشروط الاقتراض، حيث يعتبر سعر الفائدة والذي يمثل تكلفة الحصول على الأموال والذي سيحدد بتلاقي قوى العرض والطلب على النقود، وهنا يشير عامل التوقيت إلى ضرورة الحصول على الأموال اللازمة في أوقات انخفاض سعر الفائدة في السوق وتوفير نوعيات الأموال المطلوبة في الأسواق المالية والنقدية. حيث الهدف الأساسي الذي تسعى الإدارة المالية جاهدة في تحقيقه من عملية الاقتراض هو تقليل تكلفة الأموال المقترضة، والتوقيت يعتبر أحد العوامل الأساسية في تحقيق هذا الهدف، ويرتبط ارتباطا وثيقا بعنصر المرونة وأحد الآثار المهمة له، ويمكن هذا العامل المؤسسة من الحصول على وفورات لها أهمية من خلال التوقيت السليم لعمليات التمويل والاقتراض لذا وجب على الإدارة المالية الأخذ بهذا العامل عند اتخاذ القرار المالي المتعلق بالتمويل، ولكن حاجة المؤسسة للأموال قد تلغي قدرتها على التوقيت وتضطر الدخول إلى سوق الاقتراض بالرغم من عدم مناسبة التوقيت.

إن المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة يقتضي معرفة كل مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها.

المحور الثاني: التمويل من خلال حقوق الملكية (الأموال الخاصة)

تشكل الأموال الخاصة مجموعة مصادر التمويل التي تعود ملكيتها لأصحاب المؤسسة، إذ تعد المصدر الأول لتأسيس المؤسسات، كما تمثل هذه الأموال المصدر الأساسي للمؤسسات القائمة. وتتعدد أشكال التمويل الخاص للمؤسسات حيث يمكن تقسيمه إلى تمويل خاص داخلي تحصل عليه المؤسسة بالاعتماد على إمكانياتها الداخلية و يضم كل من التمويل الذاتي للمؤسسة عن طريق الفائض النقدي الذي تحققه نتيجة تعاملاتها في إطار نشاطها الاستغلالي العادي والذي تقرر عدم توزيعه على شكل أرباح، بل تحتفظ به لغرض إعادة استثماره مستقبلا، أو عن طريق التدفق الناتج عن عملية التنازل عن الاستثمارات ويتميز هذا التدفق بعدم ارتباطه بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، حيث أن هذه الأخيرة لا تقوم بالتنازل عن استثماراتها إلا في



حالات استثنائية، ويأخذ التمويل الخاص كذلك شكل أموال خاصة خارجية يتم تحصيلها عن طريق إصدار أوراق مالية تمنح لصاحبها حق ملكية في رأس مال المؤسسة.

أولاً - التمويل الخاص الداخلي:

1- التمويل الذاتي للمؤسسة:

التمويل الذاتي هو الفائض النقدي الناتج عن مجال النشاط العادي للمؤسسة والذي يحتفظ به لأجل تمويل نشاطها المستقبلي وهو يعد بذلك حصيلة عملية ادخار للأموال المتأتية من مصادر داخلية عن النشاط الاستغلالي للمؤسسة، فالتمويل الذاتي يتولد عن مجموع النشاط الاستغلالي والمالي وكذا الاستثنائي للمؤسسة خلال الدورة الإنتاجية والمعبر عنه بقدرة التمويل الذاتي، ويختلف مفهوم قدرة التمويل الذاتي عن مفهوم التمويل الذاتي الذي يمثل الفائض النقدي الصافي الذي تحققه المؤسسة بعد طرح الإرباح الموزعة على الشركاء واقتطاع جميع المصاريف المالية والجبائية، حيث يمكن أن تكتب العلاقة التالية:¹

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + حصص الإهلاكات + حصص المخصصات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

أما التمويل الذاتي فهو الموارد المالية الداخلية المحققة بواسطة العمليات المسجلة على شكل مداخيل ونواتج خلال فترة زمنية معينة، حيث وبعد تسديد جميع التزامات المؤسسة تحوز المؤسسة على فائض نقدي على شكل سيولة،² وهو المبلغ المتبقي لدى المؤسسة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على الشركاء أي:

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة.

التمويل الذاتي = الإهلاكات + المؤونات + أرباح صافية غير موزعة.

1-1- تقدير التمويل الذاتي للمؤسسة:³ يمكن حساب قدرة التمويل الذاتي وفق طريقتين، بحيث تعتمد

الطريقة الأولى على الفائض النقدي الخام للاستغلال، أما الطريقة الثانية فتركز على النتيجة المحاسبية الصافية للمؤسسة.

أ - حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقاً من الفائض أو العجز الخام للاستغلال:

¹ أحمد بوراس، المرجع السابق، ص 28.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية وتأثيرها على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بسكرة 2016، ص 96.

³ شرابي باية كزنة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر 2013-2014، ص 5-7.



قدرة التمويل الذاتي = نواتج الاستغلال المحصلة

+ نواتج أخرى محصلة (باستثناء نواتج التنازل عن عناصر الأصول)

- أعباء مدفوعة

- أعباء أخرى مدفوعة.

قدرة التمويل الذاتي = الفائض الخام للاستغلال

+ نواتج أخرى للاستغلال

+ تحويل الأعباء (الخاصة بالاستغلال)

+ نواتج مالية محصلة

+ نواتج استثنائية محصلة

- أعباء أخرى للاستغلال

- أعباء مالية مدفوعة

- أعباء استثنائية مدفوعة

- مشاركة الأجراء في النتائج

- الضريبة على أرباح الشركات.

تمتاز هذه الطريقة بقدرتها على استبيان أصل قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، بالأخذ بعين الاعتبار

إلا النتائج و التكاليف التي تؤثر على الخزينة، لكن يعاب عليها في نفس الوقت بصعوبة حسابها مقارنة

بالطريقة الثانية.

ب - حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية:

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة

+ تكاليف محسوبة غير قابلة للتسديد نواتج محسوبة غير قابلة للتحصيل

- نواتج التنازل عن عناصر الأصول.

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة

+ مخصصات التكاليف المحسوبة (اهتلاكات و مؤونات)

+ القيمة المحاسبية الصافية لعناصر الأصول المتنازل عنها

- التكاليف المحسوبة المسترجعة (الإهتلاكات و المؤونات المسترجعة)

- إعانات الاستثمار المحولة للنتيجة

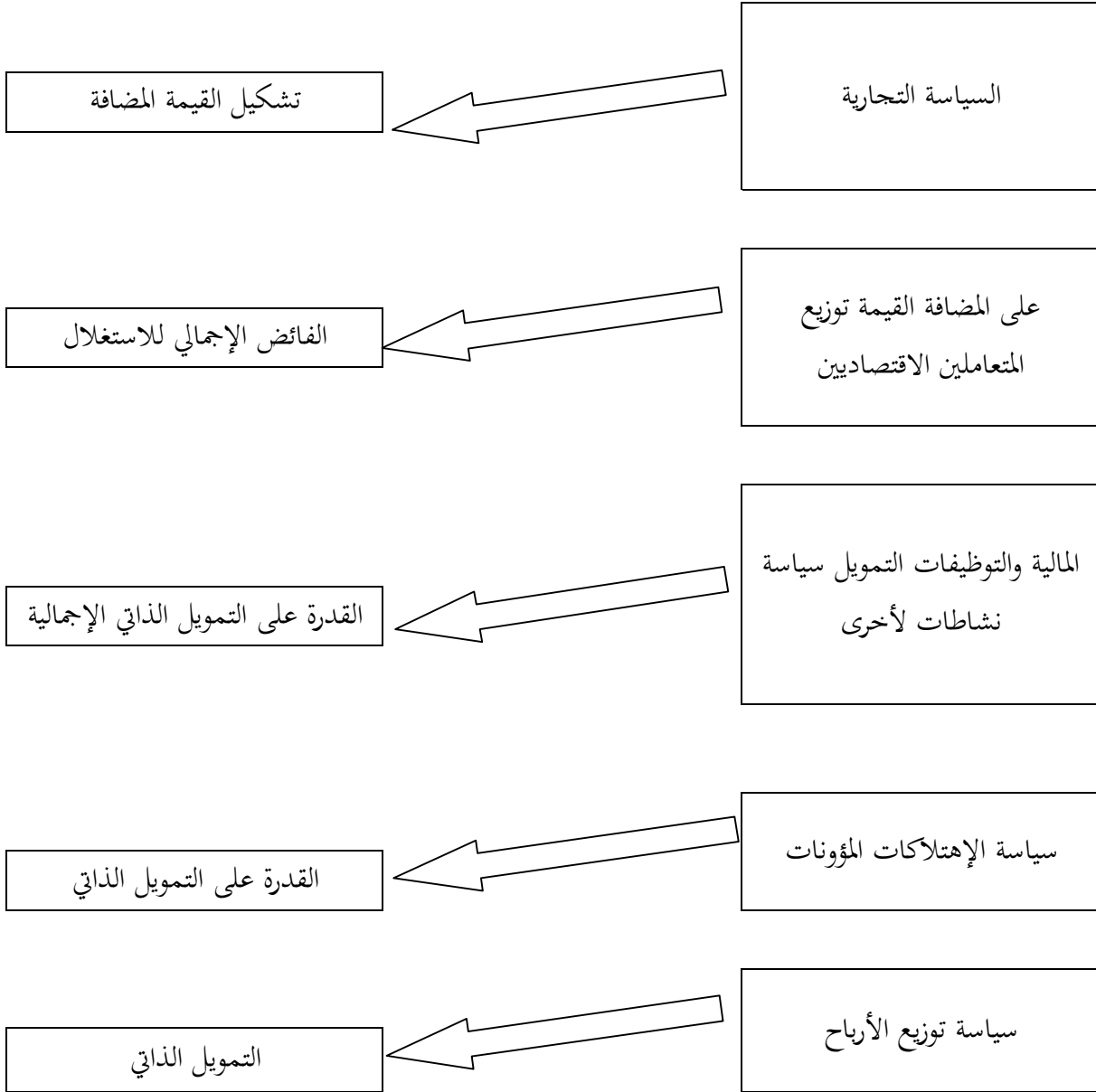
- نواتج التنازل عن عناصر الأصول

تمتاز هذه الطريقة بالبساطة مقارنة بالطريقة السابقة، لكنها تطرح مشكلة عدم القدرة على تبرير تكوين الفائض النقدي. وبهذا الشكل نحصل على قيمة التمويل الذاتي للمؤسسة، و بالنظر إلى طبيعة مكونات هذا الفائض النقدي فإن ذلك يجعل منه وسيلة تمويل مفضلة لدى المؤسسة، و لكن في المقابل قد نجد لهذا المورد بعض العيوب.

1-2- مراحل تشكيل التمويل الذاتي: يتشكل التمويل الذاتي من خلال المراحل التالية:

- ينطلق من الإيرادات التجارية المحققة حيث يغطي رقم الأعمال الاستهلاكات الوسيطة ليتشكل ما يسمى بالقيمة المضافة، حيث يسمح مؤشر القيمة المضافة في تحديد سياسة التموين وعلاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية والمقاولة بالباطن وقدرتها على التحكم في استهلاكاتها المباشرة؛
 - رصيد القيمة المضافة المحقق في المرحلة السابقة يوجه لتغطية مصاريف المستخدمين ومصاريف الضرائب والرسوم ليشكل الفائض الإجمالي للاستغلال؛
 - القدرة على التمويل الذاتي هو النتيجة الإجمالية المحققة حسب المراحل السابقة وهو بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الأرباح؛
 - بعد توزيع الأرباح على المساهمين يتشكل للمؤسسة التمويل الذاتي الذي يسمح للمؤسسة بتوجيهه نحو الاستثمارات المختلفة، وهنا تبرز للمؤسسة أهمية تحقيق قدرة على التمويل الذاتي مهمة وهو الأمر الذي يمكنها من تسديد مستحققاتها اتجاه المساهمين والرصيد المتبقي يشكل التمويل الذاتي.
- يمكن تمثيل مراحل تكوين التمويل الذاتي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02): مراحل تشكيل التمويل الذاتي.



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى دار وائل، عمان الأردن 2006، ص 241.

3-1- مكونات التمويل الذاتي: يتشكل التمويل الذاتي من:

أ- الإهلاك:

1- تعريف الإهلاك: يقصد به توزيع تكلفة الأصل على مدة حياته المحتملة فهو التوزيع النظامي لمبلغ الأصل القابل للاهلاك نتيجة لاستعماله خلال مدة زمنية معينة،¹ كما يعرف الإهلاك بأنه توزيع لتكلفة

¹ محمد بوشوشة، المرجع السابق، 119.



الاستثمار على العمر المقدر له نتيجة الاستعمال أو مرور الزمن أو عن ظهور اختراعات حديثة تقلل من القيمة الإنتاجية للاستثمار.¹

أ-2- أهمية الإهلاك: تستعمل المؤسسة العديد من وسائل الإنتاج كالألات، ومعدات إنتاج، والتجهيزات المكتبية، والمعدات والأدوات وذلك بهدف تحقيق أهدافها، ونتيجة لهذا الاستعمال فإن هذه التجهيزات سوف تتدني قيمتها نظرا للعديد من العوامل كالتطور التكنولوجي، والاستعمال المكثف، وعامل الزمن. ويترتب على التدهور المادي للأصل، انخفاض مردوديته، كما ونوعا، نتيجة لدرجة الاستعمال في عملية الإنتاج، وكذا نتيجة لتأثيرات المحيط الذي تستعمل فيه وسائل الإنتاج وبالخصوص الظروف المناخية، كما يترتب عن التطور التقني أثرا سلبيا، يتمثل خصوصا في ذلك التيار الكبير في ظهور الآلات الجديدة ذات التكنولوجيا المتطورة، مما يؤدي إلى الانخفاض في قيمة الآلات الأقدم منها، حتى وان لم تمر مدة أطول على استعمالها، وحتى وان لم يتم إهلاكها ماديا، ونظرا للمبدأ المحاسبي الذي ينص على الاستمرارية في النشاط، فيجب على المؤسسة مواصلة نشاطها وليس التصفية أو التخفيض، ويتوجب على المؤسسة إعادة حيازة الاستثمارات المهتلك، ويتم ذلك بواسطة تقنية الإهلاك، حيث تسجل سنويا أقساط إهلاك مختلف الاستثمارات في هيكل التكاليف وبالتالي تخفيض النتيجة بمقدار مجموع الإهلاكات وهو ما يعني تخفيض في الضريبة التي سوف تدفع لخزينة الدولة، هذا التخفيض يخصص لإعادة حيازة الاستثمارات فهو من عناصر التمويل الذاتي المهمة، حيث:²

$$\text{الإيرادات} - \text{التكاليف} = \text{النتيجة الإجمالية}$$

$$\text{حيث: } \text{التكاليف} = \text{التكاليف الحقيقية} + \text{التكاليف الوهمية (الإهلاكات)}$$

تعتبر الإهلاكات تكاليف وهمية لأن المؤسسة لا تدفع تكلفة على شكل نقدي مقابل تسجيل الإهلاكات في هيكل تكاليف المؤسسة.

$$\text{الضريبة} = \text{النتيجة الإجمالية} \times \text{معدل الضريبة}$$

$$\text{النتيجة الصافية المحاسبية} = \text{النتيجة الإجمالية} - \text{الضريبة}$$

تقوم الإهلاكات بتضخيم التكاليف وبالتالي تخفيض النتيجة وبالتالي تخفيض مقدار الضرائب، فإذا لم

تكن الإهلاكات من التكاليف الواجبة الخصم فإنه:

$$\text{النتيجة} = \text{الإيرادات} - \text{التكاليف الحقيقية}$$

¹ حواس صلاح، المحاسبة العامة، جامعة الجزائر، دار هومة للنشر، الجزائر 2006، ص140.

² محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص120.



وبالتالي فإن النتيجة سوف تزداد بمقدار قيمة الإهلاكات وفي نفس الوقت يرتفع الاقتطاع الضريبي

حيث:

$$\text{الضريبة} = (\text{النتيجة دون إدراج الإهلاكات}) \times (\text{معدل الضريبة})$$

وهو ما يؤدي إلى رفع مقدار الضريبة وذلك بمعدل معين نسميه A

تتحلى إدارة الضرائب عن قدر معين من الضريبة يقدر ب: A من أجل السماح للمؤسسة استغلال هذا القدر غير المدفوع من الضريبة في إعادة تمويل حيازة الاستثمارات. وفرض القانون التجاري الجزائري على المؤسسات تسجيل الإهلاكات السنوية وذلك حتى في حالة عدم تحقيق الأرباح وعدم كفايتها فإنه يجب الشروع في تسجيل الإهلاكات وجمع المؤونات حتى تكون الميزانية صحيحة.

يحتل الإهلاك دورا مهما في التمويل الذاتي للمؤسسة وذلك نظرا لأن المؤسسة وذلك من خلال ذلك الجزء المحرر من الضريبة والذي لا يدفع لمصلحة الضرائب والذي تستفيد منه المؤسسة، وهو ما يسمح للمؤسسة بتدعيم السيولة الذاتية وتقوية القدرة على التمويل الذاتي لها، كما يلعب دورا مهما في تحقيق الضمان للمؤسسة في تحقيق النمو وإعادة تحقيق استثمارات مهمة فهو وسيلة لحماية الاستثمار في المؤسسة وبالتالي ضمان استمراريتها في النشاط وعدم توقفها.

أ-3- طرق حساب الإهلاك: في الجزائر ومنذ الاستقلال فإن طريقة الإهلاك المعتمدة تمثلت في طريقة الإهلاك الثابت، إلى غاية سنة 1999 ونظرا لتوجه الجزائر نحو اقتصاد السوق وصدور قانون استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية، تمت مراجعة نمط الإهلاك السائد وأصبح ممكنا للمؤسسة اللجوء إلى أنماط أخرى للإهلاك غير الإهلاك الخطي والمتمثلة في الإهلاك التناقص والمتصاعد، ونصت المادة 141 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة على أن النظام الخطي هو الإهلاك القانوني، كما يمكن الرجوع إلى الإهلاك التناقص و الإهلاك المتصاعد.

- الإهلاك الثابت (الخطي): قسط الإهلاك يتم حسابه على أساس المدة العادية لاستعمال الأصل، حيث تكون أقساط الإهلاك ثابتة ومتساوية، ويحسب معدل الإهلاك بقسمة 100 (نسبة 100%) على عدد السنوات حيث:

$$\text{معدل الإهلاك} = \frac{100}{\text{عدد السنوات}}$$

- الإهلاك المتناقص: في الجزائر الإهلاك المتناقص أصبح مسموحا به بداية من سنة 1999 وذلك تشجيعا للمؤسسات العمومية الاقتصادية على إعادة استرجاع الاستثمارات المهتلكة بأقصى سرعة ممكنة

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

وخاصة بالنسبة للأصول التي تتميز بدرجة تطور تكنولوجي كبيرة حيث من المستحسن إهلاك الاستثمار المعني بسرعة وإعادة استثمار الفوائض المحققة في حيازة استثمار أكثر تطورا من هذا الاستثمار.

الإهلاك المتناقص هو اختياري ويسمح للمؤسسات بتطبيق أفساط إهلاك مرتفعة في السنوات الأولى من استعمال الأصل،

يحسب الإهلاك المتناقص بتطبيق معدل ثابت على القيمة المتناقصة، والتي تكون القيمة الأصلية للأصل (التثبيت) بالنسبة للسنة الأولى، والقيمة المحاسبية الصافية بالنسبة للسنوات القادمة.

$$\text{معدل الإهلاك المتناقص} = \text{معدل الإهلاك الثابت} \times \text{المعامل}$$

حسب المادة رقم 110 فقرة 1 ، من قانون الضرائب المباشرة الجزائري، تحدد هذه المعاملات كالتالي:

1,5 إذا كانت مدة الاستغلال بين 3 و 4 سنوات.

2,0 إذا كانت مدة الاستغلال بين 5 و 6 سنوات.

2,5 إذا كانت مدة الاستغلال أكثر من 6 سنوات.

عندما تكون الدفعة المتناقصة أقل من الدفعات المطابقة لنسبة من القيمة المتبقية، بالنسبة للسنوات الجارية، نتحصل على مخصصات إهلاك تساوي هذه النسب المستخدمة في نظام الإهلاك الخطي، وتتوقف عن استعمال الإهلاك المتناقص لما الإهلاك المتناقص يكون أقل من القيمة الباقية على السنوات المتبقية ، ونوزع بالتساوي القيمة الباقية (القيمة المحاسبية الصافية) على عدد السنوات المتبقية.

يشترط لتطبيق الإهلاك المتناقص مجموعة من الشروط حددتها المادة 110 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة الجزائري كما يلي:

- أن التجهيزات تدخل في الإنتاج المباشر للمؤسسة من غير المباني السكنية والورشات والمحلات المستعملة في ممارسة المهنة؛

- يطبق الإهلاك المتناقص على المباني والمحلات التي تستعملها مؤسسات القطاع السياحي؛

- يجب أن تكون المؤسسة خاضعة لنظام الربح الحقيقي؛

- يجب على المؤسسة التصريح كتابيا إلى إدارة الضرائب ولا يمكنها التراجع عن هذا الاختيار.

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

إن طريقة الإهلاك المتناقص تسرع نظام الإهلاك بقيم كبيرة في السنوات الأولى ، ثم تتناقص تدريجياً وأي تؤدي إلى عبء متناقص على مدة الأصل النفعية، و يزداد بذلك إمكانية التمويل الذاتي خلال السنوات الأولى.¹

- **الإهلاك المتصاعد:** أقساط الإهلاك في هذا النوع تكون متصاعدة، يطبق الإهلاك المتصاعد أو المتزايد على القيمة الأصلية لمعدل الإهلاك أكثر فأكثر (زيادة تدريجياً)، إلى أن تنعدم قيمة الاستثمار، بالتالي فإن إمكانية التمويل الذاتي تكون قليلة خلال السنوات الأولى وتزيد مع مرور سنوات العمر الاقتصادي للاستثمار.

ويتم حساب قسط الإهلاك في هذا النوع بالعلاقة التالية:

N: تشير إلى المدة النفعية للأصل (عدد سنوات الإهلاك).

تتغير هذه النسبة (معامل الإهلاك المتزايد) حسب عدد السنوات، أي بحسب عدد سنوات العمر الاقتصادي للاستثمار.

إذا كان لدينا استثمار مدة حياته 05 سنوات فإنه يتم حساب أقساط الإهلاك كما يلي:

$$- \text{ الطريقة الأولى: معامل الإهلاك المتزايد} = \frac{(N+1)N}{2} = \frac{(5+1)5}{2} = 15$$

$$- \text{ الطريقة الثانية: معامل الإهلاك المتزايد} = 1 + 2 + 3 + 4 + 5 = 15$$

تحتسب أقساط الإهلاك بقسمة عدد سنوات بداية الاستثمار على معامل الإهلاك المتزايد:

$$\text{القسط الأول} = \text{القيمة الأصلية} \times 15/1$$

$$\text{القسط الثاني} = \text{القيمة الأصلية} \times 15/2$$

$$\text{القسط الخامس} = \text{القيمة الأصلية} \times 15/5$$

إن طريقة الإهلاك المتزايد يزداد تدريجياً على المدة النفعية للأصل، فبذلك تتناقص إمكانية التمويل الذاتي خلال السنوات الأولى.

بما أن الإهلاك هو مصدر من مصادر التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى اختيار طريقة إهلاك

تناسب مع طبيعة الأهداف الموجودة من مخصصات الإهلاك حيث تتأثر عملية الاختيار بعدة عوامل²:

¹ حواس صلاح، المرجع السابق، ص 145.

² شرابي باية كتنزة، المرجع السابق، ص ص 10-11.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- **الأثر الضريبي:** على المؤسسة اختيار الطريقة التي توفر لها أكبر حجم التدفقات النقدية الصافية لذلك فإن أفضل سياسة للاهتلاك في هذه الحالة هي طريقة الإهلاك المتناقص الذي يعمل على تخفيض الوعاء الضريبي وبالتالي زيادة القدرة التمويلية للمؤسسة.

- **التضخم النقدي:** إن انخفاض قيمة النقود والارتفاع المتزايد للأسعار يؤدي إلى عدم قدرة مخصصات الإهلاك على تجديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة، وكذا تدهور قيمة رأسمالها يلزم المؤسسة القيام بما يلي:

■ إعادة تقديم الأصول الثابتة عن طريق زيادة قيمتها بما يعادل نسبة التضخم ولهذا يطبق الإهلاك على أساس القيمة الحقيقية بدلا من القيمة النقدية (ثمن الشراء).

■ اختيار طريقة الإهلاك المتناقص وذلك للاسترداد الأصول بأقصى سرعة ممكنة لتجنب أثر التمويل.

- **التقدم التكنولوجي:** إن التقدم التكنولوجي يزيد من شدة المنافسة بين المؤسسات التي تستخدم التقنيات الحديثة، ولكي تستطيع المؤسسة منافسة المؤسسات الأخرى يجب عليها أن تستخدم أصولها بما يتماشى والتقنيات الحديثة، وذلك باستعمال طريقة الإهلاك المتناقص التي تمكنها من استرداد رأسمالها المستثمر بأقصى سرعة ممكنة واستبداله بما يتماشى مع ظروف السوق وتطوراتها.

- **تحديد مدة الحياة الإنتاجية للأصل:** إن التحديد الصحيح للعمر الإنتاجي للاستثمار يلعب دورا هاما في تحديد مخصصات الإهلاك الحقيقية الواجب اقتطاعها سنويا، كما يجب تحديد القيمة الباقية للاستثمار بعد انتهاء فترة الإهلاك.

- **سياسة النمو في المؤسسة:** إن تحديد معدلات النمو المستهدفة لسنوات قادمة تؤثر على حجم ومخصصات الإهلاك الواجب اقتطاعها وبالتالي تؤثر على طريقة الإهلاك المعتمدة.

ب- المؤونات:

تعرف على أنها عبء على الإيراد الخاص بالفترة التي يتم تكوينه فيها، لمقابلة النقص الفعلي في قيم بعض الأصول أو لمقابلة الخسارة المؤكدة أو المحتملة أو لمقابلة الالتزامات المؤكدة أو المحتملة الحدوث، ولكن لا يمكن تحديد قيمتها بدقة، والمخصص للمؤونات بهذا التعريف يعتبر إلزامي وواجب التكوين قبل الوصول إلى صافي الربح أو الخسارة.

نفرق بين نوعين من المؤونات حسب الغرض بها:

- **المؤونة لحسابات المخزونات والحقوق:** وهي المؤونة التي يتم تشكيلها لمواجهة النقص في قيمة الاستثمارات والمخزونات وخطر عدم تحصيل حقوق المؤسسة.

- مؤونة الخسائر والتكاليف: يتم تسجيل هذا النوع من المؤونات عندما يكون العبء الحالي ناتج عن حادث سابق ويكون تقدير هذه التكلفة بصفة دقيقة ويتم تسجيل مبلغ المؤونة إلى غاية تنفيذ التزام المؤسسة. نذكر بأن المؤونة تنشأ طبقاً لمبدأ الحيطة و الحذر، كما نص القانون التجاري الجزائري على إجبارية تكوين المؤونة، ومن أهم الشروط المرتبطة بتكوينها ما يلي:

- أن تكون الأسباب الدالة على احتمال وقوع الخسائر مبينة على سند؛

- أن تحدد قيمة المؤونة بدقة؛

- أن تكون أسباب انخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس السنة هذا لتجسيد مبدأ الفصل بين الدورات المالية للمؤسسة؛

- أن يكون التدهور أو الأعباء و الخسائر المحتملة أكيدة الحدوث؛

- أن يكون تقدير هذا النقص موضوعياً دون مبالغة.

المؤونات خاصة بالأعباء والخسائر المحتملة، فقد تقع هذه الخسائر بالفعل خلال دورة الاستغلال، ومن هنا تواجه المؤسسة هذه الخسائر، ومن جهة أخرى قد لا تقع هذه الخسائر المحتملة و عليه تبقى هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة، وبالتالي في نهاية الدورة المالية تنتقل إلى الاحتياطات وهذا بعد طرح نسبة الضريبة منها وتبقى لدى المؤسسة حيث تدخل ضمن التمويل الذاتي لها، و بالتالي فالمؤونات ذات الطابع الاحتياطي تعتبر مصدر من مصادر التمويل الذاتي.

ج- الأرباح المحتجزة:

ج-1- تعريف الأرباح المحتجزة: الأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت، إلا أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على الشركاء (حملة الأسهم)، و ذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماره يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة بديلة متاحة للمساهمين ولذلك يستلزم قياس تكلفة هذا العنصر من مصادر التمويل .

تتميز الأرباح المحتجزة كمصدر داخلي للتمويل الذاتي بالخصائص التالية:¹

- عدم توزيع الأرباح يؤدي إلى زيادة طاقة المؤسسة من التمويل وتحقيق وفرة جديدة؛

¹ هيثم محمد الزغي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان الأردن 2000، ص94.

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجبة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- الأرباح المحتجزة مصدر تمويل منخفض التكلفة إذا خصمت من الوعاء الضريبي، وتعتبر تكلفة هذه الأرباح قليلة نسبيا وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار هذه الأموال في مجالات مختلفة؛
- مصدر تمويلي مهم يمكن اللجوء إليه من طرف جميع المؤسسات التي تحقق أرباحا جيدة؛
- لا يترتب عن استعماله أي ضمان أو رهن لأصول المؤسسة؛
- توفر للمؤسسة سيولة سريعة وبسهولة ودون الدخول في مفاوضات عسير مع أطراف أخرى للحصول على التمويل.

ج-2- سياسة توزيع الأرباح: هي المنهجية المتبعة التي بواسطتها يتم توزيع كل أو جزء من النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسة على المساهمين، وتحديد ما هي النسبة الموزعة على المساهمين وما هي النسبة المحتفظ بها.

إن علاقة المؤسسة بحاملي رؤوس المال تتحدد بمدى ضمان إيراد منتظم ودائم للمساهمين، وعلى هذا الأساس فسياسة توزيع الأرباح مبنية لدعم الهيكل المالي وذلك عن طريق الزيادة في الأموال الخاصة بواسطة الأرباح غير الموزعة، و يتحقق ذلك إما عن طريق الاحتفاظ بجزء من أرباح المساهمين لدعم التمويل الذاتي أو توزيع الأرباح على المساهمين للرفع من قيمة الأسهم في سوق المال.

لكي تتمكن من توزيع الأرباح يجب أن يكون رصيد حساب النتائج للمؤسسة موجب، بعد طرح كل الالتزامات القانونية والتأسيسية وخسائر السنوات السابقة، والذي يحسب كما يلي¹:

الأرباح القابلة للتوزيع = أرباح السنة + الأرباح المجمعة - خسائر المرحلة مخصصات الاحتياطات الإجمالية و التأسيسية.

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح على الشركاء، وذلك نظرا للأسباب التالية²:

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة زيادة رأس مالها (طرح أسهم جديدة)؛

¹ محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص 129.

² محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأورسي الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، ص 86.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، و بخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح و زيادة الاستثمار في نفس الوقت؛
- تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

- في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة؛
- إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية و الاستغلال؛
- إذا حققت المؤسسة نمواً معتبراً ، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها و زيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة و من ثم عدم تسديد التزاماتها؛

بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:

- نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة؛
- إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب.

د- الاحتياطات:

د-1- تعريف الاحتياطات: تعرف الاحتياطات على أنها مبلغ يحتجز من أرباح المنشأة القابلة للتوزيع لتحقيق أهداف معينة مثل تدعيم المركز المالي للمؤسسة أو لتنفيذ سياسة إدارية أو تنفيذاً للسياسة العامة للدولة وعلى ذلك يعتبر الاحتياطي توزيعاً للربح وبالتالي يتوقف تكوينه على شرط تحقيق المنشأة لأرباح، حيث أن الاحتياطات مهما كان نوعها إنما هي عبارة عن أرباح صافية قابلة للتوزيع ولكنها حجزت . في حساب احتياطي خاص لذلك فهي تعتبر حقاً من حقوق أصحاب المشروع.

د-2- أنواع الاحتياطات:

- **الاحتياطي القانوني:** يمثل الاحتياطي القانوني تلك الأموال التي تحجز من الأرباح طبقاً لنص القانون المتعلقة بتنظيم أعمال الشركات في الدولة أو طبقاً لما ينص عليه القانون النظامي للشركة ذاتها، وتكون الاحتياطات بهدف مواجهة الخسائر غير العادية التي قد تتعرض لها الشركة نتيجة ظروف غير متوقعة ولذلك فإنه من الضروري ألا تستخدم الاحتياطات القانونية في غير الغرض، وعلى سبيل المثال تغطية بعض الخسائر



أو المصروفات العادية أو تستخدم في إجراء توزيعات على المساهمين، لكن يمكن استخدام الاحتياطات القانونية فقط في تعويض النقص الذي قد يحدث لبعض أصول الشركة نتيجة تعرضها لأخطار لم تكن متوقعة. وقد تنص القوانين على تكوين احتياطات أخرى غير الاحتياطي القانوني وذلك مثل النص على تكوين احتياطي لشراء السندات الحكومية وإن كان احتياطي شراء السندات الحكومية له نفس طبيعة الاحتياطي القانوني بسبب أنه يكون بناء على نص قانوني، إلا أنه يختلف من حيث الغرض من تكوينه، فالاحتياطات القانونية تكون بهدف مواجهة الخسائر غير العادية التي قد تتعرض لها الشركة نتيجة ظروف غير متوقعة، إلا أن الغرض من تكوين احتياطي شراء السندات الحكومية هو أن تساهم الشركات في تغطية القروض التي تصدرها الحكومة وعلى هذا الأساس فإن إمكانية الشركة في استخدام الاحتياطي القانوني تختلف عنها بالنسبة لاحتياطي شراء السندات.

- **الاحتياطي العام (الاختياري):** يتكون الاحتياطي العام بهدف تدعيم المركز المالي للشركة وجعلها أكثر قدرة على مواجهة أي ظروف غير عادية، ويكون الاحتياطي العام بناء على موافقة الجمعية العمومية وتمثل الأموال المجمعة من الاحتياطي العام مصدر تمويل داخلي للشركة وبالتالي تدعم المركز المالي لها، ويمكن للشركة أن تستخدم الاحتياطي العام لمواجهة الخسائر أو إجراء التوسعات ومن ناحية أخرى فإنه يمكن استخدام الاحتياطي العام في إجراء توزيعات على المساهمين للحفاظ على معدلات التوزيع المعتادة، ويختلف الاحتياطي العام في ذلك عن الاحتياطي القانوني الذي يعتبر غير قابل للتوزيع على المساهمين وإن كان يشترك معه في الغرض الأساسي من التكوين وهو تدعيم المركز المالي للشركة.

- **احتياطي التوسعات:** تلجأ الشركات إلى تكوين احتياطي لمقابلة النفقات اللازمة لشراء بعض الأصول الثابتة أو المتداولة للتوسع في أعمال الشركة وتلجأ إلى الاقتراض أو زيادة رأس المال لتنفيذ أهدافها التوسعية، ويلاحظ أن احتياطي التوسعات يرحل إلى الاحتياطي العام إذا تبقى منه رصيد بعد استخدامه في شراء الأصول اللازمة للتوسعات التي تراها الشركة ضرورية.

- **احتياطي رد السندات:** يتكون احتياطي رد السندات بهدف توفير الأموال اللازمة لرد قيمة السندات في مواعيد استحقاقها وتكوين هذا الاحتياطي يضمن من ناحيته لحملة السندات حصولهم على قيمة سنداتهم عند حلول مواعيد استحقاقها ويضمن من ناحية أخرى إلا يتأثر رأس المال العامل بالشركة نتيجة سدادها لقيمة السندات، وإذا استخدم الاحتياطي في سداد جميع السندات وتبقى منه بعد ذلك رصيد فإن الاحتياطي في هذه الحالة قد استنفذ الغرض منه ويرحل الرصيد المتبقي إلى الاحتياطي العام.

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- **الاحتياطي السري:** تنشأ الاحتياطيات السرية نتيجة استخدام الإدارة لوسائل تؤدي إلى إظهار حقوق

المساهمين في الميزانية بأقل من القيمة الحقيقية ومن الوسائل التي تؤدي إلى وجود احتياطات سرية:

- المغالاة في تحديد قيمة المخصصات؛

- إهلاك المصروفات الرأسمالية مرة واحدة من الأرباح أو على عدد من السنوات أقل من تلك السنوات التي

تنتفع بالمصروفات؛

- إثبات الأصول الثابتة بأقل من قيمتها الفعلية، و إثبات الالتزامات بأكثر من قيمتها الفعلية.

1-4- مزاي وعيوب التمويل الذاتي: للتمويل الذاتي عدة مزايا تبرر لجوء المؤسسات إليه كمصدر تمويل،

كما أن هذا العنصر لا يخلو من بعض العيوب.

أ- مزايا التمويل الذاتي:¹

- تسهيل عملية توسيع أنشطة المؤسسة، خصوصا في حالة ما إذا كان مبلغه معتبرا؛

- تدعيم الهيكل المالي الحالي للمؤسسة؛

- عدم تحميل المؤسسة أية أعباء مالية غير أن ذلك لا يعني أن التمويل الذاتي عبارة عن مصدر تمويل مجاني؛

- استفادة المؤسسة من التخفيضات الجبائية باعتبار أن الإهلاكات تمثل الجانب الأوفر من التمويل الذاتي،

وبما أنها معفاة من الضريبة فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة بما يساوي قيمة الإهلاكات

المسموح خصمها ضريبيا، وبالتالي يمكن اعتبار القيمة المخصومة ضريبيا بمثابة قرض مقدم للمؤسسة من المصالح

الضريبية؛

- المحافظة على الاستقلالية المالية للمؤسسة وهو ما يسهل عملية الاستدانة مستقبلا؛

- يعتبر التمويل الذاتي أفضل بديل لمصادر التمويل التقليدية، فمقارنة بالتمويل بالاستدانة يتميز التمويل الذاتي

بعدم التزام المؤسسة بتسديد أقساط دورية، إضافة إلى عدم تقليص الاستقلالية المالية للمؤسسة، كما أن

الشروط التقنية المفروضة للاستفادة من خدمات الأسواق المالية قد تحول دون استفادة المؤسسات لاسيما

الصغيرة منها و المتوسطة من خدمات هذه الأسواق و الزيادة من أموالها الخاصة عن طريق طرح أسهم

للاكتتاب وقد يصبح بذلك التمويل الذاتي المصدر الوحيد لتمويل طويل الأجل المتاح أمام هذه المؤسسات؛

¹ Patrice vizzavona, **gestion financière** , 8eme édition ,Edition Berti, Alger ,1993, P83.

- إتاحة التمويل الذاتي حرية كبيرة في اختيار استعمال الأموال؛ يسمح التمويل الذاتي بقبول بدائل استثمارية تتميز بمخاطر كبيرة و التي كان من الممكن رفضها لو أن تمويلها كان سيتم عن طريق مصادر خارجية نظرا للتكاليف المرتفعة لهذه المصادر المرتبطة بعلاقة طردية مع حجم المخاطر.

ب- عيوب التمويل الذاتي:

- إهمال المؤسسات لتكلفتها التي تبدو ظاهريا معدومة غير أنها ليست كذلك؛
- عرقلة حركة رؤوس الأموال بين القطاعات حيث يعاد استثمار الفائض النقدي المحتجز في قطاعات معينة دون أخرى ولو وزعت الأرباح المحتجزة لسمح ذلك بانتقال الموارد المالية بين القطاعات.

كما توجه للتمويل الذاتي انتقادات من قبل الأجراء الذين يرون أن مصدر قسم معتبر من الأرباح المتراكمة غير الموزعة هو الارتفاع في إنتاجية العمل، و بالتالي فإن لهم الحق في الفائض المحقق و ذلك عن طريق زيادة أجورهم، في حين يرى المستهلكون أن تحقيق مستويات معتبرة من التمويل الذاتي مرده الارتفاع في أسعار السلع والخدمات التي يقبلون عليها، أما فيما يخص المساهمين، فإن آراءهم مختلفة بخصوص سياسة التمويل الذاتي للمؤسسة فالمساهمون بالأقلية يفضلون عادة التوزيعات غير أن المساهمين بالأغلبية يفضلون احتجاز الفائض دون توزيعه¹.

لا يعتبر التمويل الذاتي المصدر الداخلي الوحيد المتاح لدى المؤسسة بل يمكن لهذه الأخيرة الحصول على تدفقات نقدية جراء التنازل عن استثماراتها.

2- التنازل عن الاستثمارات:

يعتبر التدفق النقدي الناتج عن عملية تنازل المؤسسة عن أصل من أصولها بمثابة مورد داخلي يشكل إلى جانب التمويل الذاتي مجموعة الموارد الداخلية للمؤسسة، وتسمى عملية تنازل المؤسسة عن أصل أو مجموعة من أصولها بعملية الاستثمار السلبي الذي يتخذ أشكالا متعددة، كما أن المؤسسة لا تلجأ إليه إلا في بعض الحالات الخاصة.

2-1- دواعي التنازل عن الاستثمارات:

بالرغم من أن عملية التنازل عن الاستثمارات لا تدخل ضمن النشاط العادي للمؤسسة إلا أنها تلجأ إليها في حالات خاصة نذكر منها:

¹ مريم باي، السوق السندي واشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة سونلغاز، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة الجزائر (2007-2008)، ص 43.



- التنازل عن أصول قديمة لأجل استبدالها بأصول أكثر تطوراً وهذا ما يدخل في عملية التحديث التي تقوم بها المؤسسة؛

- التنازل عن الأصول التي لم تعد بحاجة لها بعد تغيير نشاط المؤسسة أو التخلي عن وظيفة معينة.

2-2- أشكال التنازل عن الاستثمارات: تأخذ عملية التنازل عن الاستثمارات عدة أشكال وذلك سواء بحسب طبيعة الأصل موضوع التنازل أو بحسب درجة حرية المؤسسة في لجوئها إلى هذه العملية، وتبعاً لهذين المعيارين تأخذ عملية الاستثمار السلبي الأشكال الآتية:

أ- أشكال الاستثمار السلبي بحسب طبيعة الأصل المتنازل عنه: تأخذ عدة أشكال نذكر منها:

أ-1- الاستثمار السلبي الخاص بالعمليات المادية: ومنها عملية سحب المنتجات، التي تعني وضع حد للاستثمار في منتج معين أو نوع فقط منه، كما يخص هذا النوع من العمليات بيع المعدات للأسباب المذكورة أعلاه.

أ-2- الاستثمار السلبي الخاص بالأوراق المالية: تعني هذه العملية بشكل خاص بالتنازلات عن الأسهم التي تملكها المؤسسة، و الخاصة بالمساهمة في رأسمال شركات أخرى.

أ-3- الاستثمار السلبي الخاص بالوظائف: يحدث هذا النوع من الاستثمار السلبي عندما تقرر المؤسسة التخلي عن وظائف معينة لصالح الغير، لتختص هي في وظائف أخرى، ومثال ذلك تخلي المؤسسة عن وظيفة التسويق لتكتفي بالإنتاج فقط، أو الإبقاء على وظيفة تسويق المنتجات التي ينتجها الغير، وفي كلتا الحالتين فإن التخلي عن وظيفة معينة يصاحبه الاستغناء عن الأصول المرتبطة "بشكل أساسي بهذه الوظيفة و بالتالي فإن من صالح المؤسسة التنازل عن هذه الأصول.

ب- أشكال الاستثمار السلبي بحسب درجة حرية المؤسسة في اللجوء إليه: ويتخذ عدة أشكال نذكر أهمها فيما يلي:

ب-1- الاستثمار السلبي الجبري: عادة ما يكون هذا النوع من الاستثمار السلبي نتيجة قرار متخذ من خارج المؤسسة فهو لا يمثل خياراً تلجأ إليه المؤسسة بل حتمية مفروضة عليها من قبل أطراف خارجية.

ب-2- الاستثمار السلبي الإداري: حيث يتم اتخاذ القرار بشأنه من داخل المؤسسة من دون أية ضغوطات خارجية.

ب-3- الاستثمار السلبي التشاوري: يخص هذا النوع من الاستثمار السلبي الحالات التي يطلب فيها المشتري التنازل عن الاستثمار دون ممارسة أية ضغوطات، أي مجرد اقتراح على مسؤول عملية التنازل، الذي يكون بدوره مستعدا للقيام بهذه العملية.

يحتل التمويل الذاتي و التمويل الخاص الداخلي بصفة عامة دورا بارزا في توفير موارد مالية للمؤسسة من دون اللجوء إلى الغير، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن حجم هذا المورد لا يكفي في أغلب الأحيان لتغطية احتياجات المؤسسة من التمويل، لأنه غالبا ما يحدث وأن تكون المؤسسة في حاجة إلى أموال من أجل التوسع في نشاطها أو من أجل إقامة استثمارات جديدة هذه الاستخدامات عادة ما تحتاج إلى أموال كبيرة و لمدة طويلة نسبيا، الأمر الذي يدفع بها إلى اللجوء لمصادر خارجية لتدبير موارد مالية إضافية.

ثانيا - التمويل الخاص الخارجي:

يقصد بالتمويل عن طريق الأموال الخاصة ذات الأصل الخارجي كل موارد المؤسسة المقدمة من طرف المساهمين مقابل حصولهم على حق ملكية يسمى (سهم).

1- التمويل عن طريق الأسهم:

السهم هو عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول، يمثل مستند ملكية لجزء من المؤسسة التي أصدرته تعود للشخص الذي ساهم بأمواله في المؤسسة عند إنشائها (تأسيس المؤسسة) أو في فرص أخرى كزيادة رأس المال مثلا.¹

يعرف القانون التجاري الجزائري في المادة 715 مكرر 40 من المرسوم التشريعي رقم 9308 المؤرخ في 25 أبريل 1993 السهم على أنه: مستند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها. وبالتالي فالسهم عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول وتعبّر عن حق ملكية في رأس مال المؤسسة، وتشكل مجموعة أسهم المؤسسة رأسمالها الاجتماعي و يتم إصدار هذه الأوراق المالية عند تأسيس الشركة، ثم عند زيادة رأس مالها.

تنقسم الأسهم إلى ثلاث فئات:²

من حيث الشكل الذي تصدر به : إلى أسهم اسمية ، أسهم لحاملها وأسهم لأمر؛

¹ J.C.Bagneris, P.giury, J.Teulie, P.Topsacalian, **Introduction à la finance d'entreprise**, Vuibert, Paris, P26.

² Chamoun Chamoun, **la bourse**, Edition houma, algerie 1999 , P22.

من حيث نوع الحصة التي يدفعها : إلى أسهم نقدية وأسهم عينية؛
من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها : إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1-1- الأسهم العادية: تأتي الأسهم العادية في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال، إذ تمثل هذه الأخيرة الملكية الأصلية في المؤسسة وهي تعد مصدر التمويل الأول للمؤسسات الجديدة كما أنها تشكل المصدر الأساسي للمؤسسات القائمة لاسيما شركات المساهمة، والسهم العادي هو مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية:

أ- القيمة الاسمية: تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس، تظهر هذه القيمة عادة على وثيقة إصدار السهم عند شرائه في السوق المالي أو عند إصدار شهادة إثبات ملكية للسهم أو الأسهم في المؤسسة، و تعتبر القيمة الاسمية أساسا لتقدير رأسمال الشركة.¹

ب- القيمة الدفترية: هي تلك القيمة التي تعكسها السجلات المحاسبية للمؤسسة وتمثل مجموع رأس المال المساهم به و الاحتياطات و الأرباح غير الموزعة، يتم حسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المشروع مقابل كل سهم من أسهم المشروع و تحسب كما يلي:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية / عدد الأسهم المصدرة.

= قيمة الموجودات - الديون / عدد الأسهم المصدرة

ج- القيمة السوقية: تتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون القيمة السوقية أكثر أو أقل من القيمة الاسمية، تعد أساسا للمضاربة في سوق المال، و ذلك باعتبارها المؤشر الذي يركز عليه في اتخاذ قرارات البيع والشراء، تعتبر القيمة السوقية مؤشرا هاما لتقييم المؤسسة، يعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر وقدرتها على النمو، فعندما تحقق المؤسسة أرباحا وترتفع درجة تقييمها يكون سعر السهم في السوق أعلى من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية و العكس صحيح، و تحسب كما يلي:

القيمة الحقيقية للسهم = (قيمة الموجودات في السوق - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم

العادية.

قيمة إصدار السهم (في حالة زيادة رأس المال): وهي تلك القيمة التي يتم بموجبها تحديد سعر إصدار السهم العادي و يبعه في السوق المالي، و يصدر السهم عادة بسعر أعلى من القيمة الاسمية و أقل من القيمة

¹ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر، عمان الأردن 2009 ، ص 119 .



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

السوقية يسمى بسعر الإصدار، و الفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي للسهم يسمى علاوة الإصدار، تدفع العلاوة مباشرة إلى المؤسسة، وترتفع قيمة إصدار للمؤسسات التي تتمتع بمركز مالي متين في السوق.

أهم مزايا استعمال الأسهم العادية في التمويل ما يلي:

- لا تتضمن الأسهم العادية نفقات ثابتة لأن المؤسسة غير ملزمة قانونا بتوزيع أرباح على حاملي الأسهم العادية بدون قرار من الجمعية العامة؛

- تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل فهي لا تستحق في تاريخ محدد، و لا يجوز استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها؛

- إصدار الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، وهو أمر يترتب عليه زيادة المقدرة الائتمانية للمؤسسة؛

- تعتبر الأسهم العادية من القيم المنقولة التي يسهل تسويتها مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة لأنها تجذب فئات معينة من المستثمرين من حيث:

● أن العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من العائد المتوقع من الاستثمار في السندات أو الأسهم الممتازة.

● بما أن الأسهم العادية تمثل ملكية للمؤسسة فإنها توفر حماية جيدة للمستثمرين فيها ضد التضخم النقدي، ففي فترات التضخم ترتفع قيمة السهم العادي تماشيا مع ارتفاع قيمة أصول المؤسسة الحقيقية.

● عادة ما تكون معدلات الضريبة المفروضة على عائد الأسهم العادية أقل من المعدلات الضريبية المفروضة على العائد من السندات.

- وتعد الأسهم العادية من مصادر التمويل المرغوبة من وجهة النظر الاجتماعية لأنها تجعل المؤسسات أقل عرضة للضرر الناجم عن الانخفاض في المبيعات و المكاسب، و بما أن التمويل بالأسهم العادية لا يتضمن نفقات ثابتة فإن الانخفاض في الأرباح لا يجبر هذه المؤسسة على إعادة التنظيم أو إعلان الإفلاس.

يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب نذكر منها:

- يؤدي إصدار وبيع الأسهم العادية إلى مساهمين جدد إلى زيادة عدد من لهم حق الرقابة على المؤسسة، و لهذا السبب غالبا ما نجد أن إدارات المؤسسات الصغيرة و الجديدة تتجنب استخدام الأسهم العادية للحصول على تمويل إضافي لأنها لا تريد أن تشاركها أطراف خارجية في الرقابة على المؤسسات.

- يؤدي بيع أسهم عادية جديدة إلى إعطاء عدد أكبر من المستثمرين الحق في المشاركة في أرباح المؤسسة، و على ذلك فإن الاعتماد على الاستدانة يمكن المؤسسة من الحصول على التمويل اللازم بتكلفة ثابتة و أقل، بينما الاعتماد على الأسهم العادية في التمويل يؤدي إلى وجود مالكين جدد لهم حقوق متساوية في المشاركة في صافي دخل المؤسسة.

- عادة ما تكون تكاليف إصدار و بيع الأسهم العادية أعلى من تكاليف إصدار و بيع السندات والأسهم الممتازة و يرجع السبب في ذلك إلى:

● أن تكاليف استقصاء و تقويم الاستثمار باستخدام الأسهم أعلى من تكاليف استقصاء عن طريق السندات.

● أن الأرباح التي تولدها الأسهم العادية على عكس فوائد السندات أو القروض لا تعتبر من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، مما يفوت على المؤسسة المصدرة فرصة الاستفادة من الوفر الضريبي.

● تتضمن الأسهم العادية مخاطرة أعلى من المخاطر التي تتضمنها السندات و الأسهم الممتازة مما يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية.

1-2- الأسهم الممتازة: تعد الأسهم الممتازة وسيلة هامة للتمويل بالنظر إلى الخصائص التي تتصف بها، وللأسهم الممتازة أنواع عديدة تمنح كل منها ميزات مختلفة للمؤسسة التي تلجأ إلى إصدارها، تمنح امتيازات إضافية لحاملها تجعلهم مفضلين على أصحاب الأسهم العادية، فلها حق الأولوية قبل الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها وسبب هذا التفضيل يعود إلى رغبة المؤسسة في جذب المستثمر وإغرائه بالمساهمة في رأس المال في حالات الزيادة في رأس المال أو في حالة تحويل السندات إلى أسهم ممتازة عند العجز عن الوفاء بالتزاماتها اتجاه حاملي السندات.

تعتبر الأسهم الممتازة خليطاً من الدين وحقوق الملكية، فهي كالديون لها معدل توزيعات أرباح ثابت، وكالأسهم العادية ليس لها فترة استحقاق، كما أن عدم دفع توزيعات أرباحها لا يؤدي بالشركة إلى الإفلاس. من أهم خصائص الأسهم الممتازة ما يلي:¹

- في العادة ، لا يوجد لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت؛
- يتم و عد حاملي الأسهم الممتازة من قبل الشركات بتوزيعات أرباح ثابتة؛
- لا يوجد للأسهم الممتازة فترة استحقاق، لكنها غالباً ما يتم استدعاءها؛

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الجامعة الأردنية، الأردن 2010، ص188.

- تستطيع إدارة الشركة أن توقف توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة لكن بعد وقف توزيعات الأرباح على الأسهم العادية؛

- إذا تم وقف توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، فعادة ما تصبح جميع هذه التوزيعات ديون متراكمة يجب على الشركة إعادة دفعها قبل أن يتم توزيع أية أرباح على أصحاب الأسهم العادية؛

- بعض إصدارات الأسهم الممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية؛

- السهم الممتاز عبارة عن ورقة مالية يعتبر بدوره مستند ملكية له قيمة اسمية و قيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الدفترية للسهم الممتاز في القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة، وهي تختلف بذلك عن طريقة حساب القيمة الدفترية للأسهم العادية بحيث لا تدخل الاحتياطات والأرباح المحتجزة في حساب القيمة الدفترية للأسهم الممتازة وذلك كون أنه ليس لحملة هذه الأسهم نصيب في هذه المبالغ التي قد تظهر في ميزانية المؤسسة؛

- لحملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نصيبهم من الأرباح التي حققتها المؤسسة وقررت الإدارة توزيعها، ويتحدد نصيبهم من الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، كما أن لأصحاب هذه الأسهم الأولوية في الحصول على حقهم من أموال التصفية.

تعتبر الأسهم الممتازة هجينة لأنها تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، لهذا فإن استخدام الأسهم الممتازة في التمويل له عدة مزايا وعيوب، ومن بين المزايا نذكر ما يلي:¹

- لا يترتب على إصدار الأسهم الممتازة نفقات ثابتة، فالمؤسسة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات للأرباح في كل سنة تحقق فيها أرباحا.

- إصدار أسهم ممتازة جديدة يجنب المؤسسة شرط المساهمة المتساوية في المكاسب و الذي يتطلب بيع أسهم عادية إضافية.

- إصدار أسهم ممتازة جديدة يمنح المؤسسة موارد مالية إضافية دون تدخل أطراف أخرى في الرقابة عليها.

- تعتبر الأسهم الممتازة أكثر مرونة من السندات لأنها ليست لها تاريخ استحقاق ولا تخصص أموال لاستردادها.

- إصدار الأسهم الممتازة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال و هو أمر يترتب عليه زيادة المقدرة الائتمانية للمؤسسة.

¹ سيمر محمود عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة و النشر والتوزيع، الأردن 1997، ص52.

كما أن إصدار أسهم ممتازة لا يخلو من بعض العيوب، نذكر منها:

- أن عائد الأسهم الممتازة ليس مصروفا لغاية الضرائب، وهذا ما يجعل تكلفتها مرتفعة مقارنة بالسندات.
- تتضمن الأسهم الممتازة مخاطرة أعلى من المخاطر التي تتضمنها السندات مما يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطالبه المستثمر، كما أنه في حالة الإفلاس و توزيع أموال التصفية يأتي حملة هذه الأسهم بعد الدائنين.

2- طرق أخرى للتمويل الخاص الخارجي:

1-2- زيادة رأس المال عينا: إن هذه الطريقة لا توفر وسائل مالية للمؤسسة ولكنها تشكل مع ذلك عملية غير مباشرة للتمويل وذلك من خلال المساهمة بواسطة أصول يمكن تقييمه مثل المساهمة بأراضي، أو مباني، أو تجهيزات إنتاج، أو وسائل نقل، والتي تسمح للمؤسسة بتوسيع قدراتها الإنتاجية.¹ إن الزيادة في رأس المال عينا سوف يقابلها زيادة في جانبي الميزانية الأصول والخصوم وذلك حفاظا على مبدأ تساوي طرفي الميزانية، وعدد الأسهم المنشأة في هذه الحالة يساوي قيمة المساهمة العينية مقارنة مع القيمة الاسمية للأسهم، وتهدف المؤسسة من خلال اللجوء إلى هذا النوع من التمويل إلى تقوية الأموال الخاصة وتغطية الاحتياج في التمويل وتسمح لها كذلك بتحرير رأس مالها دون اللجوء إلى الادخار العام التي تقيم على أنها ذات مخاطرة وتكاليف مرتفعة. تتميز هذه العملية بالخصائص التالية:

- يؤدي إلى ارتفاع الأموال الخاصة والأموال الثابتة؛
- عدم اختلال التوازن المالي في حالة أن الأصل المساهم به من القيم الثابتة؛
- في حالة الأصل المساهم به من القيم المتداولة فإن ذلك يساهم في تخفيف الضغط عن الخزينة الناتج عن ارتفاع الأصول المتداولة بسبب نمو النشاط؛
- يقلل من المخاطر المالية وذلك بالتقليل من اللجوء إلى الاستدانة.

2-2- تحويل الديون: هو تحويل ديون الغير على المؤسسة إلى أسهم (التي تسمى أيضا تجميد الديون) ويتوقف أثر التحويل على المؤسسة حسب طبيعة هذه الديون، فالمؤسسة التي تعاني من صعوبات في خزنتها بإمكانها التوجه إلى دائنيها وذلك من أجل تحويل تلك الديون بتوزيع مجموعة من الأسهم على هؤلاء الدائنين، ولا يتم تحويل الديون إلى أسهم إلا بموافقة الجمعية العامة للمساهمين التي تقرر هذه العملية.

إن تحويل الديون كوسيلة لرفع رأس المال لا يؤدي إلى زيادة في السيولة النقدية حيث تدمج الديون

في شكل أموال خاصة وتسمى هذه العملية كذلك بتصفية الديون، وتتم هذه العملية بطريقتين:

¹ محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص 140.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- تحويل الديون القصيرة الأجل: في حالة ما إذا كانت هذه الديون قصيرة الأجل فإن ذلك يؤدي إلى تحسين رأس المال العامل الصافي، ومن ثم الهيكل المالي للمؤسسة كنتيجة لانخفاض ديون القصيرة الأجل والزيادة المماثلة

للأموال الدائمة.

- تحويل الديون الطويلة والمتوسطة الأجل: في حالة كونها ديونا على المدى الطويل والمتوسط فإن الأموال الدائمة ورأس المال العامل الصافي يبقيان ثابتين، ولكن في المقابل تصبح المؤسسة أكثر استقلالية اتجاه الغير (نفس الشيء في حالة تحويل السندات إلى أسهم).

2-3- التمويل بواسطة شبه الأموال الخاصة: يقصد بشبه الأموال الخاصة الأوراق المالية التي تقع بين الملكية والدين (بين الأسهم و السندات) وهي تضاف إلى حساب الأموال الخاصة للمؤسسة حيث لها خصائص قانونية ومحاسبية مختلفة عن الأموال الخاصة، ولكن تضمن من الناحية المالية نفس الوظائف مثلها، تسمح شبه الأموال الخاصة بتحقيق زيادة في الأموال الخاصة بدون عواقب على مراقبة المؤسسة، وتعتبر هذه الأوراق أكثر جاذبية وبدون مخاطر إذ تتيح للمكتسبين تحقيق فائض في البورصة في المستقبل، نتيجة لتحويل أوراقهم إلى أسهم.

توجد عدة أصناف لشبه الأموال الخاصة نذكر منها على سبيل المثال:

أ- أسهم ذات عائد ممتاز بدون حق التصويت: وهي عبارة عن أسهم ممتازة مجردة من حق التصويت.

ب- شهادة الاستثمار: وهي أسهم عادية مجردة من حق التصويت وتعادل قيمتها الاسمية قيمة السهم العادي المصدر من طرف المؤسسة.

ج- سندات المساهمة: هي تقترب من السندات تصدرها المؤسسات العمومية فقط، لا تسدد إلا في حالة تصفية المؤسسة وبعد تسديد حقوق الدائنين الآخرين (عدا قروض المساهمة)، وتشمل مكافئتها على جزء ثابت محسوب على أساس القيمة الاسمية لهذا السند أكثر من (60% من القيمة الاسمية)، وجزء متغير أقل من (40% من القيمة الاسمية للسند) مرتبط بمستوى الأرباح المحققة من طرف المؤسسة.

د- الأوراق المالية التابعة: صنف من السندات لا تسدد قيمتها إلا بعد تسديد قيمة جميع حقوق الدائنين و لا تستلزم تسديد عائدها في حالة عدم وجود أو ضالة الأرباح.

المحور الثالث: التمويل بالاستدانة والاستئجار

أولاً - الائتمان التجاري:

1- تعريف الائتمان التجاري:

الائتمان التجاري هو من نوع التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات التي تحصل عليها المؤسسة مع تأجيل دفعها قيمتها إلى أجل لاحقة، وتمثل المشتريات في السلع التي تتجار فيها المؤسسة إذا كانت مؤسسة تجارية، أو مواد أولية أو وسطية تستخدمها في صناعتها، أو خدمات نقل وشحن... الخ. ويصاحب الائتمان التجاري العمليات الجارية التي تقوم بها المؤسسة، وينشأ من خلال الفترة الفاصلة بين تاريخ شراء البضاعة وبين تاريخ تسديد قيمة هذه البضاعة، ويكثر استعمال هذا النوع من التمويل خاصة بالنسبة لمؤسسات البيع بالتجزئة، وفي بعض الأحيان يعتبر هذا النوع من التمويل هو الوحيد المتاح لبعض المؤسسات.

أما بالنسبة لتكلفة هذا النوع من التمويل فإنها تعتمد على شروط الموردين، ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه قد يتحول إلى تمويل مكلف جداً، إذ لم تحسن المؤسسة استغلاله، فعدم تسديد مستحقات الموردين في الوقت المناسب، قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق بشكل قد يصعب معه الحصول على احتياجاتها من الموردين.

أما إذا كان الموردين يقدمون خصماً نقدياً لعملائهم، فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المؤسسة سوف تستفيد من هذا الخصم أم لا، أي أن الائتمان التجاري يكون مجاني في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة الائتمان خلال فترة الخصم.

إن شراء الآلات والمعدات بالتقسيط لا يدخل ضمن الائتمان التجاري لأن شرائها عادة يتم بموجب عقود يتفق فيها السداد على فترات محددة بآجال طويلة.

2- أشكال الائتمان التجاري:¹

هناك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما: الحساب الجاري وأوراق الدفع.

1-2- الحساب الجاري: وهو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم التعقيد في الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع

¹ دريد كامل آل شيب، المرجع السابق، ص ص 125-127.

بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد وفي الحياة الاقتصادية لشركات الأعمال، يعتبر الحساب المفتوح أهم الأنواع الشائعة لمصادر التمويل المقترضة قصيرة الأمد، والحساب الجاري هو أن يفتح البائع للمشتري حسابا في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي يسدها أولا بأول ، ويتم التعامل بمثل هذا النوع من الائتمان بواسطة أجهزة الاتصال المتاحة، أي من خلال استعمال الهاتف والفاكس دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم أي وثيقة أو ضمانات وتعد الفاتورة وقيمتها ضمان لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد، إذ يمكن اعتمادها لغرض المطالبة بحقوقه من العميل إضافة إلى أنها تظهر في ميزانية المورد والعميل في حسابات الذمم المدينة والدائنة.

2-2- أوراق الدفع: هي وثيقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد، وتعتبر هذه الوثيقة دليل قانوني على مديونية العميل للمورد لا يمكن إنكارها، إذ يتم استخدام الكمبيالات أو السند الإذني لإثبات عملية البيع على الحساب في بعض عمليات منح الائتمان، والميزة الأساسية للبيع بهذه الطريقة هي إمكانية خصم قيمة الكمبيالة من قبل المورد لذلك تجعل المورد في مركز قوي خاصة عند حلول موعد الاستحقاق، وفي حالة التأخير عن التسديد يمكن إحالة أوراق الدفع (الكمبيالة) إلى القضاء واحتمال إشهار إفلاس المشتري، وبالتالي يتجنب المشتري تحرير الكمبيالات للمورد ويفضل تمويل الاحتياجات المالية عن طريق استخدام أسلوب الحساب الجاري.

3- العوامل المؤثرة في الائتمان التجاري كمصدر للتمويل:

يتوقف منح الائتمان التجاري واستخدامه على حاجة المشتري له وعلى رغبة واستعداد البائعين لمنحه، وإذا ما عرفنا أن حاجة المشتري للائتمان التجاري شديدة بسبب المنافع والمزايا الاقتصادية التي تحصل عليها شركات الأعمال نتيجة الاعتماد عليه في التمويل، فإن لجوء البائعين لمنحه تدخل فيها جملة من العوامل:¹

3-1- مركز البائع المالي: حيث يميل البائع إلى منح شروط أسهل وأطول إذا كانت أمواله المملوكة كبيرة

وقدرته على الاقتراض كبيرة أيضا بالنسبة لحجم العمليات التي سيقوم بها.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن 2004، ص950.

3-2- مدى رغبة البائع في التخلص من مخزونه السلعي: فلو كان البائع شديد الرغبة في التخلص من

مخزونه بسبب زيادة حجمه الاقتصادي أو لاحتمال تغير الأسعار لغير صالحه نجده يتوسع في منح الائتمان بشروط سهلة ومغرية، للحصول على رضا المستهلك وكسب عملاء جدد.

3-3- طبيعة السلعة المباعة: حيث أن السلعة التي تتمتع بطلب كبير وعمام يكون الائتمان فيها بشروط

أسهل من السلع ذات الطلب الضيق والمحدود.

3-4- حالة المنافسة: إذ كلما كانت المنافسة شديدة تعمل على تسهيل شروط منح الائتمان، وبالتالي

يقل لجوء المشتريين إليه.

3-5- الحالة التجارية: فعندما تكون الأحوال التجارية مزدهرة ورائجة فان أخطار منح الائتمان تصل إلى

أدناها والنتيجة التوسع في منح الائتمان بشروط أسهل، أما عند تغير الأحوال وظهور الكساد فان الحال سينقلب إلى العكس.

4- مزايا الائتمان التجاري بوصفه مصدر للتمويل:

يتمتع الائتمان التجاري المكتسب بعدة مزايا أهمها ما يلي:¹

4-1- التوافر باستثناء المنشآت التي تعاني من مشاكل مالية: فان الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي

وانه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وهذه المزايا تزداد أهميتها في المنشآت الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل.

4-2- المرونة في حالة زيادة مبيعات المؤسسات: فان ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع

والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس من ذلك يحصل في حالة انخفاض حجم المبيعات.

4-3- قلة القيود أو عدمها: إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام، هي ابسط من تلك الشروط التي

تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة، التي قد تفرض قيود صارمة على التصرفات المالية للمؤسسة والتي تحد من حريتها.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن 2007، ص147.

ثانيا - التمويل المصرفي:

1- تعريف القروض المصرفية:

تعرف القروض المصرفية على أنها تلك الخدمات المقدمة للعملاء و التي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد و المؤسسات بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد الأموال وفوائدها،¹ وتلعب القروض المصرفية دورا هاما في تمويل حاجة المؤسسات باختلاف أنشطتها وأشكالها، حيث تمثل هذه القروض نسبة معتبرة من مصادر تمويل المؤسسة لاسيما تلك التي لا تتوفر فيها الشروط التي تمكنها من اللجوء إلى السوق المالي.

2- خصائص القروض المصرفية:

يتميز عقد القرض المبرم بين البنوك و المؤسسات بعدد من الخصائص أهمها:²

1-2- قيمة القرض: إذا ما تعلق الأمر بتمويل اكتساب أصول معينة فإن مبلغ القرض الممنوح للمؤسسة عادة ما يمثل نسبة مئوية من تكلفة الأصل المراد اكتسابه، و تتراوح هذه النسبة في الغالب بين 40% إلى 70%.

2-2- مدة القرض: مدة القرض عبارة عن الأجل الممنوح للمقترض حتى يفني بالالتزام الذي عليه، و يميز بين ثلاثة آجال هي: الأجل القصير والذي لا يتجاوز السنة، و المتوسط و الطويل، و عادة ما تتناسب مدة القرض مع العمر الإنتاجي للأصل الممول و كذا طبيعة الأنشطة المراد تمويلها.

3-2- معدل الفائدة: هو المعدل الذي تحسب على أساسه الفوائد، و عادة ما يكون هذا المعدل ثابتا، أما إذا تميز القرض بمدة طويلة جدا فيمكن لمعدل الفائدة أن يتغير بحسب الأوضاع الاقتصادية، و هذا حسب ما ينص عليه عقد الاقتراض.

4-2- الضمانات المطلوبة: عند لجوء المؤسسة إلى طلب القروض المصرفية فإنه يتوجب عليها في أغلب الأحيان تقديم ضمانات معينة للجهة المقرضة لأجل تخفيض حجم المخاطر المرتبطة بمنح القرض، و عادة ما تكون قيمة الضمانات أكبر من قيمة القرض حيث يبرر الهامش باحتمال انخفاض قيمة الضمان إذا ما اضطر البنك إلى بيعه.

¹ عبد المجيد عبد المطلب، البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر 2000، ص103.

² Barreau. J et Delahaye. J, OP-CIT, P356.

3- تصنيف القروض المصرفية:

تعدد أنواع القروض التي تصدر عن البنوك ومختلف المؤسسات المالية المختصة، و تعتمد عدة معايير في تقسيم هذه القروض نذكر من أهمها:¹

3-1- تصنيف القروض بحسب آجالها: تقسم القروض بحسب الأجل الممنوح للمقترض حتى يفي بالالتزام الذي عليه، إلى ثلاثة أنواع هي:

أ- القروض قصيرة الأجل: هي القروض التي لا تتجاوز مدتها عادة السنة، و يتم استخدامها في تمويل النشاط الاستغلالي للمؤسسة، و تمثل معظم قروض البنوك التجارية.

ب- القروض متوسطة الأجل: يتراوح أجلها بين سنة إلى عشر (10) سنوات وهي موجهة عادة لتمويل اكتساب تجهيزات الإنتاج.

ج- القروض طويلة الأجل: تتجاوز مدتها أكبر من عشر سنوات، وتوجه لتمويل اكتساب التجهيزات الضخمة وكذا تمويل إنجاز المشاريع الكبرى؛ كبناء المصانع وشق الطرق واستصلاح الأراضي.

3-2- تصنيف القروض بحسب الأنشطة المراد تمويلها:

تقسم القروض تبعا للغرض الذي تموله إلى:

أ- القروض الاستهلاكية: مثلما تدل التسمية فإن هذا النوع من القروض يوجه لتمويل الحصول على سلع الاستهلاك الشخصي كتمويل اقتناء السيارات السياحية مثلا، وبما أن هذا النوع من القروض موجه أساسا لأفراد فإن تسديده يتم من دخل المقترض.

ب- القروض الإنتاجية: عبارة عن القروض التي يكون الغرض من طلبها تكوين أو تدعيم جانب الاستخدامات لدى المؤسسة وذلك عبر اقتناء أصول ثابتة أو حتى المواد واللوازم الضرورية لسير العملية الإنتاجية للمؤسسة، و عادة ما يشترط منح هذه القروض ضرورة تقديم ضمان عيني معتبر للجهة المقرضة إضافة إلى خضوع المقترض لقيود تمس بعض القرارات المالية المتخذة.

ج- القروض التجارية: هي قروض ذات أجل قصير تستخدم في تمويل العمليات التجارية و كذا العمليات الإنتاجية ذات الطابع الموسمي خاصة، من وجهة نظر البنوك تتلاءم هذه القروض مع طبيعة البنوك التجارية كون أن الودائع تحت الطلب تمثل نسبة كبيرة من الموارد المالية لهذه البنوك.

¹ عبد المجيد عبد المطلب، المرجع السابق، ص ص 113-118.

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

د- القروض الاستثمارية: تمنح هذه القروض لتمويل الاكتتاب في السندات و الأسهم، وتستفيد من هذه القروض عادة بنوك وشركات الاستثمار كما تمنح هذه القروض كذلك للأفراد، وهذا لتمويل جزء من مشترياتهم للأوراق المالية.

3-4- تصنيف القروض حسب الضمان: بموجب معيار الضمان يوجد نوعين أساسيين للقروض المصرفية هما:

أ- القروض المضمونة: القروض المضمونة أو القروض بضمان هي القروض الممنوحة للمقترض مقابل تقديم هذا الأخير ضمانا للبنك، و ينبغي أن تكون قيمته السوقية أكبر من قيمة القرض (قروض عينية) و يرجع سبب طلب البنك لضمان معين إلى:

- ضعف المركز المالي للعميل مما يضطر البنك إلى طلب ضمانات معينة لقاء تقديمه للقرض.

- طلب قروض بمبالغ كبيرة تلزم البنك على فرض شروطه المتعلقة بالضمانات.

- عادة ما تطلب البنوك من المشروعات الصغيرة تقديم الضمانات لأن هذه الأخيرة غالبا ما تتعرض لأخطار تفوق تلك التي تتعرض لها المشروعات الكبيرة.

تتخذ الضمانات التي يطلبها البنك شكلين هما:

أ-1- الضمان الشخصي: وهو ما يعرف كذلك بالكفالة، و هي عبارة عن عقد يتوسط فيه شخص بين الدائن و المدين، ويتعهد هذا الشخص بتسديد الدين نيابة عن المدين و ذلك في حالة عدم وفاء هذا الأخير بالدين في الآجال المحددة، و لأجل ذلك يشترط في الشخص الضامن أن يتمتع بالقدرة على الوفاء.

أ-2- الضمان العيني (قروض بضمان عيني): عادة ما تلجأ البنوك التجارية إلى طلب ضمانات عينية مقابل المبالغ التي تقدمها، إذ في حالة عدم سداد المقترض للمبالغ المستحقة عليه في الآجال المحددة يقوم البنك بالتصرف في الأصل المقدم كضمان لاسترجاع مبلغ القروض، وقد يحدث أن لا تفي القيمة التصفوية للأصل موضوع الضمان بقيمة القرض المستحق و بذلك يبقى البنك دائنا بالفرق، و لتجنب الوقوع في مثل هذه الحالات يراعى في قيمة الضمان أن تكون أكبر من قيمة القرض حتى يكون للبنك أو الجهة المقرضة هامش أمان في حالة انخفاض القيمة السوقية للأصل المرهون.

ب- القروض غير المضمونة: عادة ما تعمل البنوك على وضع عدة شروط عند منحها هذا النوع من القروض من أهمها:

- الرصيد المعوض، وفقا لهذا الشرط يلتزم العميل بترك نسبة مئوية معينة من 10 إلى 20% من قيمة الاعتماد في حسابه الجاري لدى البنك، ويعرف هذا النوع بالاعتماد المفتوح؛
- قيام العميل بسداد أقساط القروض مرة واحدة على الأقل كل سنة؛
- إتباع سياسة مالية معينة طوال فترة القرض، مثل الحفاظ على درجة معينة من السيولة، أو عدم التوسع في الاقتراض بهدف حماية مصالح البنك.

3-5- تصنيف القروض حسب طبيعة المقترضين: تنقسم القروض تبعا لهذا المعيار إلى:

- قروض للأفراد و قروض للشركات و البنوك الأخرى؛
- قروض للقطاع الخاص و قروض للحكومة و القطاع العام؛
- قروض للمستهلكين و قروض للمنتجين وأصحاب الأعمال؛
- قروض للعملاء.

4- أشكال القروض المصرفية قصيرة الأجل:

يمكن ذكر أنواع القروض قصيرة الأجل على سبيل المثال لا الحصر كما يلي:

4-1- تسهيلات الصندوق: تسهيل الصندوق هي مساعدة يقدمها البنك للمؤسسة لتغطية فترة قصيرة

جدا بسبب خلل بين مدخلات ومخرجات المؤسسة في نهاية الشهر، فالمؤسسة تحتاج للأموال في فترة معينة من السنة لتسديد أجور العمال أو شراء مواد أولية، بسبب وجود نشاط موسمي لبعض المؤسسات تكون فيه فترة الإنتاج طويلة وفترة التوزيع قصيرة أو بسبب سعي المؤسسة لتحقيق خزينة مثلى أو لتسديد فواتير حان اجلها، يسمح البنك للمؤسسة بحصولها على القرض على أن يصبح حسابها مدينا بمبلغ معين ولمدة لا تفوق بعض الأيام، وتحسب أجرة التسهيل على أساس الاستعمال الفعلي له والمدة الزمنية الفعلية أي المدة التي يبقى فيها الحساب مدين، وإذا طالت مدة التسهيل فانه يتحول إلى سحب على المكشوف.¹

4-2- السحب على المكشوف:² تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع عندما تكون في حالة توسع ولا يرغب

المساهمون في تقديم مساهمات جديدة، وهنا يتدخل البنك، بوضع المبلغ تحت تصرف المؤسسة، وذلك بدفعه على شكل تسبيق في حساب مدين، وهنا لا يقوم البنك بهذا الإجراء إلا عندما يضمن الشركاء التسديد في

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2004، ص 58.

² زواوي فضيلة، المرجع السابق، ص 59.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

حالة إفلاس الشركة، ويعطي عادة عندما تكون المؤسسة في انتظار تسلم دفعة من الأموال مقابل صفقة تجارية، مثلا كما يعطي المكشوف لفترة أطول من تسهيلات الصندوق (من بضعة أسابيع إلى بضعة أشهر) وكما هو الحال في تسهيلات الصندوق، فان المؤسسة ترغب عادة في طلب المكشوف المؤكد، وذلك مقابل عمولة تساوي في المعدل 1% من المبلغ المسموح به.

تعتبر هذه الطريقة مكلفة جدا لأن الفائدة حتى وأن كانت لا تسري على المبلغ الحقيقي وإنما على المبلغ المستعمل فإنها من حيث المدة تطبق حساب نظام الأيام المقيمة فعلا، ومعنى ذلك أن المبلغ يعتبر محصلا عدة أيام بعد تاريخ التحصيل الفعلي، وبالعكس فان السحب يعتبر مسبقا وبالتالي فان الفائدة المسحوبة فعلا على الزبون تصبح جد مكلفة، مقارنة مع الفائدة المسحوبة على المدة الفعلي، وتتمثل أهم مزايا السحب على المكشوف في انه يتم إبرامه بسهولة من خلال المقترضين ذوي الملاءة، وذلك بالمقارنة بأي شكل آخر من أشكال القروض، وعندما تطلب شركة صغيرة سحب على المكشوف، فان البنك قد يصر على ضرورة وجود ضمانات كافية من جانب هذه الشركة، ويمكن أن يكون هذا النوع من القرض دون ضمان أو بضمان قيم منقولة تودع لدى البنك، يرجع استعمال المؤسسة الاقتصادية للسحب على المكشوف للأسباب التالية:

- انخفاض رأس المال العامل: عندما لا تتمكن الأموال المتداولة من تغطية الديون قصيرة الأجل، وراجع لوجود خسارة كبيرة في المؤسسة ناتجة عن التسيير غير المحكم أو قيام المؤسسة بتسديد دين طويل الأجل، مما يؤدي إلى انخفاض الأموال الدائمة وبالتالي رأس المال العامل في انتظار الأرباح العائدة من النشاط التجاري أو الصناعي، فتلجأ المؤسسة إلى طلب سحب على المكشوف.

- تضخم احتياجات رأس المال العامل: وهي احتياجات تمويل الاستغلال، يحدث في مؤسسة صناعية تتميز بطول مرحلة التصنيع أو في مؤسسة تجارية تتميز بطول مرحلة التوزيع.

3-4 - قروض الموسمية: هو قرض بنكي موجه لتمويل احتياجات خزينة ناتجة عن نشاط موسمي، ومدة القرض 9 أشهر، على أن يطلب البنك من الزبون مخطط للتمويل، يبين زمنيا نفقات النشاط وعائداته، يبين المخطط شهريا النفقات الموسمية واحتمالات التوزيع والتفاوت بينهما، كما يمكن المخطط من تحديد وقت استعمال القرض، وهو زيادة نفقاتها دون وجود مداخل على أن يتم التسديد القرض في آجال محددة.

4-4 - قروض الربط: وهي القروض التي تسبق عملية مالية لها حظوظ أكيدة أو شبه أكيدة للانجاز (أي إبرام الصفقة)، فمثلا عندما تعطى الموافقة على قرض طويل الأجل من مؤسسة مالية لتمويل مشروع استثماري، فهذا الاتفاق لا يمكن أن يتجسد حال التوقيع على العقد لأن هناك ضمانات حقيقية وقوية تؤخذ



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

من المؤسسة المستفيدة، وهذا ما يسبب تأخر بداية المشروع، وربحا للوقت فان هذه الأخيرة تتقدم بطلب تسبيقات من البنك الذي تتعامل معه وهذا للبدء في انجاز المشروع وتغطية التأخر الزمني في الحصول على قرض حقيقي.

4-5- الخصم التجاري:¹ هو نوع من القروض الموجهة لتمويل حساب الزبائن، أي تعبئة الحقوق بتفاوض

بين البنك والمؤسسة على حقوق هذه الأخيرة لدى الغير على تمويل نشاطها بالتنازل عن سنداتها وأوراقها. يقصد بخصم الأوراق التجارية تحصيل قيمة الأوراق بقيمة اقل من قيمتها الاسمية قبل تاريخ استحقاقها، ويشترط في الأوراق التجارية المقدمة للخصم، والمثلة لحقوق على الزبائن أن تكون ناتجة عن صفقة تجارية، لمدة أقل من ثلاث أشهر، وتحمل ثلاث توقيعات لأشخاص طبيعية أو معنوية، لمتابعة أي موقع عليها في حالة عدم تسديد المسحوب عليه، فعندما تحتاج المؤسسة الاقتصادية للسيولة قبل تاريخ الاستحقاق يمكن لها خصم الأوراق التجارية لدى البنك التجاري الممول لها مع دفع مصاريف الأجر كتكلفة متكون من مبلغ وعمولات أخرى، وهو قابل لإعادة خصم لدى البنك المركزي.

4-6- عقد تحويل الفاتورة:² هو تمويل مصرفي قصير الأجل تتحصل عليه المؤسسة، مقابل تخليها عن مال

أو جزء من حقوقها، بسعر تفاوضي يدفع مسبقا، يكون أقل من القيمة الدفترية المحاسبية، وهي تقنية أكثر استعمالا في التجارة الخارجية عنها في التجارة الداخلية، نظرا لكون مخاطر عدم التسديد مرتفعة.

حسب القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم لسنة 1993 في المادة 543 مكرر من المرسوم التشريعي (08-93) نجد تعريف عقد تحويل الفاتورة على أنه: عقد تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى "عميل" محل زبونها المسمى "متنازل له"، عندما تُسدد فورا لهذا الأخير المبلغ التام لفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد، وتتكفل بتبعية عدم التسديد وذلك مقابل أجر".

4-7- الاعتماد المستندي: هو عبارة عن اتفاق متعدد الأطراف مع البنك، يكون حسب طلب

وإرشادات المستورد (المشترى) بحيث يتعهد بسداد مبلغ الفاتورة للمصدر (البائع) مقابل تقديم مجموعة من المستندات تصدر في وقت معين، فور استنفاد شروط و إجراءات الاعتماد المستندي، ووسيلة الاعتماد المستندي هي من الوسائل المفضلة للبائع (المصدر) أكثر منه للمستورد.

¹ عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية: الأطر النظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، عمان الأردن 2007، ص246.

² محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص158.



5- أشكال القروض المصرفية متوسطة الأجل:

هي القروض التي يتجاوز اجلها العام ولا يزيد عن خمس سنوات، ولا شك في أن للبنوك والمصارف دور كبير في تمويل الاحتياجات المالية متوسطة الأجل للمؤسسات، والتي تستحق بعد أكثر من سنة إلى غاية خمس سنوات أو أكثر أحيانا، وغالبا ما تكون القروض المصرفية متوسطة الأجل مرهونة بضمانات، ومن الشروط التي يمكن أن ترتبط بالقروض المصرفية متوسطة الأجل ما يلي:¹

- شروط استخدام القروض؛
 - شروط تحديد سقف المديونية للشركة؛
 - قيود على تصرف الشركة بالموجودات؛
 - قيود على توزيع الأرباح على المساهمين؛
- للقروض متوسطة الأجل أنواع يمكن ذكر منها ما يلي:

5-1- قروض المدة: وهي عبارة عن قروض مصرفية تستحق بعد أكثر من سنة إلى غاية سبع سنوات، وغالبا ما يكون هذا النوع من القروض مقيدة بإحدى أو مجموعة من الشروط المذكورة آنفا، كما يتم الحصول عليه عادة من بنوك التمويل المتوسطة والطويلة الأجل، وغالبا ما تكون البنوك المتخصصة في هذا المجال، كما تقوم البنوك المانحة لهذه القروض كل حسب تخصصه وظروف السيولة لديه وغيرها من العوامل، بتحديد جدول تسديد القروض، فقروض المدة يتم تسديدها عادة على أقساط دورية بشرط أن تكون متساوية، وذلك وفق جدول زمني متفق عليه مسبقا.²

5-2- قروض التجهيزات: تلجأ المؤسسات عند الحاجة إلى طلب قروض متوسطة الأجل بغرض شراء تجهيزات جديدة محددة، وبإمكان المؤسسات في هذه الحالة الحصول على قروض التجهيزات متوسطة الأجل بضمان التجهيزات التي يتم شراؤها، حيث البنك الممول يضع حجز على التجهيزات التي تم تمويلها، كعامل ضمان بالنسبة للبنك، يتم بموجبه منع المؤسسة بالتصرف في هذه التجهيزات، وإعطاء البنك حق التصرف في التجهيزات، كان يقوم ببيعها واسترجاع أمواله في حالة تخلف المؤسسة عن الدفع، وفي الجانب التطبيقي يوجد شكلان لهذا الأسلوب التمويلي، يتمثلان في:³

¹ فضيلة زواوي، المرجع السابق، ص62.

² نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت لبنان 2007، ص482.

³ فضيلة زواوي، المرجع السابق، ص62.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجبة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

أ- عقود البيع المشروطة: تتم من خلال قيام وكيل التجهيزات ببيع هذه التجهيزات بالتقسيط، ويحتفظ بملكيتها إلى حين قيام المشتري بتسديد كافة الأقساط، ويقدم العميل دفعة أولية عند الشراء ويصدر كميالات بقيمة الأقساط المتبقية من قيمة الأصل، وعندما يتم التسديد بالكامل يقوم البائع بنقل ملكيته الأصل إلى العميل، أما إذا تخلف العميل عن الدفع يمكن للبائع حجز على هذه التجهيزات وإعادة بيعها لعميل آخر.

ب- القرض المصرفي المرهون برهن حيازي: حيث يتم رهن هذه التجهيزات لصالح البنك التجاري لمنع المقترض التصرف فيها، وبذلك يضمن البنك حقه في الاستيلاء على هذه التجهيزات وبيعها في السوق إذا تخلف المقترض عن تسديد دفعات القرض.

6- القروض المصرفية طويلة الأجل:

يعد الاقتراض طويل الأجل أحد النشاطات الرئيسية للمؤسسات الاستثمارية بشتى أشكالها ، وتعرف بأنها قروض تمنحها مؤسسات متخصصة وتتجاوز مدتها سبع سنوات، هدفها الرئيسي هو المساهمة في تغطية احتياجات المشاريع الإستراتيجية الكبيرة وتمويل الأصول الثابتة التي تزيد مدة اهتلاكها عن سبع سنوات، مثل تجهيزات البناء، هياكل المصانع.¹

لمنح القروض المصرفية طويلة الأجل تقوم البنوك بإعداد دراسة لوضع المقترض (المؤسسة)، وعليه يجب الأخذ بعين الاعتبار ثلاثة عناصر أساسية تتمثل فيما يلي:

- الثقة: تتركز دراستها حول الجانب المعنوي، وعلى مؤهلات مسيري المؤسسة وذلك بفحص احترامها للالتزامات السابقة أي مدى الوفاء للبنك..... الخ

- وضعية المؤسسة في السوق: يؤخذ بعين الاعتبار العرض الحالي للسوق، حصة المؤسسة وتقييم الزبائن.

- الوضع المالي للمؤسسة: يجب على المؤسسة توفير جميع الوثائق للبنك وذلك لدراسة هيكلها المالي مثل: جدول حسابات النتائج، وتحليل ميزانية المؤسسة.

تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع لعدة أسباب منها:

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم سواء العادية أو الممتازة والسندات؛

- سرعة توفير هذا النوع من التمويل خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة، أما التمويل بالأسهم

فيحتاج إلى وقت كبير؛

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2004، ص 190.

- ضعف السوق المالي واحتمال عدم قدرة المؤسسة على تمويل نفسها عن طريق الأسهم؛
- يعتبر اقل تكلفة مقارنة بالأسهم؛
- الميزة الضريبية للأموال المقترضة؛
- عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة؛

ثالثا - التمويل عن طريق السندات:

1- السوق السندي:

يحتل السوق السندي أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية ويلعب دورا مهما في تمويل الوحدات ذات الحاجة للتمويل سواء كانت الدولة أو المؤسسات العمومية والخاصة، والسوق السندي هو ذلك القسم من السوق المالي الذي يتم فيه إصدار وتداول السندات بيعا و شراء بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين¹، ويمكن إيجاز خصائص السوق السندي فيما يأتي:

- السوق السندي هو سوق تفاوض، أين السندات المسعرة في السوق المنظم تشكل، نسبة قليلة من إجمالي السندات المصدرة؛
- الأسعار في السوق السندي أقل تقلبا من الأسعار في سوق الأسهم، حيث أن أسعار السندات تتأثر بتطور أسعار الفائدة السائدة في السوق، لذا نلاحظ استقرارا في أسعار السندات؛
- يتميز السوق السندي بأهمية بالغة، وقد شهد تطورا كبيرا مقارنة بسوق الأسهم، نظرا لأن الدولة تعتبر أكبر وأهم متدخل فيه؛
- تعد الاستدانة بواسطة الدعوة العامة للادخار (من خلال طرح سندات للاكتتاب في السوق السندي) وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة حيث تلجأ إلى الجمهور من أجل الاكتتاب و إيداع الأموال لديه، ويوفر السوق السندي تمويل قصير الأجل وتمويل طويل الأجل:²

¹ مريم باي، المرجع السابق، ص 86.

² قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص 249.



- إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل: هي عملية مالية بموجبها تطرح المؤسسة ورقة مالية (اذونات، سندات الخزينة، شهادات الإيداع) يدفع بموجبها المقرض مبالغ مالية، ويتعهد المصدر بتسديد مبلغها و الفوائد عند تاريخ الاستحقاق.

- إصدار السندات: تعتبر الشكل الممتاز للاستدانة بواسطة الادخار العام، وهي عملية بموجبها يتم تجزئة القرض إلى عدة أقساط، كل سند يمثل للمقرض ورقة حق أما بالنسبة للمقترض فهو إقرار بدين يثبت حق المقرض في استعادة قيمة السند و أقساط الفوائد عند تاريخ الاستحقاق.

2- السندات:

2-1- تعريف السندات وخصائصها: يمثل السند حق مديونية في الأجل الطويل قابل للتداول، يتم إصداره من طرف الدولة أو المؤسسات العامة والخاصة ويمنح لحامله الحق في الفوائد، وكذا الحق في استرجاع رأس المال المستثمر بعد مدة تتراوح بين 8 إلى 15 سنة في السوق المالية الأوروبية، و بين 20 إلى 40 سنة في السوق المالي للولايات المتحدة الأمريكية، ويتم التفريق بين عدة قيم للسند:¹

أ- القيمة الاسمية: يقسم القرض السندي إلى أقسام متساوية، تكتب القيمة الاسمية أو الأصلية على ظهر السند، وتستخدم كأساس لحساب العائد أو الفوائد المسددة؛

ب- قيمة الإصدار أو سعر الإصدار: هي القيمة التي تتداول بها السندات في السوق الأولي؛ وينتج عن اختلاف قيمة الإصدار عن القيمة الاسمية علاوتين:

▪ **علاوة الإصدار:** علاوة غير متكررة تكون مرة واحدة عند الإصدار، أين يكون سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية، وتكون عند المنافسة الشديدة.

▪ **علاوة التسديد:** يحصل عليها المستثمر عند التسديد بأكبر من القيمة الاسمية رغم أن القيمة الاسمية وسعر الإصدار متساويان.

كما أنه يمكن الجمع بين علاوتي الإصدار والتسديد عندما يكون سعر الإصدار أقل من القيمة أما التسديد فيتم بأعلى من القيمة الاسمية.

ج- القيمة السوقية للسندات: وهي ذلك السعر الذي يتم تسجيله نتيجة لآخر معاملة في البورصة على هذا السند، وهذا السعر يتغير بشكل كبير وسريع نتيجة لخضوعه لقانون العرض والطلب.

¹ مريم باي، المرجع السابق، ص ص 89-90.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

تداول السندات في السوق السندي وتكتسب قيمة سوقية ترتبط بمستوى سعر الفائدة السائد في السوق مقارنة بسعر الفائدة المحمول فيه السند، و تتأثر القيمة السوقية للسندات بعدة عوامل نذكر منها:

- القيمة السوقية للسندات تتغير في اتجاه معاكس لتغير سعر الفائدة في السوق، فإذا ازداد سعر الفائدة السائد في السوق تتراجع القيمة السوقية للسندات نظرا لأن المستثمر يتوقع عائدا أقل، أما إذا انخفضت أسعار الفائدة السائدة في السوق فإن قيمة السندات ترتفع لأن المستثمر يتوقع عائدا أكبر؛
- تتأثر السندات سلبا بالتضخم، لأنه عادة ما يؤدي التضخم إلى زيادة أسعار الفائدة السائدة في السوق وبالتالي تتراجع القيمة السوقية لتدفع المسدد ومن انخفاض القيمة السوقية للسندات؛
- تزداد درجة عدم التأكد كلما زادت أو تعاضمت مدة استحقاق السندات أين يصبح المستثمر يخشى عسر أو إفلاس مصدر هذه السندات وعدم قدرته على تسديد الفوائد أو أصل القرض في نهاية المدة، مما يؤدي بالمشتري المطالبة بعائد أكبر هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتراجع القيمة السوقية لهذه السندات كلما زادت درجة عدم التأكد لزيادة خطر عدم السداد.

د- سعر الفائدة أو معدل الفائدة: تلتزم الجهة المصدرة للسندات بدفع مبلغ معين لحملة السندات خلال فترات محددة، هذا المبلغ ينسب إلى القيمة الاسمية للسندات للتوصل إلى ما يعرف بمعدل الفائدة على السندات، وتجدر الإشارة إلى أن هناك سعرين للفائدة، الأول وهو سعر الفائدة الاسمي؛ وهو ذلك السعر المحمول في الورقة، والثاني هو سعر الفائدة الحقيقي أو معدل العائد الحقيقي؛ وهو ذلك السعر أو المعدل الذي يعبر في لحظة معينة عن عائد الاستثمار في هذا السند اعتمادا على سعر الفائدة المركبة.

هـ- الكبون: هو القسيمة التي ترفق كل سند، ويقدمها حامل السند في فترة استحقاق الفوائد المتفق عليها للحصول على الفائدة أو العائد، حيث أن:

$$\text{قيمة الكبون (R)} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسند (N)} \times \text{سعر الفائدة الاسمي للسند (I)}}{1}$$

و- مدة حياة السند: وهي المدة التي تفصل بين تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق، أما إذا تم إصدار القرض السندي على عدة مراحل، نتكلم هنا على مدة الحياة المتوسطة والتي تساوي متوسط مدة حياة كل مرحلة من القرض السندي أي:

$$\text{مدة الحياة المتوسطة للقرض السندي} = \frac{\text{عدد السندات المسددة خلال المدة (i)} / \text{إجمالي عدد السندات}}{n}$$

(n)

حيث أن: i : السنوات المتغيرة. n : إجمالي السنوات.

ز - مدة نضج السند: هي المدة من تاريخ الحيازة إلى تاريخ الاستحقاق.

ح- استهلاك القرض السندي: إن استهلاك القروض السنديّة أو السندات هي أن تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمة السندات إلى حاملها وفقا لشروط الإصدار المنصوص عليها، أين يتم تسديد القرض السندي بقيمته الاسمية أو بأكثر من القيمة الاسمية، وهناك القروض السنديّة غير قابلة للاستهلاك؛ حيث يتم تسديد إيرادات دائمة ومستمرة لحامل هذه السندات سنويا ولمدة غير منتهية.

تدفع المؤسسة للمكتتبين في تواريخ محددة دفعات مكونة من:

■ فوائد و التي تكون عادة سنويا؛

■ اهتلاك الدين: هو تسديد قسط من الدين.

يمكن تسديد الدين بالاعتماد على عدة طرق للاهتلاك و لعل أهمها:

ح-1- طريقة تسديد دفعات ثابتة: وهو أن تقوم المؤسسة بتسديد دفعات متساوية من القرض إلى غاية انقضاء العقد و التي تحتوي في السنوات الأولى على نسب عالية من الفوائد وجزء ضئيل من الإهلاك ثم تتناقص تدريجيا مقابل زيادة قسط الإهلاك المدفوع.

ح-2- طريقة الإهلاك الثابت: في هذه الحالة تتغير قيمة الدفعة من سنة إلى أخرى إذ تحتوي على قسط ثابت لاهتلاك القرض و جزء متغير للفوائد و الذي يتناقص باستمرار.

ح-3- طريقة تسديد اهتلاك القرض دفعة واحدة: في هذه الحالة تقوم المؤسسة بتسديد سنوي للفوائد مقابل تخصيص مبلغ مالي لتشكيل رأس مال يعادل رأس المال المقترض الواجب تسديده عند تاريخ استحقاق الدين.

2-2- شروط إصدار السندات: يشترط لإصدار السندات الشروط التالية:

- يخول فقط للجمعية العامة العادية للشركاء اتخاذ قرار إصدار سندات و التي تمنح لمجلس الإدارة صلاحية القيام بذلك؛

- بهدف حماية المكتتبين من المؤسسات التي لا تقدم ضمانات كافية لتسديد الديون يفرض على المؤسسة الشروط التالية:

■ يحق فقط لشركة الأسهم إصدار سندات للاكتتاب؛

■ لها سنتين من تاريخ بداية النشاط؛

■ إعداد ميزانيتين مصادق عليهما من طرف مراجع الحسابات.

بالنسبة للشرطين الأخيرين لا تطبق على المؤسسات العمومية أو السندات المضمونة من طرف الدولة.

- الضمانات: من أجل نجاح عملية الاقتراض لابد من تقديم ضمانات إلى الجمهور هذه الضمانات يمكن أن تكون مقدمة من طرف المؤسسة المصدرة نفسها أو يكون طرف آخر هو الضامن.
- الوساطة البنكية: تلجأ المؤسسة عند إصدار سندات إلى وساطة بنك أو مجموعة من البنوك التي تقوم بوضع شبائبيكها تحت تصرف المكتتبين.

3-2- تصنيف وأنواع السندات: يمكن تقسيم السندات حسب العديد من المعايير من خلال إعداد الجدول التالي:

جدول رقم (01): أنواع السندات حسب العديد من المعايير

من حيث قابلية التحول	المصدرة	من حيث الجهة	حسب العوائد	حسب الضمان
- سندات قابلة للاستدعاء - سندات غير قابلة للاستدعاء	- سندات قابلة للتحويل - سندات غير قابلة للتحويل.	- السندات الحكومية - السندات الخاصة	- سندات ذات عوائد ثابتة - سندات ذات سعر فائدة معدوم - السندات الصفيرية	- سندات مضمونة - سندات غير مضمونة

المصدر: محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص190.

أ- من حيث الضمان:

- أ-1- سندات مضمونة برهن أصول المؤسسة؛
- أ-2- سندات غير مضمونة بأصول معينة وتعتمد على المركز الائتماني للمؤسسة المصدرة.

ب- من حيث سعر الفائدة:

- ب-1- السندات ذات سعر فائدة ثابت: وهي السندات التي يحدد لها سعر فائدة معروف ويبقى ثابت حتى موعد الاستحقاق؛
- ب-2- السندات ذات سعر فائدة معدوم: وهي السندات التي لها سعر فائدة متغير، تبعا لحركات أسعار الفائدة في السوق، بأن يتم ربط سعر الفائدة للسند بسعر إعادة الخصم أو بفائدة أذونات الخزينة.

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

ب-3- السندات الصفرية: وهي السندات التي يكون سعر فائدته صفرا، ولكن تباع بأقل من القيمة الاسمية أي مع خصم الإصدار، وعند استحقاقها يأخذ قيمتها كاملة والفرق يمثل الربح.

ج- من حيث الجهة المصدرة:

ج-1- السندات الحكومية: وهي السندات التي تصدرها جهات حكومية؛

ج-2- السندات الخاصة: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات الخاصة.

د- من حيث القابلية للاستدعاء:

د-1- السندات القابلة للاستدعاء: وهي التي يمكن للمؤسسة المصدرة باستدعائها وطلب سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها مقابل تعويض لحامل السند (علاوة الاستدعاء)؛

د-2- السندات الغير قابلة للاستدعاء: وهذا النوع لا يجوز استدعاء السندات وسداد قيمتها قبل موعد استحقاقها.

هـ- من حيث قابلية التحويل:

هـ-1- سندات قابلة للتحويل: وهي التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية بعد مرور فترة زمنية محددة ويحدد أيضا سعر التحويل أو كم سند يساوي سهما عاديا؛

هـ-2- سندات غير قابلة للتحويل: وهذا النوع لا يجوز تحويل السندات.

و- من حيث الملكية:

و-1- السند لحامله: إذ تدفع فائدة السند وقيمته عند استحقاقها لحامل السند؛

و-2- السند الاسمي: إذ تدفع فائدة السند وقيمته عند استحقاقها للشخص المسجل اسمه في السند.

3- تقييم السندات كمصدر تمويلي للمؤسسة:

تشكل القروض السندية مصدرا تمويليا مهما للمؤسسات الاقتصادية و ذلك من خلال المزايا التي تتمتع بها و نذكر منها:

- إن تكلفة السندات محددة مسبقا و بالتالي فحاملو هذه السندات لا يشاركون أصحاب المؤسسة في الأرباح العالية التي قد تحققها.

- تعتبر السندات أقل تكلفة من الأسهم العادية حيث أن العائد على السندات غالبا ما يكون أقل من العائد على الأسهم العادية.

- لا يشارك حاملو السندات مالكي المؤسسات في الرقابة.



محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجبة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- تحقق المؤسسة و فرا ضريبيا عند إصدار السندات لأن فوائد السندات تعتبر مصروفا لغاية الضرائب.
- تحقق المرونة في الهيكل المالي للمؤسسة بوضع شرط الاستدعاء في وثيقة التقاعد.
- ضخامة المبالغ التي يمكن الحصول عليها عن طريق القروض السندية و التي يصعب على الجهاز المصرفي توفيرها.
- الاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي.
- غير أن التمويل عن طريق القروض السندية لا يخلو من العيوب و نذكر منها:
 - أن ثبات تكلفة السندات قد يشكل خطرا على المؤسسة عند تذبذب الأرباح وتصبح المؤسسة غير قادرة على دفع هذه التكلفة.
 - أن السندات عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق معين مما يستوجب على المدير المالي تحديد طريقة لتسديدها دفعة واحدة في نهاية المدة أو تكوين احتياطي لها.
 - تشعب وتعقد الوثيقة التعاقدية عند إصدار القرض السندي و عليه فإن المؤسسة يمكن أن تواجه كثيرا من المشاكل و القيود عما إذا استخدمنا القروض المصرفية أو أصدرت أسهما عادية لتمويل احتياجاتها المالية.
 - هناك حد معين لاستخدام المصادر التمويلية الخارجية، و يجب أن يراعي هذا الحد المعايير العامة المقبولة للسياسة المالية، حتى لا تتكبد المؤسسة خسائر أو تقع في الأثر السلبي للرفع المالي.
 - مما سبق يتضح أن القروض السندية تشكل مصدرا تمويليا مغريا للمؤسسات الاقتصادية، غير أن هذا المصدر يقي متاحا للمؤسسات الكبيرة فقط و المسجلة في السوق المالي، أما المؤسسات الصغيرة و المتوسطة أو الحديثة النشأة فإنها تلجأ إلى نمط آخر للتمويل عن طريق الاستدانة و هو اللجوء إلى القروض المصرفية.

رابعا - التمويل التأجيلي:

- بإمكان الشركات أن تحصل على الخدمات التي يقدمها أصل ثابت من دون أن تشتري هذا الأصل، ويكون ذلك عن طريق استئجار هذا الأصل لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجار ثابتة تدفع دوريا، ومن المعروف تقليديا أنه يمكن استئجار الأراضي و العقارات، لكنه أصبح من الممكن أيضا استئجار أنواع مختلفة من الآليات والتجهيزات، تشمل في مجال النقل الطائرات، السفن، القاطرات، الشاحنات و السيارات.... و في مجال الآلات الصناعية يمكن استئجار تجهيزات لمعامل توليد الطاقة وتجهيزات التنقيب و التعدين، كما أنه من الشائع استئجار أنظمة الكمبيوتر بالأخص الكبير منها.



1- تعريف التمويل التأجيري وخصائصه:

1-1- تعريف التمويل التأجيري: يعرف قرض الإيجار على أنه: عملية يقوم بموجبها البنك أو المؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، و يتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.¹

التمويل عن طريق الاستئجار هو عبارة عن اتفاق بين مؤسسة معينة ومؤسسة أخرى تكون مالكة لأصل معين، تقوم من خلاله المؤسسة الأولى باستخدام هذا الأصل لمدة تفوق السنة في مقابل التزامها بدفع مبلغ متفق عليه دوريا يسمى دفعة الإيجار.

من أهم مزايا استئجار التجهيزات رفع عبء خطر التقادم التكنولوجي من على كاهل الشركة المستخدمة للتجهيزات وتحميله للشركة المالكة لها، أما فيما يخص المؤسسات التي تقوم بتأجير التجهيزات فهي على عدة أنواع، وتشمل البنوك التجارية البنوك الإسلامية، شركات التمويل، شركات تمويل تأجير متخصصة و الشركات الصانعة للتجهيزات في بعض الأحيان مثل الشركات الصانعة للسيارات و لأجهزة الكمبيوتر.

2-1- خصائص التمويل التأجيري: يتميز بالخصائص التالية:²

- هو عقد يربط بين ثلاث أشخاص:

▪ الزبون: وهي المؤسسة التي ترغب في الاستثمار إذ تختار الأصل و تطلب من مؤسسة الاعتماد بوضعه تحت تصرفها؛

▪ المورد: الذي يستلم الطلبية من مؤسسة الاعتماد الايجاري (مؤسسة مالية أو بنك)، يسلم الأصل للزبون ويرسل الفاتورة إلى مؤسسة الاعتماد الايجاري؛

▪ المؤجر (مؤسسة الاعتماد الايجاري): يشتري الأصل و يؤجره للمؤسسة.

- تكون مدة القرض (الإيجار) مرتبطة بمدة حياة الاستثمار (مدة الاهتلاك الجبائي) وخلال هذه المدة لا يمكن للمؤسسة التراجع عن هذا العقد؛

- يتضمن الأجر المدفوع من المؤسسة إلى مؤسسة الاعتماد الايجاري إهلاك الأصل، الفوائد وهامش الربح؛

¹ الطاهر لطرش، المرجع السابق، ص7.

² تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام و الخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر 2009، ص30.



- عند انتهاء عقد الإيجار يمكن للزبون الاختيار بين ثلاثة بدائل:

- إرجاع الأصل إلى المؤجر؛
- شراء الاستثمار بقيمة متبقية ضئيلة محددة في العقد (حوالي 5% من سعر الشراء)؛
- إعادة التأجير بسعر ضئيل جدا نظرا لأن الأصل مهتلك.

2- أنواع الاستئجار:

تستطيع الشركة المستأجرة اختيار النمط المناسب لتمويل احتياجاتها التشغيلية مع مراعاة ظروفها المالية، عن طريق:

2-1- الاستئجار التشغيلي:

يتضمن استئجار الخدمة أو التشغيل بشكل عام المعدات و خدمات صيانتها، ومن أهم هذه المعدات: الكمبيوتر، السيارات و الشاحنات. ويتميز الاستئجار التشغيلي بالخصائص التالية:

- التزام مالك الأصل بصيانة وخدمة الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.

- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا تكون عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول، و بالتالي فإن قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثم يتوقع مالك الأصل استعادة قيمة الاستثمارات الموظفة في هذا الأصل من خلال تكرار عمليات التأجير إما لنفس المؤسسة أو لمؤسسات الأخرى.

- تمنح عقود الاستئجار التشغيلي عادة الشركة المستأجرة الحق في إلغاء العقد و إرجاع الأصل إلى المؤجر قبل نهاية مدة العقد الأساسية، و من الواضح أن هذه الميزة مهمة جدا للشركة المستأجرة لأنها تستطيع إعادة الأصل إلى المؤجر في حالة ظهور أصل آخر له ميزة تكنولوجية أكثر تقدما، أو عندما لم تعد بحاجة إلى الأصل.

2-2- الاستئجار التمويلي:

يعتبر الاستئجار التمويلي أحد أشكال التمويل متوسط الأجل، و بالتالي فإنه يستخدم كبديل لأساليب التمويل الأخرى، ويتميز هذا النوع من الاستئجار بالخصائص التالية:

- تتحمل الشركة المستأجرة الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة.

- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار وإنما عليه الاستمرار في تسديد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد.

- ستمر عقد الاستئجار التمويلي لفترة زمنية طويلة نسبيا، تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة.

يتخذ الاستئجار التمويلي الأشكال التالية:

أ- **البيع ثم الاستئجار:** في ظل هذا النوع من أنواع الاستئجار التمويلي تقوم المؤسسة ببيع أحد الأصول المملوكة لها لطرف آخر، في نفس الوقت يتم الاتفاق على استئجار هذا الأصل لفترة زمنية معينة و بشروط محددة.

و يلاحظ أن المدفوعات التي يتضمنها اتفاق الاستئجار تكفي لتعويض المؤسسة المؤجرة عن قيمة الأصل بالكامل مضافا إليها عائد مناسب، ومن أهم المؤسسات التي تشترك في هذا النوع من الاستئجار من خلال القيام بشراء الأصول من الشركات الصناعية و إعادة تأجيرها لها شركات التأمين و الشركات المالية و البنوك.

ب- **الاستئجار المباشر:** يشير هذا النوع إلى قيام المؤسسة باستئجار أصل جديد يتم الحصول عليه عادة من الشركة المنتجة أو من بعض الوسطاء كالشركات المتخصصة في عمليات تأجير الأصول و التي تقوم بشراء الأصول من منتجها ثم تقوم بعرضها للاستئجار بأقساط ميسرة.

ج- **الاستئجار التمويلي المقرون بالرافعة المالية:** يستخدم هذا الأسلوب في حالة الأصول ذات القيمة الرأسمالية الكبيرة، ويلاحظ أن هذا النوع من الاستئجار لا يختلف عن أي نوع آخر من أنواع الاستئجار التمويلي وذلك من وجهة نظر المستأجر، أما من وجهة نظر المؤجر فإنه يقوم بتمويل عملية شراء الأصل الذي سوف يتم تأجيره للغير من مصدرين هما، المصدر الأول يتمثل في أموال الملكية الخاصة به، و المصدر الثاني يتمثل في الحصول على قرض مصرفي طويل الأجل مرهون بضمان الأصل محل الاتفاق.

3- تقييم الاستئجار كمصدر تمويلي للمؤسسة:

باعتبار القرض الإيجاري وسيلة لتمويل المشروعات الإنتاجية في مختلف الأنشطة الاقتصادية، فإنه يحقق مزايا كبيرة بالنسبة للمؤسسة المستأجرة نذكر منها:

- التمويل الكلي للاستثمار و نقصد به ضمان تمويل هذا الاستثمار بنسبة % 100 دون مساهمة المؤسسة المستأجرة بأموالها الخاصة، وهذا لا يوجد عادة في أساليب التمويل الأخرى.

- يمكن المؤسسة المستأجرة من حيابة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطها دون حاجة إلى تجميد جزء كبير من أموالها إن هي قامت بشرائها، مما يتيح لها سيولة أكبر تستخدمها في أوجه أخرى.

محاضرات مقياس: تمويل المؤسسات ——— موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص: اقتصاديات التأمين

- عدم تأثر المؤسسة المستأجرة التي تلجأ إليه بعوامل التضخم قصيرة الأجل، حيث يتم الاتفاق بشروط محددة ثابتة لمدة طويلة.

- تحسين صورة الميزانية المنشورة للمؤسسة المستأجرة و تحسين النسب المالية حيث لا تظهر الأصول المؤجرة في جانب الأصول رغم وجودها في التشغيل، كما يظهر المقابل لقيمتها في جانب الخصوم كالالتزامات، بل يظهر إيجار تلك الأصول في حساب الأرباح و الخسائر كمصروف مقابل ما يتحقق من إنتاجية لتلك الأصول.

- يحقق للمستأجر مزايا جبائية على مستويين:

● الأقساط الإيجارية قابلة للخصم، فيما أنها تدفع من قبل المستأجر إلى المؤسسة مانحة القرض الإيجاري فهي تعتبر كأعباء استغلال، ويمكن خصمها كاملة من النتيجة الخاضعة للضريبة.

● التخفيف التدريجي من عبء الرسم على القيمة المضافة، بحيث نقسم قيمتها على مدى حياة العقد، و يتم دفعها من خلال الأقساط الإيجارية، بمعنى أن كل فاتورة تتضمن جزء من الرسم على القيمة المضافة مع دفع أقساط الإيجار لتخفيف ثقله.

- يستفيد المستأجر أيضا من مزايا خدمات إدارية هي:

● السهولة و السرعة في الحصول على هذا التمويل بحيث يستغرق مدة لا تفوق 15 يوما، للإجابة على الطلب، و تحقيق العقد، أما في حالة قرض كلاسيكي فسيستغرق ذلك وقتا طويلا.

● الإعفاء من تسجيل بعض الخطوات المحاسبية كجدول الامتلاك، بحيث يعفى المستأجر أو لا يكون ملزما على إعدادة على مستوى المحاسبة العامة، و لاسيما أنها عبارة عن أعباء استغلال تخصم مباشرة من المبلغ الخاضع للضريبة.

غير أن لجوء المستأجر إلى عملية القرض الإيجاري يفرض عليه أعباء وتكاليف هائلة غير قابلة للإلغاء في المدى الطويل، لذلك فهو يواجه صعوبات ومخاطر ونخص بالذكر المؤسسات ذات المردودية الضعيفة، وأبرز هذه العيوب ما يلي: - - - التكلفة المرتفعة التي تشكل عائقا كبيرا، وعاملا أكثر سلبية بالنسبة للمؤسسة المستأجرة فمبلغ الأقساط الإيجارية التي يدفعها تتضمن ما يلي:

● تكلفة رأس المال المستثمر. ● مكافأة الخدمة المقدمة المتمثلة في سرعة التمويل الكامل. ● إهلاك الاستثمار.

- مقارنة مع المؤسسة مانحة القرض الإيجاري، تتحمل المؤسسة المستأجرة مصاريف تسيير إضافية ناتجة عن العلاقة الثلاثية (المورد، المستأجر، المؤجر).

- تحمل المؤسسة المستأجرة للعيوب الخاصة بعدم توافق الاستثمار المؤجر مع الميزات التقنية المطلوبة، فيصبح المستأجر مضطرا لدفع أقساط إيجارية حتى نهاية مدة العقد باعتبار أن المؤجر غير مسؤول عن العيوب الخفية للاستثمار.

خامسا - التمويل برأس المال المخاطر:

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات أهمية قصوى داخل نسيج الاقتصاديات المعاصرة، لما لها أهمية جوهرية في تنشيط الاقتصاد الكلي، وتحقيق التطور الهيكلي والتقدم، زيادة دورها في مجال محاربة البطالة، إلا أن هناك مشاكل تمويلية تعاني منها حيث لا يمكنها اللجوء إلى السوق المالي وذلك لقلة ضماناتها وكذلك ارتفاع تكاليف الاقتراض وهذا ما يحد من تطورها واستمراريتها، ونظرا للأهمية الكبرى لهذه المؤسسات، فقد أولت لها السلطات المحلية اهتماما خاصا لتمكينها من تعبئة الموارد المالية اللازمة لها ولنشاطها، وذلك من خلال إنشاء صناديق الاستثمار خاصة هي: رأس مال المخاطر التي تعمل على تمويل هذه المؤسسات وفق تقنية مستحدثة ألا وهي تقنية رأس المال المخاطر.

يشكل رأس المال المخاطر أحد الوسائل الفاعلة الذي يتناسب نشاطه و مستوى تدخلاته مع طبيعة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، نظرا لارتباط نشاطه بالمجالات ذات المخاطرة و العائد المتوقع الكبير، أين يتخذ التمويل شكل المساهمة في رأسمال المؤسسة لفترة زمنية محددة لا تتعدى سبعة سنوات، وبعد تقديم الدعم الفني والمالي تنسحب الشركة عن طريق بيع حصتها في السوق كما هو منصوص عنه في مختلف التشريعات.

1- مفهوم وتطور رأس المال المخاطر:

1-1- تعريف رأس المال المخاطر: رأس مال المخاطر هو طريقة لتمويل المؤسسات غير المسعرة في مرحلة الإنشاء، النمو، أو التحويل، حيث يشكل مساهمة في الأموال الخاصة للمؤسسة والذي ينطوي على توزيع المخاطر والفرص بين المؤسسة وشركائها الماليين، حيث يتمثل في علاقة مالية طويلة الأجل يهدف من خلالها المستثمر في تحقيق فائض قيمة أو تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية.¹

حدده تقرير الجمعية الأوروبية لرأس مال المخاطر فيه بأنه: كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص، في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي، لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس مال في التاريخ المحدد، وذلك هو مصدر المخاطر، أملا

¹ محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص150.

في الحصول على فائض قيمة عالية في المستقبل البعيد نسبيا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات (تعويض المخاطر).¹

رأس المال المخاطر هو توفير التمويل والكفاءات من أجل إنشاء المؤسسة أو من أجل تطويرها وتنميتها، وذلك بهدف أساسي يتمثل في جعل هذه المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح ومردودية كبيرة، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار تحمل المخاطرة التي يمكن أن تمس المؤسسة على أمل تحقيق عوائد مرتفعة من خلال تمويل هذه المؤسسة.

رأس المال المخاطر هو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تسمى شركات رأس المال المخاطر، وتتميز هذه التقنية بأن الممول لا يقدم الأموال للمؤسسة على شكل قروض وإنما يشارك المؤسسة أو المشروع وبذلك فهو يعتبر كشريك في المؤسسة، ويقوم الشريك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا أصل المبلغ وبذلك فهو يخاطر بأمواله، وفي هذه التقنية يتحمل المخاطر كليا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع، ومن أجل التخفيف من احتمال الخسارة فإن المخاطر يساهم في تسيير المؤسسة بما يضمن نجاحها وتطورها.²

1-2- تطور نشاط شركات رأس المال المخاطر: ظهر نشاط شركات رأس المال المخاطر في سنة 1946

بالولايات المتحدة الأمريكية أي بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية مباشرة، وكانت المؤسسة الأمريكية A.R.D للبحوث والتنمية أول شركة رأس مال مخاطر في العالم، وكانت تهدف من وراء نشاطها إلى تمويل وتطوير الأبحاث في مؤسسات الصناعات الالكترونية، وبعد ظهور هذه الشركة بدأ يتوالى ظهور مثل هذه الشركات، والذي يتولى على العموم تمويل تجسيد الأفكار الجديدة على أرض الواقع، خاصة في القطاعات التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية، كالقطاعات التي تتميز بتقلبات تكنولوجية حادة؛ مثل: قطاع الإعلام الآلي، قطاع البيوكيمياء، قطاع الاتصالات، قطاع الإلكترونيك، وعبر كافة مراحل تطور شركات رأس المال المخاطر اشترط ضرورة تميز المشروع موضوع التمويل بتحقيق عوائد مرتفعة على الأقل خلال السنوات الأولى من عمره، وهي بالضبط فترة مساهمة شركة رأس المال المخاطر، وكما هو معروف أن الأنشطة التي تتميز بتحقيق عوائد تفوق العائد المتوسط للسوق غالبا ما تتميز بمخاطر أعلى من الخطر المرتبط بأنشطة المؤسسات الأخرى. إذن تتميز

¹ عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس مال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر 2001، ص 5.

² بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة الجزائر 2007، ص 31.

الأنشطة التي تمويلها شركات رأس المال المخاطر بعجز البنوك عن تمويلها، وذلك لتعارض العملية مع أهدافها العامة حيث يسعى البنك إلى التوفيق بين العائد والخطر لأن موارده غالبا ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الضمانات المفروضة من طرف شركة رأس المال المخاطر تكون أقل من تلك المفروضة من طرف البنك .

بعد الولايات المتحدة انتقل عمل شركات رأس المال المخاطر إلى أوروبا مع نهاية الخمسينيات، وتطور أكثر بعد إنشاء الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر في بروكسل سنة 1983 ، ولعل أهم ما ساعد على تطوير شركات رأس المال المخاطر هو مساهمة مؤسسات مالية أخرى في رأسمالها كصناديق المنح والمعاشات و شركات التأمين وحتى الصناديق السيادية مؤخرا.

خلال سنوات التسعينات شركات رأس المال المخاطر لعبت دور كبيرا في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة في الولايات المتحدة والإتحاد الأوروبي حيث تقوم هذه الشركات بتقديم مساهمات مالية وخاصة للمؤسسات التطوير وكذلك تكتسب حصص مهمة في إدارة المؤسسات الغير مسعرة وكذلك تقدم النصائح لمسيري المؤسسات، وتفاديا لعدم ترشيد الأموال المقدمة فإن هذه الشركات تقدم التمويل بالحصص وعدم تقديمها مرة واحدة حيث يتوجه المسكرون دوريا لهذه الشركات في حالة الحاجة للأموال، كذلك تقوم هذه الشركات بممارسة رقابة واسعة لمسيري المؤسسات بما يضمن تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسات.

2- أهداف شركات رأس المال المخاطر:

يهدف رأس المال المخاطر إلى التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة، وإلى توفير التمويل للمشروعات الجديدة عالية المخاطر والتي تتميز بالتغيرات التكنولوجية السريعة كالاتصالات والإعلام الآلي، أو المشاريع المتعثرة بسبب عدم قدرتها على توفير الأموال الكافية، والتي يتوقع منها معدلات نمو وعوائد مرتفعة، وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على توفير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو من البنوك، وذلك عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، أضف إلى ذلك طول آجالها وعدم القدرة على تسيلها بسهولة وهو ما يرفع من درجة تعرضها لمختلف المخاطر، وهو أيضا ما يرفع من عوائدها عندما يتم بيع الشركة المستثمر فيها.

إضافة إلى تقديم التمويل الملائم للمؤسسات ذات المخاطر العالية، تقوم شركات رأس المال المخاطر بتقديم الدعم التكنولوجي و الإداري للمؤسسة عبر مختلف مراحل تطورها، لأنها تساعد المؤسسة على اختيار المشاريع، التوظيف، التسويق وتوطيد علاقتها مع الغير، ومن خلال ذلك يظهر دور آخر وهو إحكام الرقابة على المؤسسة، كما تتولى مؤسسة رأس المال المخاطر توزيع الخطر على كافة الشركاء.



3- آلية عمل شركات رأس المال المخاطر:

تتولى شركات رأس المال المخاطر توفير التمويل الملائم والدعم الفني والإداري للمؤسسات عبر كافة مراحل تطورها (مرحلة الإنشاء أو الانطلاق، التوسع، إعادة بعثها من جديد)، أي من مرحلة ما قبل الإنشاء إلى مرحلة الدخول إلى السوق المالي، وتتم آلية التمويل:

- أولا بقيام شركة رأس المال المخاطر بالتفاوض مع المستثمرين (بنوك، مؤسسات مالية، شركات التأمين...) بتوظيف أموالهم لديها على أمل الحصول على عوائد جد مرتفعة وتفوق متوسط عائد السوق، إذ تتراوح بين 15% إلى 30% إضافة إلى نسبة 2.5% مقابل المصاريف الإدارية، لكنها في نفس الوقت لا تضمن تلك المخاطر، أي أنها لا تضمن التحقق الفعلي لتلك العوائد المنتظرة.

- تقوم شركة رأس المال المخاطر بعد ذلك، بالمساهمة في رأس مال المؤسسة لمدة أقصاها سبعة سنوات و ذلك بموجب التشريع المعمول به، أي أن شركة رأس المال المخاطر تنسحب بعد تمكن المقاول من تحقيق الأرباح التي تمكنه من سد العجز للأموال أو بعد تخفيضه لخطر العجز، مما يمكنه من الحصول على التمويل من مصادر أخرى.

- تتدخل شركات رأس المال المخاطر عبر كافة مراحل تطور المؤسسة ويمكن تقسيم تلك إلى ثلاثة مراحل أساسية:

3-1- مرحلة ما قبل الإنشاء: تتولى شركة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة تمويل نفقات البحث والتنمية ونفقات إجراء التجارب بما في ذلك بعث سلعة أو منتج جديد في السوق وملاحظة وتقييم مدى الإقبال عليه.

3-2- مرحلة الانطلاق: تتولى الشركة في هذه المرحلة تجسيد تطبيق المشروع على أرض الواقع، حيث تتولى تمويل التهيئة، شراء المعدات وحتى القيام بعمليات الدعاية وتسويق المنتج.

3-3- مرحلة التوسع: في هذه المرحلة تقوم الشركة بتمويل مؤسسات قائمة، وعند تجسيد فكرة التوسع بواسطة المؤسسة بمفردها يقودها إلى ضوابط مالية، فتدخل شركة رأس المال المخاطر لسد العجز و زيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، البحث عن أسواق جديدة، كما تتدخل لتمويل الاستحواذ على مؤسسات أخرى أو تمويل الاحتياجات من رأس المال العامل.

وهناك حالة خاصة لتدخل شركات رأس المال المخاطر وهي تمويل إعادة بعث المؤسسة؛ حيث تتولى تمويل احتياجات المؤسسة المتعثرة في شكل المساهمة في رأسمالها لمدة زمنية معينة لا تتعدى سبعة سنوات على أن تكون تلك المدة كافية أمام المؤسسة لإعادة توازنها واستقرار جهازها الإنتاجي، المالي والإداري.

4- تقييم رأس المال المخاطر كمصدر لتمويل المؤسسة الاقتصادية:

4-1- مزايا رأس المال المخاطر: تتضح مزايا رأس المال المخاطر كأسلوب للتمويل فيما يلي:¹

أ- المشاركة: حيث أن شركة رأسمال المخاطر تكون شريك لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من 15% إلى 30% بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا، كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل.

ب- الانتقاء: أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض، تبحث المؤسسات والبنوك عن المؤسسات المليئة (أي القادرة على السداد) وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار.

ج- المرحلية: من خصائص التمويل برأسمال المخاطر انه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول، وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة، حين فشل المشروع وقبل تراكم خسائره.

د- التنوع: يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع ترضه مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر، فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

هـ- التنمية والتطوير: إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على حوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع، وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة ك: (أبل وميكروسوفت وكومبات ولميدرا لأكسبريس وجينيتيك وغيرها) وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

¹ السعيد بريش، المرجع السابق، ص 80.



و - توسيع قاعدة الملكية: تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة. إضافة إلى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تتمتع عن تقديم قروض لها دون ضمانات لكن مؤسسات رأسمال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

2-4- عيوب التمويل برأس المال المخاطر: رغم كل هذه المزايا التي يتمتع بها رأس المال المخاطر فإن له

عدة مخاطر نذكر منها:

- الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع)؛
- تطلب مبالغ مرتفعة، في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين.
- كما تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات الاقتصادية الناشئة التي تلجأ إلى شركات رأس المال المخاطر لتمويلها تتميز ب:

- قدرة تمويل ذاتي غير كافية، وضعف قدرة التفاوض مع المستثمرين واللجوء إلى البنوك؛
- غياب التسعيرة في السوق المالية مع عدم كفاية المعلومات للحكم على الصحة المالية للمؤسسة؛
- غياب الأصول المادية كضمان للقروض البنكية، رغم وجود أحيانا أصول معنوية؛
- عدم التأكد من عدة عناصر مستقبلية كالتدفقات النقدية الداخلة، المنتج أو الخدمة، أو حتى الكفاءات التسييرية الفعلية.

قائمة المراجع

أولاً - المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

- 1- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة الجزائر 2008.
- 2- جمال الدين المرسي، احمد عبد اله اللحاح، الإدارة المالية، الدار الجامعية، إسكندرية مصر 2006.
- 3- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن 2004.
- 4- حواس صلاح، المحاسبة العامة ، جامعة الجزائر، دار هومة للنشر، الجزائر 2006.
- 5- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر، عمان الأردن 2009.
- 6- سمير عبد العزيز عثمان، دراسة الجدوى بين النظري والتطبيق، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية مصر 1993.
- 7- سمير محمود عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة و النشر والتوزيع، الأردن 1997.
- 8- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2004.
- 9- عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس مال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر 2001.
- 10- عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية: الأطر النظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، عمان الأردن 2007.
- 11- عبد المجيد عبد المطلب، البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر 2000.
- 12- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن 2007.
- 13- عدنان هاشم، أساسيات الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد العراق 1997.
- 14- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الجامعة الأردنية، الأردن 2010.
- 15- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2004.
- 16- محمد سويلم، الإدارة المالية في ظل الكوكبة، دار الهاني للطباعة، منصور مصر 1997.



- 17- محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر، الأردن 2003.
- 18- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت لبنان 2007.
- 19- هيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان الأردن 2000.

2- الأطروحات والمذكرات:

1-2- الأطروحات:

- 20- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية وتأثيرها على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بسكرة 2016.
- 21- يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر 2005.

2-2- المذكرات:

- 22- تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام و الخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر 2009.
- 23- زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق المکانیزمات الجديدة في الجزائر دراسة حالة سونلغاز، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة بومرداس 2009/2008.
- 24- شرابي باية كتزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر 3 2013-2014.
- 25- مريم باي، السوق السندي واشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة سونلغاز، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة الجزائر (2007-2008).

2- المجالات والملتقيات:

- 26- بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، العدد الخامس، ، جامعة ورقلة الجزائر 2007.

27- محمد زرقون ، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاورسي الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة ، العدد الثامن .

أولا - المراجع باللغة الأجنبية:

- 28- Barreau. J et Delahaye. J, Gestion financière manuel & application, 9ème édition, DUNOD, Paris 2000.
- 29- Guedj N et autre, Finance d'entreprise, 2ème édition, édition d'Organisation, Paris 2001.
- 30- J.C.Bagneris, P.giury, J.Teulie, P.Topsacalian, **Introduction à la finance d'entreprise**, Vuibert, Paris, P26.
- 31- Patrice vizzavona, **gestion financière** , 8eme édition ,Edition Berti, Alger, 1993.
- 32- Chamoun Chamoun, **la bourse**, Edition houma, algerie 1999.